

2023. 12. 12



▲ 유틸리티/건설

Analyst **문경원**, CFA
 02. 6454-4881
 kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA **윤동준**
 02. 6454-4886
 dongjun.yoon@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월) **-원**

현재주가 (12.12) **7,420 원**

상승여력 **-**

KOSDAQ	839.53pt
시가총액	2,296억원
발행주식수	3,094만주
유동주식비율	52.84%
외국인비중	0.81%
52주 최고/최저가	11,160원/5,770원
평균거래대금	24.4억원

주요주주(%)

박은미 외 6 인	47.15
아이비케이캐피탈 외 1 인	15.98

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.3	-13.6	10.6
상대주가	2.7	-8.9	-5.8

주가그래프



비에이치아이 083650

밀렸던 수주 호황이 더 크게 찾아온다

- ✓ 복합화력, 원전 중심의 발전 기자재 업체. HRSG에서는 글로벌 선두권
- ✓ 2024년에는 가스복합, 원전 내수 시장에서만 4,000억원 이상의 수주를 기대할 수 있으며, 해외 수출 결과에 따라 기대치는 6,000~8,000억원으로 상승
- ✓ 2011~2012년에 준하는 업황. 주가는 절반 수준
- ✓ 11차 전기본, 체코 원전, 사우디 HRSG 수주 결과 등이 1Q24까지 상승 트리거

복합화력, 원전 중심의 발전 기자재 업체

1998년 설립된 BHI는 국내 발전 기자재 제작 업체이다. 250명에 달하는 엔지니어 인력(전체 임직원 470명)을 기반으로 프로젝트에 맞는 기자재를 설계 및 제작한다. 특히 HRSG(배열회수 보일러) 제작에 있어서는 글로벌 선두권으로 평가받고 있다. 주요 제품은 HRSG(가스복합), 보일러(석탄, 제철 등), 원전 보조기기 등이 있다.

2024년은 가스복합과 원전 수주 모두 몰리는 해

2024년에는 내수 시장에서만 4,000억원 이상의 수주를 기대할 수 있으며, 해외 수출 결과에 따라 기대치는 6,000~8,000억원으로 올라간다. 2024년 HRSG 국내 수주 파이프라인은 7~8기(4,000억원 내외)에 달한다. 사우디와 일본에서도 대규모 수주(각 2,000억원 내외)를 기대하고 있다. 한편, 원전에서도 신한울 3,4호기의 실질적인 수주가 1H24 본격화된다. 전체 보조기기 발주 규모는 3,000억원 내외로 예상되며, 경쟁을 거쳐야 하나 유의미한 물량 확보가 가능하다.

수주와 동행했던 주가, 이제 기대감 가질 때. 트리거로 11차 전기본 주목

6,000억원 이상의 수주 달성 시 역대 최고 수주를 기록했던 2011~2012년에 준하는 해가 되는 셈인데, 현 주가는 당시 대비 약 절반 수준이다. 2022~2023년에도 기대감은 있었다. 다만 급격한 공사비 상승으로 프로젝트가 지연된 것이 문제였다. 인플레이션이 둔화되고 있는 지금 다시 기대를 가져볼 때이다. 한편, 수주와 별개로 주가 상승 트리거로서 11차 전기본을 주목한다. 현 정부의 기조대로 원전, 가스 복합발전 등이 확대될 시 동사가 바라볼 수 있는 전방 시장이 확대된다. 또한 체코 원전 우협 선정, 사우디 HRSG 수주 결과 등도 주목해야 한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	211.8	-23.3	-29.6	-1,140	적전	3,231	-3.0	1.0	-17.5	-35.3	335.1
2019	222.9	-12.5	-14.8	-569	적지	2,685	-3.7	0.8	-60.1	-21.2	429.9
2020	243.4	11.3	4.5	174	흑전	3,770	14.7	0.7	11.1	4.6	301.9
2021	234.9	-30.6	-34.6	-1,330	적전	2,474	-3.1	1.7	-14.4	-53.8	506.0
2022	330.2	8.1	-19.1	-735	적지	1,897	-8.8	3.4	19.1	-38.8	807.1

