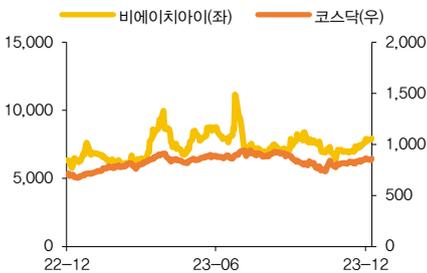


Buy

목표주가	10,440
현재주가	7,920
상승여력	31.82%

Stock Price



Key Information

KOSDAQ 지수	859.79
52주 최고/최저(원)	11,670 / 5,800
시가총액(억 원)	2,451
발행주식수(주)	30,944,375
22년 배당수익률(%)	0
주요주주 지분율(%)	19.11

ESG Grade

ESG평가 등급	N/R
환경(E)	N/R
사회(S)	N/R
지배구조(G)	N/R

Consensus

	2023F	2024F
매출액(억 원)	N/A	N/A
영업이익(억 원)	N/A	N/A
영업이익률(%)	N/A	N/A
순이익(억 원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
PER(배)	N/A	N/A

S.T.A.R Research

강승민 **노현우**
ssmm98@g.skku.edu nhw091711@gmail.com
48th member 48th member

안태연 **임현정**
atyt0830@gmail.com guswjd0340@gmail.com
48th member 48th member

비에이치아이 (KQ.083650)

10년 만에 돌아온 에너지 근본주

목표주가 10,440원으로 매수 제시

본 리서치 팀은 Historical P/E Valuation에 따라 목표주가 10,440원으로 매수를 주장한다. 동사의 24년도 매출액과 영업이익은 각각 4,410억 원(YoY +12.9%), 285억 원(YoY +173.9%)으로 전망하며, 25년도 매출액과 영업이익은 각각 5,773억 원(YoY +30.9%), 573억 원(YoY +101.06%)으로 전망한다.

투자포인트1. B.O.P, 넘쳐나는 수주 모멘텀

동사의 24년 B.O.P 매출액은 440억 원(YoY +243%)으로 전망된다. 이는 1) 국내 脫炭원전 정책에 따른 원전 비중 확대, 2) EU 탄소노미의 원자력 편입으로 인한 동유럽 원전 건설 증가에 기인한다. 동사는 기존의 레퍼런스과 경쟁력을 바탕으로 이러한 원전 증가에 따른 수혜를 온전히 받을 것으로 기대된다.

체크포인트. 체코 向 납품, 가능할까?

본 리서치팀은 동사의 체코 向 수주에 있어 영향을 줄 수 있는 두 가지 변수 1) 한 수원과 웨스팅하우스 간의 소송, 2) 프랑스 전력공사(EDF)의 낙찰 여부를 고려해야 할 것으로 판단, 이에 대한 가능성을 검토해볼 것을 권고한다.

본 팀은 한수원 혹은 미국의 웨스팅하우스가 입찰경쟁에서 낙찰될 가능성이 상대적으로 높을 것으로 판단하는데, 이는 1) 국내 원전의 수출 경쟁력이 상대적으로 높고 2) 원전 사업 특성상 정치적, 안보적 이해관계가 입찰 과정에 작용할 가능성이 존재한다는 점에 기인한다.

투자포인트 2. HRSG, 한국을 넘어 중동으로

24년 동사의 HRSG 매출액은 1,539억 원(YoY +119.8%)으로 전망된다. 이는 1) 동사의 압도적인 HRSG 시장 내 지위에 따른 2) 국내와 중동의 LNG 복합화력 발전소 증설 수혜에 기인한다.

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액(억 원)	2,349	3,302	3,906	4,410	5,773
영업이익(억 원)	(306)	81	104	285	573
영업이익률	-13.03%	2.46%	2.66%	6.46%	9.93%
순이익(억 원)	(346)	(191)	5	215	503
순이익률	N/A	N/A	0.14%	3.81%	6.80%
EPS(원)	(1,330)	(735)	18	542	1,269
PER	N/A	N/A	440	14.61	6.24

CONTENTS

산업분석 3

기업분석 8

주가분석 8

투자포인트 11

투자포인트1. B.O.P, 넘쳐나는 수주 모멘텀
체크포인트, 체코 向 납품 가능할까?

투자포인트2. HRSG, 한국을 넘어 중동으로

매출액가정 17

비용가정 21

밸류에이션 23

Historical P/E Valuation, 목표주가 10,440원으로 매수의견 제시

Appendix – 추정재무제표 24

산업분석

재생에너지 너 재능 있어, 근데...

재생에너지 전환,
현실적 어려움 존재

탄소중립으로 가는 과정에서 재생에너지의 확대라는 방향성은 명확하지만 재생에너지가 주 전력 원으로 자리잡는 데에 있어 중단기적으로 현실적인 어려움이 존재한다고 판단된다. 이는 1) 재생에너지의 높은 변동성과 2) 국가마다 상이한 자연 환경 및 기술 수준으로 인한 보급 지연에 기인한다.

재생에너지의 높은 변동성

대표적인 재생에너지인 태양광과 풍력 발전은 기후 조건에 따라 발전량의 변동성이 크다. [도표1] 이러한 재생에너지의 변동성은 전력 수급에 차질을 야기할 수 있다.

변동성, 전력 계통
유연성 저해

전력 계통의 특성상 전력의 수요와 공급을 항상 일치시켜야 하는데, 현 시점에서 재생에너지의 변동성은 전력 계통의 유연성 확보를 저해한다. 낮에는 태양광의 발전량이 최대로 늘어 태양광을 제외한 발전원의 전력 수요가 낮은 상태를 유지하다가, 일몰 후 태양광의 발전량이 하락하면 타 발전원의 전력 수요가 급격하게 상승하는 '덕 커브' 현상이 대표적인 사례이다. [도표2]

변동성, 보완 위해
천문학적 비용 필요

이러한 재생에너지의 변동성을 보완하기 위해서는 지역 간 송·전망 확충 및 고도화와 에너지 저장 장치(ESS) 등의 인프라 투자가 뒷받침 되어야 한다. 그러나, 이러한 투자는 천문학적 비용과 오랜 시간이 소요된다. 산업부에 따르면, ESS 설치를 위해 36년까지 45조원을 투입해야 하고, 향후 15년간 송·변전 설비에 투자해야 하는 비용은 ESS와 비슷한 수준이라고 밝힌 바 있다.

국가마다 상이한 자연 환경 및 경제 상황

국가마다 상이한 자연 환경과 기술 수준으로 인해 재생에너지의 발전단가 또한 차이가 존재하며, 이는 재생에너지의 보급지연을 야기한다.

국가마다 활용 가능한
재생에너지 제한적

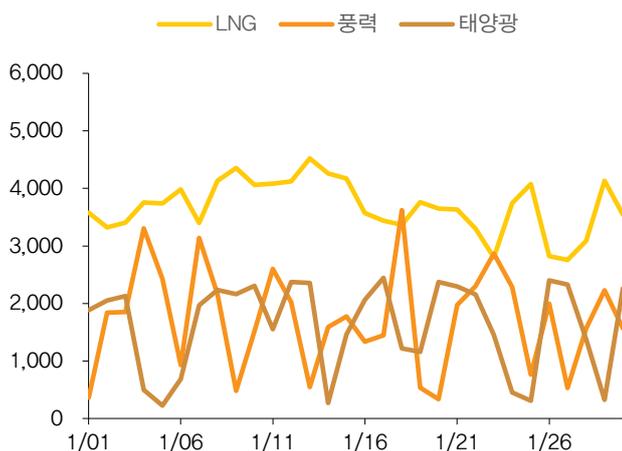
재생에너지는 자연을 발전원으로 삼아 에너지를 발생시키기 때문에 자연 환경에 크게 의존할 수 밖에 없다. 태양광의 경우 국토 면적이 좁을수록 보급에 불리하다. 언론에 따르면, 발전량 GWh 당 필요한 설비 면적은 원전은 78㎡인데 비해 태양광은 13,235㎡으로 170배 차이가 난다. 해상 풍력의 경우 수심 40m 이하, 초속 8m 이상의 바람이 부는 지역이 필요한데, 내륙 지역에 위치한 국가들은 해상풍력을 활용하기 어려운 환경에 놓여있다.

국가별로 상이한
재생에너지 발전단가

이와 더불어 국가별로 기술 수준에 따라 발전단가 또한 차이가 존재한다. 유럽은 일찍이 재생에너지 발전사업을 시작하여 보급률과 관련 기술 수준이 높고, 이에 따라 재생 에너지 발전단가가 낮다. IEA에 따르면, 발전설비의 건설과 폐기에 걸친 비용을 집계한 LCOE는 유럽의 경우, 육상풍력, 태양광, 가스복합발전, 원전, 해상풍력 순으로 낮았는데 비해, 한국의 LCOE는 원전이 가장 낮고, 가스복합발전, 태양광, 육상풍력, 해상풍력 순으로 낮았다. 장기적으로 재생에너지의 발전단가는 보급률 확대와 함께 낮아질 것으로 전망되지만, 중단기적으로 높은 LCOE는 재생에너지 보급을 지연시키는 요인으로 작용할 것으로 판단한다.

도표 1. 제주 4월 1일 ~ 30일 전력 거래량

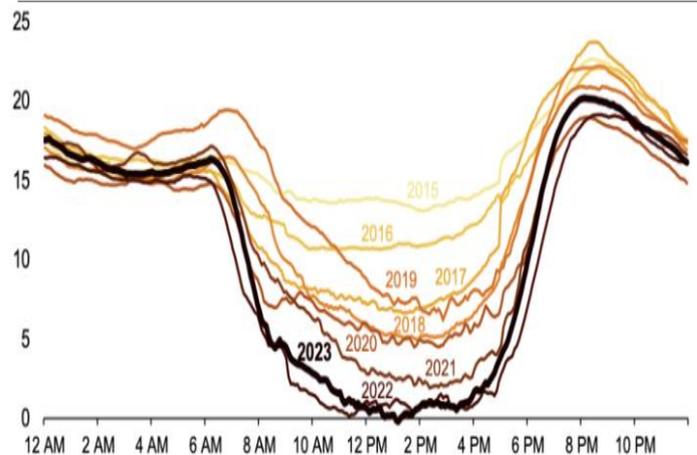
(단위: MWh)



자료: 전력거래소, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 2. 캘리포니아 덕 커브 현상 심화

(단위: GWh)



자료: IEA, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

산업분석

탄소 중립과 동행하는 에너지원 원자력과 LNG

LNG, 원자력 주목 필요

본 리서치 팀은 상기한 재생에너지 확대 과정에서의 문제점을 보완 가능하며, 합리적인 에너지 믹스로 고려할 수 있는 에너지원인 LNG와 원자력의 우호적인 대외상황에 주목할 것을 제시한다.

브릿지 원료 LNG

LNG 복합화력발전 투자 증가 전망

재생에너지의 문제점을 보완할 에너지원인 LNG를 활용한 복합화력발전에 대한 투자가 중단기적으로 지속될 것으로 전망한다. 이는 LNG가 1) 탄소 중립을 향하는 과정에서 석탄에너지의 공백을 빠르게 메꿀 수 있는 발전원이라는 점과 이에 따라 2) 관련 발전 설비 투자가 증가하는 점에 기인한다.

LNG, 석탄의 빈자리를 채우다

탄소중립 이행 과정에서 LNG가 석탄과 중유 발전을 대체할 수 있는 에너지원이라고 전망된다. 이는 LNG가 석탄 및 중유 대비 저탄소로 전력 계통 유연성 확보에 기여할 수 있음에 기인한다.

