

비에이치아이 (083650)

박장욱

jangwook.park@daishin.com

투자의견

N.R

6개월 목표주가

N.R

현재주가

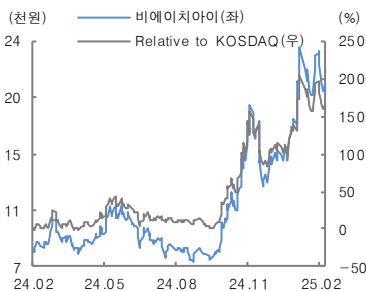
20,300

(25.03.04)

스몰캡업종

KOSDAQ	771.41
시가총액	6,220억원
시가총액비중	0.17%
자본금(보통주)	155억원
52주 최고/최저	23,500원 / 7,220원
120일 평균거래대금	449억원
외국인지분율	4.06%
주요주주	박은미 외 7 인 40.69%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-14.5	9.2	151.9	132.1
상대수익률	-19.2	-1.8	150.4	161.0



*복합화력발전(Combined Cycle Gas Plant):
가스터빈에 HRSG가 포함된 증기터빈이 포함된 발전소. 가스터빈만 있는 단일 사이클(Single Cycle) 발전소에 비해서 에너지효율은 높으나, 부하 추종 대응력은 떨어짐.

재생에너지 투자가 되든 안되든 수혜 전망

- 24년 HRSG 수주 1조원에 힘입어 1.4조원 대규모 수주 실적 달성
- HRSG가 포함된 복합화력중심으로 가스발전소 투자 증가
- 25년 신규수주대비 매출액 1.5배로 호황 구간 지속 전망

24년 매출액 4,408억원(YoY +10%), 영업이익 234억원(+5.8%)

24년 신규수주 1.4조원 달성. HRSG 부문 1조원 수주에 힘입어 24년 수주잔고 1.6조원(YoY +144%) 기록. 24년 지역별 HRSG 신규 수주는 중동 4천억원, 일본 4천억원, 한국 2천억원으로 중동과 아시아향으로 대규모 수주 기록. 수주잔고 대비 매출액 4.1배로 23년 1.9배 대비 대폭 상승

24년 환율 상승으로 파생상품평가손실 197억원 발생으로 법인세차감전이익 29억원 적자(적자전환) 기록. 법인세 환급 금 발생으로 당기순이익은 199억원(YoY +165%) 기록

*복합화력발전 중심으로 투자되는 가스발전소 투자

글로벌 가스발전소 설비 용량은 꾸준한 성장이 예상됨. 가스발전소 설비용량 증가 이유는 1) 러 - 우 전쟁 이후, 가스 사용의 효율성 개선에 대한 필요성 증가 2) 재생에너지 투자 증가로 인한 부하 대응을 위한 백업 전원 3) 석탄발전소의 가스발전소의 전환에 따른 것. 친환경 정책의 지속 여부와 상관없는 수혜 예상

백업전원으로써의 역할 부각되면서, 가스를 통한 전기 생산량은 감소할 것으로 예상되더라도, 설비 용량은 증가가 예상됨. 한국의 11차 전력수급기본계획에 따르면, LNG 설비 용량은 2023년 43.3GW에서 2038년 59.5GW로 증가 전망. 일본도 7차 전력수급기본계획에 따르면, LNG 발전 설비 용량은 23년 79GW에서 33년 83GW로 성장 전망

25년 매출액 6,447억원 (YoY +59.3%), 영업이익 387억원(+65.3%)

25년 1조원 내외의 신규 수주 전망. HRSG 7천억원, 신한울 3,4호기향 원자력 B.O.P 500억원 기타 2,500억원 수주 전망. 25년 수주잔고 대비 매출액 3.1배, 신규수주대비 매출액 1.5배로 호황 구간 지속 전망. 26F P/E 15.7배로 최근 주가 상승으로 밸류에이션 부담 있으나, 27F P/E 8.9배로 점차 해소될 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,674	4,048	6,447	7,814	9,114
영업이익	151	234	387	625	875
세전순이익	38	-29	276	513	855
총당기순이익	75	199	216	400	667
지배지분순이익	75	199	216	400	705
EPS	267	644	697	1,294	2,278
PER	30.4	24.0	29.1	15.7	8.9
BPS	2,610	3,012	3,702	4,988	7,258
PBR	3.1	5.1	5.4	4.0	2.8
ROE	12.2	23.9	20.8	29.8	37.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 비에이치아이, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	5,674	6,443	6,447	7,814	13.6	21.3
판매비와 관리비	624	709	709	860	13.6	21.3
영업이익	389	451	387	625	-0.5	38.6
영업이익률	6.8	7.0	6.0	8.0	-0.8	1.0
영업외손익	-106	-103	-110	-112	적자유지	적자유지
세전순이익	282	348	276	513	-2.1	47.6
지배지분순이익	220	271	216	400	-2.1	47.6
순이익률	3.9	4.2	3.3	5.1	-0.5	0.9
EPS(지배지분순이익)	712	877	697	1,294	-2.1	47.6

