

2025.05.20.(화) 증권사리포트

▶ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

두산테스나

3월부터 가동률 회복되나, 수요 불확실성 지속

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

차량용 칩 재고조정 영향으로 기대치 크게 하회한 1Q25 실적

1Q25 매출액은 593억원(-28%QoQ, -35%YoY)으로 시장 컨센서스를 17% 하회했고, 영업손실은 -191억원(적전YoY)으로 기대치(-35억원)을 대폭 하회했다. 고객사 차량용 반도체 칩 재고조정 영향으로 1~2월 매출이 급감했기 때문이다. 전체 가동률이 40% 수준으로 하락한 것으로 보이는데, 차량용칩을 포함한 SoC 사업부 가동률이 30%대로 하락한 것으로 보인다.

3월부터 SoC 가동률 회복, 그러나 수요 전망은 여전히 불투명

고객사 차량용 칩 재고조정이 일단락되면서 3월부터 SoC 가동률은 다시 50%대로 회복하고 있는 것으로 파악된다. 이에 따라 2Q25 매출액은 759억원(28%QoQ)으로 증가하고, 영업이익 36억원, OPM 4.7%로 흑자전환 예상된다. 그러나 글로벌 EV 캐즘 영향이 지속되며 최종 고객사 수요 전망이 불투명함은 여전하다. 또한 상반기에는 OEM들 Restocking 영향으로 CIS, RF, AP 등 모바일 반도체 수요가 개선되는 모습이나, 상호관세 영향으로 하반기 수요는 매우 불확실하다. 실적 추정을 보수적으로 볼 필요가 있다. 긍정적인 점은 하반기부터 일부 생산라인 감가상각 종료로 수익성 개선의 여지가 있다는 점이다.

목표주가 32,000원으로 하향, 투자 의견 '매수' 유지

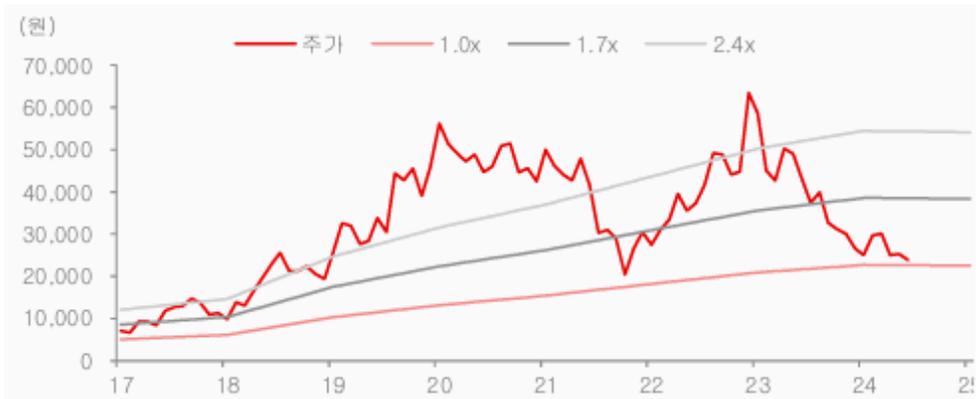
예상보다 크게 낮아진 수익성을 반영하여 실적 추정을 하향조정함에 따라, 목표주가를 32,000원(P/B 1.4x 적용)으로 하향조정한다. 그러나 현재 주가는 역사적 Valuation 바닥 수준에 있고, 시스템 반도체 산업의 성장 잠재력을 고려하여 투자 의견 '매수'를 유지한다.

Fig. 1: 두산테스나 연결재무제표 요약

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	0	373	297	352	401
영업이익	0	38	10	52	66
세전이익	0	30	0	42	57
순이익[지배]	0	37	0	38	49
EPS(원)	0	1,903	26	1,977	2,522
증감률(%)	-	-	-98.6	7503.8	27.6
PER(배)	-	13.1	931.0	12.1	9.5
PBR	-	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	-	3.2	3.4	2.7	2.2
ROE(%)	0.0	8.4	0.1	8.4	9.9
배당수익률	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6

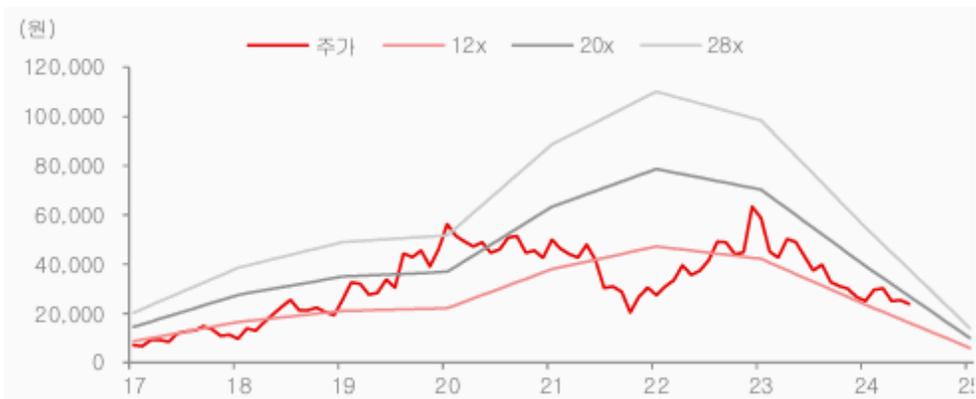
자료: 두산테스나, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

