

## 비에이치아이(083650)

## 종립(유지)

## 업황이 아쉽네

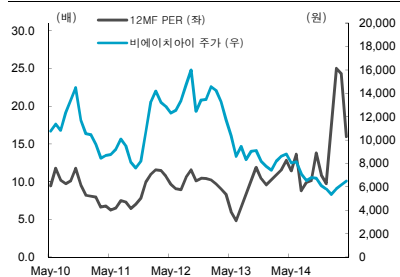
## Stock Data

KOSPI(4/22)	2,144
주가(4/22)	6,500
시가총액(십억원)	85
발행주식수(백만)	26
52주 최고/최저가(원)	18,250/6,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	388
유동주식비율/외국인지분율(%)	61.4/0.9
주요주주(%)	박은미 외 6인 37.1
	우종인 외 3인 30.9

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	14.8	(3.6)	(27.8)
상대주가(%p)	9.6	(14.3)	(34.8)

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 뛰어난 제품 경쟁력. 국/내외 부진한 업황이 아쉽다

투자의견 종립을 유지한다. 비에이치아이는 지난해 HRSG 부문 글로벌 시장점유율 1위를 (수주 3,083억원) 차지했다. 또한, 중대형 PC보일러(최대 500MW), CFB 보일러 부문에서 높은 제품 경쟁력을 보유하고 있다. 하지만, 최근 국내 발전소 건설은 초대형 주기기(보일러 1GW 이상) 중심으로 발주가 이뤄지고 있고, 당분간 건설 예정인 석탄/가스복합 발전소 수도 많지 않다. 몽골 등 전략적으로 수주를 노리고 있는 해외 시장 업황도 아직 부진하다. 영위하고 있는 분야의 제품 경쟁력은 갖췄지만 불황이 아쉬운 상황이다.

## 국내 발전기자재 시장은 사이즈 대형화 진행 중

국내 발전기자재 시장에서 보일러 사이즈가 대형화되면서 올해도 비에이치아이에게는 우호적이지 않은 시장 상황이 예상된다. 6차전력 수급계획에서 발주된/예정인 석탄화력발전소 프로젝트들의 주기기(보일러, 터빈) 용량은 대부분 1GW이상으로 일본 업체들과 두산중공업(034020, 종립)에게 유리한 시장 환경이다. 올해 정식계약이 체결될 예정인 강릉안인화력발전소 1,2호기(남동발전/삼성물산 2GW)도 두산중공업이 제작 착수지시서를 받았다. 추가 발주될 신서천(중부발전 1GW), 신삼천포(남동발전/SK건설 2GW), 포스파워(포스코에너지 2GW) 등도 1GW 이상의 대용량 주기기를 사용할 것으로 예상된다.

## 하반기 대규모 프로젝트 수주 성공 여부가 올해 수주 실적 좌우할 것

2014년 수주액은 3,900억원이다. 목표액이 1조원 이상이었던 점을 감안하면 부진한 실적이다. 올해 HRSG 부문에서는 알제리 복합화력발전소 EPC를 수주한 국내 컨소시엄 3개 중 아직 기자재를 미발주한 2개(대우인터네셔널, GS건설/대림산업 - 합산 1,500~2,000억)에서 수주를 기대하고 있다. 보일러 부문은 하반기 포스파워 발전소 보일러 수주(약 5,000억원)에 총력을 기울이고 있다. 따라서, 하반기 상기 프로젝트 수주 여부가 올해 비에이치아이의 수주 실적을 결정할 것이다.

## 1Q15 실적은 무난. 연간 매출액은 감소 전망

1분기 예상 실적은 매출액 1,045억원(+6.9% YoY), 영업이익 8억원(흑자전환 YoY)이다. 상반기에는 매출액이 늘어나지 않지만 상대적으로 수익성 높은 보일러 매출 비중이 높아 소폭 영업 흑자를 낸 것으로 추정된다. 2013-2014년 수주액이 매출액보다 적었기 때문에 올해 매출액은 소폭 감소할 것이다. 2015년 예상 매출액은 5,011억원(-1.1% YoY), 영업이익은 100억원(+272.9% YoY)으로 2%의 영업이익률을 기록할 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2013A	621	25	18	1,365	(26.5)	33	5.7	14.6	0.6	12.5	1.8
2014A	507	3	(7)	(547)	NM	12	NM	32.3	0.5	(4.7)	-
2015F	501	10	1	35	NM	18	185.7	17.3	1.1	0.6	-
2016F	499	15	4	143	313.0	23	45.5	13.4	1.1	2.5	-
2017F	514	15	5	195	36.8	23	33.3	12.0	1.1	3.4	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