자료: 비에이치아이, 대신증권 Research Center

표 1. 비에이치아이 분기 및 연도별 실적추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	23A	24A	25F	26F
수주잔고	8,022	7,505	7,482	6,873	9,203	8,309	11,044	16,825	6,873	16,825	20,492	26,394
수주잔고 대비 매출액*	2.45	1.98	2.00	1.87	2.58	2.58	3.26	4.16	1.87	4.16	3.18	3.38
매출액	836	1,206	821	811	731	863	982	1,472	3,674	4,048	6,447	7,814
YoY(%)	-2.6	71.2	-4.5	-7.8	-12.6	-28.4	19.7	81.6	11.3	10.2	59.3	21.2
보일러	213	586	376	271	163	274	119	341	1,446	897	1,115	1,141
HRSG	389	256	248	229	431	361	707	897	1,122	2,396	4,350	5,481
B.O.P	48	20	35	21	31	37	39	44	124	151	316	415
기타	186	345	162	290	106	191	117	190	983	604	666	777
매출 총이익	82	63	108	181	113	130	133	253	434	629	1,096	1,485
YoY(%)	23.7	-2.0	24.1	37.8	37.1	105.1	23.6	39.7	24.4	44.7	74.3	35.5
총이익률(%)	9.8	5.2	13.1	22.3	15.5	15.0	13.5	17.2	11.8	15.5	17.0	19.0
영업이익	16	-5	27	113	35	60	48	91	151	234	387	625
YoY(%)	114.1	적자지속	93.3	74.3	122.8	흑자전환	74.6	-18.9	86.1	55.1	65.3	61.6
영업이익률 (%)	1.9	-0.4	3.4	13.9	4.8	6.9	4.9	6.2	4.1	5.8	6.0	8.0
세전이익	11	-38	26	39	15	21	17	-82	38	-29	276	513
YoY(%)	흑자전환	적자지속	흑자전환	흑자전환	44.7	흑자전환	-36.9	-308.7	흑자전환	적자전환	흑자전환	85.7
세전이익률 (%)	1.3	-3.1	3.2	4.8	2.1	2.5	1.7	-5.6	1.0	-0.7	4.3	6.6
당기순이익	7	-44	27	85	60	15	17	107	75	199	216	400
YoY(%)	흑자전환	적자지속	흑자전환	477.3	759.2	흑자전환	-34.9	26.3	흑자전환	165.1	8.3	85.7
순이익률(%)	0.8	-3.6	3.3	10.4	8.2	1.7	1.8	7.3	2.0	4.9	3.3	5.1

자료: 비에이치아이, 대신증권 Research Center 추정

주*: 수주잔고/매출액

단일 사이클 발전과 복합 화력발전의 차이와 장단점

가스터빈과 증기터빈
으로 구성된 복합화력
발전소에 들어가는
HRSG

현재 동사의 실적을 견인하는 HRSG(Heat Recovery Steam Generator)는 복합화력발전
소에 들어가는 폐열회수보일러다. 가스발전소는 가스터빈 단일로만 구성되어있는 단일
사이클 발전(Single Cycle) 발전소와 가스터빈으로 전기를 생성한 후, 배기가스를 이용해
서 증기터빈을 한 번 더 구동하는 복합화력발전(Combined Cycle)로 나뉜다. 동사의 실
적은 복합화력발전소 설치량과 관련이 깊다.

각 사이클의 장점
단일사이클 - 빠른 부
하대응, 출력조정

단일 사이클과 복합 사이클의 장단점은 명확하다. 단일 사이클은 빠르게 전기를 생산하
고 출력 조정에서 강점이 있다. 반면, 열효율성과 운영 유연성에서는 복합 사이클이 강점
이 있다.

복합사이클 - 에너지
효율성, 운영 유연성

먼저, 단일 사이클은 빠른 발전을 위한 대기 상태인 핫 스타트의 경우, 수 분내에 전기를
생산할 수 있는 반면, 복합 사이클의 경우는 핫 스타트 상태에서도 최소한 30분 이상의
시간이 지나서 전기의 생산이 가능하다. 복합 사이클에서는 증기 터빈의 가동을 위한 대
기 시간이 추가로 소요되기 때문이다.

출력 조정에 있어서도 단일 사이클 발전이 유리하다. 출력 조정이란, 100MW의 출력을
가진 발전소에서 60 ~ 70MW의 출력을 통해 전기를 생산하는 등 최대 출력이 100이라
고 했을때, 생산량을 조절할 수 있는 유연성을 뜻한다. 증기터빈과 비교해서 가스터빈의
출력 조정이 좀 더 손쉽게 이루어지기 때문이다.

그리드 망에서 필요한 순간 전기를 빠르게 생산하거나 줄이는 것을 부하 대응이라고 한
다. 단일 사이클 발전은 빠르게 전기 생산하거나 출력을 조정할 수 있어 우수한 부하 대
응력을 가지고 있다.

가파르게 증가하는 전기 수요를 대응하는 것에 있어서는 단일 사이클은 수분 내에 전기
생산이 가능한 반면, 복합 사이클은 30분 이상의 소요되어 단일 사이클이 장점이 있다.
복합 사이클은 주로 기저부하에서 중간부하를 담당하는 경우가 많아 부하대응에 있어서
단일 사이클은 복합 사이클과 비교해서 분명한 장점이 있다.

복합 사이클은 단일 사이클과 비교해서 증기터빈을 키고 끌 수 있어 복합 사이클이 좀
더 유연한 운영이 가능하다. 정말 긴급한 경우, 증기터빈의 가동없이 가스터빈 단일로 단
일 사이클 발전도 가능하기 때문이다. 또, 에너지 효율에서는 단일 사이클이 30 ~ 40%에
불과한 반면, 복합 사이클의 경우, 배기가스를 재활용함에 따라서 50 ~ 60%로 상당한 차
이가 난다.

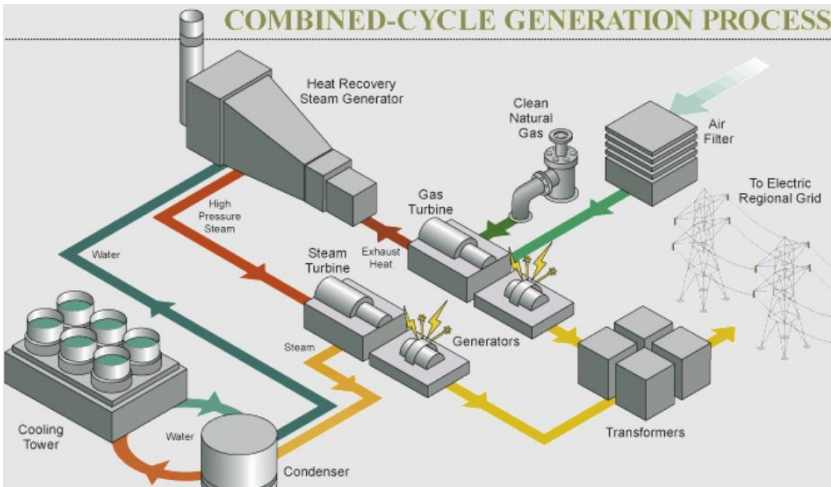
건설기간과 건설비용
이 2배 가까이 더 비
싼 복합 사이클

프로젝트마다 다르나, 단일 사이클 발전소는 12 ~ 18개월의 건설기간이 소요되는 반면,
복합 사이클 발전소는 24 ~ 36개월의 건설기간이 소요되며, KW당 건설비용도 복합 사이
클 발전소가 단일 사이클 발전소 대비 2배 가까이 비싼 것으로 알려져 있다.