Fig. 2: 두산테스나 P/B 밴드 차트

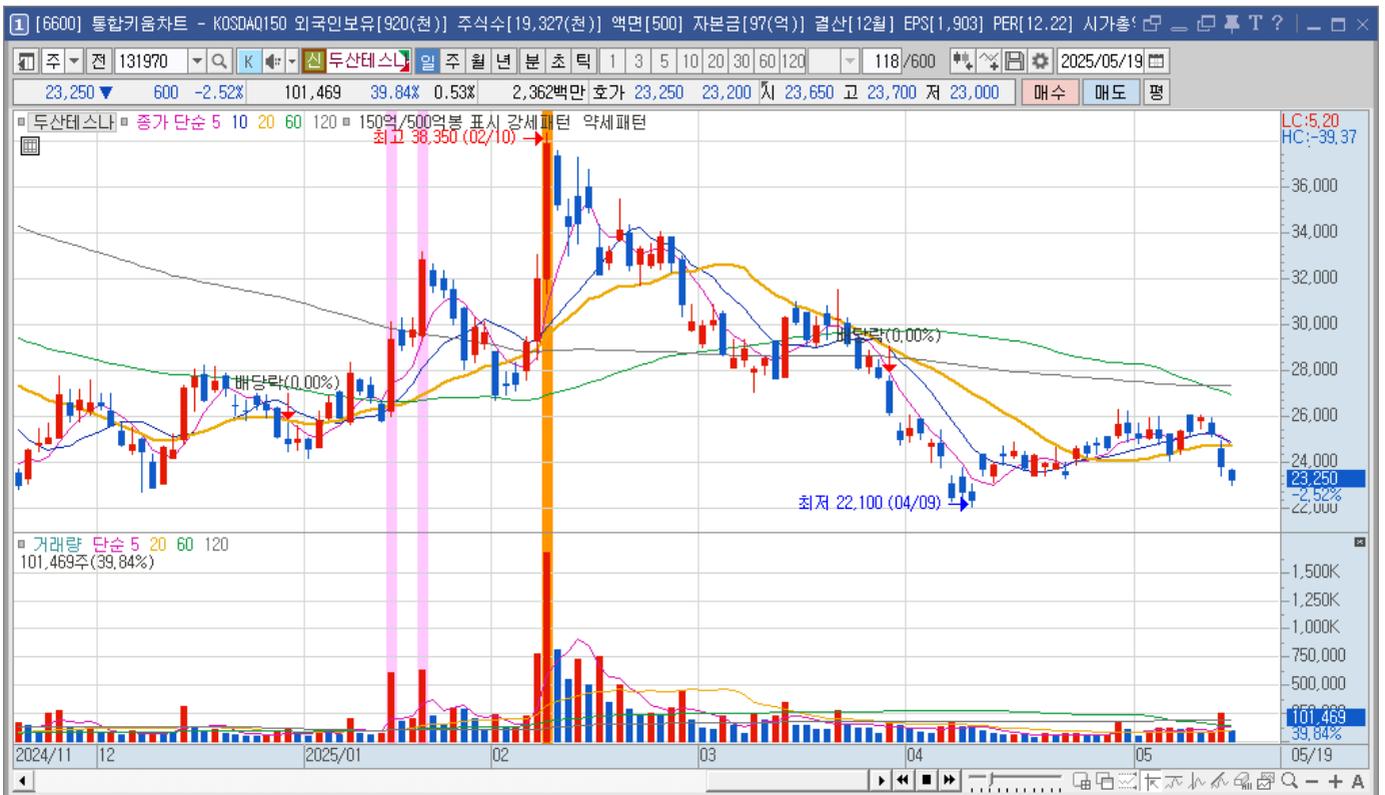


자료: BNK투자증권

Fig. 3: 두산테스나 P/EBIT 밴드 차트



자료: BNK투자증권



하나제약

마취제 CMO 점진적이지만 진척 있다

[출처] 상상인증권 하태기 애널리스트

2025년 1분기 매출 정체

순환기, 마취제, 진통제 중심의 중소형 제약사이다. 2024년 상반기 매출액은 0.8% 증가한 575억원, 영업이익은 26.5% 감소한 57억원이다. 실적 부진 요인은 일부 제네릭 의약품 경쟁 심화와 약가 인하, 의료

파업 영향이다. 도사의 영업실적 성장을 주도했던 마약 마취제 부문도 의료 파업 영향으로 성장이 정체되고 있다.

영업실적 성장 둔화, 바이파보주에 대한 비전은 여전하다

마취제 바이파보주(레미마졸람) 관련된 최근 진행 상황은 다음과 같다.

첫째, 바이파보주 국내 매출은 느린 속도로 성장 중이다. 매출액은 2023년 70억원, 2024년 80~90억원으로 추정되고, 2025년에는 100억원으로 전망된다. 마취제의 특성으로 신제품의 성장 속도가 느리다. 점진적으로 국내 매출이 증가할 전망이다.

둘째, 유럽/일본 향 바이파보주 CMO 사업, 느리지만 진척이 있다. 하길 주사제 공장에 대해 2025년 2월에 유럽 GMP, 4월에 한국 GMP 승인을 받았다. 일본 PMDA로부터 공장 실사를 4월에 받았고, 6~7월에 승인을 기대하고 있는 상황이다.