2024년 국내와 해외에서 HRSG 수주에 주목

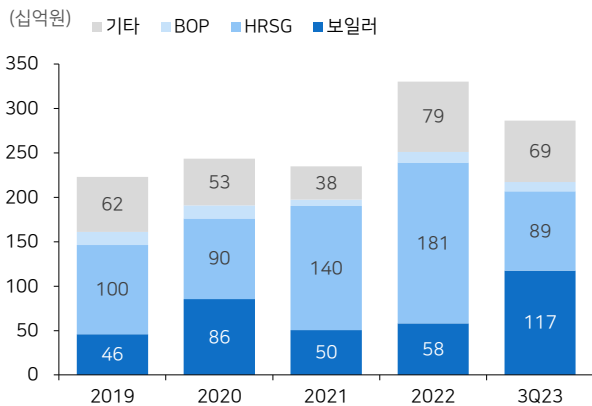
동사의 주력 제품인 HRSG(Heat Recovery Steam Generator, 배열회수 보일러)는 가스터빈에서 나오는 여열을 회수하여 스팀터빈에 공급하는 제품으로, 가스복합발전소에서 가스 터빈, 스팀 터빈과 함께 핵심 기자재로 꼽힌다. 가스복합발전소 시장이 확대될수록 수주가 확대된다.

국내 10차 전기기본에 따르면 2023~2036년까지 연평균 1.6GW의 LNG발전소(복합 및 열병합 포함)가 준공될 전망이다. 특히 석탄 발전을 가스 복합발전으로 전환하는 프로젝트들의 비중이 높다. 가스복합발전 기준 500MW 1기 당 HRSG 수주 규모가 500~600억원에 달하는 점을 감안하면 매년 국내에서만 1,500억원 이상의 시장이 열리는 셈이다.

특히나 2024년은 HRSG 수주를 기대할 수 있는 파이프라인이 7~8기에 달한다. 인플레이션에 따른 EPC 도급비 상승 영향으로 2023년 지연되었던 프로젝트들이 2024년에 진행될 예정이기 때문이다. 동사는 이 중 약 3건에 대해서는 수의계약 형태로 진행 중이며, 이외의 프로젝트에 대해서는 SNT에너지 등과 경쟁을 거쳐야 하겠으나 동사가 기술력과 트랙 레코드 측면에서 한 걸음 앞서있다. 5기 수주 가정 시 내수에서만 2,500억원 이상의 HRSG 신규 수주가 예상된다

2024년에는 사우디, 일본 등 해외에서도 HRSG 수주를 기대할 수 있다. 국내와는 달리 4기~6기 단위의 대형 프로젝트로 진행되는 경우가 많다. 당사에서는 사우디와 일본에서 각각 2,000억원 내외의 수주를 예상하고 있는데, 수주 여부는 사우디는 1Q24, 일본은 2H24 중 결정이 될 전망이다. 동사가 아시아 시장 내에서 선두업체의 지위를 차지하고 있어 수주 가능성을 긍정적으로 본다.

그림1 비에이치아이 부문별 매출액 추이



자료: 비에이치아이, 메리츠증권 리서치센터

그림2 비에이치아이의 HRSG



자료: 비에이치아이

2024년부터 원전 보조기기 수주 시작,

원자력 사업에서 동사는 BOP(Balance of Plant) 제작 및 공급을 맡고 있다. BOP 사업은 CPTS(격납건물 포스트 텐서닝 시스템), CLP(격납 건물 철판), 복수기, 급수가열기 등의 제품을 통틀어서 생산하고 있다.

신한울 3,4호기의 착공이 결정되면서 2023년 내 원전 BOP 수주가 기대되었으나, 실질적인 수주는 1H24 본격화될 전망이다. 전체 발주 규모는 3,000억원 내외로 예상되며, 두산에너지빌리티와 경쟁을 거쳐야 하나 유의미한 물량(1,000억원 이상)을 확보할 수 있을 전망이다.

수출 시장에 대한 기대감도 크다. 팀 코리아는 3월 경 체코 프로젝트의 우선협상 대상자 선정을 기다리고 있으며, 폴란드 사업(2차)도 2026년 착공을 목표로 정상적으로 추진 중이다. UAE, 튀르키예 등 추가적인 파이프라인도 기대된다. 당장 2024년 수주에 기여할 수 있는 부분은 제한적이지만 멀티플을 가장 크게 올려줄 수 있는 모멘텀이다.

동사는 대표적인 국내 원전 보조기기 사업자로서 한수원 수주 시 유력한 공급업체다. 뿐만 아니라 미국 Westinghouse로도 Two-track으로 수주를 추진하고 있다. Vogtle 등 미국 AP1000 모델에 이미 납품 이력이 있다.