&lt;표 1&gt; 비에이치아이 수익예상 변경표

(단위: 십억원, 원, %)

	변경전			변경후		변경률	
	2014	2015F	2016F	2015	2016F	2015F	2016F
매출액	506.8	556.3	642.0	501.1	499.5	(9.9)	(22.2)
영업이익	2.7	25.0	32.1	10.0	15.0	(60.0)	(53.3)
세전이익	(3.6)	17.5	24.9	1.2	4.9	(93.2)	(80.2)
순이익	(7.0)	13.1	18.7	0.9	3.7	(93.2)	(80.2)
EPS	(547)	1,014	1,442	35	143	(93.2)	(80.2)

주: 연결 기준

자료: 한국투자증권

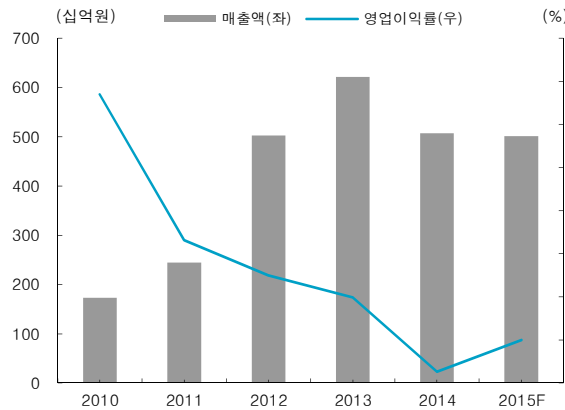
&lt;표 2&gt; 연결기준 부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2013	2014	2015F	2016F
매출액	97.7	124.4	140.1	144.6	104.5	129.1	128.4	139.2	621.3	506.8	501.1	499.5
보일러	30.1	40.2	38.1	42.6	37.6	52.2	53.4	83.5	295.5	150.9	226.6	312.6
HRSG	30.1	52.8	68.1	66.1	36.2	47.5	47.7	32.0	198.6	217.1	163.3	111.6
BOP	22.3	22.0	19.5	24.7	20.1	21.3	18.0	18.7	72.9	88.5	78.1	56.1
기타	15.2	9.5	14.4	11.3	10.6	8.1	9.3	5.1	54.3	50.3	33.1	19.2
매출액 증가율	(37.1)	(25.3)	(5.3)	(4.6)	6.9	3.8	(8.4)	(3.7)	23.7	(18.4)	(1.1)	(0.3)
보일러	(67.3)	(53.2)	(45.0)	(11.6)	25.0	30.0	40.0	96.1	15.8	(48.9)	50.2	38.0
HRSG	(2.9)	0.3	39.4	(0.0)	20.0	(10.0)	(30.0)	(51.6)	108.1	9.3	(24.8)	(31.6)
BOP	18.1	23.2	21.2	22.9	(10.0)	(3.0)	(8.0)	(24.1)	(36.8)	21.4	(11.8)	(28.2)
기타	14.7	(6.7)	5.2	(34.8)	(30.0)	(15.0)	(35.0)	(54.9)	56.8	(7.4)	(34.2)	(42.1)
영업이익	(3.4)	(0.1)	1.8	4.4	0.8	1.9	2.6	4.7	24.7	2.7	10.0	15.0
영업이익률	(3.5)	(0.1)	1.3	3.1	0.8	1.5	2.0	3.4	4.0	0.5	2.0	3.0
신규수주	-	-	-	-	-	-	-	-	499	390	435	435