에너지 효율에 대한
관심, ESS시장의 확대
로 복합화력 중심으로
가스 발전소 증가 중

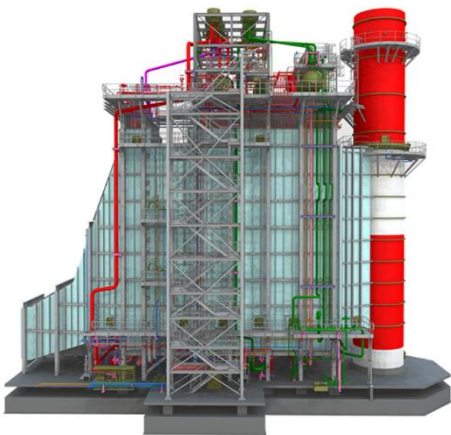
비싼 건설비용과 긴 건설기간에도 대부분의 화력발전소는 복합화력발전소 형태로 건설되
고 있는데, 이는 배터리 가격 하락으로 긴급한 전기 수요는 ESS로 대응하는 방식이 채택
되는 양이 증가하고 있으며, 정말로 긴급한 경우에 복합화력발전소에서도 증기터빈을 구
동하지 않고, 단일 사이클로만 전기를 생산할 수 있기 때문이다. 또, 러-우 전쟁이후로
가스 가격이 상승함에 따라서 에너지 효율이 높은 복합화력발전소에 관심이 커진 상황이
다. 현재 설치되는 대부분의 가스 발전소는 복합화력발전소 형태이다.

그림 1. 가스 발전소 - 복합화력발전(Combined Cycle)의 발전형태



자료:Global Spec Insight, 대신증권 Research Center

그림 2. 비에이치아이 HRSG



자료:비에이치아이, 대신증권 Research Center

그림 3. 단일 사이클과 복합 사이클 비교

	단일 사이클 (Single Cycle)	복합 사이클(Combined Cycle)
구조	가스터빈 단일	가스터빈과 증기터빈 조합
가동 및 정지시간	매우 짧음 (수 분 ~ 1시간)	짧음 (30분 ~ 1시간 이내)
출력 조정	유연함	유연하지 못함
부하 추종성	우수함	보통
열효율	30 ~ 40%	50 ~ 60%
연료 유연성	높음	낮음
건설비용*	상대적으로 저렴	상대적으로 비쌈
건설기간	약 12 ~ 18 개월	약 24 ~ 36 개월

자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

지역별 발전 유형별 연간 전력생산량 증감 전망 (북미, 유럽)

주요 지역 중 유럽만
신규 가스발전소 증가
가 예상되지 않음

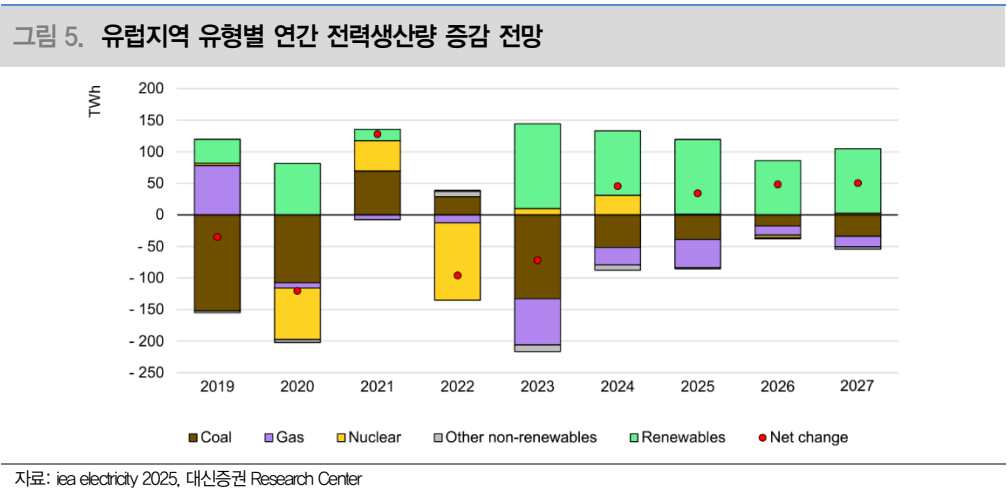
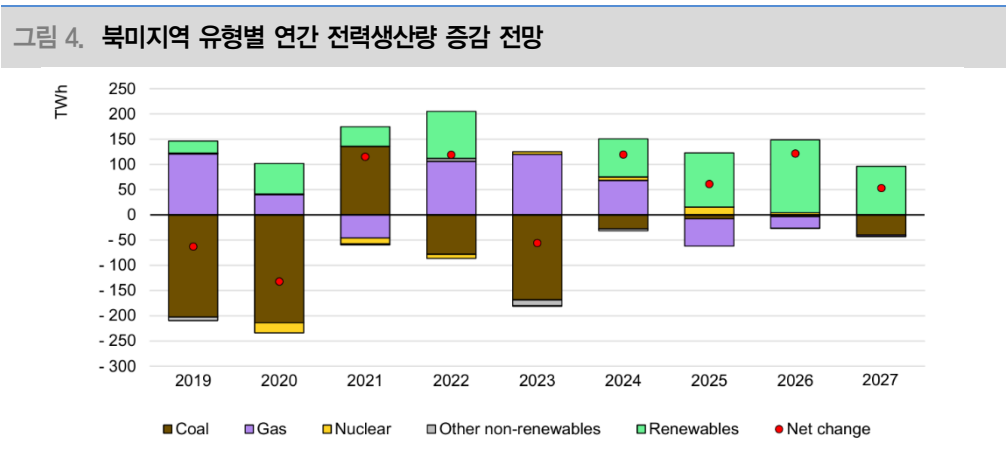
북미는 가스를 통한
전기 생산은 감소할
것으로 예상되나, 가
스발전소 설치는 증가
전망

