

2023. 5. 8



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

## Buy

적정주가 (12개월) **34,000 원**

현재주가 (5.4) **22,050 원**

상승여력 **54.2%**

KOSDAQ	845.06pt
시가총액	7,599억원
발행주식수	3,446만주
유동주식비율	70.67%
외국인비중	8.56%
52주 최고/최저가	32,850원/20,500원
평균거래대금	211.3억원

주요주주(%)  
이경환 외 3 인 21.24

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.5	-6.0	-18.9
상대주가	-6.2	-22.8	-13.7

### 주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	1,669.0	125.6	108.4	3,146	-25.2	19,186	7.0	1.1	3.9	17.7	80.3
2024E	1,783.2	149.9	128.7	3,735	18.7	22,691	5.9	1.0	3.0	17.8	69.9
2025E	1,934.7	160.7	142.4	4,132	10.6	26,593	5.3	0.8	2.3	16.8	61.4

# 비에이치 090460

## 비중확대가 유효한 시점

- ✓ 1Q23 매출액은 당사 예상치를 4.5 상회했지만 영업이익은 24.4% 하회
- ✓ BH EVS가 예상을 상회하는 매출을 기록함과 동시에 높은 비용 반영이 지속
- ✓ 다만 2Q23 북미 고객사 및 폴더블 관련 공급 물량 증가로 QoQ 개선된 실적 예상
- ✓ 작년 연말부터 기대했던 하반기 실적 개선 가시성도 여전히 유효
- ✓ 하반기 성수기 진입과 2024년 IT OLED 신규 진입을 고려할 때, 점진적인 비중 확대가 유효한 시점

### 1Q23 Review: 어쩔 수 없는 비수기

1Q23 매출액은 당사 추정치를 4.5% 상회했지만 영업이익은 24.4% 하회했다. 매출액이 당사 예상을 상회한 이유는 BH EVS가 당사 추정치(605억원)보다 높은 703억원의 매출액을 기록했기 때문이다. 다만 영업이익 단에서 BH EVS 사업 정상화를 위한 비용 반영과 전체적인 물량 감소에 따른 가동률 하락으로 부진했다.

### 올해는 2Q23부터 개선, 하반기는 기대대로

2Q23 영업이익은 176억원(+97.3% QoQ, -26.9% YoY)으로 계절적 비수기임에도 불구하고 전분기 대비 큰 폭으로 개선된 실적을 예상된다. 이는 북미 고객사향은 아이폰 구모델 물량 증가와 6월부터 신모델 공급이 이뤄지고, 국내 고객사향은 폴더블 관련 공급 물량이 반영되기 때문이다. 1분기 실적 부진의 주요 원인이었던 BH EVS도 점진적인 비용 정상화가 예상된다.

작년 높았던 점유율로 인해 올해 신모델 물량 감소에 대한 우려가 존재하는 것은 사실이다. 다만 1) 국내 경쟁사의 북미 고객사향 FPCB 신규 추가 진입이 내년으로 연기되었고 2) 중국 디스플레이 업체는 신모델 빛샘공정에서 수율 이슈가 발생하고 있으며 3) 아이폰15의 전작 대비 높은 예상 출하량을 고려했을 때, 하반기 실적 가시성이 매우 높다고 판단한다. 하반기로 갈수록 1H24 출시 예정인 OLED 탑재 차세대 아이패드 출시 기대감도 본격 반영될 전망이다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 34,000원 유지

하반기 성수기 진입과 2024년 IT OLED 신규 진입을 고려할 때, 점진적인 비중 확대가 유효한 시점이다. 현 주가는 12개월 선행 P/E 기준 6.5배로 컨센서스 기준 동사 과거 6년 P/E 저점 (6.5배) 수준에서 거래되고 있는 만큼 하방경직성 또한 확보했다고 판단한다. 투자의견 Buy, 적정주가 34,000원을 유지한다.

