

2023. 10. 31



▲ 전기전자/IT부품장비

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

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **31,000 원**

현재주가 (10.31) **18,700 원**

상승여력 **65.8%**

KOSPI	2,277.99pt
시가총액	6,445억원
발행주식수	3,446만주
유동주식비율	70.91%
외국인비중	9.05%
52주 최고/최저가	28,550원/18,460원
평균거래대금	93.9억원

주요주주(%)

이경환 외 1 인	21.00
국민연금공단	5.02

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.3	-18.9	-22.4
상대주가	-2.9	-10.9	-21.9

주가그래프



비에이치 090460

하방보다 상방에 주목할 시점

- ✓ 3Q23 매출액은 당사 추정치를 9.2% 하회했으나 영업이익은 8.8% 상회
- ✓ 믹스개선, 고환율, BH EVS 턴어라운드 효과로 매출액 감소에도 양호한 수익성 기록
- ✓ 4Q23 매출액 5,262억원(+4.7% YoY), 영업이익 488억원(+89.1% YoY) 전망
- ✓ 1) OLED 태블릿향 공급 본격화와 2) BH EVS의 실적기여도 상승을 통한 2024년 성장 방향성 유효
- ✓ 현 주가는 하방 우려 대비 열려있는 주가의 상방 가능성에 주목할 시점

3Q23 Review: 믹스개선과 전장 흑자전환 반영

3Q23 매출액(4,560억원)은 당사 추정치를 9.2% 하회했음에도 불구하고 영업이익(508억원)은 8.8% 상회했다. 매출액이 부진한 이유는 RF-PCB, 5G안테나, PCM 등 국내 스마트폰 고객사향 물량이 종합적으로 감소했기 때문이다. 다만 믹스개선과 환율효과로 매출액 감소에도 수익성은 상대적으로 양호했던 것으로 파악된다. 특히 상반기 적자를 기록했던 BH EVS가 인수 이후 최대 매출액(888억원)을 기록함과 동시에 환율효과와 SCM 구조 변경에 힘입어 턴어라운드 성공하면서 수익성 개선에 기여하였다.

4Q23 Preview: 기저효과로 YoY 실적 성장 유효

4Q23 매출액은 5,262억원(+15.4% QoQ, +4.7% YoY), 영업이익 488억원(-4.0% QoQ, +89.1% YoY)를 전망한다. 매출액은 북미 고객사향 RF-PCB 추가 생산과 함께 국내 고객사향 플래그십 신모델 조기 생산에 따른 반등을 예상된다. 반면 영업이익은 믹스 악화로 인해 QoQ 기준 수익성 감소가 예상된다. 다만 4Q22의 낮은 기저효과를 감안했을 때, YoY 기준 대규모의 영업이익 증가가 가능할 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 31,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 31,000원을 유지한다. 현 주가는 12개월 선행 P/E 5.5배, P/B 0.85배로 북미 고객사향 납품이 시작된 2017년 이후 기준 밸류에이션 하단에 위치(그림2, 3)하고 있다. 2024년부터 1) OLED 태블릿향 납품이 본격화되고 2) BH EVS의 실적기여도가 높아진다는 점에서 현재 주가는 현저한 저평가 국면이라고 판단된다. 하방 우려 대비 열려있는 주가의 상방 가능성에 주목할 필요가 있다.

