

# 비에이치 (090460/KS)

## 기대감이라곤 없는 현 주가

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 32,500 원(하향)  
 현재주가: 20,950 원  
 상승여력: 55.1%



Analyst  
**박형우/권민규**

hyungwoo@sk.com  
 02-3773-9035

#### Company Data

발행주식수	3,446 만주
시가총액	722 십억원
주요주주	
이경환(외1)	21.00%
자사주	8.09%

#### Stock Data

주가(23/11/15)	20,950 원
KOSPI	2,486.67 pt
52주 최고가	28,550 원
52주 최저가	18,460 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

#### 주가 및 상대수익률



### 3Q 리뷰, 국내 고객사 부진

3분기 영업이익은 508 억원(-14%, YoY)를 기록했다. 컨센서스(550 억원)을 하회했다. 그러나 이미 낮아졌던 최근 시장 눈높이 수준의 실적이다. ① 매출은 예상대비 부진했다. 국내 고객사의 물량 감소 영향이다. 다행히 보급형 모델 중심의 부품 주문 감소로 수익성은 개선됐다. 국내고객사 향 FPCB 의 영업이익률은 약 3 년만에 흑자전환에 성공했다. ② 북미 고객사향 FPCB 매출도 타 서플라이체인에 비해서 견조했다. 다수의 북미 고객사 벤더들은 3분기에 신모델 부품 양산이 전년대비 1~2 개월 지연됐다. 동사는 약 1~2 주 수준의 지연이었다. ③ 무선충전모듈 부문도 흑자전환에 성공했다.

### 4Q 전망, 연말 재고조정에도 견조한 북미 고객사향 물량

4분기 영업이익은 482 억원(+87%, YoY)로 전망된다. 계절성으로 전분기 대비 감소하나 전년대비로는 큰 폭의 개선이다. 북미 고객사향 FPCB 공급은 우려와 달리 견조하다. 7~8 월의 선제적인 재고조정으로 추가 오더컷이 크지 않기 때문이다. 또한, 고객사의 주문량은 디스플레이 고객사의 점유율 상승으로 연초대비 오히려 늘었다.

타 사업부문들도 견조하다. ① 국내 고객사향 FPCB 매출은 플래그십과 폴더블 중심의 공급으로 제품믹스가 개선됐다. 과거 -30%까지 OPM 이 하락했던 제품군이다. 현재는 BEP 수준으로 적자폭이 크게 줄었다. ② BMS 케이블도 중장기 성장이 지속된다. ③ 무선충전모듈은 자회사 디케이티와 협업을 통해 빠르게 외형을 키우고 있다.

### 다수의 우려는 주가에 반영. 기대치가 낮아진 현 주가

목표주가(32,500 원)는 23년 EPS 에 부품의 통상적인 PER 10 배를 반영했다. 다수의 우려로 주가가 하락했다. ① 아이폰 판매부진, ② 점유율 변화 가능성, ③ 북미고객사 태블릿 출시 지연 등이다. 현 주가에는 기대감이라곤 없다. 현재 주가는 23F PER 6.4 배, 24F 5.4 배다. 저평가 국면이다. 하방이 제한적이다. 반면, IT (태블릿, 노트북)용 OLED 시장 개화와 무선충전모듈/BMS 케이블 사업은 향후 5 년간의 성장동력이다. 저점 매수 전략을 제시한다.

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	721	1,037	1,681	1,608	1,803	1,964
영업이익	십억원	34	71	131	118	151	177
순이익(지배주주)	십억원	26	82	144	114	134	158
EPS	원	774	2,417	4,176	3,297	3,893	4,573
PER	배	28.4	9.6	5.4	6.4	5.4	4.6
PBR	배	2.0	1.7	1.3	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	11.7	7.9	4.8	3.4	2.2	1.3
ROE	%	8.7	22.5	29.7	18.4	18.2	18.0