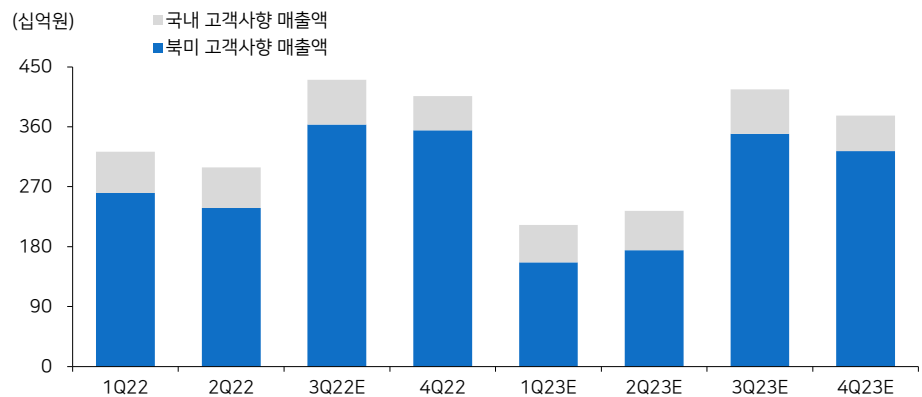
(십억원)	1Q23P	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	313.9	366.2	-14.3%	502.6	-37.5%	326.1	-3.7%	300.3	4.5%
영업이익	8.9	22.4	-60.2%	25.8	-65.4%	12.8	-30.3%	11.8	-24.4%
세전이익		33.6	nm	8.7	nm	15.4	nm	13.5	nm
지배주주 순이익		29.4	nm	13.7	nm	11.7	nm	7.1	nm
영업이익률(%)	2.8%	6.1%		5.1%		3.9%		3.9%	
지배주주 순이익률(%)		8.0%		2.7%		3.6%		2.4%	

자료: 비에이치, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율 (원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,310	1,260	1,230	1,290	1,269	1,175
매출액	366.2	342.0	474.9	502.6	313.9	338.5	527.3	489.3	1,685.7	1,669.0	1,783.2
(% QoQ)	-8.9%	-6.6%	38.9%	5.8%	-37.5%	7.8%	55.8%	-7.2%			
(% YoY)	163.9%	110.6%	42.3%	25.0%	-14.3%	-1.0%	11.0%	-2.6%	62.6%	-1.0%	6.8%
Display (애플)	260.5	238.2	363.5	355.0	156.6	174.8	349.3	323.6	1,217.2	1,004.3	941.0
Display (애플 외)	62.1	61.1	67.4	51.0	55.9	59.1	66.9	53.5	241.6	235.4	280.3
안테나	13.5	14.4	14.1	11.0	9.0	11.4	11.0	10.5	53.0	41.9	40.7
Battery(SDI, PCM)	16.8	12.0	13.0	10.5	9.2	9.6	11.1	9.5	52.3	39.3	39.2
전장(EV, BMS Cable)	8.5	8.0	12.1	12.0	10.9	12.4	17.5	18.0	40.6	58.8	82.4
BH EVS	0.0	0.0	0.0	61.1	70.3	68.5	69.9	73.3	0.0	279.8	281.5
기타 매출	4.8	5.3	3.1	2.0	1.0	2.7	1.6	1.0	6.2	6.5	6.6
영업이익	22.4	24.1	59.0	25.8	8.9	17.6	58.8	40.3	131.3	125.6	149.9
(% QoQ)	94.0%	7.4%	145.4%	-56.3%	-65.4%	97.3%	234.2%	-31.4%			
(% YoY)	흑전	흑전	35.0%	-40.6%	-60.2%	-26.9%	-0.4%	56.2%	84.7%	-4.3%	19.3%
영업이익률 (%)	6.1%	7.0%	12.4%	5.1%	2.8%	5.2%	11.2%	8.2%	7.8%	7.5%	8.4%