유럽은 가스를 통한
전기 생산 감소 및 신
규 가스발전소 설치량
증가 예상

지역별 유형별 연간 전력생산량 증감 전망을 살펴보자면, 지역별로 차이가 나타난다. 북미, 유럽, 중동, 아시아, 유라시아 지역으로 나눠서 볼 수 있다. 가스를 통한 전력생산량과 상관없이 전 지역에서 가스발전소 설치량은 증가할 것으로 예상된다.

먼저, 북미지역의 경우, AI로 인한 전기수요 증가 및 미국 내 제조업 건설로 22년 ~ 24년 가스발전을 통한 전기 생산량이 매년 100TWh내외로 크게 증가해왔다. 반면, 25년 부터는 가스 발전소를 통한 전기 생산량이 50TWh 내외로 감소할 것으로 전망하고 있다. 유의할 점이 있다면, 가스 발전을 통한 전기 생산량은 감소하지만, 가스 발전소의 가동률 감소로 전체 가스발전소 설치량은 증가할 것으로 예상된다.

유럽 지역은 러-우 전쟁 이후로 23년 50TWh가량의 전기 생산량이 감소한 이후로 24년, 25년 20 ~ 30TWh 내외의 전기 생산량 감소가 예상된다. 북미와 마찬가지로 신규 가스발전소 설치량의 증가가 예상된다. 두 지역 모두 재생에너지에 대해 적극적인 투자가 이루어지고 있다. 전체 전력원에서 재생에너지의 비중이 커질수록 동켈플라우테와 같이 일시적으로 전기가 생산이 안 되는 시기에 취약하다. 백업전원으로써 가스발전소의 역할이 부각받으면서 전체 설비용량은 지속적으로 증가하고 있다



지역별 발전 유형별 연간 전력생산량 증감 전망 (유라시아, 중동, 아시아)

유라시아 지역과 중동 지역은 복합화력 중심으로 가스발전소 증가. 가스를 통한 전기 생산도 증가 전망

아시아지역도 가스를 통한 전기 생산 규모 축소 예상. 그럼에도 설비용량은 증가 예상.

일본은 가스발전 의존도가 높아, 러-우 전쟁으로 에너지 효율에 대한 관심이 높음

글로벌 기준 가스를 통한 전기 생산량은 소폭 증가 예상

유라시아지역은 21년 가스발전을 통한 전기 생산이 50TWh 전년 대비 큰 폭 증가한 이후로 10 ~ 20TWh 내외로 매년 가스를 통한 전기 생산이 증가할 것으로 예상된다. 우즈베키스탄, 카자흐스탄과 같은 지역에서 대형 복합화력발전소를 도입함에 따른 영향이다.

중동지역 역시 북미 지역과 마찬가지로 저렴한 가스 가격을 바탕으로 가스를 통한 전기 생산을 도모하고 있다. 24년 30TWh 정도의 전기 생산량 순증 이후, 25년 이후 매년 60TWh 내외의 전기 생산량 순증이 예상된다. 중동지역은 가스의 해외 수출을 준비하면서, 동시에 복합화력발전소의 건설을 통해 에너지 효율을 추구하고 있다.

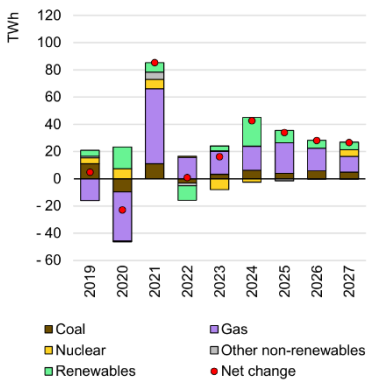
아시아 지역의 경우, 전반적으로 가스 발전을 통한 전기 생산 규모가 축소될 것으로 예상된다. 다만, 그럼에도 설비 용량은 증가할 것으로 예상된다. 한국의 경우도 제11차 전력수급 기본계획에 따르면, 수소 혼소를 LNG 발전설비의 용량은 2023년 43.3GW에서 2038년 59.5GW로 증가할 것으로 예상하는 등 북미와 비슷하게 순설치량은 증가하고, 가동률은 떨어지는 방향으로 전개될 것으로 예상된다.

일본의 경우도 가스를 통한 전기 생산량은 감소될것으로 예상된다. 반면, 일본 7차 전력수급기본계획에 따르면, LNG의 설비용량은 23년 79,420MW에서 2033년 83,540MW로 소폭 증가할 것으로 계획을 세우고 있다. 북미, 한국, 일본 모두 비슷한 상황이다. 일본은 탈원전 이후, 현재 전체 전력 생산에서 가스 발전이 차지하는 비중이 40%에 달할 정도로 가스발전에 대한 의존도가 높다. 러-우 전쟁이후, 가스 가격이 상승함에 따라 효율성에 대한 관심이 커졌고, 이것이 동사의 수주로 이어졌다는 판단이다.

중국은 재생에너지를 통한 전기 생산이 주를 이룰 것으로 예상되지만, 가스, 원자력 등 기존 에너지원을 통한 전기 생산량도 증가할 것으로 전망된다.