비에이치 제품별 실적 추정											
(단위: 억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>3,662</b>	<b>3,391</b>	<b>4,732</b>	<b>5,025</b>	<b>3,139</b>	<b>3,053</b>	<b>4,561</b>	<b>5,324</b>	<b>16,811</b>	<b>16,076</b>	<b>18,033</b>
QoQ %	-9	-7	40	6	-38	-3	49	17	-	-	-
YoY %	164	109	42	25	-14	-10	-4	6	62	-4	12
RFPCB, Display (Kor.)	474	195	216	416	529	157	66	324	1,300	1,076	1,425
RFPCB, Foldable	147	417	459	95	30	250	250	151	1,117	681	885
RFPCB, Display (Int.)	2,605	2,382	3,635	3,550	1,576	1,611	3,118	3,595	12,172	9,900	9,487
RFPCB, Tablet (Int.)	0	0	0	0	0	0	0	0			750
Smartphone FPCB	135	144	141	110	90	91	62	132	530	375	488
Samsung SDI	168	120	130	105	92	84	54	53	523	283	278
EV (BMS Cable)	85	80	121	120	109	102	117	125	406	453	595
기타	48	53	31	20	10	6	5	10	152	31	28
EVS (무선충전모듈)	0	0	0	611	703	751	888	932	611	3,274	4,096
<b>영업이익</b>	<b>224</b>	<b>241</b>	<b>590</b>	<b>258</b>	<b>89</b>	<b>107</b>	<b>508</b>	<b>482</b>	<b>1,313</b>	<b>1,185</b>	<b>1,511</b>
OPM %	6	7	12	5	3	3	11	9	8	7	8
YoY %	-249	-2479	35	-41	-60	-56	-14	87	85	-10	27

자료 : SK 증권 추정

**비에이치 PER (12MF)**



자료 : QuantWise, SK 증권 / 빨간 점선은 현재 밸류에이션, 회색 점선은 과거의 저점과 고점

**비에이치 Trailing PBR**



자료 : QuantWise, SK 증권 / 빨간 점선은 현재 밸류에이션, 회색 점선은 과거의 저점과 고점

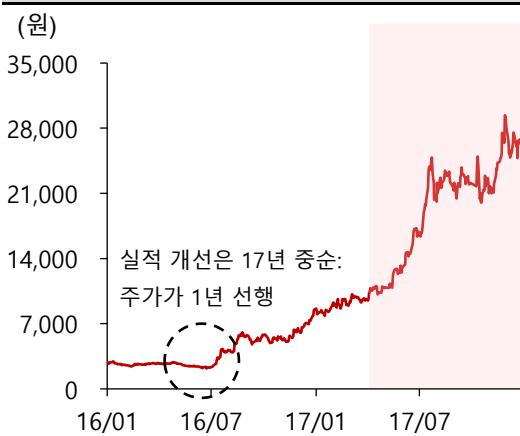
비에이치 분기 실적 리뷰 테이블

(단위: 십억원)

구분	3Q22	2Q23	3Q23P			4Q23 (E) 컨센	2022	2023 (E) 컨센	2024 (E) 컨센
			SK	컨센	확정치				
매출액	473	305	552	527	456	537	1,650	1,626	1,778
영업이익	59	10	58	55	51	48	149	119	140
순이익	67	1		54		40	153	110	124

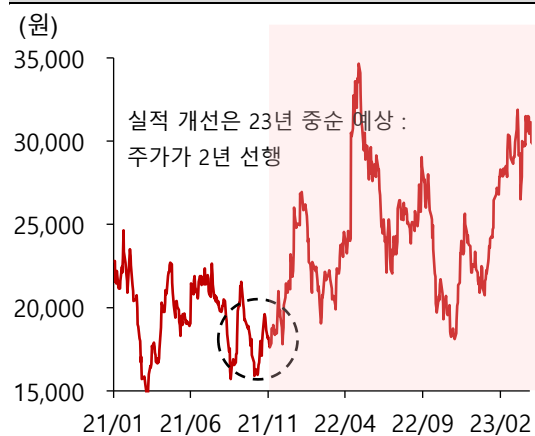
자료: 비에이치, SK 증권

비에이치 주가 상승 사례: 16년 6월



자료: QuantiWise, SK 증권

자화전자 주가 상승 사례: 21년 8월



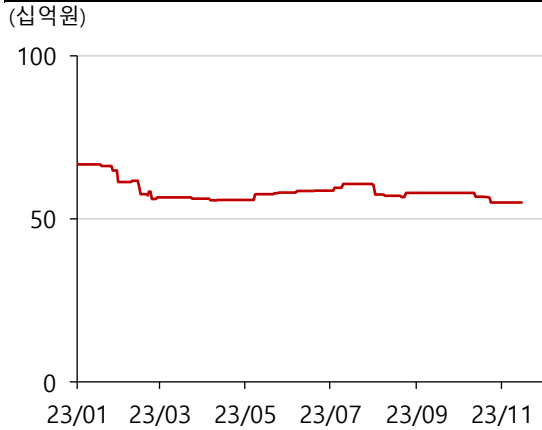
자료: QuantiWise, SK 증권

비에이치 EV/EBITDA (12MF)