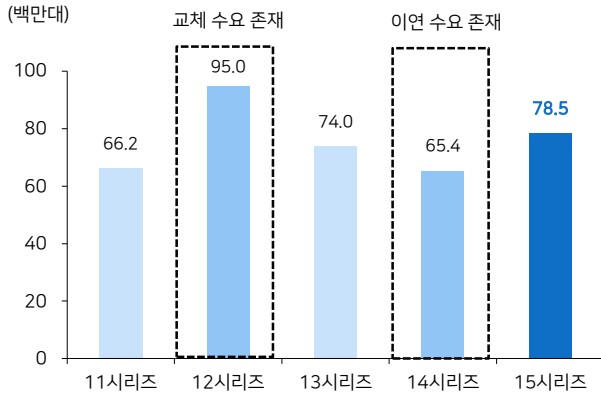
자료: 비에이치, 메리츠증권 리서치센터

그림1 비에이치 디스플레이용 RF-PCB 매출액 전망



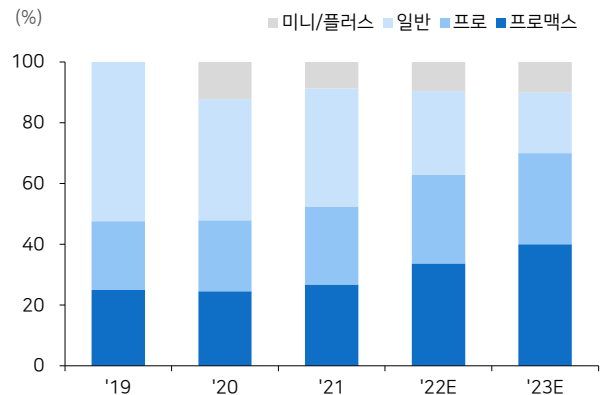
자료: 비에이치, 메리츠증권 리서치센터

그림2 아이폰 출시 후 2개 분기 누적 출하량 추이 및 전망



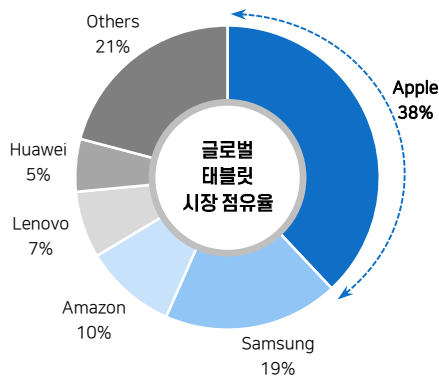
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 아이폰 모델별 판매 비중 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 2022년 기준 글로벌 태블릿 시장 점유율



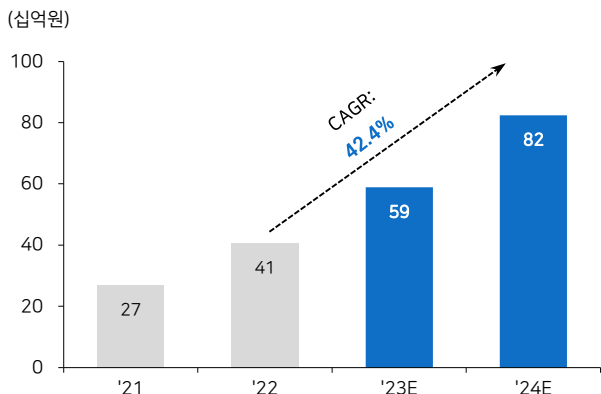
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 북미 고객사향 태블릿 FPCB 매출 전망

구분	값	비고
2024년 A사 아이패드 출하량 전망(만대)	5000	
OLED 탑재 아이패드 출하량 전망(만대)	1000	20% 가정
SDC 점유율 가정(%)	30%	
BH 점유율 가정(%)	85%	스마트폰 내 점유율 가정
아이패드 OLED FPCB 출하량 전망(만개)	255	
가격(달러)	35	스마트폰 대비 4~5배
환율가정(원)	1,250	
<b>매출액(십억원)</b>	<b>111.6</b>	

