

2023. 4. 6



▲ 전기전자/IT부품장비  
Analyst 양승수  
02. 6454-4875  
seungsoo.yang@meritz.co.kr

# 비에이치 090460

## 가뭇 끝 단비

- ✓ 1Q23 영업이익 118억원으로 컨센서스(135억원) 12.4% 하회 예상
- ✓ 다만 계절적인 비수기에도 올해 2분기 매출액과 영업이익은 1분기 대비 각각 8.8%, 53.8% 성장이 가능할 전망
- ✓ 북미 고객사향 아이폰14 물량이 일시적으로 증가할 것으로 예상되기 때문
- ✓ 하반기 아이폰15 출시와 2024년 IT OLED 전환에 따른 중장기적인 실적 성장 기대감은 유효
- ✓ 투자의견 Buy와 적정주가 34,000원 유지

### Buy

적정주가 (12개월)	34,000 원
현재주가 (4.5)	24,150 원
상승여력	40.8%
KOSDAQ	872.36pt
시가총액	8,323억원
발행주식수	3,446만주
유동주식비율	70.67%
외국인비중	11.22%
52주 최고/최저가	32,850원/20,500원
평균거래대금	202.1억원
주요주주(%)	
이경환 외 3 인	21.24

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.3	-10.6	-1.2
상대주가	-1.3	-29.7	7.8

#### 주가그래프



### 1Q23 Preview: 영업이익 118억원으로 컨센서스(135억원) 하회 예상

1Q23 매출액(3,003억원)과 영업이익(118억원)은 컨센서스를 각각 10.7%, 12.4% 하회할 전망이다. 1) 기대했던 아이폰14 이연 수요가 예상보다 미흡해 재고조정이 지속되고 있다. 2) 동사 입장에서 국내 고객사 신규 플래그십 제품향 공급이 작년 4분기에 대다수 이뤄진 것으로 파악된다. 3) BH EVS 사업 정상화를 위한 비용 발생이 지속되고 있다.

### 2분기에 예상되는 가뭇 끝 단비

동사 입장에서 신제품 출시 전 상반기는 전통적인 비수기이다. 상저하고의 흐름에 따라 통상적으로 2분기는 1분기 대비 부진한 실적이 예상된다. 다만 올해는 평상시와는 다른 실적 흐름을 전망한다. 북미 고객사향 아이폰14 물량이 2분기에 일시적으로 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 중국 디스플레이 업체의 생산 차질 이슈로 인한 반사 수혜로 파악된다. 2Q23 매출액과 영업이익 모두 QoQ 기준 각각 8.8%, 53.8% 증가할 것으로 예상하는데, 매출액 대비 영업이익의 변동성이 큰 이유는 가동률이 올라가기 때문이다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 34,000원 유지

당사는 이연수요와 교체수요로 인해 하반기 아이폰15의 높은 출하량을 전망하고 있다. 경쟁사의 생산 정상화 가능성을 반영해도 하반기 실적 회복 가시성이 높다고 판단하는 이유이다. 동사의 FPCB는 또한 전장, 태블릿, 노트북 등으로 OLED가 확산됨에 따라 사용처의 동반 확대가 진행 중이다. 특히 IT용 OLED는 스마트폰용 대비 FPCB 적용 면적이 넓어 3배 이상의 ASP 상승이 예상된다. 중장기적으로 성장 모멘텀이 명확하기 때문에 현 주가 수준(12개월 선행 P/E 7.4배)에서는 분할 매수 전략이 유효하다고 판단한다. 투자의견 Buy와 적정주가 34,000원을 유지한다.

(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
2022	1,681.1	131.3	143.9	4,206	69.3	16,270	5.3	1.4	4.8	29.7	74.3
2023E	1,615.2	123.8	107.0	3,104	-26.2	19,144	7.8	1.3	4.3	17.5	79.2
2024E	1,765.9	150.6	129.4	3,753	20.9	22,667	6.4	1.1	3.3	18.0	69.6

표1 비에이치 1Q23 Preview

(십억원)	1Q23E	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	300.3	366.2	-18.0%	502.6	-40.2%	336.2	-10.7%
영업이익	11.8	22.4	-47.3%	25.8	-54.3%	13.5	-12.4%
세전이익	13.5	33.6	-59.9%	8.7	55.4%	16.2	-16.5%
지배주주 순이익	7.1	29.4	-75.7%	13.7	-47.9%	11.1	-35.7%
영업이익률 (%)	3.9%	6.1%		5.1%		4.0%	
지배주주순이익률 (%)	2.4%	8.0%		2.7%		3.3%	