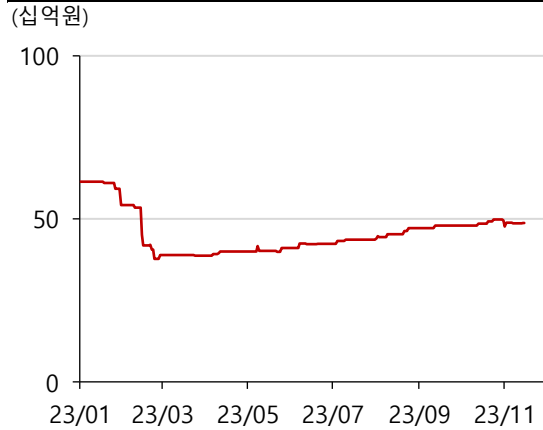
자료 : QuantiWise, SK 증권 / 빨간 점선은 현재 밸류에이션, 회색 점선은 과거의 저점과 고점

비에이치 3Q23 영업이익 컨센서스 추이



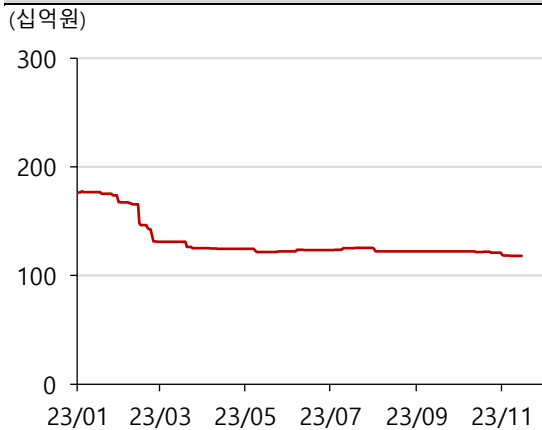
자료: QuantiWise, SK 증권

비에이치 4Q23F 영업이익 컨센서스 추이



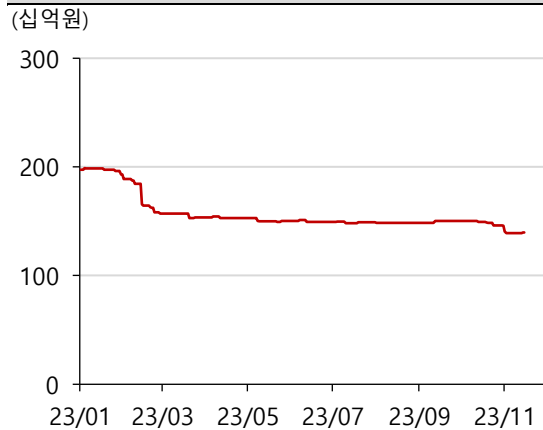
자료: QuantiWise, SK 증권

비에이치 2023년 영업이익 컨센서스 추이



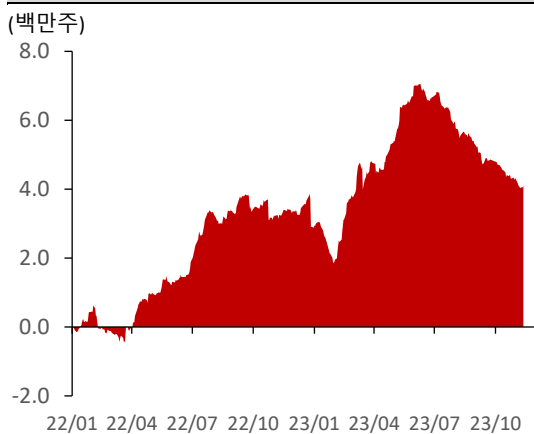
자료: QuantiWise, SK 증권

비에이치 2024년 영업이익 컨센서스 추이



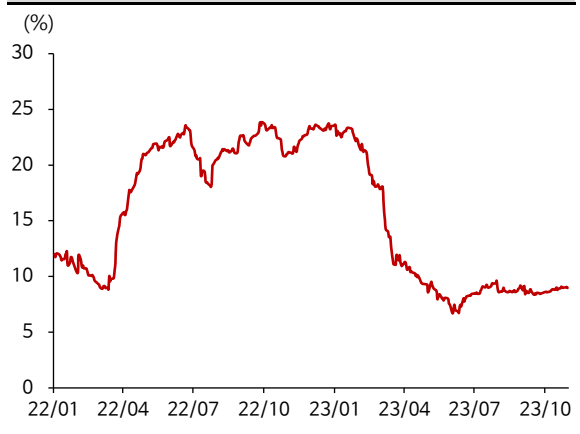
자료: QuantiWise, SK 증권

비에이치 기관 순매수 추이 (2022년 초~)



자료: QuantiWise, SK 증권

비에이치 외국인 비중 추이



자료: QuantiWise, SK 증권

**비에이치 실적추정 변경표**

구분	변경전		변경후		변경율 (%)	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	1,685	1,823	1,608	1,803	(4.6)	(1.1)
영업이익	131	152	119	151	(9.5)	(0.6)
순이익	144	159	118	133	(17.8)	(16.3)
OPM (%)	7.8	8.3	7.4	8.4	-	-
NPM	8.5	8.7	7.4	7.4	-	-

자료: SK 증권 추정

**비에이치 목표주가 밸류에이션 분석**

	2023E	비고
목표주가	32,500 원	
29E EPS	3,297 원	23년 예상 EPS
목표 PER	10 배	IT 부품 통상적 PER 10 배
시가총액 가치	32,970 원	

자료: SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	505	529	602	716	863
현금및현금성자산	98	90	286	408	538
매출채권 및 기타채권	218	155	155	151	160
재고자산	114	100	95	92	97
<b>비유동자산</b>	288	478	508	499	504
장기금융자산	10	24	36	36	37
유형자산	241	263	282	281	289
무형자산	4	124	123	116	110
<b>자산총계</b>	793	1,007	1,110	1,215	1,367