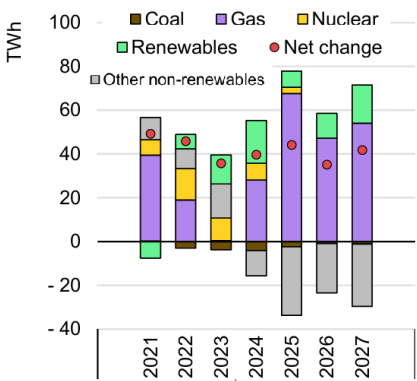
EIA는 글로벌 에서 가스를 통한 전기 생산은 24년 6,608TWh에서 27년 6,869TWh로 CAGR 0.6%의 소폭 성장을 전망하고 있다. 다만, 북미와 아시아 지역처럼 가스를 통한 전기 생산량은 감소해도 설비용량은 증가하는 지역들은 복합화력발전소를 중심으로 설치량 증가가 예상된다.

그림 6. 유라시아지역 유형별 연간 전력생산량 증감 전망



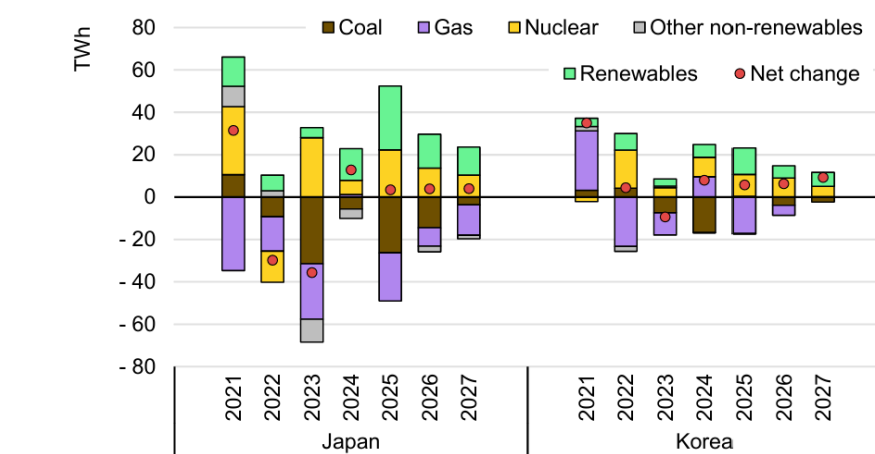
자료: iea electricity 2025, 대신증권 Research Center

그림 7. 중동지역 유형별 연간 전력생산량 증감 전망



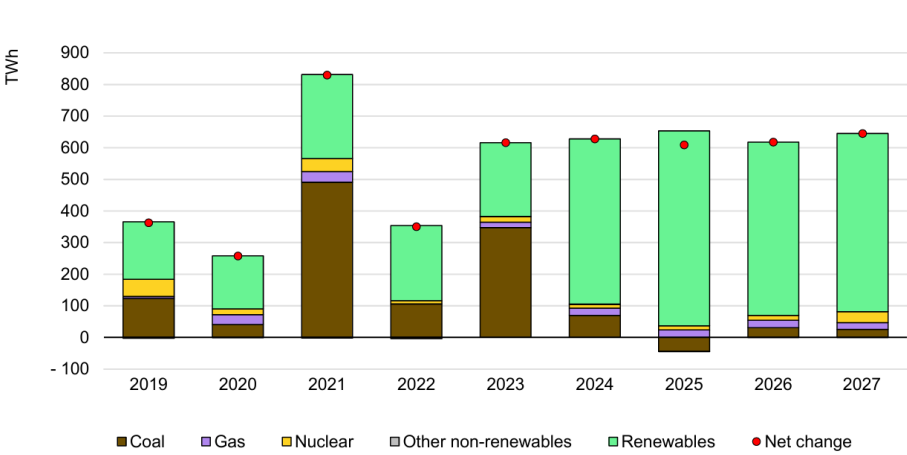
자료: iea electricity 2025, 대신증권 Research Center

그림 8. 북미 계획된 발전소 설치량 전망 (재생에너지 V.S 가스발전소)



자료: Industrial Info Resources, 대신증권 Research Center

그림 9. 중국 유형별 연간 전력생산량 증감 전망



자료: Industrial Info Resources, 대신증권 Research Center

그림 10. IEA 전세계 분야별 전기 생산량 추이 및 전망

TWh	2022	2023	2024	2027	Growth rate 2022-2023	Growth rate 2023-2024	CAAGR 2025-2027
Nuclear	2 686	2 742	2 840	3 036	2.1%	3.5%	2.3%
Coal	10437	10 611	10 704	10 674	1.7%	0.9%	-0.1%
Gas	6 525	6 608	6 777	6 889	1.3%	2.6%	0.6%
Other non-renewables	927	891	860	717	-3.9%	-3.5%	-5.9%
Total renewables	8 543	8 969	9 848	13 250	5.0%	9.8%	10.4%
Total Generation	29 119	29 822	31 029	34 566	2.4%	4.0%	3.7%

자료: iea electricity 2025, 대신증권 Research Center

순설치량이 증가하고 있는 가스발전소

첫 째, 러-우 전쟁이후, 에너지효율성 높은 가스 발전에 대한 수요 증가

둘 째, 재생에너지 투자 증가로 백업 전원 역할의 부각

셋 째, 석탄 발전소의 가스발전소로의 전환

천연가스 발전소 설치량 증가의 이유는 다음 세 가지로 꼽을 수 있다. 첫 째, 효율적인 발전소의 필요성 증가다. 러-우 전쟁이후, 가스의 수급과 가격의 변동성이 확대되었다. 기존에는 에너지 효율성은 낮지만, 저렴한 단일 사이클 중심으로 가스발전소 설치가 증가했었던, 유라시아와 중동도 신규 발전소는 복합화력 발전소 중심으로 설치하고 있다.

둘 째, 재생에너지 투자 증가로 인한 백업발전소의 역할이다. 배터리 가격이 하락함에 따라서 급격한 침투부하대응에 대해서는 ESS를 중심으로 대응하는 방식의 채택율이 증가하였다. 이는 기존의 단일 사이클 화력발전소가 대응하던 영역이었다.