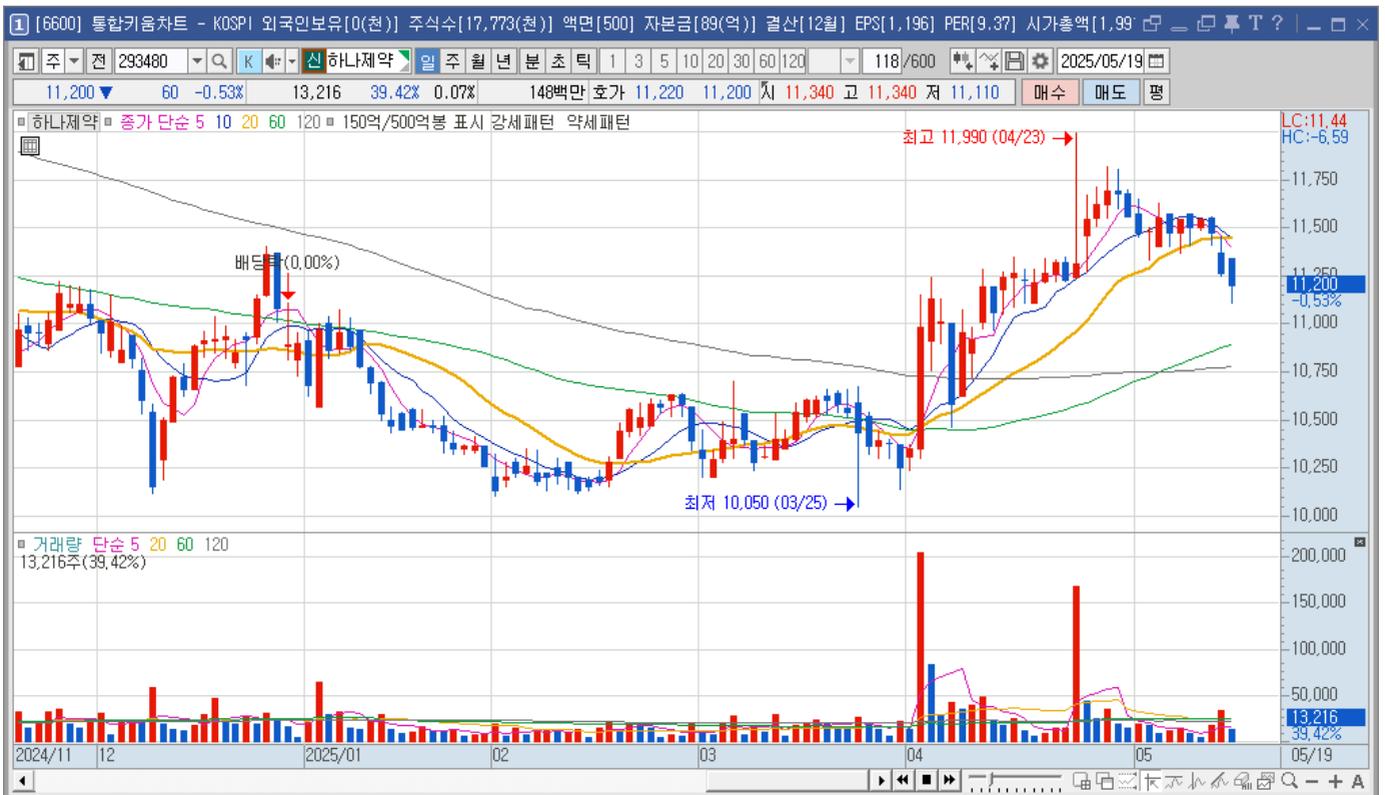
따라서 2025년 하반기에는 소규모이나마 먼디파마향 일본 공급이 시작될 것으로 기대된다. 참고로 먼디파마와 일본지역 공급계약(2027년말까지, 574억원, 20mg)을 체결했고, 향후 50mg에 대한 추가 계약도 기대된다.

바이파보주에 대해 현재 동아시아 6개국 판권을 가지고 있고 지역을 확대하고 있다. 이로 인해 바이파보 CMO 수출은 2025년 하반기부터 일본향을 포함해서 40~50억 정도 발생할 전망이다. 빠르면 하반기 중에 유럽 수출도 가능할 수도 있다. 사업이 점진적으로 진행되고 있지만 분명히 진전이 있다. 다만 하반기 하길 공장 가동으로 매출은 증가하겠지만, 설비에 대한 감가상각비가 소폭 증가할 전망이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	224	27	22	1,257	11.1	7.7	0.9	8.2	3.7
2024	225	25	21	1,196	9.1	6.4	0.6	7.2	4.7
2025E	238	26	21	1,202	9.5	6.2	0.7	6.7	4.4
2026E	262	29	23	1,339	8.6	5.4	0.6	7.3	4.4
2027E	290	32	26	1,494	7.7	4.7	0.6	7.8	4.4

자료: K-IFRS연결기준, 상상인증권



화신

신공장 효과의 시작

[출처] 하나증권 송선재 애널리스트

1Q25 Review: 영업이익률 6.4% 기록

화신의 1분기 매출액/영업이익은 14%/44% (YoY) 증가한 4,735억원/305억원(영업이익률 6.4%, +1.3%p (YoY))을 기록했다. 중국 매출액이 고객사 생산 감소의 영향으로 14% (YoY) 감소했지만, 한국 매출액은 배터리팩 케이스의 가세로 14% (YoY) 증가했고, 미국 매출액도 HMGMA향 납품 증가와 환율 상승에 힘

입어 26% (YoY) 증가했다. 인도/브라질 매출액도 2%/12% (YoY) 증가했다. 매출총이익률과 영업이익률은 0.8%p/1.4%p (YoY) 상승한 11.5%와 6.4%를 기록했다. 인건비/감가상각비/지급수수료가 각각 10%/7%/35% (YoY) 증가했지만, 외형 성장에 따른 고정비 레버리지 효과가 작용하면서 수익성이 개선되었다. 영업외로는 전년 동기에 있었던 일회성 유형자산처분이익의 감소와 외화환산손익의 감소가 발생해 세전이익/순이익이 3%/1% (YoY) 감소했다.

BPC 공장은 3Q24 시작. 미국과 인도 공장은 2025년 하반기 시작

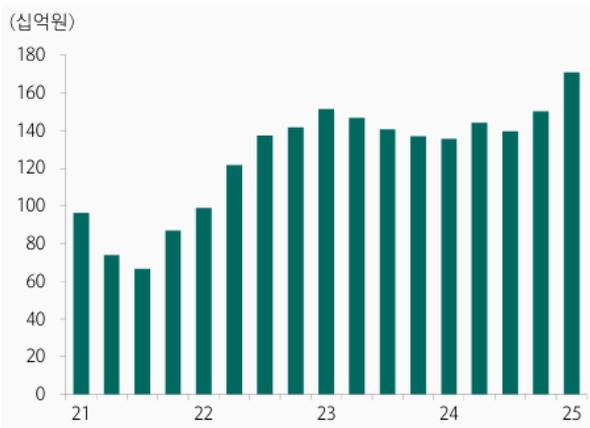
경북 영천의 배터리팩 케이스(BPC) 및 자동차 샤시 공장은 2024년 3분기부터 현대차 그룹의 전기차 모델향 납품을 시작했다. 캐스퍼EV 모델향으로 2024년 3분기/4분기 각각 86억원/113억원의 매출액이 발생했고, 2025년 1분기에도 92억원을 기록하면서 한국/연결 매출액 증가에 각각 6%p/2%p 기여했다. 고객사의 생산 증가와 함께 EV4 등 추가 모델들에 대한 공급으로 2025년 500억원 이상, 2026년 1,000억원 수준의 매출액을 기대한다. 2025년 하반기 가동을 시작하는 미국 조지아 공장은 HMGMA향 Member/Arm 등을 공급할 예정이다. 고객사인 HMGMA가 전년 하반기부터 가동을 시작하면서 우선은 기존 알라바마 공장을 운영 중인 화신아메리카에서 대응 중인데, 1분기 매출액/순이익이 1,709억원/69억원으로 27%/249% (YoY) 증가했고 순이익률도 4.1%로 2.6%p (YoY) 상승했다. 건설 막바지인 화신조지아의 자산총액은 2024년 1분기 162억원, 3분기 856억원에서 2025년 1분기 1,513억원으로 증가했다. 화신조지아는 가동을 시작하면 초기 고정비 부담으로 BEP까지 1년반 이상 소요되겠지만, 고객사의 생산 증가로 높은 외형 성장이 예상되고, 미국의 수입 관세에 대한 부담도 낮추는 역할을 할 것이다. 인도 푸네의 임대 공장도 2025년 하반기에 가동을 시작할 예정이다.