LNG의 타에너지원 대비 강점

LNG를 비롯한 화석연료는 실시간으로 전력생산량을 바꿀 수 있어 전력계통의 유연성 확보에 기여한다. 그러나, 석탄의 이산화탄소 배출계수가 991g/kWh인데 비해, LNG는 549g/kWh로 비교적 적다. [도표3] 또한, 석탄 발전을 LNG 발전으로 전환하는 과정에서 기존 인프라를 이용할 수 있고, 건설 기간이 약 2년으로 가장 빠르며, 증설 비용이 타 발전원 대비 저렴하다는 강점이 존재한다. 이러한 강점을 바탕으로 LNG는 빠르게 타 화석연료의 수요를 잠식할 것으로 판단한다.

LNG 복합화력발전 투자 바쁘다 바빠

LNG 복합화력발전 수요 증가

상기한 LNG의 강점에 기인해 국내외에서 LNG 복합화력발전에 대한 투자가 증가하고 있다. [도표4] 주로 재생에너지 확대 과정에서 석탄과 중유 대체수요가 강한 신흥국을 중심으로 투자가 이루어지고 있다.

중동에서의 높은 LNG 복합화력발전 수요

특히, 중동 지역에서의 LNG 복합화력발전 수요가 높을 것으로 판단된다. 이는 장기적으로 원유 수요 감소가 전망되어 사우디와 UAE 등 중동 산유국들이 공격적으로 재생에너지 투자를 진행하고 있다는 점에 기인한다. 중동 산유국들은 원유 수출 의존도를 줄이고 이를 대체하고자 재생에너지에 대한 투자를 진행하고 있다. 실제로, 사우디의 경우, 100% 재생에너지 도시인 네움시티 프로젝트가 진행되고 있으며, UAE는 향후 7년간 540억 달러 규모의 재생에너지에 투자할 계획이다.

중동의 브릿지원료로 활용될 LNG

중동 산유국들의 공격적인 재생에너지 확대는 LNG 복합화력발전의 수요로 이어질 것으로 전망된다. 급격히 늘어나는 재생에너지 비중은 전력계통 유연성 하락과 단기적인 에너지 공급 부족 문제를 야기할 수 있다. 이에 따라 브릿지 발전원으로써 LNG 복합화력발전의 수요가 증가할 것으로 판단된다. 실제로 사우디는 10조 원 규모의 타이바와 카심 LNG 복합화력발전 프로젝트를 추진하고 있다. UAE 또한 11억 달러 규모의 푸자이라 복합화력발전소 건설 프로젝트를 진행하여 23년 시운전에 돌입한 바 있다.

도표 3. 에너지원별 이산화탄소 배출량

(단위: g/kw)

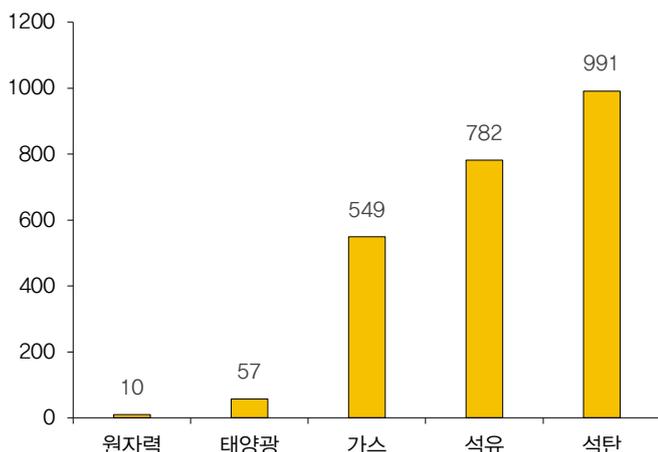
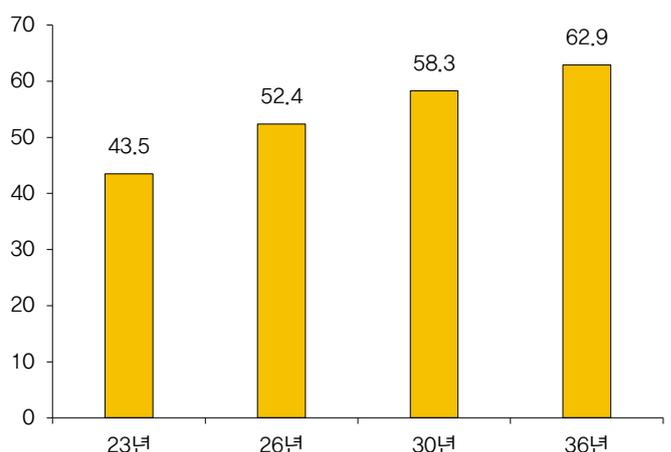


도표 4. 제10차 전기본 LNG 설비용량 추이

(단위: GWh)



자료: 한국수력원자력, 성균관대학교 금융투자학회 S.TAR

자료: 산업통상자원부, 성균관대학교 금융투자학회 S.TAR

산업분석

국내, 높은 LNG 복합화력발전 수요

국내의 경우, 탄소 중립을 위한 석탄 대체수요가 확실하고, 재생에너지 내에서 변동성이 큰 태양광 비중이 높기 때문에 LNG 복합화력발전에 대한 수요가 강할 것으로 판단된다. 실제로, 올해 발표된 제10차 전기수급기본계획(이하 전기본)에 따라 석탄발전의 축소와 LNG로의 연료 전환을 계획하고 있다. 36년까지 14.1GW의 노후 석탄 발전설비 28기를 LNG 발전설비로 전환하고, 26년까지 4.3GW 규모의 가스발전소 3기를 건설 계획중이다.

원전, 화려한 부활

원자력발전 관련 투자 증가 전망

재생에너지의 문제점을 보완할 수 있는 에너지원인 원자력발전 관련 투자가 중장기적으로 지속될 것으로 전망한다. IEA에 따르면, 글로벌 원전 인프라 투자가 16~20년 363억 달러에서 26~30년 1,079억 달러로 확대될 것으로 전망된다. [도표5] 이는 원자력발전의 1) 경제적이고 친환경적인 특성과 2) 이에 따른 정책적 지원 확대를 바탕으로 우호적인 대외상황이 지속된다는 점에 기인한다.

원전은 경제적이고 친환경이다!

원자력발전은 재생에너지가 주 전력원으로 자리잡는 과정에서 핵심적인 역할을 할 것으로 판단된다. 이는 원자력발전의 1) 경제적 효율성과 2) 친환경적인 기저발전원이라는 특성에 기인한다.

원자력발전, 경제적이다!

원자력발전의 LCOE는 MWh 당 50~100달러로 대다수의 재생에너지의 LCOE와 유사하거나 낮은 수준이다. 또한 산업통상자원부에 따르면, 원전의 설비용량 대비 연간 발전량은 태양광과 풍력 대비 각각 5.7배, 3.6배 가량 효율적인 것으로 확인된다. [도표6]

원자력발전, 친환경적이다!

환경 측면에서도 원자력발전은 강점을 보인다. UNECE에 따르면, 원자력의 1kWh 당 이산화탄소 배출량은 5.1~6.4g으로 제일 낮으며, 풍력의 7.8~21g보다도 낮은 수준이다. 또한, 재생에너지와 비교하여 안정적인 출력을 유지할 수 있기 때문에 재생에너지의 변동성을 보완하는 기저발전원으로써의 역할을 수행할 수 있을 것이라고 판단된다.

원전에게 쏟아지는 무수한 악수 요청

세계적으로 원전에 우호적인 대외상황

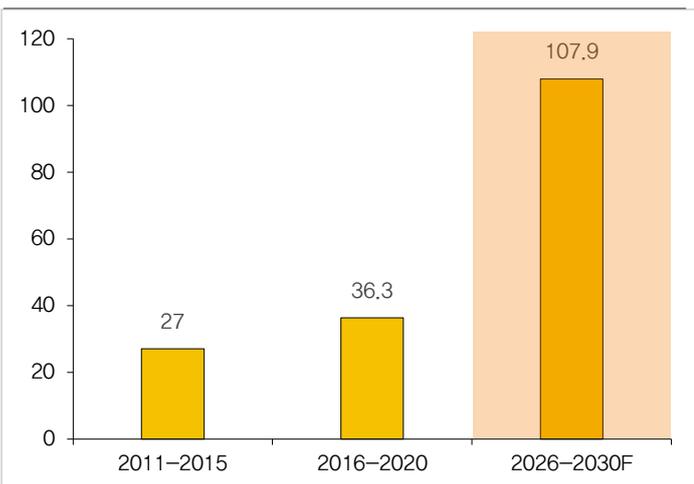
탄소중립 이행 과정에서 위와 같은 원자력발전의 강점이 부각되며, 국내외의 정책이 원전 산업에 우호적으로 흘러가고 있다. 올해 12월 진행된 COP28에서 22개국이 선언한 '넷제로 뉴클리어 이니셔티브'를 통해 세계 각국의 원전 산업 활성화에 대한 의지를 확인할 수 있었다. 해당 선언의 내용은 원자력을 청정에너지로 인정하고, 2050년까지 전세계 원전 용량을 3배로 확대하는 협력을 강화하는 것이다.

유럽 원전 건설 바빠다 바빠

유럽, 원전 건설 확대 전망

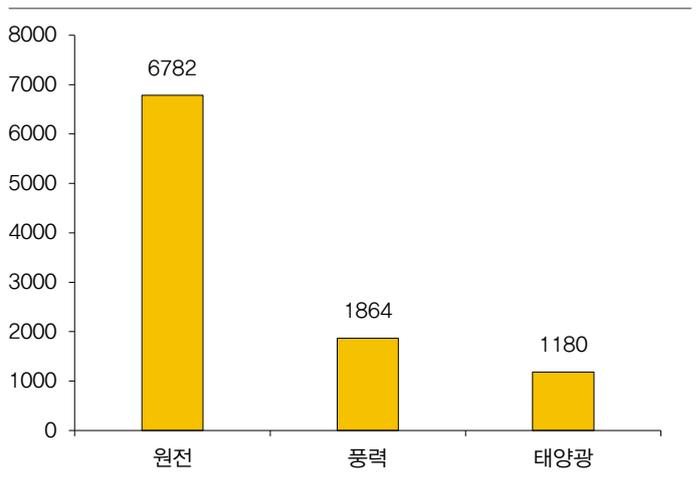
유럽은 원전 확대에 적극적으로 투자할 것으로 전망된다. 22년 유럽 친환경 분류체계인 'EU 텍소 노미'와 23년 유럽의 IRA라고 할 수 있는 '넷제로 산업법'에 원자력이 포함되며 원전 건설에 대한 정책적 지원이 가능할 것으로 예상된다. EU 의회는 올해 11월 넷제로 산업법에 원자력을 포함시키기는 법안을 채택하였다. 만약 해당 법안이 최종 시행된다면, 각종 금융 지원과 관련 허가 처리 기한 단축을 통해 원전 산업에 더욱 우호적인 환경이 조성될 것으로 판단된다.

도표 5. 글로벌 원전 인프라 투자금액 전망 (단위: 10억 달러)



자료: IEA, 성균관대학교 금융투자학회 S.TAR

도표 6. 설비용량 대비 연간 발전량 (단위: kWh/kW)



자료: 산업통상자원부, 성균관대학교 금융투자학회 S.TAR

산업분석

동유럽 중심으로 확대될 원전 투자

유럽의 신규 원전 건설 및 대대적인 설비 교체에 대한 수요는 특히 동유럽을 중심으로 이루어질 것으로 전망한다. 이는 동유럽 대부분의 원전이 노후화된 러시아산 노형을 사용하고 있다는 점에 기인한다.