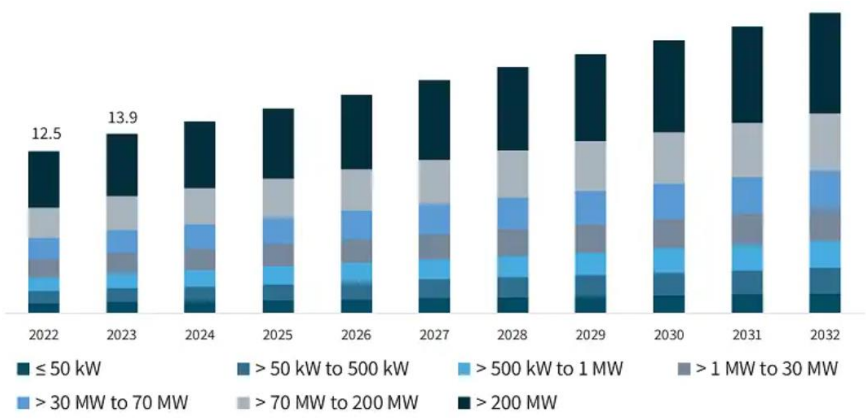
하지만, 재생에너지의 비중이 확대되면서, 동궤플라우테처럼 기상이후로 인해 재생에너지를 통한 전력 생산이 불가능한 시기의 가스발전소의 필요성은 더 확대되었다. 현재의 ESS는 수 일의 기간동안 전력을 저장하지 못 한다. 장주기 ESS가 보급되기 전에는 가스 발전소로 재생에너지의 빈 공간을 메꿔질 예정이다.

복합화력발전소의 수요가 높은 이유는 에너지효율이 높고, 평소에는 기저 ~ 중간 부하에 대응할 수 있으며, 정말 긴급한 상황에서는 침투부하대응까지 가능하기 때문이다. 재생에너지 투자가 확대 될수록 가스발전소의 설비용량은 증가하지만, 평균 가동률은 하락할 것이다.

셋 째, 석탄 발전소의 전환수요이다. 유럽, 북미를 중심으로 석탄발전소의 폐쇄가 증가하고 있다. 기존의 석탄 발전소 부지는 복합화력발전소, 원자력발전소 등으로 대체되고 있다.

Gminsight는 복합 화력발전소용 가스 터빈이 2032년까지 꾸준히 성장할 것으로 예상하고 있다.

그림 11. 복합 사이클 가스 터빈 시장 규모 전망 (USD Bill)



자료:Gminsight, 대신증권 Research Center

전환점을 맞이하고 있는 북미의 가스발전소 시장

바이든 정권이후 급격한 변화를 맞이했던 미국 가스발전소 시장

높은 전력가격 등으로 신규 발전소에서 가스 발전소가 차지하는 비중 확대 예상

투자자들의 관심이 큰 북미 시장의 경우, 변곡점을 맞이하고 있다. 미국은 셰일혁명이후, 저렴한 가스가격을 바탕으로 가스발전을 주된 에너지원으로 사용해왔다. 코로나 이전까 지 계획된 신규 발전소의 40%가 가스발전소였다. 코로나 이후, 바이든 정권하에서 탈탄 소에 대한 관심이 커지면서, 급격한 변화를 맞이한다. 계획된 신규 발전소에 90%에 달 하는 발전소를 재생에너지로 계획할만큼 적극적이였다.

최근에는 신규 발전소에서 가스발전소가 기존 5%에서 7%로 소폭 비중이 소폭 상승할 것으로 전망된다. 이는 20년 이후 재생에너지의 급격한 증가로 인한 전력망 대기 시간 증가와 전기가격 상승에 대한 부담감이 확대된 이유가 꼽힌다.

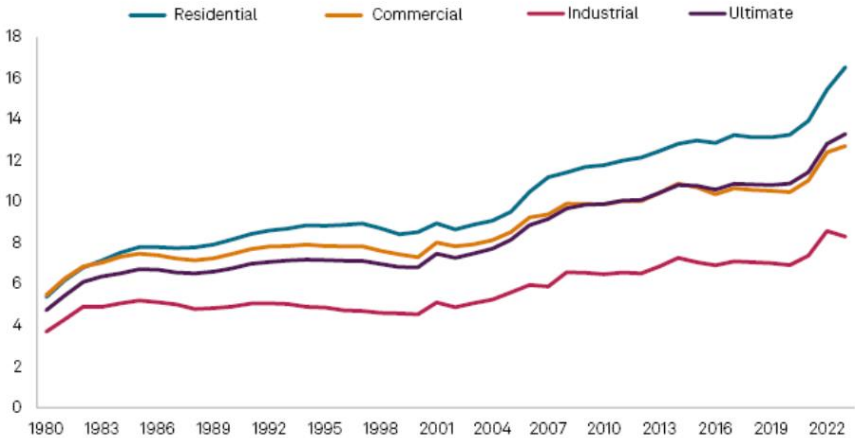
Turbomachinery는 2025 ~ 2029년의 기간 동안 미국에서 약 6.5GW의 신규 가스 발전 소의 설치가 계획되어 있다고 전한다. 중부 대서양, 오대호, 남동부 지역에서는 기존 2024 ~ 2028년 기간 전체 발전소의 1% 미만을 가스발전소로 설치하겠다는 전망에서 2025 ~ 2029년 약 21%로 대폭 증가한 상황이다.

그림 12. 북미 계획된 발전소 설치량 전망 (재생에너지 V.S 가스발전소)



자료: Industrial Info Resources, 대신증권 Research Center

그림 13. 미국 개인용 전력 가격 추이 (1980~2023)



자료:S&P Global, 대신증권 Research Center

25 년에도 계속될 HRSG 의 호황

24년 연초 수주 가이드스 HRSG 4 ~ 5천억원 포함 8천억원

24년 실제 수주 HRSG 1조원 포함 1.4조원 수주

25년 수주 가이드스 HRSG 7천억원 포함 1조원 수주

원자력 부문 신한울 3,4호기향 추가 수주 및 체코 두코바니향 2개호기 수주 기대됨

SMR시장 확장에서도 수혜 가능

24년에 이어서 25년도 HRSG부문이 신규수주와 매출 성장을 이끌 것으로 예상된다. 동사의 24년 연초 가이드스는 HRSG 4 ~ 5천억원을 포함해 8천억원이었다. 24년 실제 수주는 HRSG 1조원 포함 1.4조원을 수주하였다. 25년 신규 수주 가이드스는 HRSG 7천억원 포함 1조원이다. 상황에 따라서 25년도 가이드스를 대폭 상회할 가능성이 존재한다.