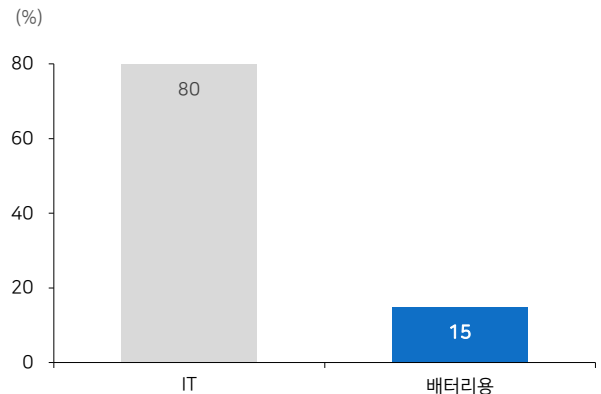
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 비에이치 전기차 배터리용 FPCB 매출 전망



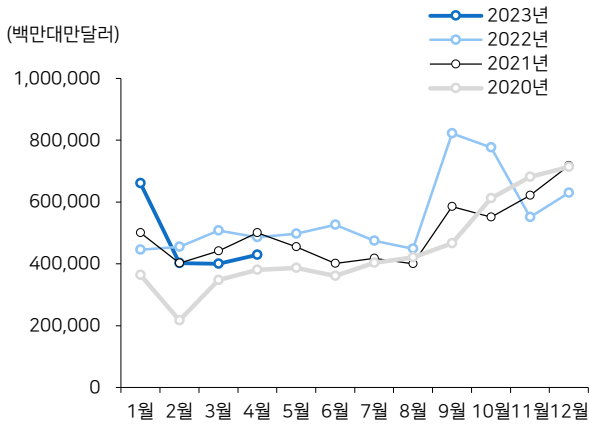
자료: 비에이치, 메리츠증권 리서치센터

표4 IT용 vs 배터리용 FPCB 공정 수 비교



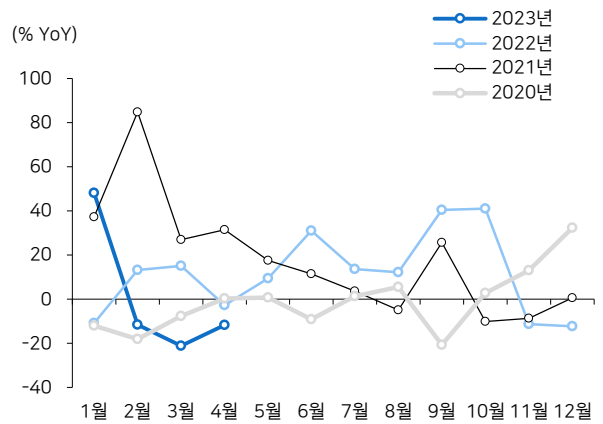
자료: 비에이치, 메리츠증권 리서치센터

그림6 애플 OEM Honhai(Foxconn) 월별 매출액



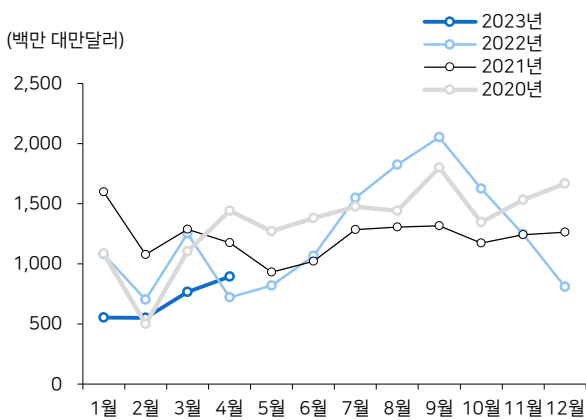
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림7 애플 아이폰 ODM Honhai(Foxconn) YoY 성장률