동유럽, 신규 원전 건설 및 설비 교체 수요 확대

86년 체르노빌 원전 사고 이후로 초기 원전 시장을 견인했던 미국과 유럽의 원전에 대한 투자가 상당부분 위축되었다. 실제로 80년대 전 세계 평균 원전 착공 수는 13.9개에서 90년대 2.9개로 대폭 축소되었다. 오랜 기간 원전 신설이 제한되었기 때문에 동유럽 국가들 대부분은 아직도 원전 사고 이전에 건설된 노후화된 러시아산 노형의 원전을 사용하고 있다. **[도표7] 기존 원전의 설계수명 만료가 다가옴에 따라 동유럽의 신규 원전 건설 및 대대적인 설비 교체에 대한 수요가 확대될 것으로 판단된다.**

원전, 한국에서도 부활

국내, 원전 확대에 적극적

국내 또한 원전 확대에 적극적으로 투자할 것으로 전망된다. 이는 현 정부의 1) 탈원전 정책 폐기 와 2) 원자력 산업 생태계 강화 의지에 기인한다.

한국의 경우 비교적 늦은 00년대 원전 건설이 활성화되었으나, 11년 후쿠시마 원전 사고로 인해 위축되었고, 재생에너지 중심의 에너지 정책을 추진하던 이전 정부에 의해 상당 기간동안 침체를 겪어왔다.

정부 교체 이후 친원전 정책 개시

그러나, 현 정부에 들어와서 올해 1월 발표된 제10차 전기본을 시작으로 적극적인 원전 확대 의지를 보이고 있다. 건설이 중단된 신한울 3, 4호기의 건설 재개와 신한울 1, 2호기의 운영 재개, 30년까지 신규 원전 신고리 5, 6호기 준공 계획 등을 통해 36년까지 원전 설비 용량을 24.7GW에서 31.7GW 까지 확대할 전망이다. **[도표8]**

11차 전기본, 신규 원전 계획 가능성 높음

빠르면 연내 발표될 제 11차 전기본 초안에서는 신규 원전 계획이 반영될 가능성이 높다고 전망한다. 이는 전력수요 급증과 이에 따른 원전 발전비용 유지를 위한 원전 설비 용량 상승 가능성에 기인한다.

10차 전기본보다 상향될 전력 수요 추정치

국내 전력수요는 기존 10차 전기본의 추정치보다 높아질 것으로 판단된다. 10차 전기본에서는 용인 반도체 클러스터와 같은 첨단 산업 투자와 데이터센터 증설 등에 따른 급증하는 전력의 신규 수요를 반영하지 못했다는 비판이 있었다. 이에 따라 현 정부는 급변하는 전력여건에 대응하기 위해 제 11차 전기본 수립 조기착수를 진행했다.

재생에너지 확대보다 원전 확대 가능성 높음

따라서 제11차 전기본은 10차와 비교하여 전력수요 예측치가 상향될 가능성이 높으며, 이에 따라 원전 설비 용량 비중이 10차 전기본과 동일하게만 유지되어도 신규 원전 건설이 필요하게 될 것으로 판단된다. 현 정부의 재생에너지 의무보급비율 하향 조정, 재생에너지 예산 삭감 및 원전 예산 증액 등의 정책을 고려해봤을 때, 재생에너지 보급의 속도를 조절하고, 원전을 확대하려는 방향은 확실해 보인다. 따라서 11차 전기본에서 늘어나는 전력 수요를 재생에너지의 비중 확대로 충당하기보다 원전 신규 건설을 통한 충당이 더욱 가능성이 높다고 예상된다.

도표 7. 동유럽 주요국 원전 현황

국가	보유 개수	원자로 노형	건설 연도
체코	6	러시아형	1979
헝가리	4	러시아형	1974, 1979
우크라이나	15	러시아형	3개 제외 체르노빌 사고 이전 건설
루마니아	2	캐나다형	1983
슬로바키아	5	러시아형	1976, 1983, 1987

자료: WORLD NUCLEAR ASSOCIATION, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 8. 대한민국 원전 확대 계획 (제10차 전기본)

원전	완공 예정	용량
신한울 1, 2호기	완공 및 운영재개	2.8GW
신고리 5, 6호기	2024, 2025	2.8GW
신한울 3, 4호기	2032, 2033	2.8GW

자료: 산업통상자원부, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

산업분석

원전 수출에도 우호적인
국내 정책 상황

추가로, 현 정부는 30년까지 원전 10기 수출을 목표로 원전 수출에 우호적인 환경을 조성하고 있다. 현 정부는 한국전력과 한국수력원자력을 중심으로 팀 코리아를 결성하여 22년 이집트 엘다바 원전 사업 수주를 시작으로, 폴란드 국가간 MOU 및 기업간 LOI를 체결하는 등 원전 수출 확대에 집중하고 있다. 또한 원전 중소-중견기업 용자 지원 사업을 신설하고 수출 보증 보증을 신설하는 등 원전 수출을 위한 산업 생태계 강화 정책을 추진하고 있다.

Top-Pick: 비에이치아이

Top-Pick:
비에이치아이

본 리서치 팀은 탄소 중립 과정에서 원전과 LNG 복합화력발전의 수요가 증가하고 있는 상황에서 1) 풍부한 레퍼런스를 바탕으로 원전 B.O.P 수주 증가가 기대되고, 2) LNG 발전 기자재인 HRSG 부문에서 발전설비 증대에 따른 수혜를 받을 수 있는 비에이치아이를 Top-Pick으로 제시한다.

편집상 공백

기업분석

기업 개요

발전기자재 업체

동사는 주로 발전소에 사용되는 발전기자재의 설계, 제조, 설치 사업을 영위하고 있으며, 주요 고객사는 한국전력, 한국수력원자력, 웨스팅하우스를 포함한 국내외 전력기업 및 발전사업자이다. 동사는 98년 제철, 발전용 기자재를 생산하기 위해 설립되었으며, 05년 12월 코스닥 시장에 상장되었다. 현재 발전 프로젝트 수주 및 진행을 위해 인도네시아, 미국, 이스라엘, 태국에 현지법인을 두고 있으며, 주요제품은 직접 생산 및 외주 가공하고 있다.

사업부 분석

사업부 분석 개요

22년 연결 기준 동사의 사업부별 매출은 발전기자재 매출(76.0%)와 기타 매출(24.0%)로 구성되며, 기타 매출은 유지보수, 제철소용 장비, 기타 건설 프로젝트로 발생한다. 발전기자재 매출은 HRSG 54.7%, 보일러 17.6%, B.O.P 3.6%로 구성된다. [도표9]

HRSG 부문

HRSG 부문: 배열회수보일러란?

HRSG는 Heat Recovery Steam Generator, 배열회수보일러를 의미하며 복합화력발전소의 핵심 기자재이다. 복합화력발전이란 1차적으로 천연가스 혹은 경유 등을 이용해 가스터빈을 회전시켜 전기를 생산한 후, 해당 가스터빈에서 나온 배기가스열을 다시 보일러에 통과시킴으로써 2차적으로 증기터빈을 회전시켜 발전하는 과정이다. HRSG는 이 과정에서 배기가스열을 회수하여 증기터빈을 회전시키는 역할을 하는 설비이다.

글로벌 탑티어의 기술력

HRSG 부문에서 동사는 국내에서 유일하게 대형 HRSG 원천기술을 보유한 업체임과 동시에 글로벌 시장에서도 21년 기준 글로벌 HRSG 수주 1위를 기록하는 등 탄탄한 입지를 가지고 있다. 현재 HRSG 부문에서는 과점적인 시장 구조 특성상 글로벌 기업인 GE, Nooter Eriksen, Mitsubishi, Siemens정도의 업체가 경쟁사이다.

B.O.P 부문

B.O.P 부문 : 위축되었던 원자력 보조기기

B.O.P는 Balance of Plant의 약자로 원자력, 화력, 복합화력 등 다양한 발전소에 사용되는 핵심적인 부품인 발전 보조기기를 의미한다. 해당 부문 매출은 원자력 시장의 업황과 크게 연관되어 있는 사업부로, 원자력 발전 사업 호황기였던 12년에는 동사의 B.O.P 매출 비중은 전체 매출액의 약 25%를 차지하였다. 그러나, 과거 문재인 정부의 탈원전 정책에 더불어 최근 몇 년 간 이어진 신재생에너지로의 전환 기조로 인해 원자력 사업이 위축되었고, 이로 인해 원자력 발전 보조기기를 제조하는 B.O.P 사업부의 매출액 비중이 3.6%까지 감소하였다.

원자력 업황 턴어라운드: B.O.P 비중 증가 전망

그러나 [산업분석]에서 언급하였듯이 현 정부의 원자력 발전에 대한 우호적인 정책으로 인해 향후 지속적인 원자력 프로젝트가 예상되고, 세계적으로도 현시점은 신재생에너지의 낮은 효율과 증가하는 전력 수요에 기인해 원자력 발전소 건설 수요가 증가하는 업황 턴어라운드 시점으로 판단된다. 따라서, 향후 B.O.P 사업부의 매출 비중은 지속 증가할 것으로 예상된다.

도표 9. 비에이치아이 사업부별 매출 비중

(단위: %)

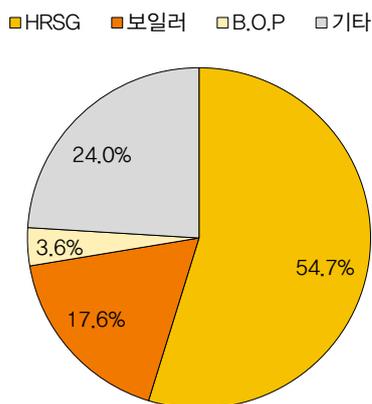
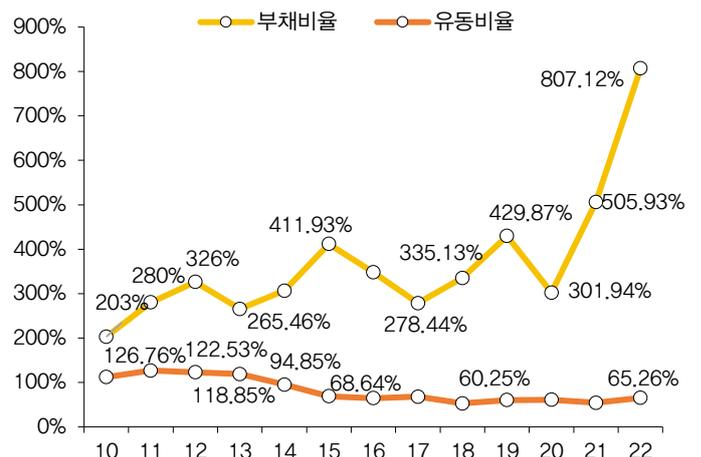


도표 10. 비에이치아이 부채비율과 유동비율

(단위: %)



자료: 비에이치아이, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

자료: 비에이치아이, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

기업분석

보일러 부문

보일러 부문:
개도국 수요는 지속

동사의 보일러 사업부문은 화력발전용 보일러를 생산하는 사업부이며, 동사는 PC 보일러, CFBC 보일러를 주로 납품하고 있다. PC 보일러는 석탄을 이용하여 증기를 발생시키는 설비이고, CFBC 보일러는 다양한 연료를 활용할 수 있고 효율이 높은 순환유동층 보일러이다. 현재, 국내 화력 발전 축소 기조에 따라 보일러 관련 매출은 향후 해외 개도국 중심으로 발생할 것으로 전망된다.

재무 분석

안정성 지표: 부채비율과 유동비율

안정성 지표 분석

동사의 부채비율은 20년 301.94%에서 22년 807.12%까지 지속 증가하였는데, 이는 업황 턱어라운드 시점 급격한 수주잔고의 증가에 따른 차입금, 매입채무, 계약부채의 증가에 기인한다. [도표10] 동사의 부채비율은 23년 들어 빠르게 개선되고 있는데, 22년 약 1,483억 원이었던 단기차입금은 3Q23 1,277억 원으로 감소하였고, 지난 7월 24일 200억 원의 전환사채에 대한 전환권이 행사되면서 부채비율이 565.58%로 크게 감소하였다. 향후 현재 보유하고 있는 수주잔고가 수익으로 실현되면서 현재도 다소 높은 동사의 부채비율은 개선될 것으로 전망된다. 동사의 유동비율 역시 10~13년 호황기 이후 지속적으로 100%를 하회하는 불안정한 모습을 보여왔으나, 이 역시 향후 높은 수주 잔고의 현금화를 바탕으로 개선될 것으로 예상된다.