신공장이 많은 시기. 이익률보다는 매출액 증가에 맞춰 주가 모멘텀이 회복

2025년 매출액/영업이익은 8%/8% 증가한 1.85조원/705억원(영업이익률 3.8%, +0.0%p)으로 전망한다. 한국 BPC 공장이 온기 기여하고, 미국 조지아 공장도 가동을 시작하면서 외형 성장률이 높아질 것이다. 반면, 이익률은 1분기보다는 하락하는데, 2분기 이후 미국 수입 관세가 비용 부담으로 작용하고, 3분기 이후 조지아 공장의 초기 비용도 반영되기 때문이다. 다만, 이는 신공장 초기의 자연스러운 현상이고, 가동률 상승에 맞춰 수익성이 개선될 것인 바 이익률보다는 매출액 증가에 맞춰 주가 모멘텀도 회복될 것이다.

Financial Data		(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2021	2022	2023	2024	
매출액	1,237	1,690	1,803	1,712	
영업이익	24	87	84	65	
세전이익	32	95	85	76	
순이익	24	74	77	54	
EPS	698	2,125	2,213	1,534	
증감율	흑전	204.4	4.1	(30.7)	
PER	11.9	3.4	6.2	4.5	
PBR	1.0	0.7	1.1	0.5	
EV/EBITDA	7.5	3.8	5.1	4.6	
ROE	8.5	20.8	17.4	10.4	
BPS	8,381	10,340	12,756	14,828	
DPS	70	100	150	150	

도표 2. 화신 아메리카의 분기 매출액 추이



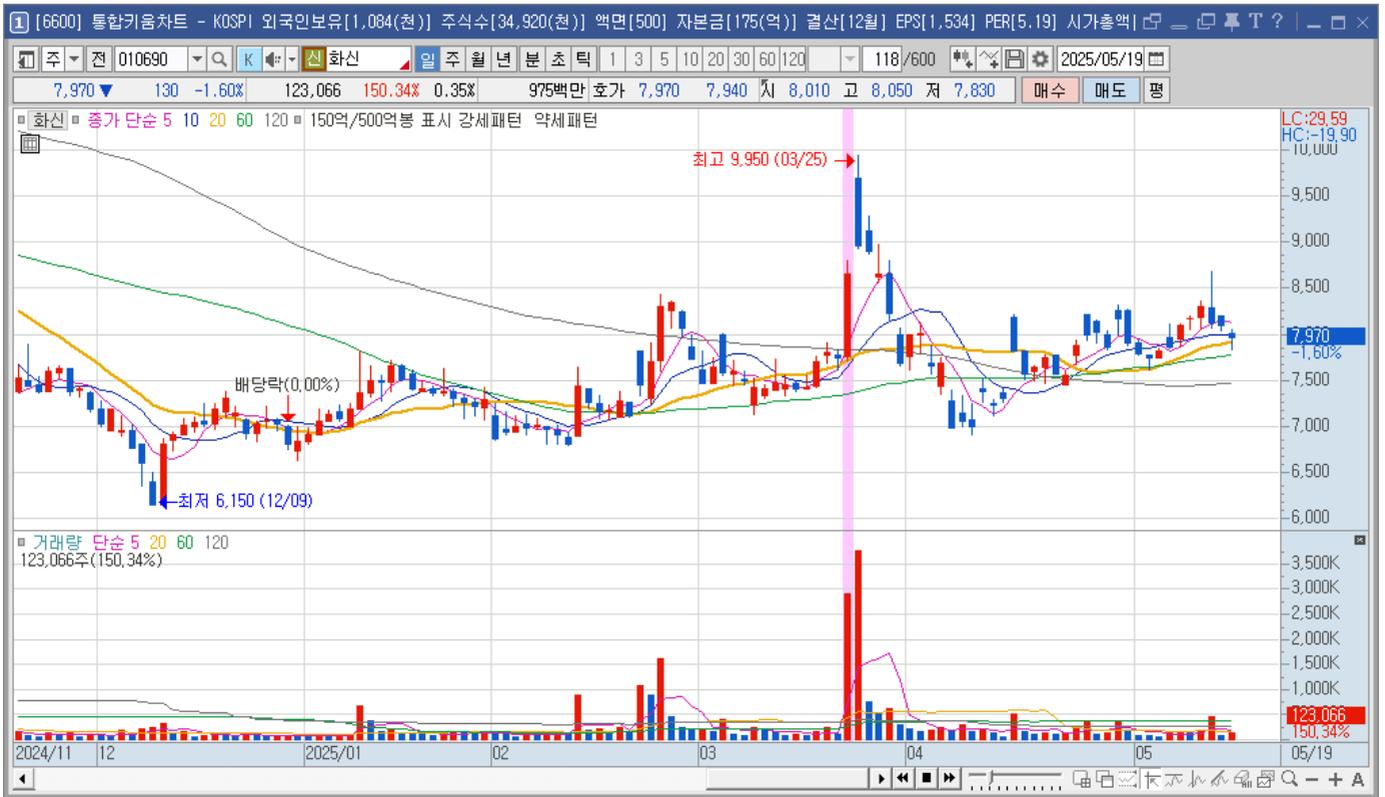
자료: 화신, 하나증권

도표 3. 화신 조지아 공장의 전경



자료: Google Map





에스에프에이

내용 면에서 양호했던 1Q25 별도 실적

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

1Q25 Review: 별도 기준 흑자전환, OPM 10.7% 기록

연결 기준 1Q25 실적은 매출액 3,984억원(-14%QoQ, -30%YoY), 영업이익 290억원(흑전 QoQ, -47%YoY)을 기록, 시장 컨센서스 대비 각각 14%, 19% 하회했다. 별도 기준 매출액은 1,990억원(-6%QoQ, -38%YoY), 영업이익 212억원(흑전 QoQ, -35%YoY)를 기록했다. 별도 OPM은 10.7%를 기록했는데, 대손상각비를 제외하면 수정 OPM 12.5%로 수익성 면에서는 정상 회복하는 모습이다. 별도 수주액은 1,843억원으로, 이차전지 1,237억원을 제외하고는 대체로 저조했다. 수주잔고는 9,732억원으로 낮아졌다.