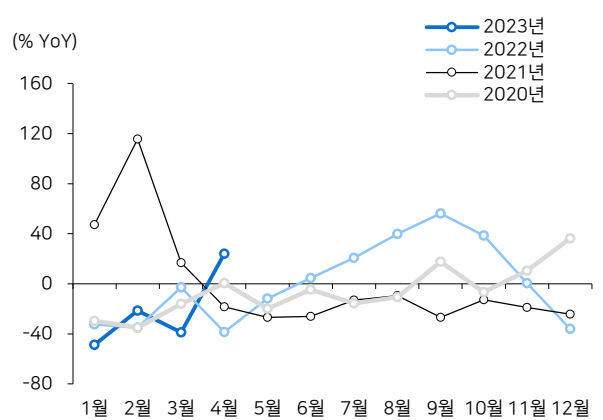
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림8 애플향 FPCB 공급 업체 Career Tech 월별 매출액



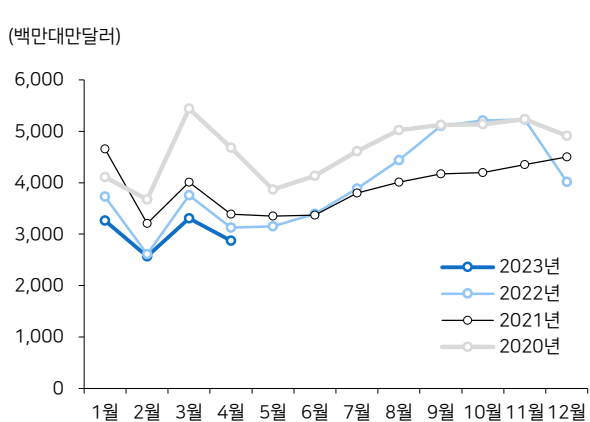
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림9 애플향 FPCB 공급 업체 Career Tech YoY 성장률



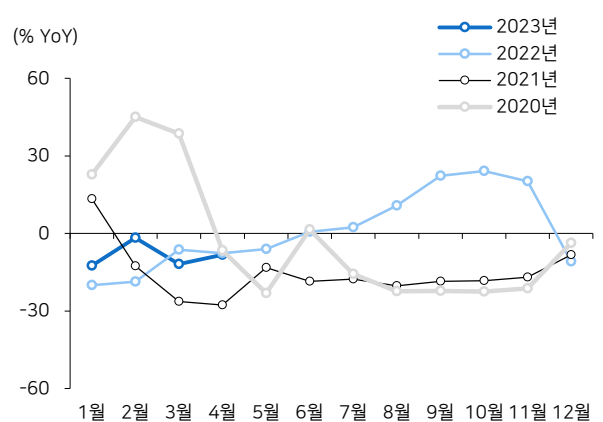
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림10 애플향 카메라 렌즈 공급업체 Largan 월별 매출액



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림11 애플향 카메라 렌즈 공급업체 Largan YoY 성장률



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

표1 비에이치 적정주가 산정표

(원)	값	비고
EPS	3,381	2023E EPS
적정배수 (배)	10.2	2019년 ~ 2021년 평균 멀티플
적정가치	34,444	
<b>적정주가</b>	<b>34,000</b>	
현재주가	22,050	
<b>상승여력 (%)</b>	<b>54.2%</b>	