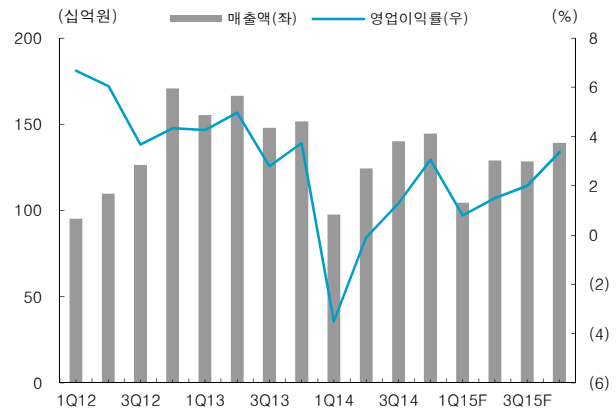
자료: 한국투자증권

[그림 1] 연간 실적 추이



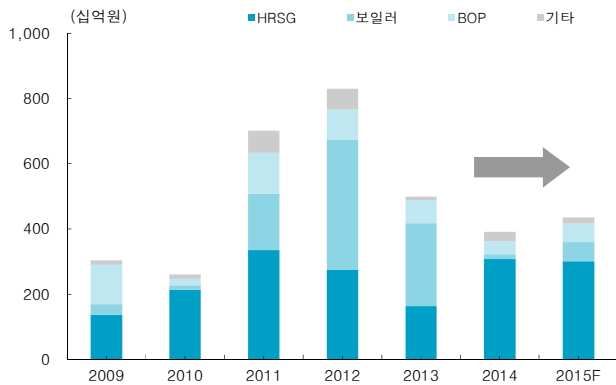
자료: 비에이치아이, 한국투자증권

[그림 2] 분기별 실적 추이

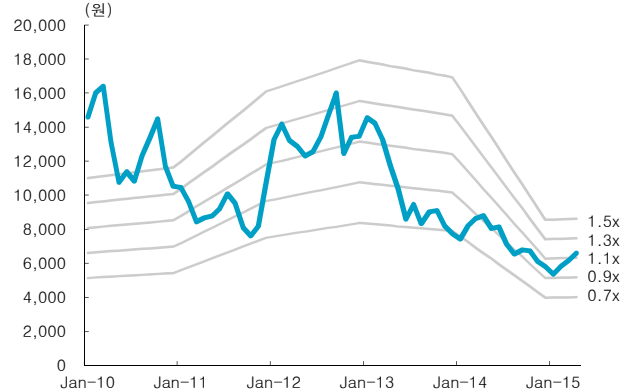


자료: 비에이치아이, 한국투자증권

[그림 3] 신규 수주 추이 - 올해도 부진한 수주 예상



[그림 4] 12MF PBR 밴드



자료: 비에이치아이, 한국증권

자료: 비에이치아이, 한국증권

### 기업개요 및 용어해설

비에이치아이는 1998년 설립 이후 발전기자재 시장에서 빠르게 성장하는 기업이다. 산업의 특성상 기술 및 자본의 진입 장벽이 높아 주요 경쟁자들은 대부분 대기업 계열사들이다. 이를 극복하기 위해 글로벌 발전기자재 1위 원천기술 업체인 Foster Wheeler와의 기술 제휴를 통해 제작부터 시작해 현재는 자체 엔지니어링까지 수행하는 글로벌 선도 업체로 성장 중이다. 특히 HRSG는 2012년 기준 세계 시장 점유율이 4위다. 현재는 HRSG와 더불어 석탄화력발전소용 보일러(PC 및 CFB) 수주에도 역량을 집중하는 전략을 펼치고 있다.

- 보일러: 연료의 연소열을 이용하여 고온·고압의 증기를 발생시키는 장치로서, 일반적으로 화로(증발관), 과열기, 절탄기, 공기 예열기, 통풍장치, 급수장치 등으로 구성된다. 화력 발전소에서 사용되는 수관식 보일러는 보일러수의 순환방식에 따라 자연순환 보일러, 강제순환 보일러, 관류 보일러로 분류
- HRSG: 가스터빈 연소과정에서 발생하는 고온의 배기가스를 회수해 증기를 발생시켜 증기터빈을 구동하는 장치

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	351	318	309	306	285
현금성자산	6	9	8	8	15
매출채권및기타채권	323	274	266	265	232
재고자산	12	14	13	12	13
비유동자산	219	229	218	228	240
투자자산	27	34	25	25	26
유형자산	166	171	182	193	204
무형자산	26	24	10	10	10
자산총계	570	547	526	534	524
유동부채	296	336	319	332	321
매입채무및기타채무	101	115	105	100	103
단기차입금및단기사채	94	130	125	128	131
유동성장기부채	97	75	71	68	65
비유동부채	118	68	63	55	52
사채	0	0	(0)	(1)	3
장기차입금및금융부채	100	47	42	35	27
부채총계	414	404	382	387	372
지배주주지분	155	143	143	146	151
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	16	16	16	16	16
기타자본	(1)	(5)	(5)	(5)	(5)
이익잉여금	120	111	112	115	120
비지배주주지분	1	1	1	1	1
자본총계	156	144	144	147	152