<b>유동부채</b>	371	412	406	383	382
단기금융부채	154	173	161	145	130
매입채무 및 기타채무	176	176	203	198	208
단기충당부채	1	2	2	2	2
<b>비유동부채</b>	14	17	18	16	17
장기금융부채	0	3	3	2	1
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	385	429	423	400	398
<b>지배주주지분</b>	408	561	673	800	949
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	75	91	91	91	91
기타자본구성요소	-50	-55	-55	-55	-55
자기주식	-50	-55	-55	-55	-55
이익잉여금	350	488	593	720	869
비지배주주지분	0	17	13	16	19
<b>자본총계</b>	408	578	687	816	968
<b>부채외자본총계</b>	793	1,007	1,110	1,215	1,367

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	35	199	239	194	219
당기순이익(손실)	82	141	110	137	161
비현금성항목등	57	80	85	88	90
유형자산감가상각비	35	42	46	46	47
무형자산상각비	0	2	7	6	6
기타	22	36	32	36	37
운전자본감소(증가)	-99	9	77	-0	0
매출채권및기타채권의감소(증가)	-94	76	0	4	-8
재고자산의감소(증가)	-28	22	9	2	-5
매입채무및기타채무의증가(감소)	67	-3	-0	-5	11
기타	-43	-86	68	-1	3
법인세납부	-4	-31	-33	-34	-40
<b>투자활동현금흐름</b>	-35	-237	-81	-48	-64
금융자산의감소(증가)	-1	-51	-13	1	-2
유형자산의감소(증가)	-34	-64	-59	-45	-55
무형자산의감소(증가)	0	-122	-5	0	0
기타	-0	-0	-4	-4	-7
<b>재무활동현금흐름</b>	36	15	-28	-25	-23
단기금융부채의증가(감소)	46	28	-15	-16	-14
장기금융부채의증가(감소)	-0	-1	-1	-1	-1
자본의증가(감소)	5	16	0	0	0
배당금지급	-8	-8	-8	-8	-8
기타	-7	-20	-4	0	-0
<b>현금의 증가(감소)</b>	34	-8	196	122	130
기초현금	64	98	90	286	408
기말현금	98	90	286	408	538
FCF	1	135	180	149	164