자료: 메리츠증권 리서치센터

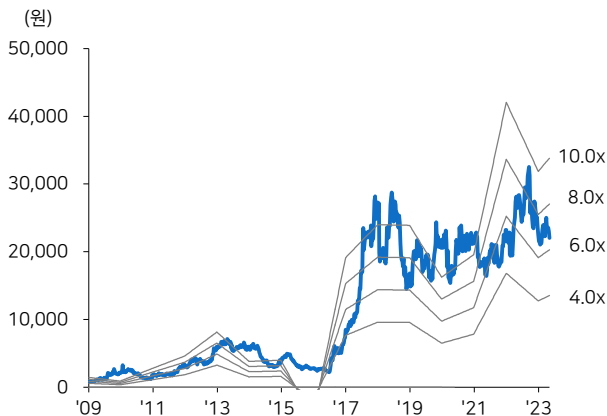
표2 비에이치 밸류에이션 테이블

(배)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>주가 (원)</b>											
High	12,950	10,300	17,300	31,750	29,750	25,150	26,950	24,600	32,850		
Low	5,650	4,945	4,100	14,850	13,750	14,050	12,150	15,750	18,750		
Average	8,647	7,141	7,935	21,696	21,482	19,046	20,393	19,633	25,420		
<b>확정치 기준 PER</b>											
High	31.8	37.1	nm	21.4	11.1	14.2	34.5	10.1	7.8		
Low	13.9	17.8	nm	10.0	5.1	7.9	15.5	6.5	4.5		
Average	21.3	25.7	nm	14.6	8.0	10.8	26.1	8.1	6.0		
<b>확정치 EPS (원)</b>											
High	407	278	-783	1,483	2,682	1,770	782	2,428	4,206	3,187	3,748
Low	407	278	-783	1,483	2,682	1,770	782	2,428	4,206	3,187	3,748
Average	407	278	-783	1,483	2,682	1,770	782	2,428	4,206	3,187	3,748
EPS Growth (%)	-43.5	-31.7	nm	nm	80.8	-34.0	-55.8	210.6	73.2	-24.2	17.6
<b>컨센서스 기준 PER</b>											
High	34.0	25.9	nm	16.6	12.4	10.5	16.6	12.6	7.4		
Low	14.8	12.4	nm	7.8	5.7	5.9	7.5	8.1	4.2		
Average	22.7	17.9	nm	11.3	9.0	8.0	12.5	10.0	5.7		
<b>컨센서스 EPS (원)</b>											
High	381	398	-458	1,912	2,399	2,390	1,625	1,955	4,449	3,359	4,005
Low	381	398	-458	1,912	2,399	2,390	1,625	1,955	4,449	3,359	4,005
Average	381	398	-458	1,912	2,399	2,390	1,625	1,955	4,449	3,359	4,005
EPS growth (%)	-47.1	-2.1	nm	nm	61.7	-0.4	-32.0	20.3	127.6	-24.5	19.2

주: '23년, '24년은 당사 추정치 기준

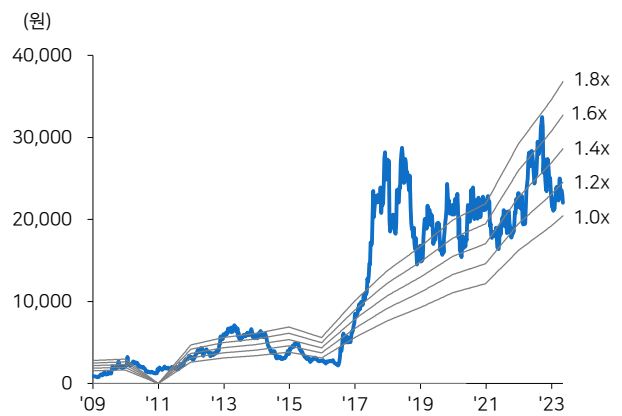
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림12 비에이치 PER 밴드



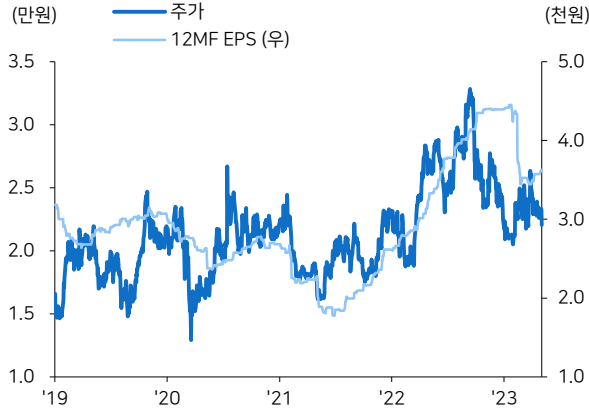
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림13 비에이치 PBR 밴드