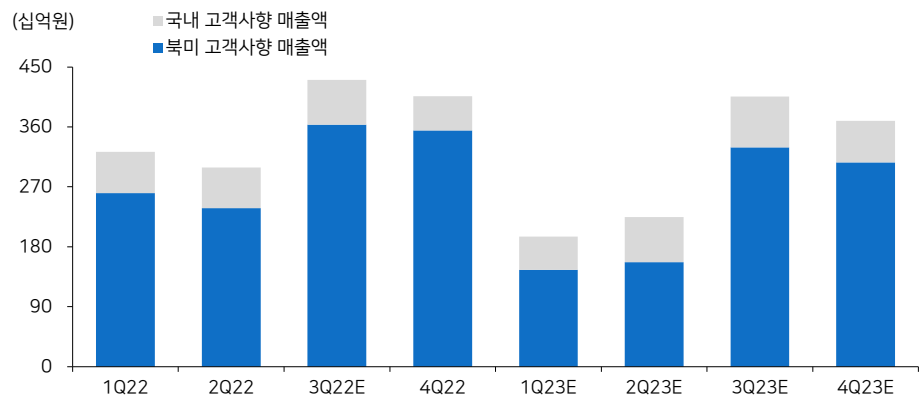
자료: 비에이치, 메리츠증권 리서치센터

표2 비에이치 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율 (원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,305	1,260	1,230	1,290	1,268	1,175
매출액	366.2	342.0	474.9	502.6	300.3	326.7	513.0	475.1	1,685.7	1,615.2	1,765.9
(% QoQ)	-8.9%	-6.6%	38.9%	5.8%	-40.2%	8.8%	57.0%	-7.4%			
(% YoY)	163.9%	110.6%	42.3%	25.0%	-18.0%	-4.5%	8.0%	-5.5%	62.6%	-4.2%	9.3%
Display (애플)	260.5	238.2	363.5	355.0	145.3	156.7	329.4	307.0	1,217.2	938.4	992.5
Display (애플 외)	62.1	61.1	67.4	51.0	50.2	67.9	76.3	62.4	241.6	256.8	332.9
안테나	13.5	14.4	14.1	11.0	12.7	11.4	11.0	10.5	53.0	45.5	40.7
Battery(SDI, PCM)	16.8	12.0	13.0	10.5	13.4	11.8	12.7	10.0	52.3	48.0	47.9
전장(EV, BMS Cable)	8.5	8.0	12.1	12.0	13.3	12.5	18.2	18.0	40.6	61.9	86.7
BH EVS	0.0	0.0	0.0	61.1	60.5	61.0	62.2	65.2	0.0	249.0	248.8
기타 매출	4.8	5.3	3.1	2.0	4.9	5.5	3.2	2.1	15.7	16.4	16.7
영업이익	22.4	24.1	59.0	25.8	11.8	18.1	54.2	39.6	131.3	123.8	150.6
(% QoQ)	94.0%	7.4%	145.4%	-56.3%	-54.3%	53.8%	199.1%	-26.9%			
(% YoY)	흑전	흑전	35.0%	-40.6%	-47.3%	-24.6%	-8.1%	53.6%	84.7%	-5.7%	21.6%
영업이익률 (%)	6.1%	7.0%	12.4%	5.1%	3.9%	5.6%	10.6%	8.3%	7.8%	7.7%	8.5%
세전이익	33.6	43.3	78.9	8.7	13.5	19.8	55.9	41.3	164.5	130.5	155.5
지배주주 순이익	29.4	33.0	67.8	13.7	7.1	13.6	50.6	35.6	143.9	107.0	129.4
지배주주 순이익률	8.0%	9.7%	14.3%	2.7%	2.4%	4.2%	9.9%	7.5%	8.5%	6.6%	7.3%