수익성 지표: 매출원가율과 판관비율

수익성 지표 분석

동사는 원재료비의 비중이 크기 때문에 상대적으로 높은 매출원가율과 낮은 판관비율을 보이고 있다. [도표11] 매출액 대비 비용의 비중이 높은 상황이기 때문에 투자 판단에 있어서 해당 요인을 고려할 필요가 있다. 21년 동사의 매출원가율은 갑작스럽게 급등하였는데, 이는 단기적인 철광석 가격의 급증에 기인한다. 동사는 주요 원재료를 POSCO를 비롯한 철강 관련 업체에서 납품 받고 있기 때문에 철광석의 단기적인 가격 등락에 영향을 받을 수밖에 없는 비용구조를 가지고 있다. 그러나, 21년을 제외하면 18년 이후 동사의 매출원가율은 감소하는 추세이며, 원재료 가격에 큰 변동이 없다면 매출원가율은 안정적으로 유지될 것으로 전망된다. 동사의 판관비율 역시 18년을 기점으로 감소하고 있는 추세이기에 향후 신규 수주를 바탕으로 한 실적 턱어라운드에 힘입어 수익성 지표의 개선이 기대되는 상황이다.

지분 분석

지분 분석:
우려가 해소된 지극

동사의 지분은 대표이사를 포함한 대주주가 47.15% 보유하고 있으며, 23년 7월 전환권을 행사한 세브브릿지 투자조합이 15.98%의 지분을 보유하고 있다. [도표12] 해당 기업은 전환 물량을 장기 보유할 예정이기에 해당 전환권 행사가 단순히 투자금 회수가 아닌 지분 투자 성격을 가지고 있음을 의미하여 긍정적이다. 또한, 해당 전환권 행사로 인해 동사의 전환사채 잔액이 0이 되어, 동사가 기존에 가지고 있었던 오버행 이슈가 해소되었다.

도표 11. 비에이치아이 매출원가율과 판관비율 (단위: %)

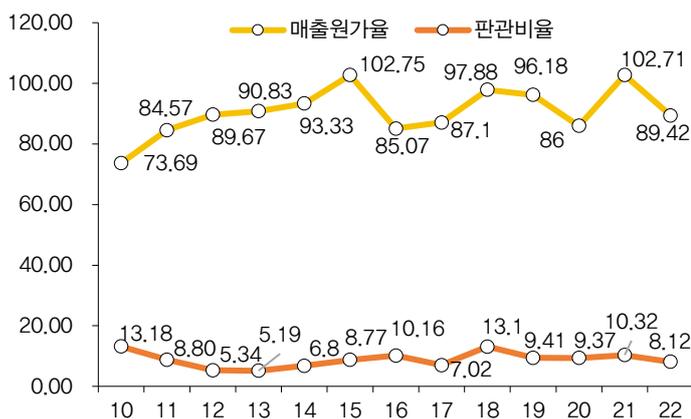
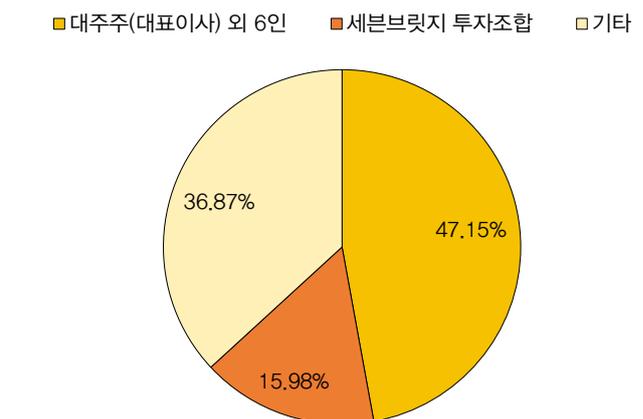


도표 12. 비에이치아이 지분구조 (단위: %)

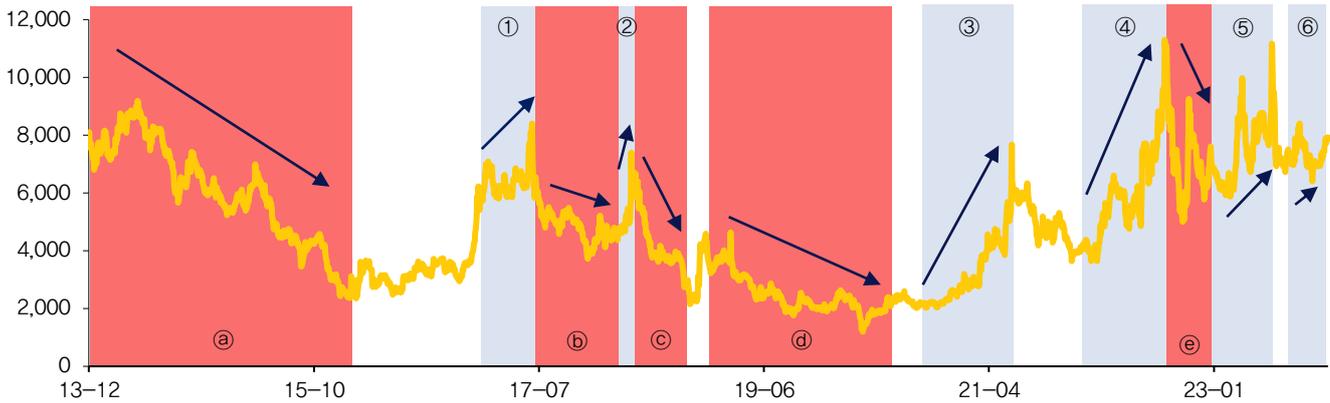


자료: 비에이치아이, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

자료: 비에이치아이, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

주가분석

도표 13. 비에이치아이 주가분석



구분	Multiple	기간	Factor
①	Upturn	2017.01~2017.07	SEPCO로부터 HRSG 수주함으로 중국 내 수요 흡수 기대감
②		2018.01~2018.03	사우디아라비아 스마트 원전 건설 사업에 대한 수주 기대감
③		2021.01~2021.06	지멘스, 두산에너빌리티, 해외업체向 대규모 HRSG, B.O.P 공급계약 체결로 수주잔고 급증
④		2022.01~2022.10	정부 교체에 따른 신규 원자력 프로젝트 수주 기대감 연이은 HRSG 관련 대형 수주로 주가 상승
⑤		2023.01~2023.06	신한울 원전 공사 재개 및 우크라이나 재건 사업 참여
⑥		2023.07~2023.12	웨스팅하우스가 제기한 소송에서 한수원 승소 24년 국내 원전 사업 재개 본격화와 해외 수출 기대감
ⓐ	Downturn	2013.12~2015.12	신규수주 부진 및 지속적인 수주잔고 감소에 따른 우려
ⓑ		2017.07~2017.12	기대치를 하회한 신규 수주 실적, 대주주들의 차익실현 매대로 인한 우려 반영
ⓒ		2018.04~2018.12	업황 악화로 인한 지속적인 수주 잔고 감소
ⓓ		2019.01~2019.12	복합화력발전 관련 남북경협수혜주로 기대 받았지만, 북미회담 결렬의 여파로 기대감 저하
ⓔ		2022.10~2022.12	폴란드 1단계 신규 원자력 발전소 수주 경쟁에서 웨스팅하우스가 선정되며 원전 관련주 주가 급락

투자 전략

상기 제시한 주가분석에서 확인할 수 있듯이 동사의 주가는 1) 원자력 B.O.P 및 HRSG 수주 모멘텀, 2) 정부 발전 정책 및 프로젝트에 따라 등락하는 경향이 있다. 특히, 대규모 수주가 체결되는 시점에 주가가 크게 반등해왔다. 따라서, [투자포인트]에서 후술할 원전 B.O.P와 HRSG 관련 대형 수주 계약이 체결되기 전 시점으로 향후 추가 수주의 업사이드가 크게 남아있는 현시점 매수할 것을 추천한다. 단기적인 주가 상승 모멘텀으로는 이르면 내년 초 공개될 제11차 전력수급기본계획과 신한울 3, 4호기와 폴란드, 체코 원전 보조기기 수주를 주목해야 한다. 제11차 전력수급기본계획에서 동사의 주력 사업인 LNG와 원자력의 발전량이 늘어난다면 보유하는 것을 추천하고, 원전 보조기기 수주에 성공한다면 보유, 실패한다면 매도할 것을 추천한다. 중장기적으로는 동사의 신규 수주가 시장 기대치에 지속적으로 부합하는지를 고려하여, 시장 기대치를 하회하는 수주 실적을 보일 시 매도, 기대치에 부합하는 신규 수주가 지속될 경우 보유하는 것을 추천한다.

투자포인트 1. B.O.P, 넘쳐나는 수주 모멘텀

24년 B.O.P 매출액 440억 원

동사의 B.O.P 매출액은 24년 440억 원(YoY +243%)으로 전망된다. 이는 1) 국내 脫炭원전 정책에 따른 원전 비중 확대, 2) EU 탄소노미의 원자력 포함에 따른 동유럽 원전 건설 증가에 기인한다. 동사는 기존의 레퍼런스와 경쟁력을 바탕으로 이러한 원전 증가에 따른 수혜를 온전히 받을 것으로 기대된다.

우리 원전 정상영업합니다...~

국내 원전 재개 신호탄: 신한울 3, 4호기

신한울 3,4호기 진행상황

동사는 33년 준공 예정인 신한울 3, 4호기의 B.O.P 수주에 성공할 것으로 판단된다. 앞서 [산업분석]에서 언급했듯, 제10차 전력수급기본계획에 따라 신한울 3, 4호기의 건설이 재개되었고, 지난 29일 한국수력원자력(이하 '한수원')은 이에 대한 주기기 패키지를 계약했다. [도표14] 이후 B.O.P에 대한 입찰이 순차적으로 진행중이며 전체 공급규모는 3~4천억 원에 달할 것으로 추정된다.

발전설비 사업 구조

일반적으로 발전설비 사업은 원도급자인 EPC 업체가 프로젝트 계약을 수주하고, 이들이 하도급 업체와의 계약을 통해 제품을 납품 받는 형태로 이루어진다. 그렇기 때문에 고객사의 설계 요구사항에 따른 제품의 표준화가 중요시되고, 신규 업체에 대한 진입장벽이 높다는 특성을 가진다. 한수원 또한 원전 건설 사업을 진행함에 있어 관련 기자재에 대해 품질요건을 적용, 해당 자격을 충족하는 경우에만 입찰이 가능하도록 제한하고 있다.

근거 1) 동사 B.O.P의 입찰 경쟁력

동사는 8개 B.O.P 항목이 모두 한수원의 유자격 품목으로 등록되어 있어 입찰 참여 조건을 충족한다. [도표15] 이러한 제한 요건에 따라 국내에서 B.O.P 입찰에 참여할 수 있는 기업은 2~4개에 불과하며, 한수원의 해외 원전 수출에 대해서도 해당 요건이 동일하게 적용된다는 점에서 동사는 여타 업체들에 비해 상대적으로 입찰 경쟁력을 가진 것으로 판단된다.

