

2023. 2. 14



▲ 전기전자/IT부품장비

Analyst **양승수**
02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 34,000 원

현재주가 (2.13) 22,900 원

상승여력 48.5%

KOSDAQ	772.55pt
시가총액	7,892억원
발행주식수	3,446만주
유동주식비율	70.73%
외국인비중	21.17%
52주 최고/최저가	32,850원/18,750원
평균거래대금	113.3억원

주요주주(%)

이경환 외 3 인 21.24

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.0	-18.1	16.8
상대주가	-1.4	-11.8	32.7

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	721.4	34.1	25.9	782	-55.8	9,470	28.1	2.3	11.7	8.7	77.0
2021	1,037.0	71.1	81.7	2,428	210.6	12,067	9.6	1.9	7.9	22.5	94.5
2022P	1,685.7	131.3	138.5	4,047	66.6	15,948	5.9	1.5	4.8	28.9	91.4
2023E	1,649.4	126.7	114.5	3,321	-17.9	19,039	6.9	1.2	4.1	19.0	74.8
2024E	1,895.2	143.9	126.0	3,657	10.1	22,464	6.3	1.0	3.5	17.6	70.0

비에이치 090460

우려는 반영, 기대는 미반영

- ✓ 4Q22 영업이익 258억원으로 컨센서스(439억원) 41.2% 하회
- ✓ 물량 감소와 일회성 비용 반영으로 시장 예상대비 부진
- ✓ 1) 높은 기저와 2) 경쟁 심화로 인한 물량 감소로 올해 감익은 불가피할 전망
- ✓ 다만 작년 고점 대비 30.1% 하락한 현재 주가는 올해의 감익 가능성을 선반영 중이라고 판단
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 실적 전망치 조정을 반영하여 적정주가 34,000원 제시

4Q22 Review: 기대 대비 부진

4Q22 매출액은 컨센서스를 1.9% 상회했지만 영업이익은 48.0% 하회했다. 매출액은 작년 1분기 인수한 BH EVS 매출액이 온기에 반영되면서 분기 최대 실적을 달성하였다. 다만 영업이익은 1) 폭스콘 정저우 공장 생산 차질에 따른 물량 감소와 2) 신사업 오퍼레이션 비용 등 일회성 비용 반영, 3) 비우호적인 환율로 부진했다

역성장이 불가피한 2023년

2023년 영업이익은 1,267억원(-3.5% YoY)으로 컨센서스를 23.4% 하회할 전망이다. 우선 높은 기저가 부담스럽다. 올해 상반기 수요 환경을 고려, 작년 아이폰13의 롱테일 수요(상반기 7,500만대)가 재현되기는 어려워 보이기 때문이다. 오히려 당사는 작년 아이폰14 생산차질에 따른 이연수요가 하반기에 집중될 것으로 전망한다. 다만 아이폰15에서는 1) 시장에서 기대했던 전모델의 LTPO화가 지연되고 2) 일반모델은 중국의 BOE, 프로모델은 LG디스플레이의 점유율 상승이 예상되기 때문에 작년 대비 물량 감소가 불가피하다. 작년 프로그 대용 차질을 겪었던 경쟁사의 생산 정상화 가능성도 고려할 필요가 있다. 올해 역성장이 불가피하다고 판단한다

투자의견 Buy, 적정주가 34,000원 제시

올해 영업이익 전망치 조정을 반영하여 적정주가를 34,000원으로 19.1% 하향한다. 그러나 작년 고점(32,850원) 대비 30.1% 하락한 현재 주가는 올해의 감익 가능성을 선반영했다고 판단한다. 1) BH EVS, 배터리용 FPCB 등 전장사업에서의 성장 2) 아이패드로의 OLED 확대 3) 폴더블 향 디지털라이저 점유율 확대 등 기대요인도 남아있다. 상반기 모멘텀은 부재하나, 12개월 선행 P/E 기준 6.8배로 동사 과거 6년 P/E 저점(6.5배)에서 거래되고 있는 현 주가 수준에서는 점진적인 비중확대 접근이 유효할 전망이다