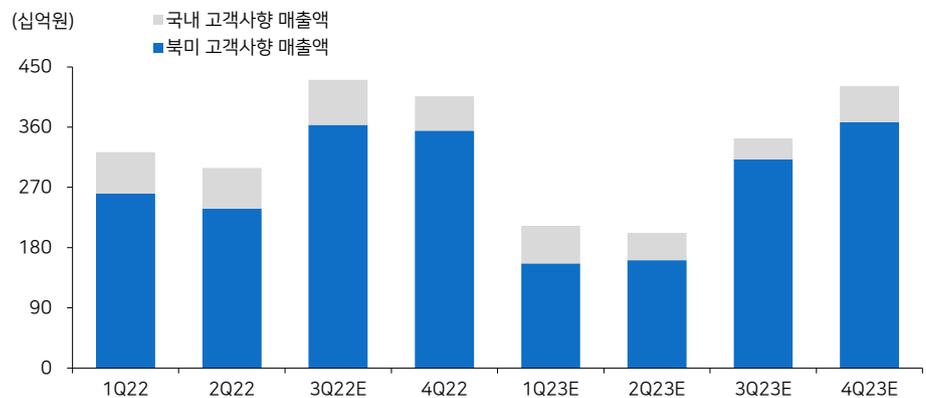
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,037.0	71.1	81.7	2,428	210.6	12,067	9.6	1.9	7.9	22.5	94.5
2022	1,681.1	131.3	143.9	4,206	69.3	16,270	5.3	1.4	4.8	29.7	74.3
2023E	1,601.4	118.2	111.8	3,244	-22.9	19,284	5.8	1.0	3.4	18.2	78.4
2024E	1,711.9	134.9	117.6	3,411	5.2	22,465	5.5	0.8	2.7	16.3	69.2
2025E	1,829.7	142.8	128.1	3,716	8.9	25,951	5.0	0.7	2.0	15.4	61.1

(십억원)	3Q23P	3Q22	(% YoY)	2Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	456.0	474.9	-4.0%	305.3	49.4%	526.9	-13.5%	502.0	-9.2%
영업이익	50.8	59.0	-13.9%	9.7	423.5%	55.0	-7.5%	46.7	8.8%
세전이익		78.9	nm	2.5	nm	61.5	nm	50.8	nm
지배주주 순이익		67.8	nm	3.9	nm	48.2	nm	40.7	nm
영업이익률(%)	11.1%	12.4%		3.2%		10.4%		9.3%	
지배주주 순이익률(%)		14.3%		1.3%		9.2%		8.1%	

자료: 비에이치, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율 (원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,315	1,311	1,331	1,290	1,308	1,298
매출액	366.2	342.0	474.9	502.6	313.9	305.3	456.0	526.2	1,685.7	1,601.4	1,711.9
(% QoQ)	-8.9%	-6.6%	38.9%	5.8%	-37.5%	-2.7%	49.4%	15.4%			
(% YoY)	163.9%	110.6%	42.3%	25.0%	-14.3%	-10.7%	-4.0%	4.7%	62.6%	-5.0%	6.9%
Display (애플)	260.5	238.2	363.5	355.0	156.6	161.1	311.8	353.2	1,217.2	982.7	1,042.3
Display (애플 외)	62.1	61.1	67.4	51.0	55.9	40.7	31.6	65.3	241.6	193.5	212.1
안테나	13.5	14.4	14.1	11.0	9.0	9.1	6.2	10.2	53.0	34.5	44.8
Battery(SDI, PCM)	16.8	12.0	13.0	10.5	9.2	8.4	5.4	8.9	52.3	31.9	32.1
전장(EV, BMS Cable)	8.5	8.0	12.1	12.0	10.9	10.2	11.7	11.8	40.6	44.6	64.0
BH EVS	0.0	0.0	0.0	61.1	70.3	75.1	88.8	76.6	0.0	310.8	314.0
기타 매출	4.8	5.3	3.1	2.0	1.0	0.6	0.5	0.3	2.4	2.5	2.6
영업이익	22.4	24.1	59.0	25.8	8.9	9.7	50.8	48.8	131.3	118.2	134.9
(% QoQ)	94.0%	7.4%	145.4%	-56.3%	-65.4%	8.9%	423.5%	-4.0%			
(% YoY)	흑전	흑전	35.0%	-40.6%	-60.2%	-59.6%	-13.9%	89.1%	84.7%	-9.9%	14.1%
영업이익률 (%)	6.1%	7.0%	12.4%	5.1%	2.8%	3.2%	11.1%	9.3%	7.8%	7.4%	7.9%