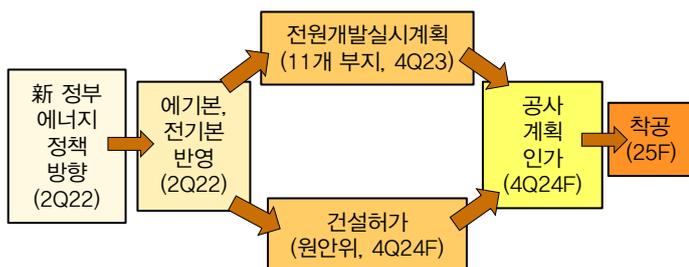
근거 2) 기존 수주 레퍼런스

이와 더불어 동사가 기존에 동일 품목에 대해 한수원 납품 레퍼런스가 있다는 점을 고려했을 때, 이번 발주에 대해서도 수주 가능성이 높을 것으로 판단된다. 동사는 이번에 입찰 참여 예정인 격납건물 철판(CLP)과 스테인리스 스틸 라이너(SSLW)를 과거 신고리 3, 4호기와 5, 6호기에 납품한 이력이 있으며, 특히 SSLW의 경우 과거 UAE 바라카 지역 원전 수출 당시 1~4호기 수주 물량 모두를 동사가 담당, 성공적으로 납품하였다.

11차 전기본으로 수혜는 더 up!

이에 따라 동사는 기존 레퍼런스를 바탕으로 국내 원전 비중 확대에 대한 수혜를 온전히 받을 것으로 판단되며, 향후 제11차 전기본의 방향성에 따라 그 수혜가 더욱 확대될 것으로 전망된다. 앞서 [산업분석]에서 언급했듯 높아지는 전력 수요에 따라 11차 전기본에 제시될 원자력 발전 비중은 현 수치 이상이 될 것으로 예상되며, 결과적으로 증가할 신규 원전의 수는 동사의 수주 증가를 통한 매출 확대에 이어질 것으로 판단된다.

도표 14. 신한울 3,4호기 관련 일정(예상)



자료: 한국수력원자력, 성균관대학교 금융투자학회 S.TAR

도표 15. 한수원 유자격 품목 업체(동사와 동일 B.O.P 납품)

품목	기업
Feedwater Heaters & Deaerator	비에이치아이
	에너지엔
	두산에너지빌리티
Main Condenser & Auxiliaries	비에이치아이
	SNT에너지
CPP	비에이치아이
	주식회사 평일
SSLW	비에이치아이
	두산에너지빌리티
CLP	비에이치아이
	두산에너지빌리티
CPTS	비에이치아이
	두산에너지빌리티

자료: 한국수력원자력, 성균관대학교 금융투자학회 S.TAR

투자포인트 1. B.O.P, 넘쳐나는 수주 모멘텀

동유럽 원전 건설 증가, 수혜는 동사에

폴란드 에너지 정책 (PEP2040)

PEP2040 中 원전:

- 1) 33년 상업운전 시작
- 2) 2~3년마다 추가
- 3) 전체 6개 구역 목표

정부(1차) + 민간(2차)
 → 1차= 웨스팅하우스
 → 2차 = 한수원 (유력)

폴란드 에너지 정책은 저탄소 에너지로의 전환을 담은 EU2030에 따라 채택된 결의안으로, 에너지 정책과 관련된 8가지 목표를 담고 있다. 이 중 원전 건설 항목은 40년까지 폴란드 내 원자력 발전비율을 전체의 15%로 늘리기 위해 총 6개 구역에 원자력 발전소를 설치할 것을 목표로 한다.

현재 폴란드 원전사업은 정부와 민간의 투트랙으로 진행되고 있다. [도표16, 17] 정부가 주도하는 1차 사업에 대해서는 국내 한수원, 미국 웨스팅하우스, 프랑스 EDF 등 3곳이 입찰에 참여하였으나 최종적으로 작년 10월 웨스팅하우스가 사업자로 선정되었다. 이는 정부 간 협약을 통해 발주가 이루어지는 1차 사업의 특성으로 인해 안보를 비롯한 정치적 이해관계가 선정에 개입된 것으로 보인다. 그러나 민간이 주도하는 2차 사업의 경우, 사업을 추진하는 폴란드 민간발전사 제팩(ZEPAK)이 한수원과 단독으로 협력의향서(LOI)를 체결하며 한수원을 비롯한 '팀코리아'의 수주 가능성을 높였다.

1차도, 2차도 B.O.P는 동사로부터!

우린 다해요~

동사가 25년까지 폴란드 원전 프로젝트로부터 수주 가능할 전체 금액은 약 2,391억 원으로 추정된다. [매출액가정] 이는 동사가 1) 기존의 탄탄한 레퍼런스를 바탕으로, 2) 1차와 2차 모두 B.O.P를 납품할 가능성이 높다는 점에 기인한다.

웨스팅하우스 레퍼런스

동사는 과거 웨스팅하우스의 플래그십 모델인 AP1000 원자로에 핵심 기자재인 콘덴서를 납품한 이력이 있다. 당시 동사는 주기기 사업을 영위하는 일본의 도시바와 함께 웨스팅하우스가 사업자로 선정된 미국 원전 건설 프로젝트에 참여하며 협력 관계를 형성하였다. 이러한 기존 레퍼런스를 바탕으로 동사는 지난 7월 웨스팅하우스가 추진하는 1차 프로젝트에 보조기기 공급을 약속하는 합의를 체결, 향후에도 협력 관계를 이어나갈 것으로 기대된다. 이에 따라 현재 1차 프로젝트에 대해 총 6기 중 3기의 건설 승인이 완료되었다는 점을 고려 시, 동사는 24년부터 프로젝트 관련 B.O.P 납품을 통해 매출을 확대할 수 있을 것으로 추정된다.

한수원: 팀 코리아

국내 원전의 해외 수출은 한수원과 한국전력을 비롯한 개발사업자와, 현대건설이나 삼성물산 등의 EPC 업체가 팀을 이루어 '팀 코리아'의 형태로 입찰에 참여하는 방식이 일반적이다. 이에 따라 국내 원전의 해외 수출에 있어서도 한수원을 레퍼런스로 가지고 있는 것이 중요하다. 앞서 언급했듯 동사는 기존에 한수원 레퍼런스를 보유 중이며 유자격 업체로서 B.O.P 입찰 참여조건을 모두 갖추고 있다. 이에 한수원의 해외 원전 수주에 대해서도 동일한 구조로 입찰이 진행된다는 점을 고려 시, 동사는 향후 2차 프로젝트를 통해서도 수주 모멘텀을 강화할 수 있을 것으로 전망된다.

도표 16. 폴란드 원전사업 추진 일정



자료: KOTRA, 성균관대학교 금융투자학회 S.TAR

도표 17. 폴란드 원전사업 현황

구분	1차 (정부 주도)	2차 (민간 주도)
지역	루비아토보 코팔리노	파트누프(포트누프)
설비용량	3.6~5.4GW(6기)	미정
진행상황	미국 웨스팅하우스 사업자 선정	한수원 LOI 체결

자료: 한국원전수출산업협회, 성균관대학교 금융투자학회 S.TAR

체크포인트. 체코 向 납품, 가능할까?

체코 전력공사는 현재 36년 가동을 목표로 두코바니 5호기 원전에 대한 입찰을 진행 중이다. [도표18] 대우건설을 비롯한 국내 기업들로 구성된 한수원의 팀 코리아, 미국의 웨스팅하우스, 프랑스 전력공사(EDF)가 최종입찰서를 제출했으며, 이르면 내년 3월까지 우선협상대상자를 선정할 것으로 예상된다. 특히 이번 5호기 원전의 경우 해당 수주 업체에 추가로 검토 중인 3기의 발주를 맡길 가능성이 높다는 점에서 그 중요성이 더욱 클 것으로 판단된다.

이에 본 리서치 팀은 동사의 체코 向 수주에 있어 영향을 줄 수 있는 두 가지 변수 1) 한수원과 웨스팅하우스 간의 소송, 2) 프랑스 전력공사(EDF)의 낙찰 여부를 고려해야 할 것으로 판단, 이에 대한 가능성을 검토해보고자 한다.

도표 18. 두코바니 원전 5호기 건설 개요

품목	기업		
규모	최대 1200MWe 용량 원전 1기		
사업비	1,600억 코루나(약 63.63억 달러) 예상(20년 기준 예상금액)		
발주사	체코전력공사(CEZ) 자회사		
참여자 및 제안모델	한국	미국	프랑스
	한국수력원자력	Westinghouse	EDF
	APR1000	AP1000	ERP1200
추진일정	2022년-3월 입찰 시작, 11월 입찰제안서 제출		
	2024년-3월 공급사 선정, 12월 계약 체결		
	2029년 착공		
	2036년 시운전		

자료: 대외경제정책연구원, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

Check Point 1: 끝나지 않은 한수원 v.s 웨스팅하우스

웨스팅하우스의 소송, 국내 원전의 해외 수출을 가로막다

22년 10월, 미국의 웨스팅하우스는 한국형 원전 APR 1400의 원전기술에 대한 지식재산권을 주장하며 미 연방법원에 한수원과 한전을 상대로 소송을 제기하였다. 이는 APR 1400이 웨스팅하우스의 원자로 시스템을 기반으로 만들어졌다는 점에 기인하는데, 이에 따라 웨스팅하우스는 국내 원전의 수출을 위해 미국 에너지부(DOE)의 승인과 자사의 동의가 필요하다고 주장하였다. 이는 국내 원전의 수출을 막기 위한 웨스팅하우스의 조치로, 이후 한수원이 미국 에너지부(DOE)에 신고한 체코 원전 수출이 반려되면서 그 의도가 확인되었다. 그 후 지난 9월 연방법원이 각하 판결을 내리면서 소송은 일단락 되는 듯 하였으나, 웨스팅하우스가 판결에 항소하면서 관련 문제가 완전히 해소되지 않은 상태이다. [도표19]

한수원을 주요 고객사로 보유한 동사 입장에서 이러한 외생 변수는 한수원을 통한 동사의 수주에 리스크로 작용할 가능성이 있다. 특히 폴란드에서 진행하는 2차 프로젝트에 대해서도 웨스팅하우스가 자사의 원전기술 소유를 주장 중이라는 점을 고려했을 때 그 실효성을 따져보아야 할 필요가 있다.

도표 19. 한수원과 웨스팅하우스 소송 타임라인

22년 10월 21일	웨스팅하우스, 미 연방법원에 한수원-한전 대상 소송
22년 10월 25일	한수원-한전, 대한상사중재원 중재신청
22년 12월 23일	한수원, 체코 원전 입찰 관련 정보 미국 에너지부에 안내
23년 01월 19일	에너지부, 한수원 입찰 정보 반러
~ 현재	한수원-웨스팅하우스, 소송과 중재 진행 중

자료: 언론종합, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

체크포인트. 체코 向 납품, 가능할까?

소송, 그 실효성은 어디에?

일차적으로 한수원은 연방법원의 소송 각하를 통해 유리한 고지를 차지하였다고 볼 수 있다. 또한 폴란드에서 진행되는 2차 프로젝트에 대해 폴란드 정부는 **소송과 관계 없이 한국형 원전 도입을 위한 인허가 절차에 돌입**, 사업추진결정신청서를 내며 한수원 측에 힘을 실어주었다. 이와 더불어 LOI 체결 당시부터 한수원과의 본계약을 확실히 하는 입장을 표명하는 등의 행보를 통해 실제 입찰 과정에서 소송의 실효성이 크지 않음을 짐작할 수 있게 했다.

일각에서는 웨스팅하우스 측의 의도를 기술 자문료를 위한 허울 뿐인 소송으로 해석하기도 했다. 실제 웨스팅하우스는 과거 한수원의 UAE 바라카 원전 수출 당시에도 특허권 침해를 문제 삼아 거액의 기술자문료를 요구한 전적이 있다. 이에 한수원은 연방법원의 소송과 별개로 대한상사중재원에 국제중재를 신청해 합의를 진행 중이며, 국내 원전 수출의 용이성을 위해 필요 시 기술 자문료를 지급하는 방향으로 조율할 것으로 전망된다.