2Q25 별도 영업이익 231억원, OPM 11.4% 전망

별도기준 2Q25 매출액은 2,030억원, 영업이익 231억원, OPM 11.4%로 전분기 보다 소폭 더 개선될 것으로 예상된다. 수주 활동으로 2Q25에는 국내 이차전지 고객사로부터 수주 건, 해저케이블 자동화장비, 중국 고객 8.5G OLED 수주 건 등이 있어, 올해 예상된 수주 흐름을 보일 전망이다. 한편 SFA반도체는 가동률 하락으로 2Q25에도 적자가 이어질 것이며, 이를 반영한 2Q25 연결 기준 매출액은 3,958억원, 영업이익 352억원, OPM 8.9%로 예상된다. 이차전지 수주 규모가 크게 줄면서, 전체 수주잔고 감소로 동사 매출액이 상반기까지는 YoY 감소폭이 크지만, 하반기 이후는 안정화될 전망이며, 수익성은 개선되는 모습이 이어질 전망이다.

투자의견 '매수' 및 목표주가 27,000원 유지

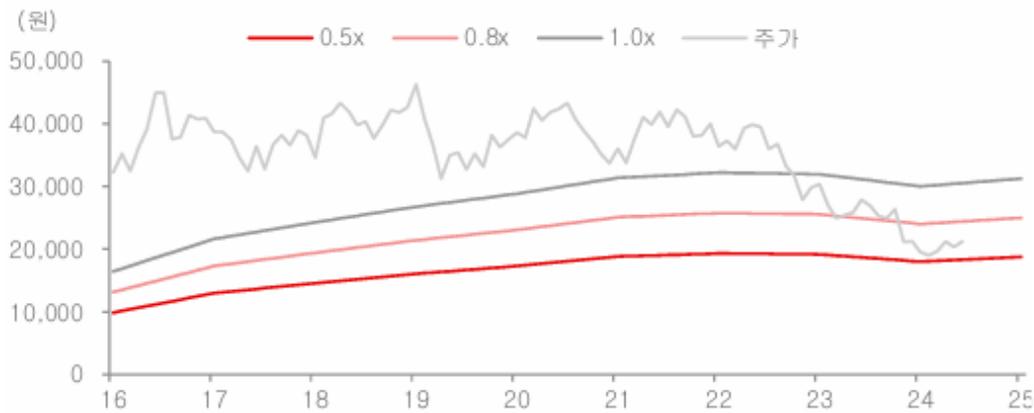
수익성면에서 1Q25 양호한 실적을 보여 주었으나 좀 더 안정화된 모습을 확인할 필요가 있다. EV 캐즘으로 인한 전방산업 수요 변화가 아직 크기 때문이다. Valuation 저평가 상태에 있는 동사에 대해 투자의견 '매수' 및 목표주가 27,000원을 유지한다.

Fig. 1: 에스에프에이 연결재무제표 요약

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	1,860	2,045	1,707	1,813	2,007
영업이익	89	-48	147	175	208
세전이익	62	-69	128	165	201
순이익[지배]	40	-73	67	87	106
EPS(원)	1,113	-2,022	1,871	2,417	2,945
증감률(%)	-48.2	적자전환	흑자전환	29.2	21.8
PER(배)	27.3	-	11.8	9.2	7.5
PBR	1.0	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	10.1	26.2	5.2	4.4	3.7
ROE(%)	3.8	-7.5	7.2	8.8	9.9
배당수익률	0.9	1.4	1.2	1.2	1.2

자료: 에스에프에이, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

Fig. 2: 에스에프에이 P/B 밴드 차트



자료: BNK투자증권



CJ

실적 맞았지만 하방리스크보다 상승 포텐셜 더 크다

[출처] 하나증권 최정욱 애널리스트

내수경기 둔화 영향 및 비용 부담 등에 따른 자회사 실적 부진으로 컨센서스 하회

CJ에 대한 투자의견 매수와 목표주가 180,000원을 유지. CJ의 1분기 연결기준 매출은 YoY 1.6% 증가한 10조 6,004억원, 영업이익과 순이익은 YoY 각각 7.2%와 9.5% 감소한 5,350억원과 1,364억원을 기록해 컨센서스를 소폭 하회. 이는 내수경기 둔화 영향과 비용 부담에 따른 자회사들의 전반적인 수익성 약화

때문. 1) CJ제일제당은 해외식품 매출이 YoY 8% 성장해 처음으로 국내 매출을 상회했음에도 국내 원재료비 부담 및 선물세트 매출 비중 감소로 영업이익이 YoY 7.8% 감소했고, 2) 대한통운은 주7일 배송서비스 '매일 오네' 시행 초기 원가 반영 영향으로 영업이익이 854억원으로 YoY 21.9% 감소. 3) CJ ENM은 TV 광고 매출 부진과 더불어 티빙 제작비 증가 및 네이버 멤버십 제휴 종료 영향 등으로 커머스를 제외한 대부분 사업부문에서 적자를 기록(특히 미디어 부문은 상당폭의 적자전환). 다만 자회사들의 실적 부진은 주로 일회성 요인과 계절적 비수기의 영향을 받은 것으로 추정되어 비용 효율화 및 수요 회복 여부에 따라 향후 이익 개선 흐름이 나타날 수 있을 것으로 기대