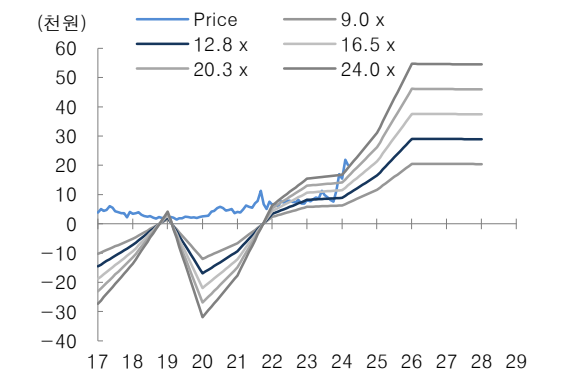
현재 전 세계의 가스 발전소 투자는 HRSG가 포함된 복합화력발전소를 위주로 투자가 이루어지고 있다. 재생에너지의 투자 증감과 상관없이 가스발전소의 투자는 지속될 예정이다. 재생에너지에 대한 투자가 증가한다면, 재생에너지의 백업설비 역할로써 투자가 증가할 것이다. 재생에너지로 인한 전기가격 상승으로 인한 부담이 커진다면, 증가하는 전력 수요를 가스발전소로 대체하고자 할 것이다. 무엇이 되었든 전기 수요가 증가하는 구간에서 가스 발전소의 설비용량은 증가할 예정이다.

원자력 부문은 호기당 750억원의 매출이 기대된다. 25년에는 신한울 3,4호기향 추가 수주 500억원이 발생할 것으로 기대된다. 체코 두코바니 2개 호기에 대해서도 향후 수주가 기대되는 상황이다. 유럽뿐 아니라 미국에서도 대형원전에 대한 건설이 재개된다면, 수혜의 폭이 커질 수 있다.

성장 초기 단계에 있는 SMR 시장에서도 수혜를 받을 수 있다. 주요 SMR 사업자들이 보조기기 관련 사업자들을 찾고 있는 가운데, 시장이 확대된다면, 동사의 수혜도 기대된다.

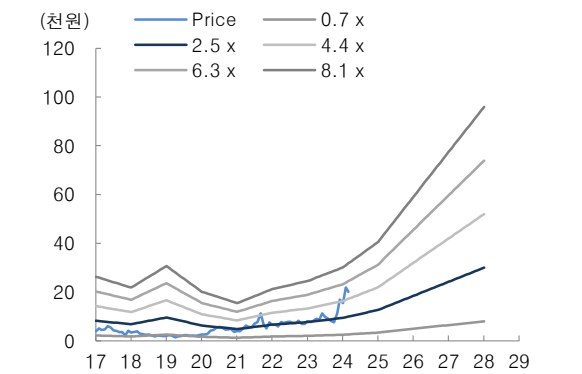
25년 매출액 6,447억원 (YoY +59.3%), 영업이익 387억원(+65.3%)을 전망한다. 25년에도 신규 수주 대비 매출액 1.5배 구간으로 HRSG를 중심으로 호황구간이 지속될 전망이다.

그림 14. 비에이치아이 PER 밴드



자료: 비에이치아이, 대신증권 Research Center

그림 15. 비에이치아이 PBR 밴드



자료: 비에이치아이, 대신증권 Research Center

그림 16. 비에이치아이 주요 수주 내역 (단위: 억원)

계약 내용	계약상대방	계약금액	계약 시작일	계약 종료일
LNG 복합화력 발전설비	대우건설	901	2022-10-28	2028-01-25
LNG 복합화력 발전설비	씨지엔대산전력	426	2023-05-19	2025-08-15
LNG 복합화력 발전설비	대우건설	475	2024-03-04	2026-05-28
LNG 복합화력 발전설비	SEPCO Electric Power Construction	970	2024-03-04	2025-10-03
LNG 복합화력 발전설비	SEPCO Electric Power Construction	1,040	2024-03-04	2025-10-03
발전설비 공급계약	한화에너지	329	2024-03-25	2025-09-30
LNG 복합화력 발전설비	두산에너지빌리티	412	2024-04-02	2026-12-31
LNG 복합화력 발전설비	Toshiba Plant Systems	2,740	2024-07-30	2030-11-25
LNG 복합화력 발전설비	SAMSUNG C&T	251	2024-08-07	2025-11-17
발전 EPC 공사 계약	한국지역난방공사	2,396	2024-08-21	2028-12-01
발전설비 공급	현대건설	489	2021-10-28	2025-10-15
발전설비 공급 ¹	OJSC	90	2016-06-08	2025-12-31
발전설비 공급	포스코	219	2024-10-24	2026-06-30
LNG 복합화력 발전설비	두산에너지빌리티	1,220	2024-11-12	2026-03-30
화력발전소 환경설비	KC 코트렐	624	2021-09-27	2025-03-31
발전설비 공급	현대건설	510	2020-07-23	2025-07-30
발전설비 공급	MC-HDEC_CC1 Consortium	513	2022-08-17	2025-04-16
LNG 복합화력 발전설비	한국남동발전	1,369	2024-11-22	2027-03-15
LNG 복합화력 발전설비	Alghanim International General	506	2024-12-16	2026-04-30
원자력설비 공급	한국수력원자력	415	2025-02-11	2029-07-31
원자력 발전설비 공급	한국수력원자력	585	2025-02-11	2029-06-30
LNG 복합화력 발전설비	Harbin Electric International	1,486	2025-02-11	2026-07-15
LNG 복합화력 발전설비	Harbin Electric International	1,444	2025-02-11	2026-07-15