그림3 원자력 BOP 1)CLP(격납용 라이너 플레이트)



자료: 비에이치아이, 메리츠증권 리서치센터

그림4 원자력 BOP 2)SSLW(스테인리스강 라이너 작업)



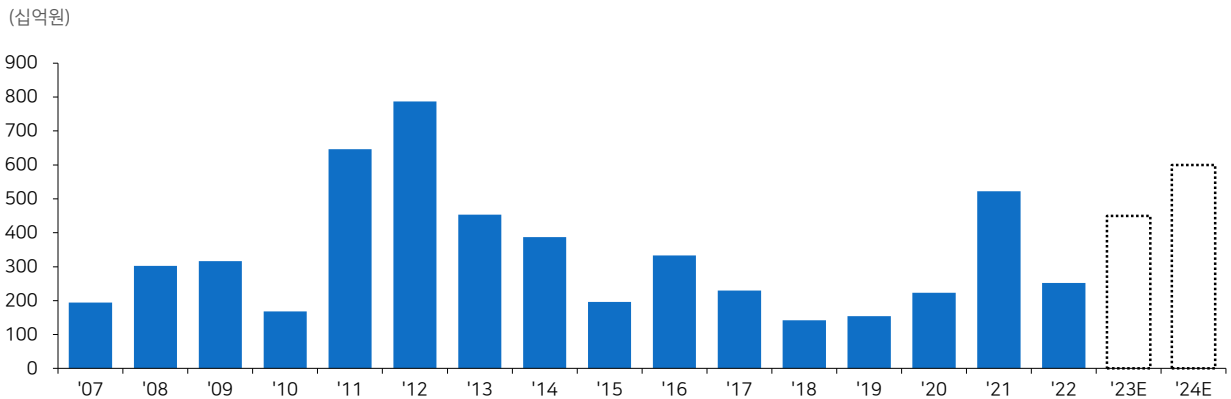
자료: 비에이치아이, 메리츠증권 리서치센터

2012년 이후 최대 수주 기대

2011~2012년 국내 EPC 회사들과 함께 HRSG, 보일러 수주가 급등한 이후 동사의 수주는 하락 안정화 되었다. 2021년 해외(태국, 사우디, 괌, 홍콩 등) HRSG 수주가 늘어나기 시작했으나 2022~2023년 급격한 공사비 상승에 따른 발주 지연으로 수주가 다시 부진했다. 수주 부진의 주요 요인이었던 인플레이션이 둔화되기 시작하면서 이제는 수주 성장을 바라볼 수 있는 시점이다.

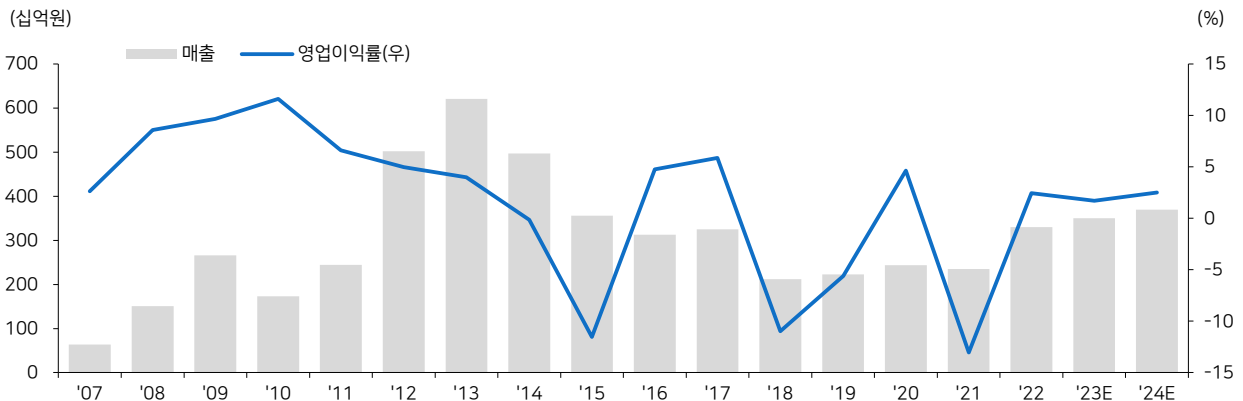
2024년에는 내수에서 HRSG 2,500억 이상, 원전 BOP 1,000억원 이상의 수주가 예상된다. 여기에 제철소 등 산업향으로 매년 500~1,000억원의 수주가 발생하는 점을 감안하면 내수 시장에서만 4,000억원 이상의 수주를 기대할 수 있다. 사우디, 일본 등 해외 수출 결과에 따라 기대치는 6,000~8,000억원으로 올라간다. 참고로 동사의 생산 CAPA는 1조원 이상이다.