결론적으로 웨스팅하우스 측의 소송은 그 실효성이 없는 것으로 판단되며 한수원의 국내 원전 수출에 있어 이로 인한 리스크는 크지 않을 것으로 판단, 그마저도 근시일 내에 해소될 것으로 예상된다.

Check Point 2: 입찰경쟁, 그래서 셋 중 누가?

변수는 프랑스의 낙찰여부

결국 중요한 변수는 현재 진행 중인 입찰 경쟁에 있어 프랑스의 낙찰여부가 될 것으로 보인다. 이에 본 리서치 팀은 한수원, 혹은 미국의 웨스팅하우스가 낙찰될 가능성이 상대적으로 높을 것으로 판단하는데, 이는 1) 국내 원전의 수출 경쟁력이 상대적으로 높고, 2) 원전 사업 특성상 정치적, 안보적 이해관계가 입찰 과정에 있어 작용할 가능성이 존재한다는 점에 기인한다.

국내 원전은 시공능력 측면에서 상대적 우위를 가지는데 이는 전 세계 원전의 70% 이상을 차지하는 경수로 중 신형인 3세대 원자로 관련 완공 경험이 상대적으로 풍부하고, 기자재와 설계에 관계없이 밸류체인 전반에 걸쳐 자급도가 높다는 점에 기인한다. 이와 더불어 공기(工期) 준수 역량이 양호하다는 점 또한 국내 원전의 수출 경쟁력이 상대적으로 높음을 뒷받침한다. 이에 반해 미국과 프랑스의 경우 장기간의 공사 지연으로 인해 업계 내 신뢰도가 크게 훼손되었다는 점에서 리스크가 존재하며, 가격 측면에서도 국내 원전이 프랑스의 45%, 미국의 61% 수준에 불과한 낮은 오버나이트 코스트(인플레이션과 금융비용을 감안하지 않은 원전 건설 단가)로 우세하다는 점에서 선호도가 클 것으로 생각된다.

이와 더불어 원전 사업 특성 상 핵 개발 유용 위험이 있기 때문에 입찰 과정에 있어 정치적, 안보적 이해관계가 작용할 가능성이 존재한다. 이에 따라 입찰 과정에서 해당국가의 국제사회 내 영향력이 고려될 수 있는데, 실제로 폴란드 1차 프로젝트 입찰 경쟁 당시 한수원은 미국의 웨스팅하우스에 비해 상대적으로 유리한 조건을 제시했음에도 불구하고 수주에 실패하였다. 이후 폴란드 정부의 입장표명을 통해 이는 안보적 측면에서 폴란드와 미국이 구축하고 있는 전략적 파트너십 때문인 것으로 밝혀졌다.

결국 한수원과 웨스팅하우스 양자 구도로 흘러갈 가능성 높아

이에 본 리서치 팀은 동사의 체코 向 수주 가능성이 높다고 판단, 25년까지 체코 원전 프로젝트로부터 수주 가능할 전체 금액을 약 140.4억 원으로 추정한다. 이는 1) 한수원에 존재하는 소송 리스크의 실효성이 떨어져 실제 입찰 과정에서 고려될 가능성이 적고, 2) 한수원과 웨스팅하우스를 제외한 프랑스 전력공사(EDF)의 낙찰 가능성이 낮음에 기인한다. 결국 동사는 한수원과 웨스팅하우스 양측 낙찰 시 앞서 언급한 레퍼런스를 기반으로 수주에 성공, 관련 수혜를 받을 것으로 기대되며, 나아가 추가로 논의 중인 3기의 건설을 통해 그 수혜가 더욱 확대될 것으로 판단된다.

투자포인트 2. HRSG, 한국을 넘어 중동으로

24년 HRSG 매출
1,539억 원

24년 동사의 HRSG 매출액은 1,539억 원(YoY +119.8%)으로 전망된다. 이는 1) 동사의 압도적인 HRSG 시장 내 지위에 따른 2) 국내와 중동지역의 LNG 복합화력 발전소 증설 수혜에 기인한다.

HRSG는 우리가 맛집

독점적 지위 보유

HRSG 시장 내 지위

동사는 HRSG 관련 원천기술을 보유한 기업으로, 글로벌 시장에서 복합화력발전용 대형 (200~400MW) HRSG는 동사를 비롯한 소수의 업체만 공급이 가능하다는 점에서 독점적 지위를 가진다. 특히 13년 이후 업계 침체 당시 국내 주요 경쟁사들은 사업을 철수하거나 매각하는 등 구조조정을 단행했지만, 동사는 원천기술을 인수해 가격 경쟁력과 기술력을 확보하고, 설계엔지니어링 위주의 인력 채용으로 고객 맞춤 설계 경쟁력을 높였다.

세계적 기술력
:초초임계압 HRSG

최근 동사는 세계 최초로 초초임계압 대용량 HRSG를 공급하며 HRSG 관련 기술력과 입지를 더욱 확실히 하였다. 초초임계압은 기존의 아임계압보다 향상된 성능을 가진 기술로, 향후 국내 복합화력발전 프로젝트인 '한국형 표준 가스복합발전'의 핵심이 될 것으로 전망된다. [도표20]

국내 LNG 복합발전 수요

24년 수주 금액
약 2,033억 원

동사가 국내 HRSG와 관련해 24년 신규로 수주할 금액은 약 2,033억 원으로 추정된다. [매출액 가정] 이는 동사가 1) 변화된 국내 발전정책 기조에 따라 2) 복합화력발전 확대의 수혜를 받을 가능성이 높다는 점에 기인한다.

한국형 표준 가스복합발전사업 추진

한국형 표준
가스복합발전

[산업분석]에서 언급했듯, 제 10차 전력수급기본계획에 따라 現정부는 노후화된 석탄화력발전소 28기를 폐쇄, LNG 복합화력 발전소로 전환하는 한국형 표준 가스복합발전 사업을 진행 중에 있다. 이에 따라 매년 2~3개의 노후 발전소가 LNG 복합화력 발전소로 전환될 예정이며, 26년에 폐지 예정인 보령 5호기의 대체인 보령신복합화력발전소가 그 시발점이 될 것으로 전망된다. [도표21]

10월 HRSG 공급:
추가 수주 기대

이러한 복합화력발전 확대 정책에 따라 동사는 이미 지난 10월 보령신복합화력발전소 건설에 세계 최초 초초임계압 대용량 HRSG를 공급하였으며, 이에 따라 기존 레퍼런스를 확보해 향후 프로젝트 진행 시 추가 수주 가능성 또한 높을 것으로 기대된다. 실제로 25년 내 안동과 하동을 비롯한 약 7건의 LNG 복합화력발전소 관련 수주가 나올 것으로 전망, 관련 HRSG 수주를 통해 동사의 매출확대에 기여할 것으로 판단된다.

도표 20. 국내 초초임계압 발전소 비교

구분	신보령 #1,2	태안 #9,10	당진 #9,10
정적출력	1,020	1,050	1,020
증기온도 (주증기/재열증기)	610/621	600/610	600/600
주증기압력	265	255	250
효율(%)	44.14	43.82	43.58
상태	건설중	건설중	건설중

자료: 한국중부발전, 성균관대학교 금융투자학회 S.TAR

도표 21. 보령신복합화력발전소



자료: 한국중부발전, 성균관대학교 금융투자학회 S.TAR

매출액가정

본 리서치 팀은 1) HRSG, 2) B.O.P, 3) 보일러 부문은 납품 진행률에 따라 매출액이 인식된다는 점을 고려하여 **수주 잔고와 앞으로 받을 수주 금액**을, 4) 기타 부문은 동사의 과거 전체 매출액 증가율과 기타 매출액 증가율이 유사하다는 점에 기반하여 매출을 추정하였다.

배열회수보일러(HRSG) 부문 매출

해당 부문 매출 추정은 수주를 기반으로 발생된다는 점과 동사의 매출 인식 방법을 고려하여 추정하였다. **기존 수주**는 진행중인 수주와 아직 진행이 되지 않는 수주를 나누어 매출액에 반영하였다. 또한 **[투자포인트]에서 언급하였듯, 앞으로 HRSG 수주가 추가적으로 나올 것으로 예상**이 된다는 점에서 수주 받을 확률이 높은 **신규 예상 수주** 또한 추정하여 매출을 산정하였다.

기존 수주

3Q23까지 공시된 HRSG 수주 기준, 진행률이 100% 미만인 수주는 총 16건이다. 이 중 진행중인 수주(진행률이 0% 초과)는 HRSG의 **리드타임이 약 2년**이라는 점을 고려하여, 수주 잔고를 남은 기간 동안 정액적으로 인식하였다. 또한, 아직 진행되지 않고 있는 수주는 지난 11월 Toshiba Plant社와의 163억 원 계약으로, 관련 매출은 1Q24부터 반영된다고 가정하고 추정하였다. 이는 과거 5개년 수주 대부분이 계약일로부터 1분기 후에 매출을 인식하였다는 점에 기인한다.

신규 수주(국내)

향후 동사의 신규 수주는 제10차 전력수급기본계획에 따라 1) **노후 석탄화력발전소에서 교체되는 LNG 복합화력발전소**, 2) **새롭게 건설되는 LNG 복합화력발전소에서 발생할 것으로 판단**한다. 이는 동사가 지닌 높은 기술적 우위에 기인한다. 500MW급 보령신복합화력 1호기에 세계 최초 차세대 ‘초초임계압(USC)급’ 대용량 HRSG를 공급하였다는 사실에서 확인할 수 있다. 따라서 **25년 내 총 7건의 LNG 복합화력발전소** 관련 수주가 나올 것이라 판단하였다.

먼저, 예상 수주총액은 프로젝트의 전체 캐파(MW)와 동사 수주총액의 연관성이 높다고 판단하여 과거 2개년 프로젝트 캐파 대비 동사 수주총액의 합을 신규 수주 건의 프로젝트 캐파에 곱해 수주총액을 추정하였다. 또한, 매출 인식시점은 최근 2년 매출 인식시점과 계약체결일자 간의 평균치(33일)를 적용하였다. 그리고 발전소 완공시기와 계약체결일 간의 최근 2년간의 평균치를 적용해 예상 수주시점을 추정하였다.

도표 24. HRSG 신규 수주(국내)

프로젝트	CAPA(MW)	준공 예정일	비고
안동복합화력 #2	500	26.06	하동 #1에서 전환
하동복합화력 #1	1000	27.12	하동 #2, 3에서 전환
고성 천연가스	1120	26.12	삼천포 #3, 4에서 전환
여수 천연가스	500	28.12	태안 #2에서 전환
공주 천연가스	500	26.12	태안 #3에서 전환
함안복합	500	26.12	보령 #6에서 전환
제주	300	27.12	신규 건설

신규 수주(해외)

동사의 해외 신규 수주는 중동 LNG 복합화력발전 사업 확대에 따라 발생할 것으로 판단한다. 그 중 가장 높은 수주 가능성을 가진 프로젝트는 22년 09월, 두산에너지빌리티가 수주한 **사우디 자푸라 열병합발전소**이다. 이는 1) 동사가 두산에너지빌리티와의 HRSG 납품 레퍼런스가 존재한다는 점과, 2) 동사의 높은 기술적 우위에 기인한다.

예상 수주총액은 국내 신규 수주와 동일하게 프로젝트의 전체 캐파(MW)와 동사 수주총액의 연관성이 높다고 판단하여 과거 2개년 프로젝트 캐파 대비 동사 수주총액의 합을 신규 수주 건의 프로젝트 캐파에 곱해 **수주총액**을 추정하였다. 또한, 매출 인식시점은 최근 2년 매출 인식시점과 계약체결일자 간의 평균치(33일)를 적용하였다. 그리고 과거 두산에너지빌리티로부터 수주받은 계약만 고려하여 계약일자를 추정하는 것이 합리적이라 판단하여, 지난 3년간 두산에너지빌리티의 주기기 공급 체결일자와 동사와의 계약 일자 간의 평균을 구해 향후 HRSG 계약 일자를 추정하였다.