자료 : 비에이치, SK증권 추정

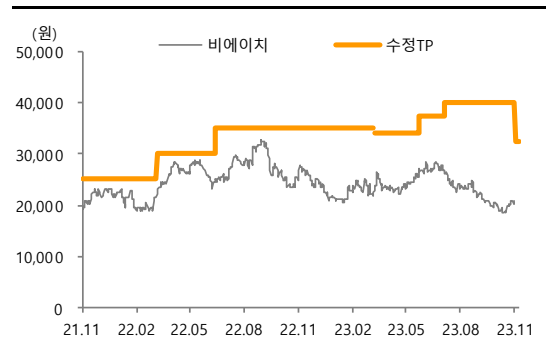
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	1,037	1,681	1,608	1,803	1,964
<b>매출원가</b>	937	1,488	1,417	1,565	1,682
<b>매출총이익</b>	100	193	190	239	282
매출총이익률(%)	9.7	11.5	11.8	13.2	14.3
<b>판매비와 관리비</b>	29	62	73	88	105
<b>영업이익</b>	71	131	118	151	177
영업이익률(%)	6.9	7.8	7.3	8.4	9.0
<b>비영업손익</b>	33	33	19	20	24
순금융손익	-3	-3	-3	3	7
외환관련손익	28	27	7	-5	-5
관계기업등 투자손익	2	5	-1	-1	-1
<b>세전계속사업이익</b>	104	164	136	171	201
세전계속사업이익률(%)	10.1	9.8	8.5	9.5	10.2
<b>계속사업법인세</b>	23	24	26	34	40
<b>계속사업이익</b>	82	141	110	137	161
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	82	141	110	137	161
순이익률(%)	7.9	8.4	6.8	7.6	8.2
<b>지배주주</b>	82	144	114	134	158
지배주주귀속 순이익률(%)	7.9	8.6	7.1	7.4	8.0
<b>비지배주주</b>	0	-3	-4	3	3
총포괄이익	95	147	117	137	161
지배주주	95	150	23,371	37,102	43,585
비지배주주	0	-3	-23,254	-36,965	-43,424
<b>EBITDA</b>	106	175	170	203	229

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	438	621	-4.4	12.2	8.9
영업이익	108.8	84.7	-10.4	28.5	16.9
세전계속사업이익	208.3	57.5	-17.2	25.6	17.5
EBITDA	59.5	65.4	-2.9	19.4	12.8
EPS	212.4	72.7	-21.1	18.1	17.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	12.1	15.6	10.4	11.8	12.5
ROE	22.5	29.7	18.4	18.2	18.0
EBITDA마진	10.2	10.4	10.6	11.3	11.7
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	135.9	128.4	148.5	186.8	226.0
부채비율	94.5	74.3	61.7	49.0	41.1
순차입금/자기자본	13.3	8.6	-23.4	-36.6	-46.1
EBITDA/이자비용(배)	29.4	32.8	20.4	26.6	33.5
배당성향	9.6	5.5	7.0	5.9	5.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,417	4,176	3,297	3,893	4,573
BPS	13,544	17,852	21,132	24,795	29,138
CFPS	3,451	5,454	4,827	5,412	6,105
주당 현금배당금	250	250	250	250	250
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	9.6	5.4	6.4	5.4	4.6
PBR	1.7	1.3	1.0	0.8	0.7
PCR	6.7	4.1	4.3	3.9	3.4
EV/EBITDA	7.9	4.8	3.4	2.2	1.3
배당수익률	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.11.16	매수	32,500원	6개월		
2023.07.20	매수	40,000원	6개월	-45.08%	-34.00%
2023.06.07	매수	37,500원	6개월	-27.54%	-23.87%
2023.03.24	매수	34,000원	6개월	-29.60%	-22.50%
2022.06.29	매수	35,000원	6개월	-27.04%	-6.14%
2022.03.21	매수	30,000원	6개월	-12.53%	-4.00%
2021.03.23	매수	25,000원	6개월	-21.33%	-6.80%



### Compliance Notice

작성자(박형우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 16일 기준)

매수	93.44%	중립	6.56%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------