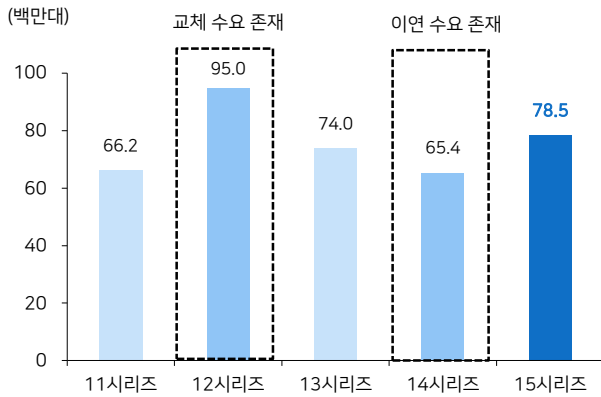
자료: 비에이치, 메리츠증권 리서치센터

그림1 비에이치 디스플레이용 RF-PCB 매출액 전망



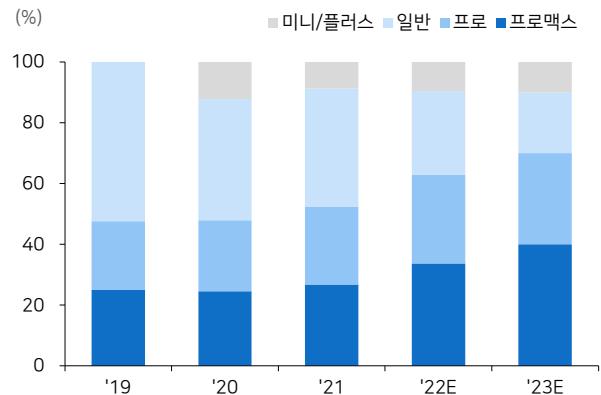
자료: 비에이치, 메리츠증권 리서치센터

그림2 아이폰 출시 후 2개 분기 누적 출하량 추이 및 전망



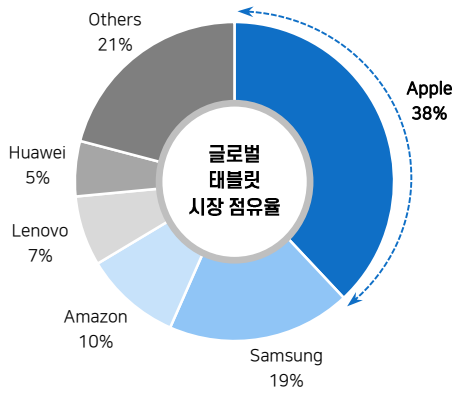
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 아이폰 모델별 판매 비중 추이 및 전망



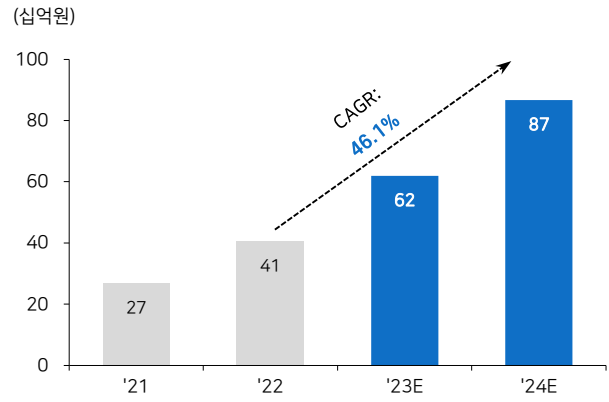
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 2022년 기준 글로벌 태블릿 시장 점유율