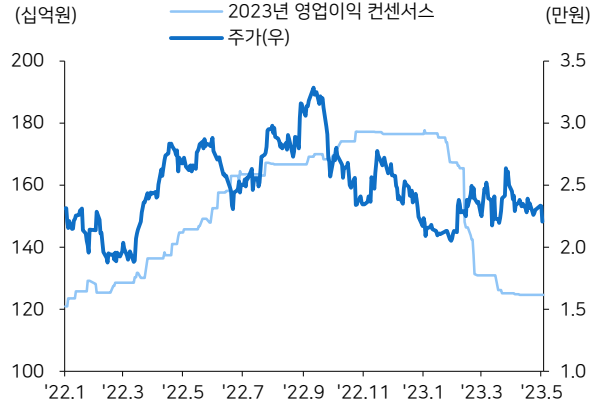
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림14 비에이치 EPS 컨센서스와 주가



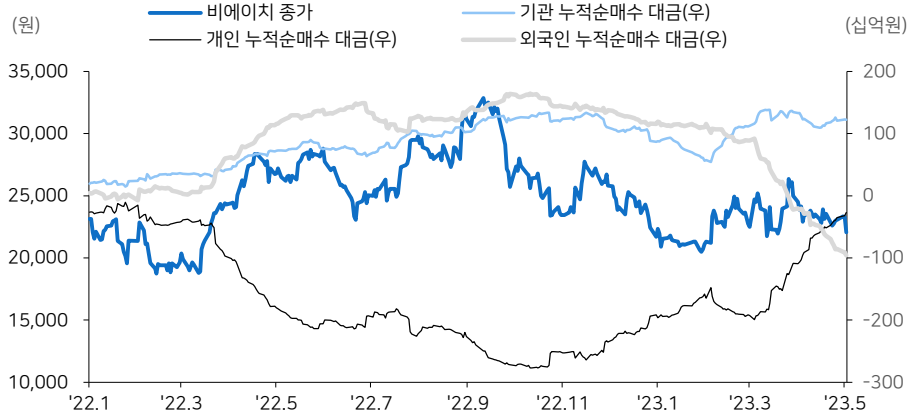
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림15 2022,2023년 EPS 컨센서스와 주가



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림16 비에이치 주가 및 수급 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림17 비에이치 주가 및 공매도 잔고 수량 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

## 비에이치 (090460)

### Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>1,037.0</b>	<b>1,681.1</b>	<b>1,669.0</b>	<b>1,783.2</b>	<b>1,934.7</b>
매출액증가율 (%)	43.8	62.1	-0.7	6.8	8.5
매출원가	936.5	1,488.2	1,486.3	1,571.2	1,710.3
매출총이익	100.5	192.9	182.7	212.0	224.4
판매관리비	29.4	61.6	57.1	62.2	63.7
<b>영업이익</b>	<b>71.1</b>	<b>131.3</b>	<b>125.6</b>	<b>149.9</b>	<b>160.7</b>
영업이익률	6.9	7.8	7.5	8.4	8.3
금융손익	0.2	-1.8	-5.5	-2.8	0.7
중속/관계기업손익	2.3	4.9	4.9	4.9	4.9
기타영업외손익	30.8	30.2	7.3	2.8	2.8
세전계속사업이익	104.4	164.5	132.3	154.7	169.1
법인세비용	22.7	23.8	26.4	28.9	29.9
<b>당기순이익</b>	<b>81.7</b>	<b>140.7</b>	<b>106.0</b>	<b>125.8</b>	<b>139.2</b>
지배주주지분 순이익	81.7	143.9	108.4	128.7	142.4