올리브영 1분기 매출은 QoQ 역성장했지만 2분기에는 다시 큰폭의 회복 기대

비상장사인 CJ올리브영의 1분기 매출은 1조 2,342억원으로 YoY +14.4% 증가했지만 QoQ로는 2.7% 감소. 비상계엄 이슈와 비행기 추락 사고 등에 따라 1분기 소비심리가 위축된 영향. 다만 1분기 영업이익률은 13.5% 내외로 추정되어 전년동기 13.4%와 전분기의 경상 영업이익률 12.7%와 비교시 영업이익률 상승 추세는 지속 중. 총매출 중 오프라인과 온라인 매출은 각각 8,780억원과 3,560억원 내외로 QoQ 모두 감소했고, 외국인 인바운드 매출도 약 2,000억원으로 전분기대비 200여억원 가량 감소한 것으로 추정. 외국인 인바운드 매출은 1분기에 다소 조정 양상을 보였지만, 일본 골든위크 등을 비롯 5월 관광 성수기 진입으로 인해 2분기에는 다시 외국인 수요가 큰폭 회복될 공산이 큼. 총매출 중 온라인 비중은 4분기 29.3%에서 1분기 28.9%로 소폭 하락했는데 영미권 중심의 글로벌물 성장세를 감안하면 온라인 비중은 다시 확대될 것으로 예상. 올리브영은 CJ에 이익기여도가 큰 주요 자회사로서 글로벌 유통채널 확장을 통한 외형 성장과 함께 온라인 채널 중심의 고마진 구조 등으로 중장기적으로 수익성이 계속 개선될 가능성이 높다고 판단. 영업이익과 순이익률이 다소 크게 하락한 CJ푸드빌은 조지아 생지 공장 건설로 인한 비용 집행 증가의 영향 때문임

하방리스크는 매우 제한적. 반면 지배구조 이슈 부각시 주주가치 제고 가능성 높음

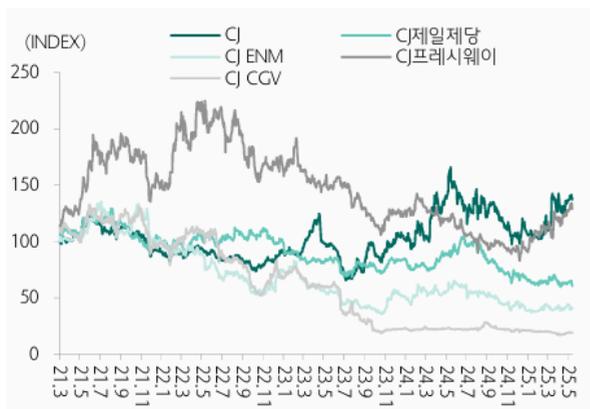
1분기 실적은 예상을 하회했지만 하방리스크가 매우 제한적이라는 기존 의견을 계속 유지. 올리브영의 QoQ 매출 역성장은 일시적 현상일 가능성이 높고, 지배구조 관련 이슈가 아직 수면 위로 떠오르고 있지는 않지만 우리는 합병 방식에서의 진행 가능성에 베팅하며, 그 과정에서 CJ 주주가치가 크게 제고될 가능성이 높다고 판단하기 때문. 현 시가총액 3.6조원은 시장에서 평가하는 올리브영의 성장성과 지분가치 등을 충분히 반영하지 못하고 있는 상태

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

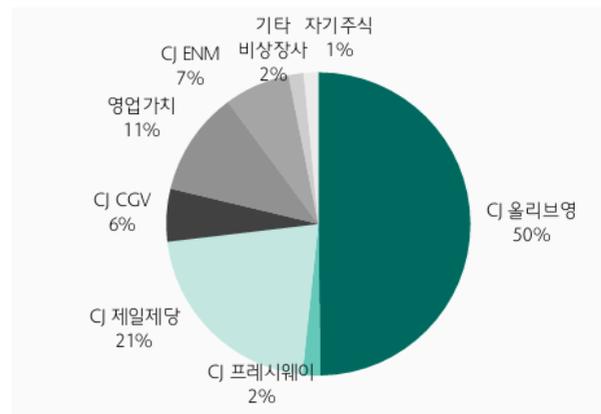
투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	41,352.7	43,646.7	45,311.4	48,207.8
영업이익	2,039.1	2,547.5	2,710.8	2,985.0
세전이익	985.9	708.8	1,234.5	1,415.5
순이익	194.8	100.5	244.3	353.9
EPS	5,462	2,817	6,851	9,923
증감율	(3.60)	(48.43)	143.20	44.84
PER	17.28	35.18	18.17	12.55
PBR	0.59	0.63	0.72	0.65
EV/EBITDA	5.80	4.85	4.09	4.17
ROE	3.64	1.83	4.26	5.59
BPS	158,764	157,224	172,467	190,588
DPS	3,000	3,000	3,200	3,500