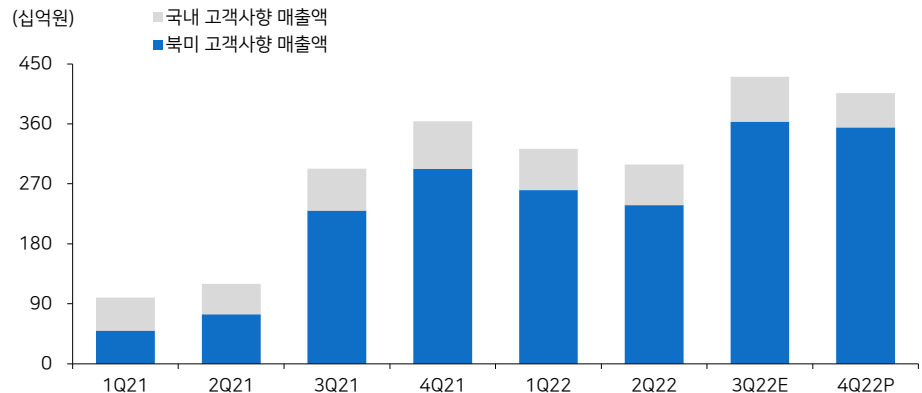
(십억원)	4Q22P	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	502.6	402.1	25.0%	474.9	5.8%	468.4	7.3%	493.4	1.9%
영업이익	25.8	43.4	-40.6%	59.0	-56.3%	43.9	-41.2%	49.6	-48.0%
세전이익	8.6	47.0	-81.7%	78.9	-89.1%	47.5	-81.9%	49.5	-82.7%
지배주주 순이익	8.3	40.0	-79.3%	67.8	-87.8%	32.7	-74.7%	37.3	-77.8%
영업이익률(%)	7.0%	-0.6%		6.1%		9.4%		10.1%	
지배주주 순이익률(%)	9.7%	2.8%		8.0%		7.0%		7.6%	

자료: 비에이치, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E
환율 (원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,243	1,220	1,210	1,200	1,144	1,290	1,218
매출액	366.2	342.0	474.9	502.6	352.4	310.7	534.8	451.5	1,037.0	1,685.7	1,649.4
(% QoQ)	-8.9%	-6.6%	38.9%	5.8%	-29.9%	-11.8%	72.1%	-15.6%			
(% YoY)	163.9%	110.6%	42.3%	25.0%	-3.8%	-9.1%	12.6%	-10.2%	43.8%	62.6%	-2.2%
Display (애플)	260.5	238.2	363.5	355.0	195.5	161.4	352.4	297.6	645.6	1,217.2	1,006.8
Display (애플 외)	62.1	61.1	67.4	51.0	54.7	50.2	77.1	50.2	230.6	241.6	232.1
안테나	13.5	14.4	14.1	11.0	12.3	10.6	10.6	10.2	55.3	53.0	43.7
Battery(SDI, PCM)	16.8	12.0	13.0	10.5	13.4	11.8	12.8	10.0	56.6	52.3	48.0
전장(EV, BMS Cable)	8.5	8.0	12.1	12.0	13.3	12.5	18.9	18.7	27.0	40.6	63.4
BH EVS	0.0	0.0	0.0	61.1	58.1	58.6	59.8	62.7	0.0	0.0	239.3
기타 매출	4.8	5.3	3.1	2.0	5.0	5.6	3.3	2.1	15.2	16.0	16.8
영업이익	22.4	24.1	59.0	25.8	14.2	18.4	59.3	34.9	71.1	131.3	126.7
(% QoQ)	94.0%	7.4%	145.4%	-56.3%	-45.1%	29.8%	222.7%	-41.2%			
(% YoY)	흑전	흑전	35.0%	-40.6%	-36.7%	-23.6%	0.5%	35.2%	108.8%	84.7%	-3.5%
영업이익률 (%)	6.1%	7.0%	12.4%	5.1%	4.0%	5.9%	11.1%	7.7%	6.9%	7.8%	7.7%
세전이익	33.6	43.3	78.9	8.6	19.3	23.5	64.4	40.0	104.4	164.4	147.2
지배주주 순이익	29.4	33.0	67.8	8.3	11.1	15.3	56.2	31.8	81.7	138.5	114.5
지배주주 순이익률	8.0%	9.7%	14.3%	1.6%	3.1%	4.9%	10.5%	7.0%	7.9%	8.2%	6.9%