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>33.1</b>	<b>197.4</b>	<b>156.1</b>	<b>163.5</b>	<b>170.6</b>
당기순이익(손실)	81.7	140.7	106.0	125.8	139.2
유형자산상각비	34.7	42.2	53.6	48.0	45.3
무형자산상각비	0.2	1.9	4.6	4.3	4.0
운전자본의 증감	-99.2	9.5	1.1	-10.2	-13.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-35.3</b>	<b>-240.0</b>	<b>-35.3</b>	<b>-50.7</b>	<b>-42.4</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-41.2	-66.5	-45.0	-50.0	-40.0
투자자산의감소(증가)	-5.0	-28.3	0.3	-2.7	-3.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>36.3</b>	<b>35.1</b>	<b>107.1</b>	<b>-12.9</b>	<b>-17.8</b>
차입금의 증감	46.1	22.8	115.0	-4.9	-9.9
자본의 증가	4.6	15.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	34.1	-8.3	227.9	99.9	110.3
기초현금	64.0	98.2	89.9	317.7	417.6
기말현금	98.2	89.9	317.7	417.6	528.0

### Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>505.0</b>	<b>529.2</b>	<b>754.0</b>	<b>883.7</b>	<b>1,033.6</b>
현금및현금성자산	98.2	89.9	317.7	417.6	528.0
매출채권	217.3	128.8	127.9	136.7	148.3
재고자산	114.4	99.7	99.0	105.8	114.7
<b>비유동자산</b>	<b>288.4</b>	<b>478.1</b>	<b>464.6</b>	<b>465.0</b>	<b>459.2</b>
유형자산	240.6	263.2	254.6	256.6	251.2
무형자산	4.0	124.4	119.8	115.5	111.5
투자자산	32.1	60.3	60.1	62.7	66.3
<b>자산총계</b>	<b>793.4</b>	<b>1,007.3</b>	<b>1,218.6</b>	<b>1,348.7</b>	<b>1,492.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>371.5</b>	<b>412.1</b>	<b>525.3</b>	<b>536.6</b>	<b>548.2</b>
매입채무	174.7	173.5	172.3	184.0	199.7
단기차입금	138.6	172.3	287.3	282.3	272.3
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>13.9</b>	<b>17.3</b>	<b>17.2</b>	<b>18.1</b>	<b>19.4</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>부채총계</b>	<b>385.4</b>	<b>429.3</b>	<b>542.5</b>	<b>554.8</b>	<b>567.6</b>
자본금	16.9	17.2	17.2	17.2	17.2
자본잉여금	75.4	90.8	90.8	90.8	90.8
기타포괄이익누계액	15.3	19.3	19.3	19.3	19.3
이익잉여금	350.3	487.9	588.4	709.2	843.7
비지배주주지분	0.0	17.3	14.8	11.9	8.7
<b>자본총계</b>	<b>408.0</b>	<b>578.0</b>	<b>676.0</b>	<b>793.9</b>	<b>925.2</b>

### Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	30,806	49,127	48,427	51,739	56,137
EPS(지배주주)	2,428	4,206	3,146	3,735	4,132
CFPS	4,109	6,438	5,307	5,839	6,069
EBITDAPS	3,150	5,124	5,333	5,866	6,096
BPS	12,067	16,270	19,186	22,691	26,593
DPS	250	250	250	250	250
배당수익률(%)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	9.6	5.3	7.0	5.9	5.3
PCR	5.6	3.5	4.2	3.8	3.6
PSR	0.8	0.5	0.5	0.4	0.4
PBR	1.9	1.4	1.1	1.0	0.8
EBITDA	106.0	175.3	183.8	202.2	210.1
EV/EBITDA	7.9	4.8	3.9	3.0	2.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	22.5	29.7	17.7	17.8	16.8
EBITDA 이익률	10.2	10.4	11.0	11.3	10.9
부채비율	94.5	74.3	80.3	69.9	61.4
금융비용부담률	0.3	0.3	0.5	0.6	0.5
이자보상배율(x)	19.7	24.6	14.4	13.9	15.3
매출채권회전율(x)	6.3	9.7	13.0	13.5	13.6
재고자산회전율(x)	10.1	15.7	16.8	17.4	17.5

**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 추천 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	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