그림1 비에이치 디스플레이용 RF-PCB 매출액 전망



자료: 비에이치, 메리츠증권 리서치센터

표3 비에이치 적정주가 산정표

(원)	Fair Value(원)	비고
EPS	3,382	12개월 선행 EPS
적정배수 (배)	9.0	컨센서스 기준 최근 5개년 평균 멀티플
적정가치	30,606	
적정주가	31,000	
현재주가	18,700	
상승여력 (%)	65.8%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

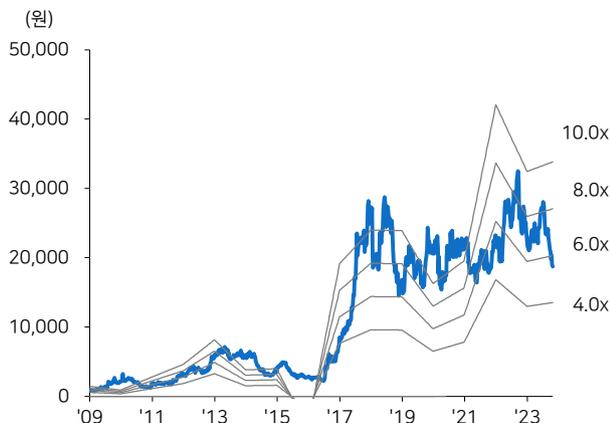
표4 비에이치 밸류에이션 테이블

(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	33,900	28,550
Low	9,130	5,650	4,945	4,100	14,850	13,750	14,050	12,150	15,750	18,600	18,460
Average	12,157	8,647	7,141	7,935	21,696	21,482	19,046	20,393	19,633	25,424	23,423
확정치 기준 PER											
High	20.7	31.8	37.1	nm	21.4	11.1	14.2	34.5	10.1	8.1	8.8
Low	12.7	13.9	17.8	nm	10.0	5.1	7.9	15.5	6.5	4.4	5.7
Average	16.9	21.3	25.7	nm	14.6	8.0	10.8	26.1	8.1	6.0	7.2
확정치 EPS (원)											
	720	407	278	-783	1,483	2,682	1,770	782	2,428	4,206	3,244
EPS Growth (%)	50.9	-43.5	-31.7	nm	nm	80.8	-34.0	-55.8	210.6	73.2	-22.9
컨센서스 기준 PER											
High	18.3	34.0	25.9	nm	16.6	12.4	10.5	16.6	12.6	7.6	8.3
Low	11.2	14.8	12.4	nm	7.8	5.7	5.9	7.5	8.1	4.2	5.4
Average	14.9	22.7	17.9	nm	11.3	9.0	8.0	12.5	10.0	5.7	6.8
컨센서스 EPS (원)											
	815	381	398	-458	1,912	2,399	2,390	1,625	1,955	4,449	3,424
EPS growth (%)	70.8	-47.1	-2.1	nm	nm	61.7	-10.9	-8.2	150.1	83.2	-18.6

주: 2023년 주가는 1월 2일 ~ 10월 31일 기준

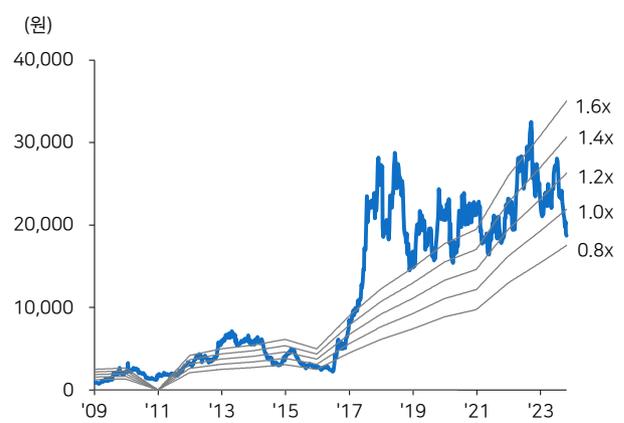
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 비에이치 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 비에이치 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