자료: 비에이치, 메리츠증권 리서치센터

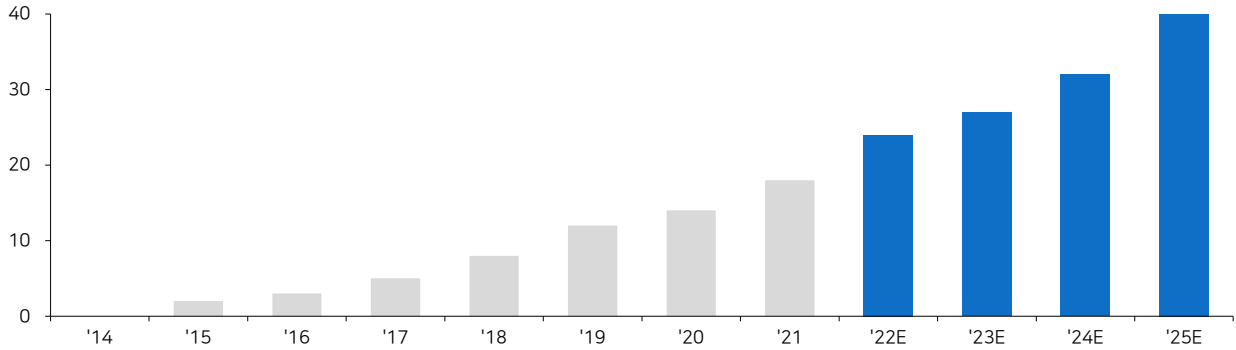
그림1 비에이치 북미/국내 고객사향 매출액 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 비에이치 베트남 법인 생산 능력 추이 및 전망

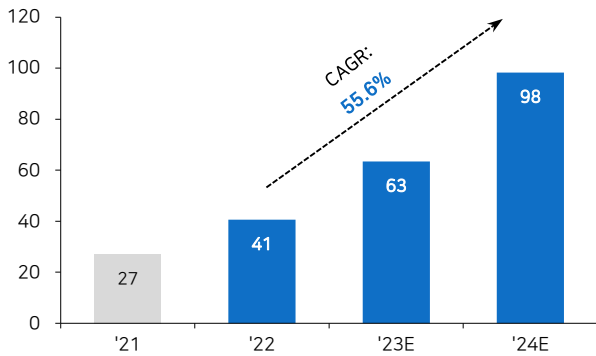
(양면기준 만m²/월)



자료: 비에이치, 메리츠증권 리서치센터
 주: 24E, 25E 착공기준 생산능력

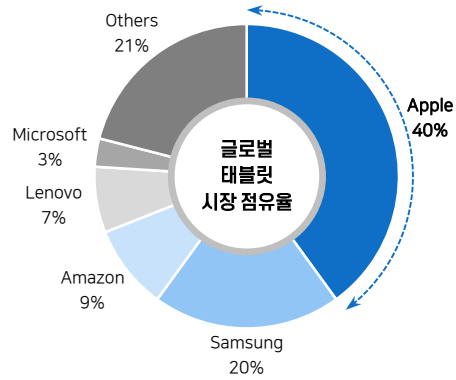
그림3 비에이치 전기차 배터리용 FPCB 매출 전망

(백만달러)