자료: 비에이치아이, 대신증권 Research Center

그림 17. 비에이치아이 역사적 주가추이



자료: Investing.com, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,674	4,048	6,447	7,814	9,114
매출원가	3,240	3,420	5,351	6,329	7,237
매출총이익	434	629	1,096	1,485	1,877
판매비와관리비	284	395	709	860	1,003
영업이익	151	234	387	625	875
영업이익률	4.1	5.8	6.0	8.0	9.6
EBITDA	257	323	470	703	948
영업외손익	-113	-263	-110	-112	-20
관계기업손익	-14	-14	-14	-14	-14
금융수익	108	72	72	73	69
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-228	-192	-196	-198	-102
외환관련손실	71	53	53	53	53
기타	21	-129	27	27	27
법인세비용차감전순손익	38	-29	276	513	855
법인세비용	36	228	-61	-113	-188
계속사업순손익	75	199	216	400	667
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	75	199	216	400	667
당기순이익률	2.0	4.9	3.3	5.1	7.3
비배지분순이익	0	0	0	0	-38
지배지분순이익	75	199	216	400	705
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-10	-10	-10	-10	-11
포괄순이익	65	189	205	390	656
비배지분포괄이익	0	0	0	0	-37
지배지분포괄이익	66	189	205	390	694

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	267	644	697	1,294	2,278
PER	30.4	24.0	29.1	15.7	8.9
BPS	2,610	3,012	3,702	4,988	7,258
PBR	3.1	5.1	5.4	4.0	2.8
EBITDAPS	911	1,044	1,518	2,271	3,064
EV/EBITDA	14.9	17.6	14.3	8.9	5.7
SPS	13,037	13,083	20,834	25,252	29,453
PSR	0.6	1.2	1.0	0.8	0.7
CFPS	1,214	832	1,806	2,554	3,341
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	11.3	10.2	59.3	21.2	16.6
영업이익 증가율	86.1	55.1	65.3	61.6	40.0
순이익 증가율	흑전	166.8	8.3	85.7	66.6
수익성					
ROIC	15.0	-84.2	17.7	32.2	49.5
ROA	3.4	5.5	8.4	11.9	14.3
ROE	12.2	23.9	20.8	29.8	37.2
안정성					
부채비율	477.2	363.2	327.6	261.9	193.3
순차입금비율	177.6	98.1	44.1	-0.1	-35.7
이자보상배율	1.3	2.4	3.9	6.4	0.0

자료: 비에이치아이, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,881	2,018	2,645	3,373	4,412
현금및현금성자산	139	227	772	1,431	2,400
매출채권 및 기타채권	1,439	1,482	1,527	1,573	1,620
재고자산	55	57	91	110	128
기타유동자산	248	251	255	259	263
비유동자산	2,374	2,309	2,263	2,224	2,190
유형자산	1,921	1,889	1,862	1,838	1,817
관계기업투자금	4	-5	-13	-22	-31
기타비유동자산	449	425	415	408	403
자산총계	4,254	4,328	4,909	5,597	6,602
유동부채	3,211	3,078	3,437	3,716	4,007
매입채무 및 기타채무	1,605	1,772	1,990	2,114	2,232
차입금	1,138	1,263	1,402	1,556	1,727
유동성채무	426	0	0	0	0
기타유동부채	42	44	45	46	48
비유동부채	306	315	324	334	344
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	306	315	324	334	344
부채총계	3,517	3,393	3,761	4,050	4,351
자배지분	735	932	1,145	1,543	2,246
자본금	155	155	155	155	155
자본잉여금	261	261	261	261	261
이익잉여금	-272	-73	143	543	1,248
기타지분변동	592	589	587	584	582
비배지분	2	2	2	3	5
자본총계	737	934	1,148	1,547	2,251
순차입금	1,309	916	506	-2	-804

현금흐름표

(단위: 억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	437	610	640	740	997
당기순이익	75	199	216	400	667
비현금항목의 가감	268	58	343	390	367
감가상각비	106	89	83	78	73
외환손익	-13	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	174	-31	260	312	293
자산부채의 증감	197	214	234	154	149
기타현금흐름	-102	139	-152	-204	-186
투자활동 현금흐름	-150	-26	-26	-26	-26
투자자산	-50	8	8	8	8
유형자산	-41	-41	-41	-41	-41
기타	-59	7	7	7	6
재무활동 현금흐름	-387	-481	-41	-26	-9
단기차입금	-344	125	139	154	171
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	177	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-220	-606	-180	-180	-180
현금의 증감	-97	90	545	659	969
기초 현금	236	138	227	773	1,431
기말 현금	139	227	773	1,431	2,400
NOPLAT	294	-1,619	302	488	682
FCF	355	-1,572	343	523	714

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박장욱)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

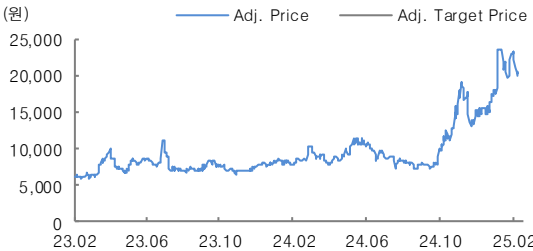
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

비에이치아이(083650) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

(원)

Adj. Price

Adj. Target Price



제시일자

25.03.05

투자의견

목표주가

과리율(평균%)

과리율(최대/최소%)

제시일자

투자의견

목표주가

과리율(평균%)

과리율(최대/최소%)

제시일자

투자의견

목표주가

과리율(평균%)

과리율(최대/최소%)

제시일자

투자의견

목표주가

과리율(평균%)

과리율(최대/최소%)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250304)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	92.1%	7.9%	0.0%

산업 투자의견

－ Overweigh(비중확대)

： 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

－ Neutral(중립)

： 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

－ Underweigh(비중축소)

： 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

－ Buy(매수)

： 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상

－ Marketperform(시장수익률)

： 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상

－ Underperform(시장수익률 하회)

： 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상