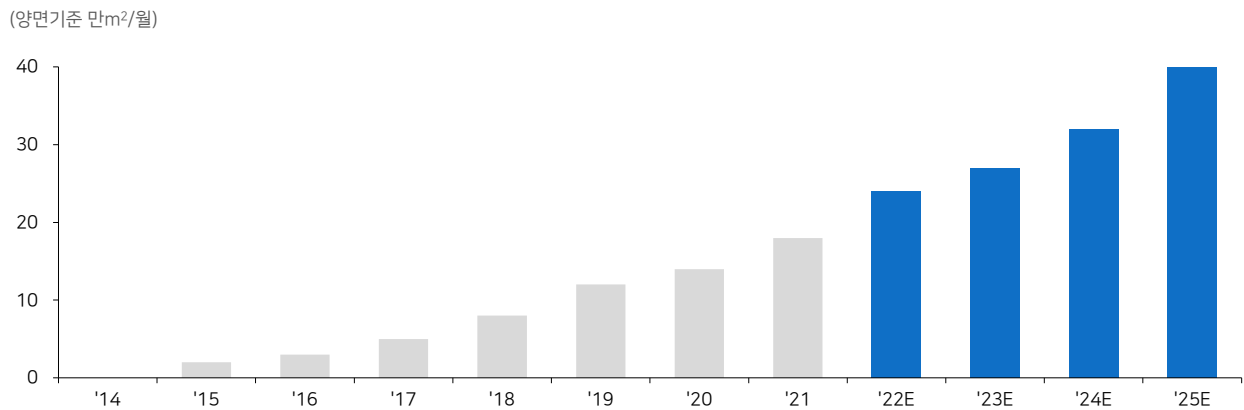
자료: IDC, 메리츠증권 리서치센터

그림5 비에이치 전기차 배터리용 FPCB 매출 전망



자료: 비에이치, 메리츠증권 리서치센터

그림6 비에이치 베트남 법인 생산능력 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 비에이치 적정주가 산정표

(원)	값	비고
EPS	3,279	2023E EPS
적정배수 (배)	10.3	2019년, 2021년 평균 멀티플
적정가치	33,640	
<b>적정주가</b>	<b>34,000</b>	
현재주가	24,150	
<b>상승여력 (%)</b>	<b>40.8%</b>	

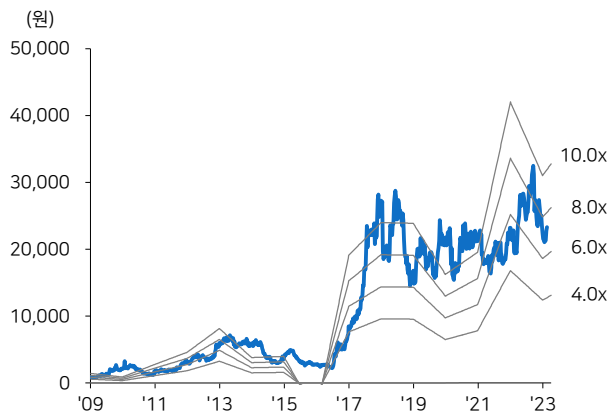
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 비에이치 밸류에이션 테이블

(배)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
<b>주가 (원)</b>											
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	
<b>확정치 기준 PER</b>											
High	20.7	31.8	37.1	nm	21.4	11.1	14.2	34.5	10.1	7.8	
Low	12.7	13.9	17.8	nm	10.0	5.1	7.9	15.5	6.5	4.5	
Average	16.9	21.3	25.7	nm	14.6	8.0	10.8	26.1	8.1	6.0	
<b>확정치 EPS (원)</b>											
High	720	407	278	-783	1,483	2,682	1,770	782	2,428	4,206	3,104
Low	720	407	278	-783	1,483	2,682	1,770	782	2,428	4,206	3,104
Average	720	407	278	-783	1,483	2,682	1,770	782	2,428	4,206	3,104
EPS Growth (%)	50.9	-43.5	-31.7	nm	nm	80.8	-34.0	-55.8	210.6	73.2	-26.2
<b>컨센서스 기준 PER</b>											
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	
<b>컨센서스 EPS (원)</b>											
High	815	381	398	-458	1,912	2,399	2,390	1,625	1,955	4,449	3,269
Low	815	381	398	-458	1,912	2,399	2,390	1,625	1,955	4,449	3,269
Average	815	381	398	-458	1,912	2,399	2,390	1,625	1,955	4,449	3,269
EPS growth (%)	70.8	-47.1	-2.1	nm	nm	61.7	-0.4	-32.0	20.3	127.6	-26.5

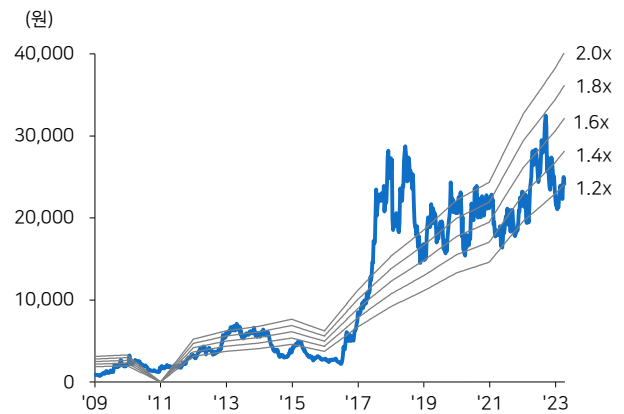
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 비에이치 PER 밴드 추이