자료: 메리츠증권 리서치센터

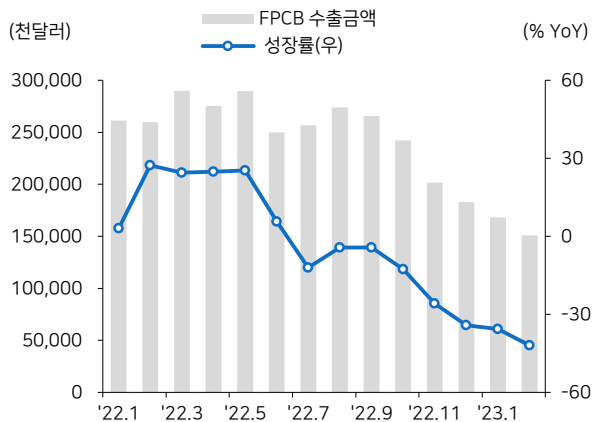
그림4 글로벌 태블릿 시장 점유율



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 FPCB 수출금액 추이

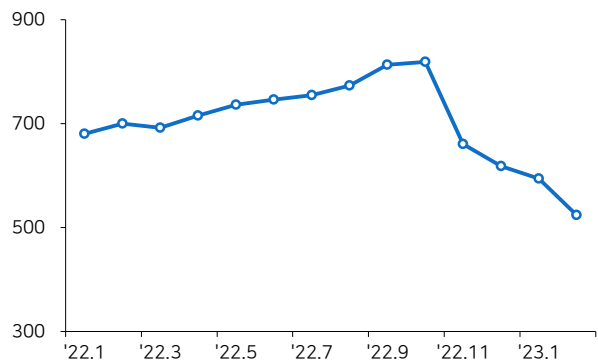
(천달러)



주: 2월은 1~10일 잠정치 기준 환산
 자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

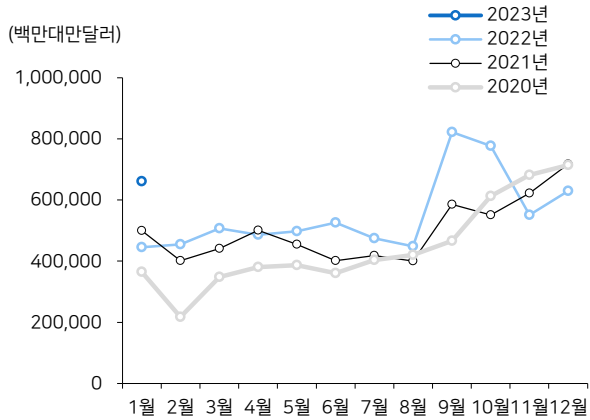
그림6 중량 기준 FPCB 수출단가 추이

(달러/kg)



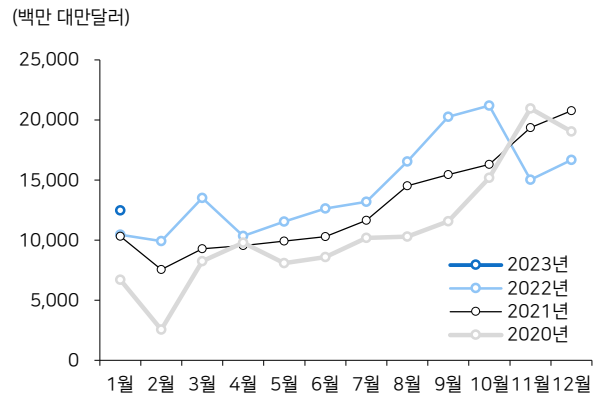
주: 2월은 1~10일 잠정치 기준 환산
 자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