도표 3. CJ 및 상장 계열사 주가 추이

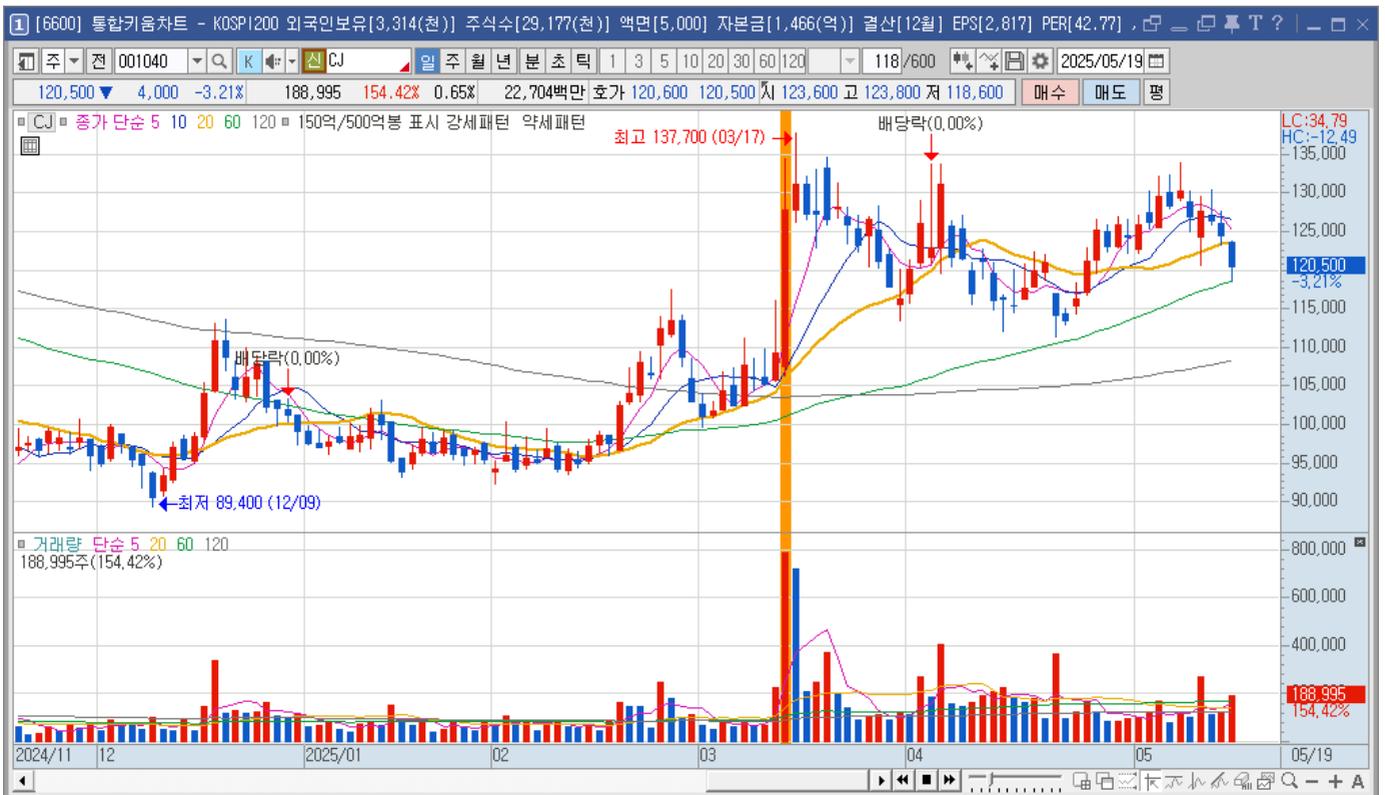


주: 2020년 12월 30일 주가를 100으로 한 상대지수 기준
자료: Quantwise, 하나증권

도표 4. CJ 실질 NAV 구성요소



주: 상장자회사 가치는 2025년 5월 15일 기준
자료: Quantwise, 하나증권



삼성증권

밥 먹듯이 하는 것, 견조한 실적

[출처] 키움증권 안영준 애널리스트

1Q25 순이익 2% (YoY) 감소한 2,484억원

2025년 1분기 순이익은 전년동기대비 2% 감소한 2,484억원으로 시장기대치에 부합했다. 양호한 업황에 힘입어 전 부문이 견조한 실적을 기록했다.

전 부문에서 전년과 유사한 양호한 실적 기록

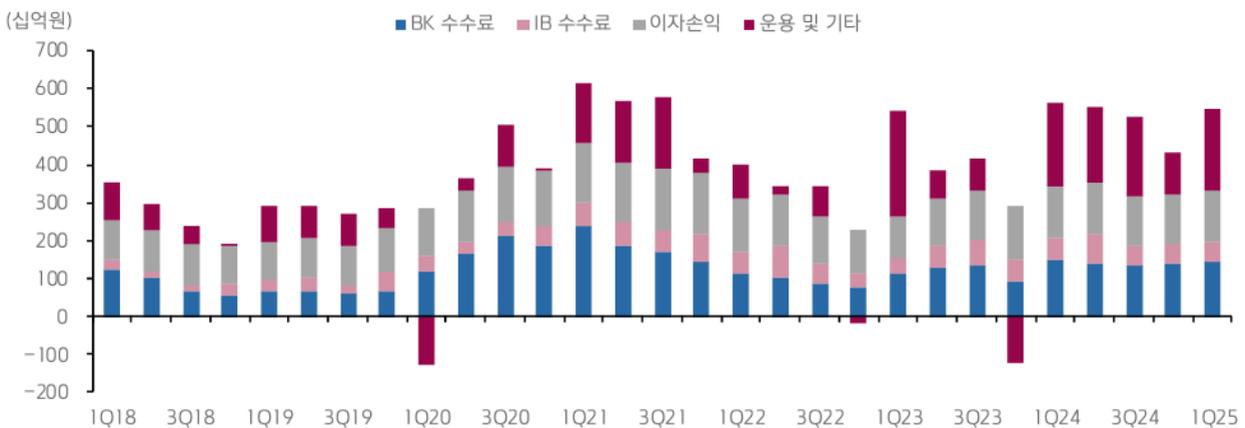
브로커리지 수수료손익은 4% (YoY) 감소했는데, 수탁수수료 기준 국내는 24% (YoY) 감소했으나 해외가 47% (YoY) 증가하며 이를 상쇄했다. 1분기말 해외주식 예탁자산은 29.3조원으로 전년동기대비 36% 증가, 전분기대비로는 13% 감소했다. 주식 수탁수수료 중 해외주식의 비중은 44% (+15%p YoY)를 기록했다. IB 수수료손익은 7% (YoY) 감소했는데, 인수및주선수수료가 6%, 채무보증수수료가 7% 감소했다. 이자손익은 전년동기대비 3% 감소했으며 운용 및 기타 손익 역시 전년과 유사한 수준을 기록했다. 일회성 손익의 실적 영향은 크지 않았던 것으로 파악된다.

높은 안정성은 좋지만, 다음 성장 동력은 무엇이 될 지

삼성증권에 대한 투자 의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 70,000원으로 상향한다. 구조적으로 매크로 환경에 따라 실적 변동성이 좌우되는 업종임에도 불구하고 꾸준히 안정적인 실적을 기록하고 있다는 점은 인상적이다. 업황 회복에 따라 연간 증익도 무난하게 가능할 것으로 예상되며, 연간 예상 DPS는 전년대비 20% 증가한 4,200원으로 7% 후반대의 배당수익률이 기대되는 바 추가적인 주가 상승도 기대해볼 수 있다. 다만, 기존 강점을 지닌 사업 부문에서 점차 경쟁이 심해지고 있는 바 향후 수익성 개선을 기대할 수 있는 새로운 성장 동력을 찾는 것이 주가 밸류에이션 업그레이드의 관건이 될 것으로 보인다.