비에이치 (090460)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,037.0	1,681.1	1,601.4	1,711.9	1,829.7
매출액증가율(%)	43.8	62.1	-4.7	6.9	6.9
매출원가	936.5	1,488.2	1,420.9	1,516.5	1,623.5
매출총이익	100.5	192.9	180.5	195.4	206.2
판매관리비	29.4	61.6	62.3	60.5	63.4
영업이익	71.1	131.3	118.2	134.9	142.8
영업이익률(%)	6.9	7.8	7.4	7.9	7.8
금융손익	0.2	-1.8	5.1	-3.0	0.3
중속/관계기업손익	2.3	4.9	4.9	4.9	4.9
기타영업외손익	30.8	30.2	8.2	4.5	4.2
세전계속사업이익	104.4	164.5	136.4	141.4	152.1
법인세비용	22.7	23.8	27.2	26.4	26.9
당기순이익	81.7	140.7	109.3	114.9	125.2
지배주주지분 손이익	81.7	143.9	111.8	117.6	128.1

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	505.0	529.2	749.2	864.4	993.5
현금및현금성자산	98.2	89.9	330.7	417.0	515.3
매출채권	217.3	128.8	122.7	131.2	140.2
재고자산	114.4	99.7	95.0	101.5	108.5
비유동자산	288.4	478.1	462.4	465.9	461.7
유형자산	240.6	263.2	254.0	259.2	256.2
무형자산	4.0	124.4	119.8	115.5	111.5
투자자산	32.1	60.3	58.5	61.1	63.8
자산총계	793.4	1,007.3	1,211.6	1,330.3	1,455.3
유동부채	371.5	412.1	515.7	526.5	533.3
매입채무	174.7	173.5	165.3	176.7	188.8
단기차입금	138.6	172.3	287.3	282.3	272.3
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	13.9	17.3	16.6	17.5	18.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
부채총계	385.4	429.3	532.3	544.0	551.8
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	591.8	701.4	821.6
비지배주주지분	0.0	17.3	14.7	12.1	9.2
자본총계	408.0	578.0	679.3	786.3	903.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	33.1	197.4	149.7	148.3	156.0
당기순이익(손실)	81.7	140.7	109.3	114.9	125.2
유형자산상각비	34.7	42.2	49.2	44.8	42.9
무형자산상각비	0.2	1.9	4.6	4.3	4.0
운전자본의 증감	-99.2	9.5	7.1	-9.8	-10.5
투자활동 현금흐름	-35.3	-240.0	-15.9	-49.1	-39.7
유형자산의증가(CAPEX)	-41.2	-66.5	-40.0	-50.0	-40.0
투자자산의감소(증가)	-5.0	-28.3	1.9	-2.6	-2.8
재무활동 현금흐름	36.3	35.1	107.0	-12.9	-17.9
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	240.8	86.3	98.4
기초현금	64.0	98.2	89.9	330.7	417.0
기말현금	98.2	89.9	330.7	417.0	515.4

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	30,806	49,127	46,466	49,670	53,088
EPS(지배주주)	2,428	4,206	3,244	3,411	3,716
CFPS	4,109	6,438	4,964	5,314	5,478
EBITDAPS	3,150	5,124	4,991	5,340	5,505
BPS	12,067	16,270	19,284	22,465	25,951
DPS	250	250	250	250	250
배당수익률(%)	1.1	1.1	1.3	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	9.6	5.3	5.8	5.5	5.0
PCR	5.6	3.5	3.8	3.5	3.4
PSR	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4
PBR	1.9	1.4	1.0	0.8	0.7
EBITDA(십억원)	106.0	175.3	172.0	184.1	189.7
EV/EBITDA	7.9	4.8	3.4	2.7	2.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	22.5	29.7	18.2	16.3	15.4
EBITDA 이익률	10.2	10.4	10.7	10.8	10.4
부채비율	94.5	74.3	78.4	69.2	61.1
금융비용부담률	0.3	0.3	0.5	0.6	0.6
이자보상배율(x)	19.7	24.6	13.5	12.5	13.6
매출채권회전율(x)	6.3	9.7	12.7	13.5	13.5
재고자산회전율(x)	10.1	15.7	16.5	17.4	17.4

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 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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

비에이치 (090460) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