그림7 애플 아이폰 ODM Honhai(Foxconn) 월별 매출액



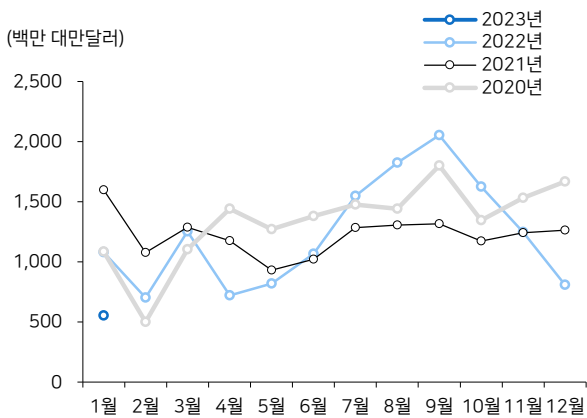
자료: Honhai, 메리츠증권 리서치센터

그림8 애플향 FPCB 공급업체 Zhen ding 월별 매출액



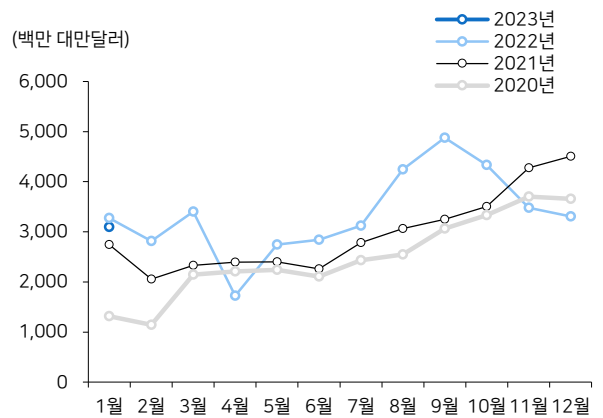
자료: Zhen ding, 메리츠증권 리서치센터

그림9 애플향 FPCB 공급 업체 Career Tech 월별 매출액



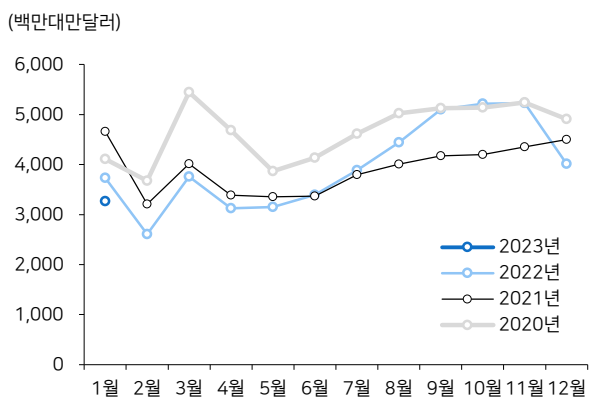
자료: Career Technology, 메리츠증권 리서치센터

그림10 애플향 FPCB 공급 업체 Flexium 월별 매출액



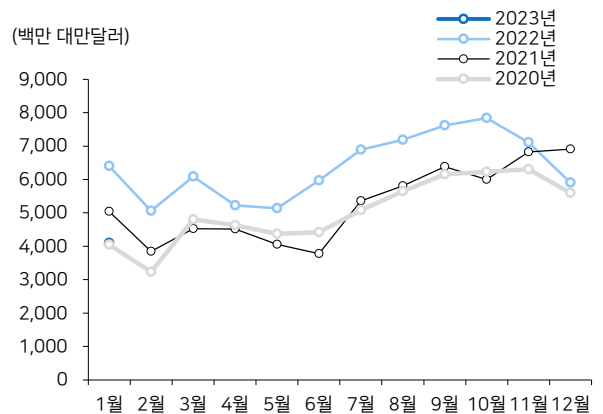
자료: Flexium, 메리츠증권 리서치센터

그림11 애플향 카메라 렌즈 공급업체 Largan 월별 매출액



자료: Largan, 메리츠증권 리서치센터

그림12 애플향 HDI기판 공급업체 Compeq 월별 매출액



자료: Compeq, 메리츠증권 리서치센터

표1 비에이치 적정주가 산정표

(원)	값	비고
EPS	3,321	2023E EPS
적정배수 (배)	10.3	2019년, 2021년 평균 멀티플
적정가치	34,071	
적정주가	34,000	
현재주가	22,900	
상승여력 (%)	48.5%	