(십억원, 배)	2023	2024	2025E	2026E
순영업수익	1,511.1	2,065.9	2,156.9	2,204.5
이자이익	661.9	1,105.5	1,209.9	1,227.2
비이자이익	658.0	1,105.0	1,207.2	1,224.4
영업이익	547.4	899.0	972.3	985.3
연결순이익	548.0	899.0	972.3	985.3
ROE (%)	8.5	12.9	13.1	12.7
ROA (%)	1.0	1.5	1.5	1.5
EPS	6,130	10,068	10,888	11,034
BPS	74,159	82,018	84,647	89,151
PER	5.1	4.4	4.9	4.9
PBR	0.5	0.5	0.6	0.6
DPS	2,200	3,500	4,200	4,700
배당수익률 (%)	5.7	8.0	7.8	8.8

삼성증권의 부문별 실적 추이



자료: 삼성증권, 키움증권 리서치센터



비에이치아이

수주도 실적도 모두 서프라이즈

[출처] 키움증권 김학준 애널리스트

1Q25 영업이익 서프라이즈. 하반기는 더 좋아진다

1Q25 매출액 1,353억원(-8% QoQ, +85% YoY), 영업이익 124억원(+62% QoQ, +253% YoY, OPM 9.2%)으로, 시장 기대치 80억원을 대폭 상회했다. 수주 규모가 늘어나면서 원재료 매입 시 동사의 바잉 파워가

확대된 부분이 영업이익률 개선을 견인한 것으로 추정된다. 작년에 이어 올해도 신규 수주 규모가 확대되는 바, 원재료 매입 단가 하락에 따른 이익률 개선은 앞으로도 지속될 수 있다고 판단한다. 올해 분기 실적은 하반기로 갈수록 점차 개선될 전망이다. 작년에 수주한 프로젝트들의 매출 인식이 규모가 점차 확대될 예정이기 때문이다.

2025년 실적, 수주잔고 전망치 상향

올해 5월까지의 누적 수주 금액은 약 1조 2,000억원으로, 연초 당사 전망치(25년 신규 수주 1조원)를 상회하였다. 작년에 이어 HRSG(약 6,600억원)가 견조한 가운데, 동남아시아항 보일러 수주(약 5,200억원) 시점이 예상보다 앞당겨진 덕분이다. 2H25에도 중동과 국내 등에서 HRSG 수주가 지속되면서, 2025년 신규 수주는 1.5조원을 상회할 것으로 예상된다.

상반기 수주 실적을 반영하여, 올해 연간 실적과 예상 수주잔고도 당초 전망치 대비 상향 조정하였다. 2025년 매출액 6,665억원(+65% YoY), 영업이익 620억원(+183% YoY, OPM 9.3%)을 전망한다. 2025년 말 수주잔고는 약 2.4조원에 육박할 전망이다. 이에 기반한 2026년 실적은 매출액 7,703억원(+16% YoY), 영업이익 770억원(+24% YoY, OPM 10%)으로, 매출액 성장과 영업이익률 개선 흐름이 지속될 것으로 전망한다.

HRSG 뒤에 원전도 대기 중

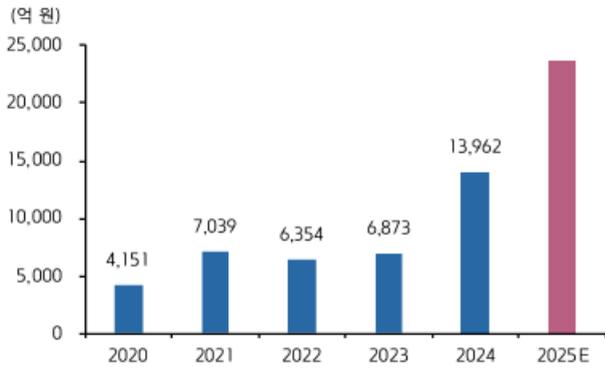
글로벌 가스터빈 업체들은 최근 실적 발표에서 발전용 가스터빈 수요가 여전히 강력하다는 점을 강조했다. HRSG 수주 역시 향후 몇 년간 과거 대비 높은 수준으로 지속될 것이라는 전망은 여전히 유효해 보인다.

원자력 부문에서의 사업 기회에도 주목할 필요가 있다. 동사는 신한울 3, 4호기에서 약 1,500억원을 수주했으며, 2H26에는 비슷한 규모의 체코 원전향 수주도 기대된다. '팀코리아'와 웨스팅하우스 양쪽 모두에 보조기기를 공급한 레퍼런스가 있어, 향후 국내외 원전 수주 기회는 지속 확대될 것으로 전망한다. 2027년 이후에는 CASK, SMR 기자재 등 아이템 확장이 시작되며, HRSG 이후 신규 성장 동력이 남아있다는 점이 긍정적이다.

투자지표				
(억 원, IFRS 연결)	2023	2024	2025E	2026E
매출액	3,674	4,047	6,665	7,703
영업이익	151	219	620	770
EBITDA	257	280	725	876
세전이익	38	-39	546	702
순이익	75	196	426	547
지배주주지분순이익	75	196	426	548
EPS(원)	267	633	1,377	1,770
증감률(% YoY)	확진	137.6	117.4	28.6
PER(배)	30.4	24.4	23.1	18.0
PBR(배)	3.41	4.11	6.20	4.62
EV/EBITDA(배)	14.8	20.9	14.8	11.2
영업이익률(%)	4.1	5.4	9.3	10.0
ROE(%)	12.2	20.6	31.0	29.5
순차입금비율(%)	176.7	90.9	57.2	-1.0

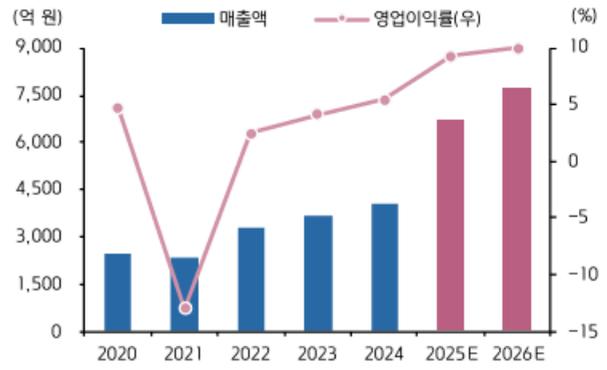
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

비에이치아이 수주잔고 추이 및 전망



자료: 비에이치아이, 키움증권 리서치센터

비에이치아이 실적 추이 및 전망



자료: 비에이치아이, 키움증권 리서치센터