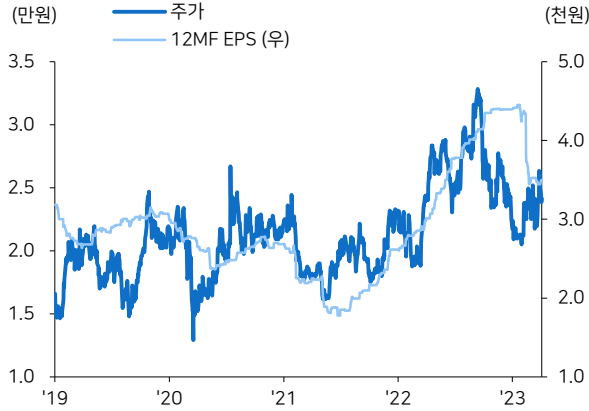
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 비에이치 PBR 밴드 추이



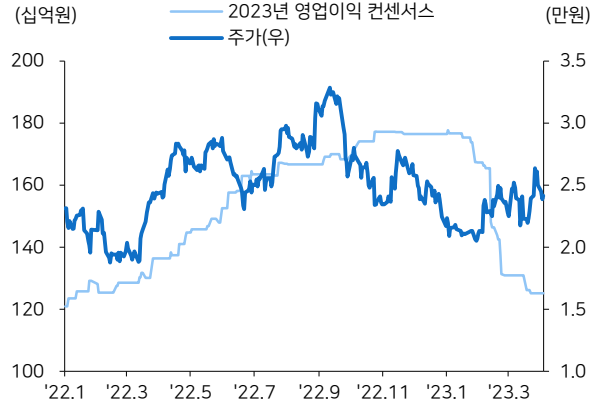
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림9 비에이치 EPS 컨센서스와 주가



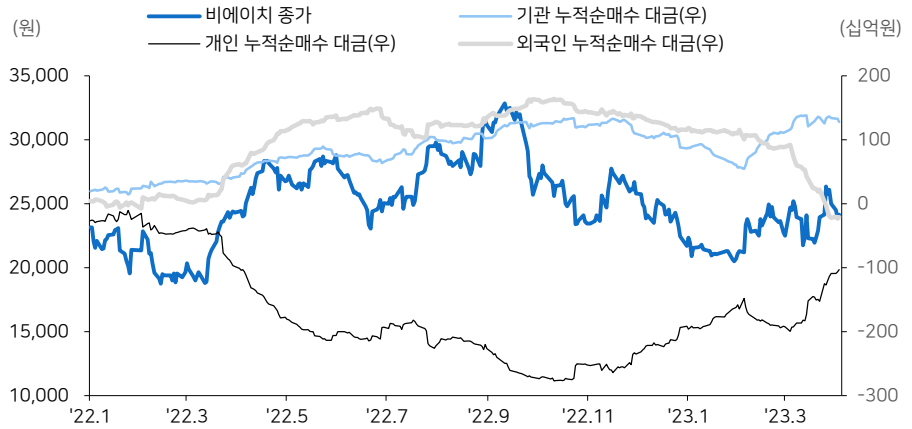
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림10 2023년 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림11 비에이치 주가 및 수급 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림12 비에이치 주가 및 공모도 잔고 수량 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

## 비에이치 (090460)

### Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>721.4</b>	<b>1,037.0</b>	<b>1,681.1</b>	<b>1,615.2</b>	<b>1,765.9</b>
매출액증가율 (%)	10.2	43.8	62.1	-3.9	9.3
매출원가	658.5	936.5	1,488.2	1,439.9	1,554.4
매출총이익	62.8	100.5	192.9	175.3	211.5
판매관리비	28.8	29.4	61.6	51.5	60.9
<b>영업이익</b>	<b>34.1</b>	<b>71.1</b>	<b>131.3</b>	<b>123.8</b>	<b>150.6</b>
영업이익률	4.7	6.9	7.8	7.7	8.5
금융손익	-0.6	0.2	-1.8	-5.4	-2.7
중속/관계기업손익	3.0	2.3	4.9	4.9	4.9
기타영업외손익	-2.6	30.8	30.2	7.3	2.8
세전계속사업이익	33.9	104.4	164.5	130.5	155.5
법인세비용	8.0	22.7	23.8	26.0	29.1
<b>당기순이익</b>	<b>25.9</b>	<b>81.7</b>	<b>140.7</b>	<b>104.6</b>	<b>126.4</b>
지배주주지분 손이익	25.9	81.7	143.9	107.0	129.4

### Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>302.2</b>	<b>505.0</b>	<b>529.2</b>	<b>745.7</b>	<b>880.7</b>
현금및현금성자산	64.0	98.2	89.9	323.5	419.2
매출채권	114.1	217.3	128.8	123.8	135.3
재고자산	91.4	114.4	99.7	95.8	104.7
<b>비유동자산</b>	<b>258.9</b>	<b>288.4</b>	<b>478.1</b>	<b>463.3</b>	<b>464.6</b>
유형자산	213.9	240.6	263.2	254.6	256.6
무형자산	3.4	4.0	124.4	119.8	115.5
투자자산	27.0	32.1	60.3	58.8	62.3
<b>자산총계</b>	<b>561.1</b>	<b>793.4</b>	<b>1,007.3</b>	<b>1,209.0</b>	<b>1,345.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>226.6</b>	<b>371.5</b>	<b>412.1</b>	<b>517.7</b>	<b>534.2</b>
매입채무	99.7	174.7	173.5	166.7	182.3
단기차입금	82.4	138.6	172.3	287.3	282.3
유동성장기부채	5.3	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>17.5</b>	<b>13.9</b>	<b>17.3</b>	<b>16.7</b>	<b>18.0</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	2.9	0.0	0.3	0.3	0.3
<b>부채총계</b>	<b>244.1</b>	<b>385.4</b>	<b>429.3</b>	<b>534.4</b>	<b>552.2</b>
자본금	16.7	16.9	17.2	17.2	17.2
자본잉여금	71.0	75.4	90.8	90.8	90.8
기타포괄이익누계액	-0.6	15.3	19.3	19.3	19.3
이익잉여금	279.2	350.3	487.9	586.9	708.4
비지배주주지분	0.0	0.0	17.3	14.8	11.9
<b>자본총계</b>	<b>317.0</b>	<b>408.0</b>	<b>578.0</b>	<b>674.6</b>	<b>793.1</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>20.2</b>	<b>33.1</b>	<b>197.4</b>	<b>159.5</b>	<b>160.9</b>
당기순이익(손실)	25.9	81.7	140.7	104.6	126.4
유형자산상각비	32.2	34.7	42.2	53.6	48.0
무형자산상각비	0.3	0.2	1.9	4.6	4.3
운전자본의 증감	-45.9	-99.2	9.5	5.9	-13.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-39.5</b>	<b>-35.3</b>	<b>-240.0</b>	<b>-32.9</b>	<b>-52.4</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-56.7	-41.2	-66.5	-45.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	-2.8	-5.0	-28.3	1.6	-3.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>24.5</b>	<b>36.3</b>	<b>35.1</b>	<b>107.0</b>	<b>-12.8</b>
차입금의 증감	5.8	46.1	22.8	115.0	-4.9
자본의 증가	17.0	4.6	15.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	4.1	34.1	-8.3	233.6	95.6
기초현금	59.9	64.0	98.2	89.9	323.5
기말현금	64.0	98.2	89.9	323.5	419.2

### Key Financial Data

	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	21,771	30,806	49,127	46,866	51,239
EPS(지배주주)	782	2,428	4,206	3,104	3,753
CFPS	2,311	4,109	6,438	5,254	5,860
EBITDAPS	2,006	3,150	5,124	5,281	5,886
BPS	9,470	12,067	16,270	19,144	22,667
DPS	250	250	250	250	250
배당수익률(%)	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	28.1	9.6	5.3	7.8	6.4
PCR	9.5	5.6	3.5	4.6	4.1
PSR	1.0	0.8	0.5	0.5	0.5
PBR	2.3	1.9	1.4	1.3	1.1
EBITDA	66.5	106.0	175.3	182.0	202.9
EV/EBITDA	11.7	7.9	4.8	4.3	3.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	8.7	22.5	29.7	17.5	18.0
EBITDA 이익률	9.2	10.2	10.4	11.3	11.5
부채비율	77.0	94.5	74.3	79.2	69.6
금융비용부담률	0.5	0.3	0.3	0.5	0.6
이자보상배율(x)	8.6	19.7	24.6	14.2	13.9
매출채권회전율(x)	7.1	6.3	9.7	12.8	13.6
재고자산회전율(x)	10.7	10.1	15.7	16.5	17.6

**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 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** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**비에이치 (090460) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