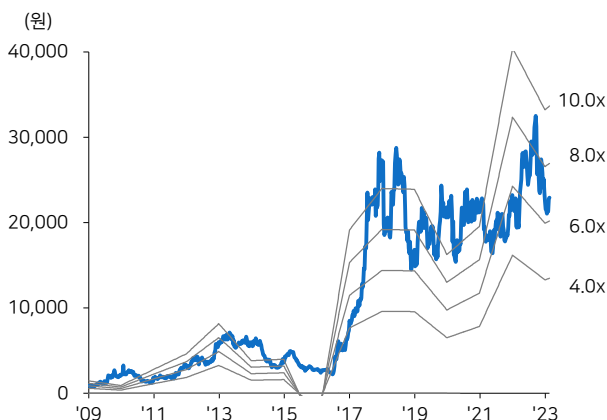
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 비에이치 밸류에이션 테이블

(배)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
주가 (원)											
High	14,900	12,950	10,300	17,300	31,750	29,750	25,150	26,950	24,600	32,850	
Low	9,130	5,650	4,945	4,100	14,850	13,750	14,050	12,150	15,750	18,750	
Average	12,157	8,647	7,141	7,935	21,696	21,482	19,046	20,393	19,633	25,420	
확정치 기준 PER											
High	20.7	31.8	37.1	nm	21.4	11.1	14.2	34.5	10.1	8.1	
Low	12.7	13.9	17.8	nm	10.0	5.1	7.9	15.5	6.5	4.6	
Average	16.9	21.3	25.7	nm	14.6	8.0	10.8	26.1	8.1	6.3	
확정치 EPS (원)											
	720	407	278	-783	1,483	2,682	1,770	782	2,428	4,046	3,321
EPS Growth (%)	50.9	-43.5	-31.7	nm	nm	80.8	-34.0	-55.8	210.6	66.6	-17.9
컨센서스 기준 PER											
High	18.3	34.0	25.9	nm	16.6	12.4	10.5	16.6	12.6	7.4	
Low	11.2	14.8	12.4	nm	7.8	5.7	5.9	7.5	8.1	4.2	
Average	14.9	22.7	17.9	nm	11.3	9.0	8.0	12.5	10.0	5.7	
컨센서스 EPS (원)											
	815	381	398	-458	1,912	2,399	2,390	1,625	1,955	4,449	4,317
EPS growth (%)	70.8	-47.1	-2.1	nm	nm	61.7	-0.4	-32.0	20.3	127.6	-3.0

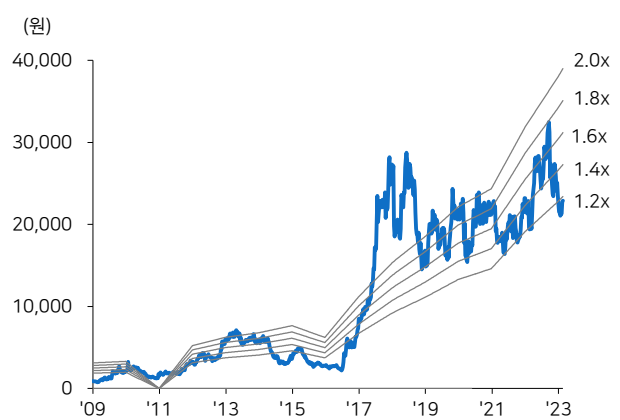
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 비에이치 PER 밴드



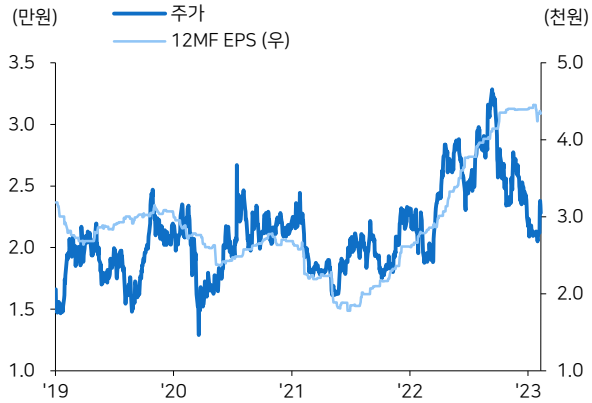
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 비에이치 PBR 밴드