그림5 비에이치아이 연간 수주 추이 전망



주: 수주잔고의 변동과 매출액을 이용하여 역산한 것으로 일부 변경 계약이 반영되지 않았을 수 있음
 자료: 금융감독원 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림6 비에이치아이 연간 매출 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

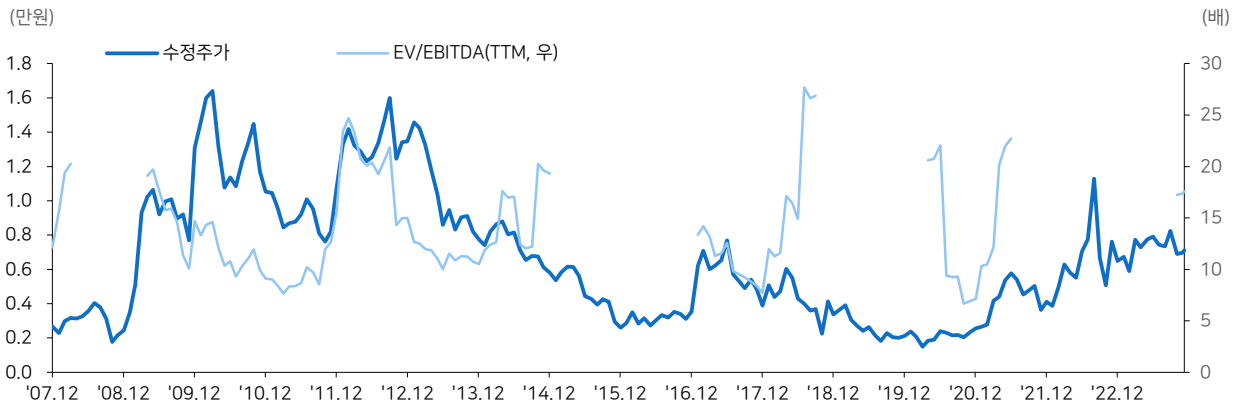
주가 상승 트리거로 11차 전기본과 해외 수주 주목

2021년 이후 원전 기대감이 되살아나면서 동사의 주가도 반등했으나, 아직 2011~2012년에 비하면 절반 이하에서 거래되고 있다. 다르게 보면, 2011~2012년 수준으로 수주가 확대된다면 주가 상승 여력이 남아있는 상황이다.

주가 상승 트리거로 연말 발표될 11차 전기본 초안을 주목한다(최종안은 2024년 중순 발표). 전기본 내 가스복합, 원전의 발전량 전망이 상향 조정 될 경우 중장기적인 수주 기대감도 따라서 상승한다. 또한 2024년 3월 결정될 것으로 예상되는 체코 두코바니 원전의 우선협상대상자 선정 결과에도 주목해야 한다. UAE 이후 15년만의 원전 수출에 대한 기대감으로 원전 밸류 전반의 Re-rating이 예상된다.

HRSG 사업에서는 2024년 1분기 중 결정이 될 것으로 예상되는 사우디 수주 역시 주목해야 한다. 수출 시장이 개화될 경우 기대할 수 있는 수주의 수준이 달라진다. 국내 HRSG와 신한울 3,4호기 BOP 수주는 1Q24 중 안동 복합화력을 기점으로 연중 고르게 발생할 것으로 예상된다.