매출액가정

도표 25. HRSG 신규 수주(해외)

프로젝트	CAPA	준공 예정일	계약업체
사우디 자푸라 열병합발전소	320MW 규모의 전력과 약 314t/h의 증기 생산	22.09.22	두산에너지빌리티

도표 26. HRSG 매출액 추정

(단위: 억 원)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023F	2024F	2025F
기존 수주	389	256	248	390	319	319	256	256	256	125	64	64	1,284	1,151	510
신규 수주	1)국내	-	-	-	-	-	-	254	367	403	456	456	0	254	1,682
	2)해외	-	-	-	-	34	34	34	34	34	34	34	0	134	134
합계	389	256	248	390	353	353	290	544	657	562	554	554	1,284	1,539	2,326

보조기기(B.O.P) 부문 매출

해당 부문 매출 추정은 HRSG와 동일하게 수주를 기반으로 발생된다는 점과 동사의 매출 인식 방법을 고려하여 추정하였다. 동사의 B.O.P 는 석탄화력 발전소, 원자력 발전소 등 다양한 발전소에 납품되지만, [투자포인트]에서 언급하였듯 원자력 발전소 向 B.O.P 의 매출액이 크게 증가할 것으로 판단하여 신규 수주로는 원자력 발전소 向 매출만 발생할 것으로 추정하였다. 또한, 과거 5개년 B.O.P 관련 수주를 보았을 때, 원자력 발전소와 그 외 발전소의 리드타임에 차이가 유의미하다고 판단하여, 남은 기존 수주 잔고를 추정할 때에는 원자력 B.O.P, 그 외 B.O.P의 리드타임으로 나누어 추정하였다.

기존 수주

3Q23까지 공시된 B.O.P 수주 기준, 진행률이 100% 미만인 수주는 총 4건이다. 모두 현재 진행중인 수주(진행률이 0% 초과)로, 남은 기간 동안 수주 잔고를 원자력 B.O.P(4년), 그 외 B.O.P(2년)의 각각 리드타임에 따라 정액적으로 인식하였다.

신규 수주(국내)

향후 동사의 B.O.P 관련 국내 신규 수주는 신한울 3, 4호기 向에서 발생할 것으로 판단한다. 동사는 신한울 3, 4호기에 납품되는 B.O.P 8개의 유자격 등록 품목에 승인되어 있으나, 그 중 두산에너지빌리티가 낙찰한 1건(CTPS)을 제외한 총 7건의 B.O.P의 수주 가능성이 존재한다. 앞선 [투자포인트]에서 언급하였듯, 타 경쟁사와 비교하였을 때 동사의 B.O.P의 추가 수주 가능성이 높기는 하지만, 총 7건 중 5건(CLP, SSLW, CPP, LP/HP FEEDWATER HEATERS, DEAERATORS)의 B.O.P만 납품한다고 가정하여 매출액을 인식하였다. 이는 1) 동사가 현재 CLP, SSLW의 입찰 준비중에 있다는 점, 2) 과거 신고리 3~6호기 등에 B.O.P를 납품하였던 레퍼런스에 기인한다.

신한울 3, 4호기 向 매출 인식은 과거 신고리 5, 6호기 向 B.O.P 납품 시기와 과거 5개년 수주 일자와 매출인식시점 간의 차이를 평균한 것을 고려하여 추정하였다. 또한, 보조기기의 수주액이 전체 프로젝트의 총 공사비 간 연관성이 크다고 판단하여, 신고리 5, 6호기 총 공사비와 동사의 과거 수주액을 나눈 값을 신규 수주 건의 총 공사비에 곱해 수주총액을 추정하였다.

도표 27. B.O.P 신규 수주(국내)

프로젝트	CAPA(MW)	준공 예정일	총 공사비
신한울 원자력 #3, 4	1400*2	33.10	11조 7000억 원

매출액가정

신규 수주(해외)

동사의 B.O.P 해외 신규 수주는 폴란드 1, 2차, 그리고 체코 원전 프로젝트 向 납품이 이루어질 것으로 판단한다. 25년 내 발생할 가능성이 높은 수주는 폴란드 1, 2차, 체코 원전 프로젝트 각각 3건(SSLW, LP/HP FEEDWATER HEATERS, DEAERATORS), 1건(CCLW), 1건(CCLW)으로, 총 5건으로 판단한다. 이는 과거 UAE 바라카 1~4호기에 총 3건(SSLW, LP/HP FEEDWATER HEATERS, DEAERATORS)의 B.O.P를 납품하였던 동사의 업력에 기인한다.

먼저 수주총액은 B.O.P 신규 수주(국내)에서와 동일하게 총 공사비를 고려하여 추정하였다. 또한, 매출 인식 시점 관련하여 폴란드 1차는 22년 10월 사업자 선정이 완료되었기 때문에, 과거 동사가 UAE 바라카 원전 1~4호기에 납품하였던 시기를 고려하여, SSLW의 경우 3Q24, LP/HP FEEDWATER HEATERS과 DEAERATORS의 경우 1Q25부터 관련 매출이 발생한다고 가정하였다. 그리고 [투자포인트]에서 언급하였듯, 사업자 선정이 아직 진행중인 폴란드 2차와 체코 원전 프로젝트는 사업자 선정 시기가 1H24 내 이루어질 것으로 가정하고, 폴란드 1차와 동일한 방식으로 매출 인식 시기를 추정하였다.

도표 28. B.O.P 매출액 추정

(단위: 억 원)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023F	2024F	2025F
기존 수주	48	20	35	78	60	60	-	-	-	-	-	-	181	121	0
신규 수주	1)국내	-	-	-	-	65	67	87	87	87	87	87	0	219	349
	2)해외	-	-	-	-	-	50	50	84	84	84	127	0	100	380
합계	48	20	35	78	60	125	117	138	172	172	172	214	181	440	729

보일러 부문 매출

해당 부문 매출 추정은 기존 수주와 신규 수주로 나누어 추정하였다. 기존 수주는 진행중인 수주와 아직 진행이 되지 않는 수주를 나누어 매출액에 반영하였다. 3Q23까지 공시된 보일러 수주 기준, 진행률이 100% 미만인 수주는 총 6건이다. 이 중 진행중인 수주(진행률이 0% 초과)는 보일러의 리드타임이 약 2년이라는 점을 고려하여, 수주 잔고를 남은 기간 동안 정액적으로 인식하였다.

또한, 신규 수주는 최근 3년간 보일러 부문의 평균 발주 시기(약 2분기)와 이상치를 제거한 평균 수주총액(37,421백 만원)을 구한 후, 보수적으로 보일러의 리드타임을 2.5년으로 가정하여 신규 수주 매출액을 추정하였다. 이는 1) 동사가 17년 美 Amec Foster Wheeler Equipment Company 인수로 PC 보일러의 원천기술을 확보하여 기술적 경쟁력을 확보하였다는 점과, 2) 특히 최근 동남아 向 CFBC 보일러 수주가 증가하고 있다는 점에 기인한다.

도표 29. 보일러 매출액 추정

(단위: 억 원)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023F	2024F	2025F
기존 수주	213	586	376	369	361	361	361	326	326	256	256	256	1,544	1,410	1,094
신규 수주	0	0	0	0	0	37	37	75	75	112	112	150	0	150	449
합계	213	586	376	369	361	399	399	401	401	368	368	406	1,544	1,560	1,543

매출액가정

기타 부문 매출

해당 부문은 포스코 등에 납품하는 제철설비, 소규모 EPC 사업 등에서 발생하는 매출이다. 기타 부문 매출액은 3Q23 연결 기준 전체 매출액의 19.7%로, 작지 않은 비중을 차지하고 있지만 작은 규모의 다양한 품목들이 모두 포함해있어, P, Q로 나누어 추정하기는 불가능하다고 판단하였다. 따라서 과거 전체 매출액 증가율과 기타 부문 매출액 증가율이 유사하다는 점을 고려하여 매출액을 추정하였다.

도표 30. 기타 부문 매출액 추정

(단위: 억 원)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	4Q25F	4Q25F	4Q25F	4Q25F	2023F	2024F	2025F
기타 부문 매출	186	345	162	206	190	216	198	266	311	271	269	288	899	870	1,139

도표 31. 비에이치아이 매출액 추정

(단위: 억 원)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023F	2024F	2025F
HRSG	389	256	248	390	353	353	290	544	657	562	554	554	1,284	1,539	2,326
B.O.P	48	20	35	78	60	125	117	138	172	172	172	214	181	440	729
보일러	213	586	376	369	361	399	399	401	401	368	368	406	1,544	1,560	1,543
기타	186	345	162	206	190	216	198	266	311	271	269	288	899	870	1,139
합계	837	1,207	821	1,043	965	1,092	1,004	1,349	1,541	1,372	1,363	1,462	3,907	4,410	5,738

비용가정

매출원가

매출원가는 변동비성 매출원가와 고정비성 매출원가로 구분하여 추정하였다. 동사의 변동비성 매출원가의 주요 항목으로는 '원재료 매입액'과 '운반비'가 있으며, 고정비성 매출원가의 주요 항목은 '종업원급여'와 '감가상각비'이다. 기타 비용들의 경우, 그 추이에 따라 20~22년 3개년 절대액의 평균 혹은 3개년 평균 매출액 대비 비중이 유지될 것으로 가정하였다.

변동비성 매출원가

[원재료 매입액] 동사는 수주 받은 제품의 일부를 외주 가공하고 있기 때문에 원재료 매입액은 '원재료의 사용액'과 '외주가공비'로 구성된다. 원재료 매입액 대비 원재료 사용액과 외주 가공비의 비중은 매년 크게 다르나, 원재료 매입액 총액은 21년을 제외한 18~22년 5개년 간 매출액 대비 약 70%의 수준을 기록하였다. 21년에는 매출액 대비 79%에 해당하는 높은 원재료 매입액이 발생하였는데, 이는 철광석 가격 급등에 따른 급격한 주요 원재료의 가격 상승에 기인한다. 22년 70% 수준으로 안정화된 원재료 매입액 비중은 3Q23 누적액 기준으로 다시 74%까지 상승하였는데, 이는 동사의 주요 원재료 중 하나인 Tube의 국내 매입가가 크게 상승했다는 점에 기인한다. JP모건, 골드만삭스 등의 기관이 23~25년 철광석 가격을 22년 대비 다소 상승할 것으로 예상하고 있지만, 어떤 추정치도 톤당 150달러를 넘지 않으므로 200달러를 넘었던 21년 수준의 원재료 매입액 비중이 발생할 가능성은 제한적이다. 따라서 향후 동사의 매출액 대비 원재료 매입액 비중은 23년에는 3Q23 비중인 74%를 적용하고 이후에는 74%와 기존 평년의 비중인 70%의 평균치인 72%를 적용하여 추정하였다.

[운반비] 동사의 운반비는 국제유가에 연동되는 추이를 보이며, 운반비와 국제유가의 상관계수는 0.907의 높은 수치를 보이고 있다. 따라서, 향후 동사의 운반비는 블룸버그 유가 예상치를 선형회귀식에 적용한 수치로 가정하였다.

고정비성 매출원가

[종업원 급여] 종업원 급여의 경우 지난 4개년 간의 연평균 직원 수와 인당 임금 증가율을 적용하여 추정하였다. 이는 동사의 직원 수와 인당 임금이 지속적인 증가 추세에 있다는 점과 향후에도 추가적인 대규모 인력 총원이 발생할 원인이 없다는 점에 기인한다.