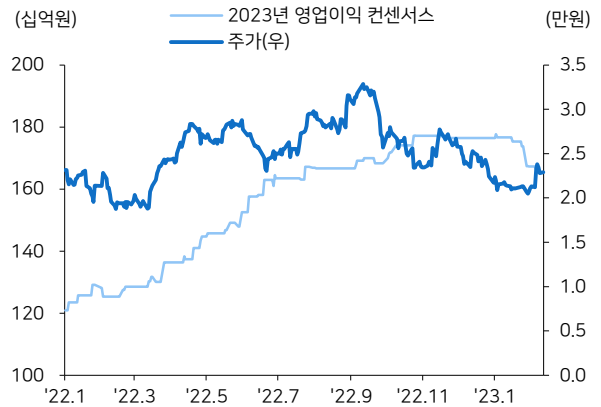
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림15 비에이치 EPS 컨센서스와 주가



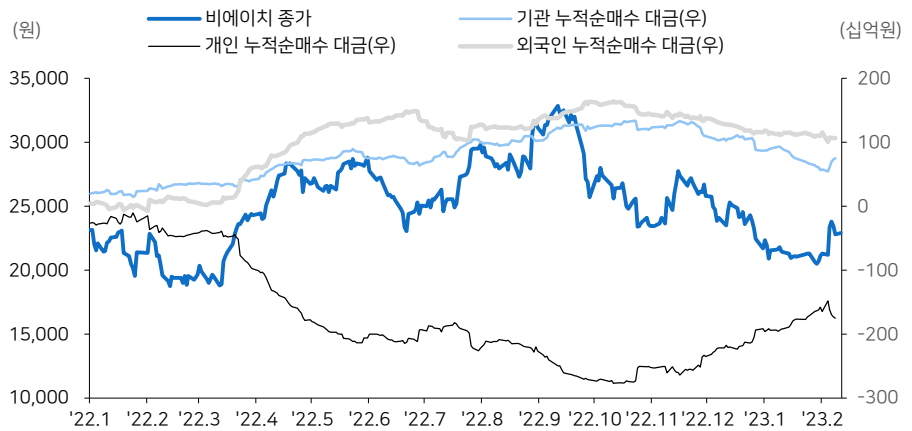
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림16 2023년 영업이익 컨센서스와 주가



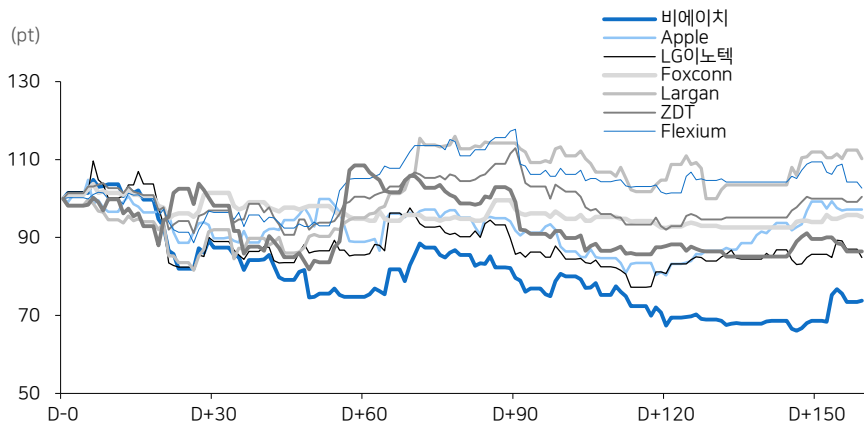
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림17 비에이치 주가 및 수급 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림18 아이폰14 출시 후 아이폰 밸류체인 주가 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

비에이치 (090460)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	721.4	1,037.0	1,685.7	1,649.4	1,895.2
매출액증가율 (%)	10.2	43.8	62.6	-2.2	14.9
매출원가	658.5	936.5	1,497.8	1,468.2	1,690.6
매출총이익	62.8	100.5	188.0	181.2	204.6
판매관리비	28.8	29.4	56.7	54.5	60.7
영업이익	34.1	71.1	131.3	126.7	143.9
영업이익률	4.7	6.9	7.8	7.7	7.6
금융손익	-0.6	0.2	4.0	2.2	3.0
중속/관계기업손익	3.0	2.3	2.3	2.3	2.3
기타영업외손익	-2.6	30.8	32.3	16.0	12.0
세전계속사업이익	33.9	104.4	164.4	147.2	161.2
법인세비용	8.0	22.7	35.3	32.8	35.2
당기순이익	25.9	81.7	138.5	114.5	126.0
지배주주지분 순이익	25.9	81.7	138.5	114.5	126.0