그림7 비에치아이 주가 및 EV/EBITDA 추이



주: EV/EBITDA가 음수이거나 30배 이상인 구간은 표시하지 않음

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

비에이치아이 (083650)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	211.8	222.9	243.4	234.9	330.2
매출액증가율(%)	-34.9	5.2	9.2	-3.5	40.6
매출원가	207.3	214.3	209.4	241.3	295.3
매출총이익	4.5	8.5	34.1	-6.4	34.9
판매관리비	27.7	21.0	22.8	24.3	26.8
영업이익	-23.3	-12.5	11.3	-30.6	8.1
영업이익률(%)	-11.0	-5.6	4.6	-13.0	2.5
금융손익	-6.7	-7.8	-9.6	-6.7	-29.0
중속/관계기업손익	-0.2	0.0	-0.4	-0.7	-1.2
기타영업외손익	-0.2	4.6	3.3	3.5	1.3
세전계속사업이익	-30.4	-15.6	4.5	-34.5	-20.8
법인세비용	-0.8	-0.9	-0.1	0.1	-1.7
당기순이익	-29.6	-14.8	4.6	-34.6	-19.1
지배주주지분 손이익	-29.6	-14.8	4.5	-34.6	-19.1

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	130.9	140.7	134.9	135.2	202.2
현금및현금성자산	6.5	15.1	22.0	11.0	23.6
매출채권	14.4	20.2	0.0	0.0	0.0
재고자산	4.5	5.0	4.6	3.6	4.4
비유동자산	234.5	229.4	259.4	255.1	247.1
유형자산	191.0	185.7	210.1	203.1	196.1
무형자산	21.4	20.4	21.6	21.5	18.8
투자자산	21.2	22.9	25.0	25.9	29.0
자산총계	365.4	370.2	394.3	390.2	449.4
유동부채	249.2	233.6	221.9	249.8	309.9
매입채무	70.2	90.9	85.1	89.6	147.2
단기차입금	132.2	99.6	99.6	123.1	148.4
유동성장기부채	42.2	35.8	34.9	25.4	6.1
비유동부채	32.2	66.7	74.3	76.1	89.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	17.0
장기차입금	2.7	39.8	42.0	42.4	40.6
부채총계	281.4	300.3	296.2	325.8	399.8
자본금	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0
자본잉여금	8.3	7.9	7.9	7.9	10.9
기타포괄이익누계액	36.0	36.7	59.9	60.2	60.1
이익잉여금	27.3	12.8	17.9	-16.1	-34.0
비지배주주지분	-0.0	0.1	0.1	0.1	0.2
자본총계	84.0	69.9	98.1	64.4	49.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동 현금흐름	19.0	18.1	3.5	-17.6	15.2
당기순이익(손실)	-29.6	-14.8	4.6	-34.6	-19.1
유형자산상각비	6.3	6.5	6.3	8.5	8.2
무형자산상각비	2.5	2.6	2.3	2.3	2.4
운전자본의 증감	34.4	21.1	-8.9	-2.0	6.0
투자활동 현금흐름	2.1	-5.9	2.7	-6.6	-25.2
유형자산의증가(CAPEX)	0.6	0.2	0.3	1.0	1.5
투자자산의감소(증가)	1.1	1.8	2.0	0.9	3.1
재무활동 현금흐름	-28.1	-2.6	1.3	13.0	22.5
차입금의 증감	-10.1	-36.3	-3.5	23.4	2.6
자본의 증가	-11.2	35.8	4.3	7.7	6.5
현금의 증가(감소)	-7.3	8.6	6.9	-11.0	12.6
기초현금	13.8	6.5	15.1	22.0	11.0
기말현금	6.5	15.1	22.0	11.0	23.6

Key Financial Data

	2018	2019	2020	2021	2022
주당데이터(원)					
SPS	8,147	8,571	9,363	9,034	12,700
EPS(지배주주)	-1,140	-569	174	-1,330	-735
CFPS	-4	625	1,487	43	1,665
EBITDAPS	-558	-132	766	-763	718
BPS	3,231	2,685	3,770	2,474	1,897
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-3.0	-3.7	14.7	-3.1	-8.8
PCR	-886.8	3.4	1.7	95.6	3.9
PSR	0.4	0.2	0.3	0.5	0.5
PBR	1.0	0.8	0.7	1.7	3.4
EBITDA(십억원)	-14.5	-3.4	19.9	-19.8	18.7
EV/EBITDA	-17.5	-60.1	11.1	-14.4	19.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-35.3	-21.2	4.6	-53.8	-38.8
EBITDA 이익률	-6.8	-1.5	8.2	-8.4	5.7
부채비율	335.1	429.9	301.9	506.0	807.1
금융비용부담률	4.0	4.1	3.6	2.9	2.8
이자보상배율(x)	-2.7	-1.4	1.3	-4.4	0.9
매출채권회전율(x)	7.3	12.9	24.2	0.0	0.0
재고자산회전율(x)	39.3	47.0	50.8	57.1	83.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율