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	(42)	64	7	21	30
당기순이익	18	(7)	1	4	5
유형자산감가상각비	6	7	7	7	7
무형자산상각비	2	2	1	1	1
자산부채변동	(56)	56	(2)	9	17
기타	(12)	6	0	0	0
투자활동현금흐름	30	(14)	2	(17)	(23)
유형자산투자	(22)	(12)	(18)	(18)	(18)
유형자산매각	17	0	0	0	0
투자자산순증	36	(2)	8	(0)	(1)
무형자산순증	(1)	(1)	13	(1)	(1)
기타	0	1	(1)	2	(3)
재무활동현금흐름	11	(47)	(9)	(4)	0
자본의증가	5	0	0	0	0
차입금의순증	10	(42)	(9)	(4)	0
배당금지급	(3)	(2)	0	0	0
기타	(1)	(3)	0	0	0
기타현금흐름	(0)	0	0	0	0
현금의증가	0	3	(1)	0	7

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

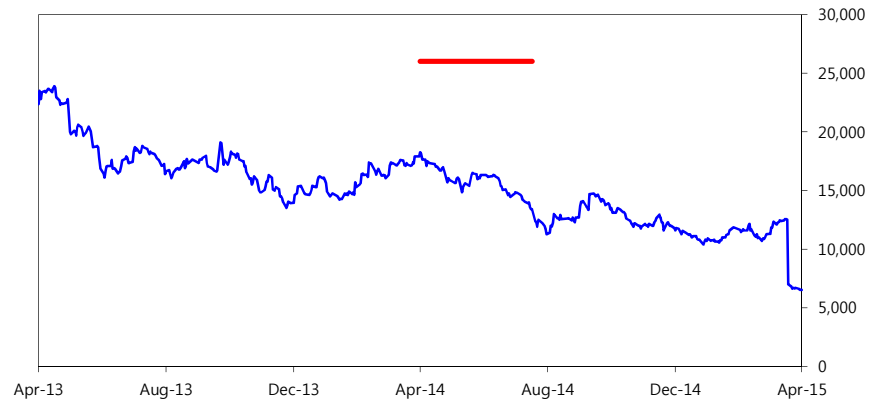
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	621	507	501	499	514
매출원가	564	467	455	448	462
매출총이익	57	39	46	51	53
판매관리비	32	37	36	36	37
영업이익	25	3	10	15	15
금융수익	15	20	1	0	1
이자수익	1	0	1	0	1
금융비용	20	30	12	12	12
이자비용	14	13	12	12	12
기타영업외손익	0	3	3	1	2
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	20	(4)	1	5	7
법인세비용	2	3	0	1	2
연결당기순이익	18	(7)	1	4	5
지배주주지분순이익	18	(7)	1	4	5
기타포괄이익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
총포괄이익	17	(7)	0	3	5
지배주주지분포괄이익	18	(7)	0	3	5
EBITDA	33	12	18	23	23

## 주요 투자지표

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	1,365	(547)	35	143	195
BPS	11,949	11,294	5,700	5,825	6,001
DPS	140	0	0	0	0
성장성(% , YoY)					
매출증가율	23.7	(18.4)	(1.1)	(0.3)	3.0
영업이익증가율	(1.4)	(89.1)	272.9	49.5	3.0
순이익증가율	(25.1)	NM	NM	312.8	36.8
EPS증가율	(26.5)	NM	NM	313.0	36.8
EBITDA증가율	4.1	(64.9)	52.0	29.0	2.7
수익성(%)					
영업이익률	4.0	0.5	2.0	3.0	3.0
순이익률	2.9	(1.4)	0.2	0.7	1.0
EBITDA Margin	5.3	2.3	3.5	4.6	4.6
ROA	3.1	(1.3)	0.2	0.7	1.0
ROE	12.5	(4.7)	0.6	2.5	3.4
배당수익률	1.8	-	-	-	-
배당성향	10.0	NM	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	282	240	231	228	194
차입금/자본총계비율(%)	187.3	178.8	171.7	165.3	144.8
Valuation(X)					
PER	5.7	NM	185.7	45.5	33.3
PBR	0.6	0.5	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	14.6	32.3	17.3	13.4	12.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
비에이치아이(083650)	2014.01.22	NR	-
	2014.04.23	매수	26,000 원
	2014.08.11	중립	-



■ Compliance notice

- 당사는 2015년 4월 23일 현재 비에이치아이 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.