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	302.2	505.0	755.2	850.7	1,005.4
현금및현금성자산	64.0	98.2	93.8	203.5	261.8
매출채권	114.1	217.3	353.2	345.6	397.1
재고자산	91.4	114.4	186.0	182.0	209.1
비유동자산	258.9	288.4	296.9	296.5	311.0
유형자산	213.9	240.6	234.6	235.3	244.4
무형자산	3.4	4.0	3.8	3.6	3.3
투자자산	27.0	32.1	46.8	46.0	51.6
자산총계	561.1	793.4	1,052.1	1,147.3	1,316.4
유동부채	226.6	371.5	479.8	469.0	516.8
매입채무	99.7	174.7	284.0	277.8	319.2
단기차입금	82.4	138.6	117.6	114.6	109.6
유동성장기부채	5.3	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	17.5	13.9	22.6	22.1	25.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	2.9	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	244.1	385.4	502.4	491.1	542.2
자본금	16.7	16.9	17.2	17.2	17.2
자본잉여금	71.0	75.4	86.2	86.2	86.2
기타포괄이익누계액	-0.6	15.3	15.3	15.3	15.3
이익잉여금	279.2	350.3	480.9	587.4	705.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	317.0	408.0	549.6	656.2	774.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	20.2	33.1	32.5	141.0	106.9
당기순이익(손실)	25.9	81.7	138.5	114.5	126.0
유형자산상각비	32.2	34.7	46.0	44.3	41.0
무형자산상각비	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
운전자본의 증감	-45.9	-99.2	-108.8	6.1	-41.2
투자활동 현금흐름	-39.5	-35.3	-12.2	-20.1	-36.8
유형자산의증가(CAPEX)	-56.7	-41.2	-40.0	-45.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	-2.8	-5.0	-14.8	0.8	-5.6
재무활동 현금흐름	24.5	36.3	-24.7	-11.1	-11.8
차입금의 증감	5.8	46.1	-28.0	-3.2	-3.8
자본의 증가	17.0	4.6	11.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	4.1	34.1	-4.4	109.8	58.3
기초현금	59.9	64.0	98.2	93.7	203.5
기말현금	64.0	98.2	93.7	203.5	261.8

Key Financial Data

	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	21,771	30,806	49,264	47,859	54,989
EPS(지배주주)	782	2,428	4,047	3,321	3,657
CFPS	2,311	4,109	5,254	4,918	5,319
EBITDAPS	2,006	3,150	5,189	4,968	5,368
BPS	9,470	12,067	15,948	19,039	22,464
DPS	250	250	250	250	250
배당수익률(%)	1.1	1.1	1.0	1.1	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	28.1	9.6	5.9	6.9	6.3
PCR	9.5	5.6	4.5	4.7	4.3
PSR	1.0	0.8	0.5	0.5	0.4
PBR	2.3	1.9	1.5	1.2	1.0
EBITDA	66.5	106.0	177.6	171.2	185.0
EV/EBITDA	11.7	7.9	4.8	4.1	3.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.7	22.5	28.9	19.0	17.6
EBITDA 이익률	9.2	10.2	10.5	10.4	9.8
부채비율	77.0	94.5	91.4	74.8	70.0
금융비용부담률	0.5	0.3	0.3	0.3	0.2
이자보상배율(x)	8.6	19.7	28.8	27.1	31.7
매출채권회전율(x)	7.1	6.3	5.9	4.7	5.1
재고자산회전율(x)	10.7	10.1	11.2	9.0	9.7

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 해당 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 하시기를 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 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

비에이치 (090460) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