[감가상각비] 감가상각비의 경우 21년과 22년 발생액의 평균치를 적용하여 추정하였다. 이는 21년 급격한 감가상각비 상승 이후 22년에도 동등한 비용이 발생하였다는 점과 향후 단기간에 동사가 추가적인 설비 투자 계획을 가지고 있지 않다는 점에 기인한다.

판매비와 관리비

판매비와 관리비는 변동비성 판관비와 고정비성 판관비로 구분하여 추정하였다. 변동비성 판관비의 주요 항목으로는 '지급수수료'와 '대손상각비'가 있고, 고정비성 판관비의 주요 항목으로는 '직원급여', '퇴직급여' 그리고 '복리후생비'가 있다. 기타 비용들의 경우, 그 추이에 따라 20~22년 3개년 절대액의 평균 혹은 3개년 평균 매출액 대비 비중이 유지될 것으로 가정하였다.

변동비성 판매비와 관리비

'지급수수료'의 경우 매출액 대비 비중이 큰 변화없이 유지되고 있으므로 3개년 평균 매출액 대비 비중을 적용하여 추정하였고, '대손상각비'의 경우 특별한 추이가 발견되지 않고 해마다 큰 편차를 보이고 있으므로 5개년 평균 매출액 대비 비중을 적용하여 추정하였다.

고정비성 판매비와 관리비

'직원급여'는 앞서 추정된 종업원 급여의 추정 방식을 사용해 연평균 성장률을 적용하였다. '퇴직급여' 그리고 '복리후생비'의 경우도 역시 두 비용의 발생액과 직원급여액의 상관계수가 각각 1, 0.95로 나타났다는 점을 감안하여 매해 급여의 연평균 성장률을 적용하여 추정하였다.

기타 손익, 금융 손익, 법인세비용

기타손익

기타손익의 경우 18-22년 5개년 중 3개년 이상 발생한 손익의 한해서만 향후에도 발생할 것으로 추정하였다. 기타수익 중 '정부보조금수익'의 경우 다른 해 대비 3배 이상의 수익이 발생한 21년과 수익이 발생하지 않은 22년을 제외한 18-20년 3개년 발생액의 평균치가 향후에도 발생할 것으로 가정하였다. '유형자산처분이익'의 경우 해당 수익이 다른 해 대비 과도하게 발생한 20년을 제외한 18-22년 5개년 평균치를 적용하였다. 그 외 기타손익의 경우 3개년 평균치가 향후에도 발생할 것으로 가정하였다.

비용가정

금융손익

금융손익도 기타손익과 마찬가지로 최근 5개년 중 3개년 이상 발생한 손익에 한해서만 향후 비용 추정에 사용하였다. '이자수익'의 경우 해당 수익이 발생하는 정확한 출처를 확인할 수 없으므로, 대부분 요구불예금의 형태로 보유하고 있는 동사의 현금및현금성자산에 23년 한 차례 밖에 변동하지 않은 한국은행 기준금리 3.50%를 적용하여 산출하였다. 22년 동사는 평년의 10배에 해당하는 178억 원의 '파생상품거래손실'을 기록하였는데, 이는 통화선도계약에서 발생한 손실에 따른 일시적 비용이었다. 향후에도 해당 비용이 발생한다고 가정하는 것은 비합리적이라고 판단되어 향후 비용은 18-21년 4개년 평균치를 적용하였다. 그 외 금융손익의 경우 특별한 추이를 보이지 않아 3개년 평균 금액이 향후에도 발생할 것으로 가정하였다.

지분법손익

23년 기준 동사의 종속기업은 해외 영업법인 4사와 아레테자원환경㈜, 아라퓨처과워㈜이고, 종속법인 편입 시부터 3Q23까지 해당 기업에 대한 동사의 지분율은 변동되지 않았다. 아라퓨처과워㈜는 3Q23 기준 자산총액이 1백 만 원에 불과한 법인으로, 단기간 내에 이익이 발생하지 않을 것으로 전망한다. 따라서, 향후 지분법손익은 현재의 영업법인 4사와 아레테자원환경㈜의 이익이 인식되기 시작한 22년의 손익이 지속 발생할 것으로 가정하였다.

법인세비용

사업 업황의 악화와 지속된 적자로 인해 최근 5개년 간 동사는 20년 2.08%의 유효세율로 법인세비용이 1회 발생하였기 때문에 합리적인 유효세율을 도출할 수 없었다. 따라서, 향후 발생할 법인세비용은 2023년 법인세 과세 표준을 바탕으로 추정하였다.

도표 32. 비에이치아이 비용가정

(단위: 억 원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,349	3,302	3,906	4,410	5,773
매출원가	2,413	2,953	3,517	3,824	4,866
매출총이익	(64)	349	390	586	907
판매비와관리비	242	268	286	301	333
영업이익	(306)	81	104	285	573
금융손익	(67)	(289)	(106)	(79)	(79)
기타영업외손익	35	13	21	21	21
지분법손익	(7)	(12)	(12)	(12)	(12)
법인세차감전순이익	(345)	(208)	7	215	503
법인세비용	1	(17)	1	47	111
당기순이익	(346)	(191)	5	168	393

밸류에이션

Historical P/E Valuation

본 리서치 팀은 동사의 목표주가를 산출하기 위해 Historical P/E Valuation을 사용하였다. 25F EPS 1,269원에 Target P/E 8.23을 적용하여 목표주가 10,440원, 상승여력 31.82%로 매수 의견을 제시한다.

Why not Peer P/E Valuation?

본 리서치 팀은 동사의 적정주가 산출을 위한 Peer를 선정할 수 없다고 판단하여 Historical P/E Valuation을 사용해 동사의 적정주가를 산출하였는데, 이는 1) 동사가 영위하는 사업의 제한적인 시장 참여자 수와 2) 글로벌 경쟁업체들과의 상이한 사업 규모 및 사업부 구조에 기인한다.

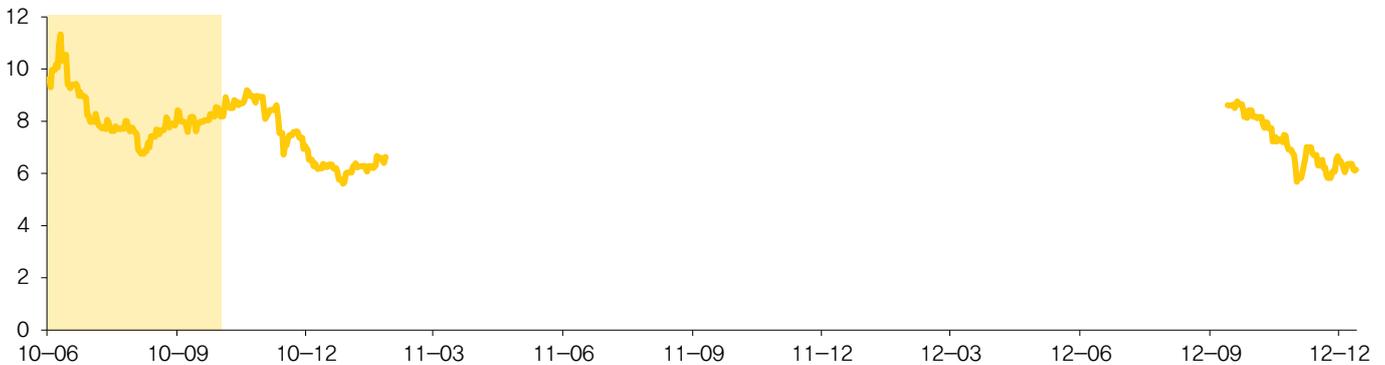
동사가 영위하는 사업 중 HRSG 사업과 관련해서는 이전 몇 년 간 산업 불황으로 국내 경쟁사들의 사업 중단과 사업부 매각이 이어졌고, 동사가 국내에서 유일하게 대형 HRSG 제조 원천기술을 보유하고 있는 업체이기 때문에 국내 Peer가 존재하지 않는다. 해외에서는 글로벌 기업인 GE, 지멘스, 누터 에릭슨 등의 기업을 같은 사업을 영위하는 기업들로 볼 수 있으나, 누터 에릭슨은 비상장사이고 GE와 지멘스는 영위하는 사업의 종류, 기업 규모 면에서 그 차이가 극심하기에 Peer로는 적절치 않다고 판단하였다.

또한, 동사가 영위하고 있는 B.O.P 사업과 관련해서는 현재 두산에너지빌리티가 유일한 Peer 업체이지만, 해당 업체 역시 기업 규모와 영위하고 있는 사업부의 종류가 동사보다 압도적으로 크고 다양하기 때문에 밸류에이션에 적절한 Peer로 적용할 수 없다고 판단하였다. 따라서, 국내 및 해외에서 Peer로 적절한 상장사가 존재하지 않기 때문에 Peer P/E Valuation을 적용하는 것이 부적절하며, Historical P/E Valuation을 적용하는 것이 적절하다고 판단하였다.

적정주가 산출

동사는 향후 원자력 B.O.P 및 HRSG의 지속적인 수주로 인한 매출 성장을 이룰 것으로 판단된다. 따라서, 아랍에미리트 원전 진출 이후 터키, 폴란드 등 해외 원자력 수출 모멘텀에 따른 원자력 B.O.P 수주 기대감과 POSCO와의 457억 규모 복합화력발전 설비 계약을 바탕으로 HRSG 부문에서도 안정적인 신규수주를 올리고 있었던 2010년 6월~9월까지의 평균 24M Fwd P/E 8.23을 Target P/E로 설정하여 적정주가를 산출하였다.

도표 33. 비에이치아이 24M Fwd P/E



자료: DataGuide, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 34. 비에이치아이 Historical P/E Valuation

(단위: 억 원)

2025F 당기순이익	393
발행주식 수	30,944,375
2025F EPS	1,269
Target P/E	8.23
현재주가(원)	7,920
목표주가(원)	10,442
수정주가(원)	10,440
상승여력	31.82%

Appendix – 추정재무제표

도표 35. 비에이치아이 추정재무제표

(단위: 억 원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,349	3,302	3,906	4,410	5,773
매출원가	2,413	2,953	3,517	3,824	4,866
매출총이익	(64)	349	390	586	907
판매비와관리비	242	268	286	301	333
영업이익	(306)	81	104	285	573
금융손익	(67)	(289)	(106)	(79)	(79)
기타손익	35	13	21	21	21
지분법손익	(7)	(12)	(12)	(12)	(12)
법인세비용 차감전순이익	(345)	(208)	7	215	503
법인세비용	1	(17)	1	47	111
당기순이익	(346)	(191)	5	168	393
매출액 증가율(%)	-3.52%	40.58%	18.30%	12.90%	30.90%
영업이익 증가율(%)	적전	흑전	28.38%	173.91%	101.06%
순이익 증가율(%)	적전	적지	흑전	2965.82%	133.91%

투자 참고사항

투자의견 및 목표주가 변동내역

일자	투자의견	목표가(KRW)
2023.12.30	BUY	10,440

비에이치아이 (KQ. 083650) 주가 및 목표주가 추이



투자기간 및 투자등급/의견

종목추천 투자기간: 12개월

CONVICTION BUY(강력매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상 괴리율
BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만
HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 0%이상 ~ +15%미만
SELL(매도)	추천기준일 증가대비 0%미만

* 추천일 증가대비 추천종목의 예상 목표가격 및 수익률을 의미함

Compliance Note

본 자료는 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R의 제작물로서 모든 저작권은 작성한 학회의 조사분석담당자 본인에게 있습니다.

본 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 부당한 간섭 및 압력없이 작성 하였습니다.

본 자료는 학회의 동의 없이 어떠한 경우에도 변형, 복제, 배포, 전송, 대여할 수 없습니다.

본 자료에 수록된 내용은 학회 및 조사분석담당자가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 본 학회는 그 정확성과 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 본 학회와 담당자는 투자의견을 제시한 것일 뿐 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용할 수 없습니다.