

2023. 10. 24



▲ 전기전자/IT 부품장비

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

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **31,000 원**

현재주가 (10.23) **18,710 원**

상승여력 **65.7%**

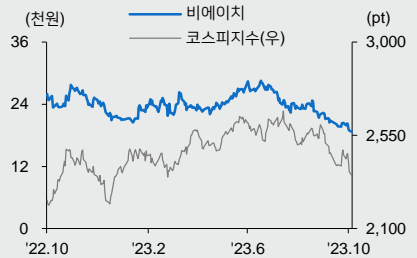
KOSPI	2,357.02pt
시가총액	6,448억원
발행주식수	3,446만주
유동주식비율	70.91%
외국인비중	8.89%
52주 최고/최저가	28,550원/18,710원
평균거래대금	102.3억원

주요주주(%)

이경환 외 1 인	21.00
국민연금공단	5.02

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.0	-20.6	-24.6
상대주가	-6.3	-14.2	-29.2

주가그래프



비에이치 090460

핵심은 OLED 생태계의 확장

- ✓ 프로맥스 생산차질과 BH EVS 적자 반영으로 3Q23 부진한 실적 예상
- ✓ 다만 4Q23은 아이폰 15 프로맥스 추가 생산과 BH EVS 턴어라운드 효과 기대
- ✓ 2024년부터 진행될 IT OLED 확장에 주목, 내년 2종을 시작으로 2025년 4종, 2026년 6~7종 제품군의 OLED 전환을 예상
- ✓ 예상되는 기대 매출은 2024년 638억원 → 2026년 1,452억원으로 확대될 전망
- ✓ 밸류에이션 하단에 위치한 현 주가는 OLED의 확장성을 반영한 주가 반등을 기대할 수 있는 구간이라 판단

3Q23 Preview: 기대 대비 부진

3Q23 매출액(5,052억원)과 영업이익(467억원)은 컨센서스를 각각 6.5%, 17.8% 하회할 전망이다. 1) 아이폰 15 프로맥스 생산 차질의 영향과 2) BH EVS 30억원 수준의 적자 반영으로 계절적 성수기 진입에도 상대적으로 부진한 수익성이 예상된다. 다만 4Q23 영업이익(515억원)은 컨센서스(485억원)를 6.5% 상회하는 실적을 예상한다. 3분기와 반대로 아이폰 15 프로맥스 500만대 추가 생산과 BH EVS의 턴어라운드가 반영되는 효과이다. 갤럭시S24 조기생산의 영향도 존재한다.

2024년은 IT OLED의 원년, 향후 제품군 확장에 주목

동사는 10월 10일 북미 고객사향 IT OLED 용 HDI 생산라인 증설을 포함, 600억원의 신규시설투자를 공시했다. 예상되는 동사의 생산 물량은 300만대 수준으로, 기존 아이폰과 달리 bare PCB를 SMT 사에 납품하는 형태로 공급이 진행될 전망이다. 이에 따라 기대대비 ASP는 낮으나, 투입되는 원부자재 및 공정 수의 감소로 상대적인 고수익성이 예상된다. 관건은 향후 진행될 IT OLED 제품군의 확장으로, 내년 2종을 시작으로 2025년 4종, 2026년 6~7종 제품군의 OLED 전환이 예상된다. 예상되는 기대 매출은 2024년 638억원 → 2026년 1,452억원으로 확대될 전망이고 향후 HDI → RFPCB 전환 시 추가적인 업사이드도 기대할 수 있다.

2023년과 2024년 영업이익 전망치 조정(각각 -7.1%, -13.4%)을 반영하여 적정주가를 31,000원으로 하향 제시한다. 다만 현 주가는 12개월 선행 P/E 5.5배로 밸류에이션 하단에 위치(그림 2)한 만큼 추가적인 하방 압력은 제한적이고, 오히려 OLED의 확장성에 기반한 주가 반등을 기대해볼 수 있는 구간이라 판단된다. 중장기 성장성을 고려한 매수관점 접근이 유효한 시점이다.

(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	1,656.9	116.8	110.5	3,207	-23.8	19,247	5.8	1.0	3.5	18.1	79.7
2024E	1,745.5	137.4	119.5	3,467	8.1	22,484	5.4	0.8	2.6	16.6	69.8
2025E	1,903.5	147.7	132.1	3,834	10.6	26,088	4.9	0.7	1.9	15.8	62.0

표1 비에이치 3Q23 Preview

(십억원)	3Q23E	3Q22	(% YoY)	2Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	502.2	474.9	5.7%	305.3	64.5%	537.2	-6.5%
영업이익	46.7	59.0	-20.9%	9.7	380.9%	56.8	-17.8%
세전이익	50.8	78.9	-35.6%	2.5	1913.4%	64.1	-20.8%
지배주주 순이익	40.7	67.8	-40.0%	3.9	954.9%	52.0	-21.8%
영업이익률 (%)	9.3%	12.4%		3.2%		10.6%	
지배주주순이익률 (%)	8.1%	14.3%		1.3%		9.7%	

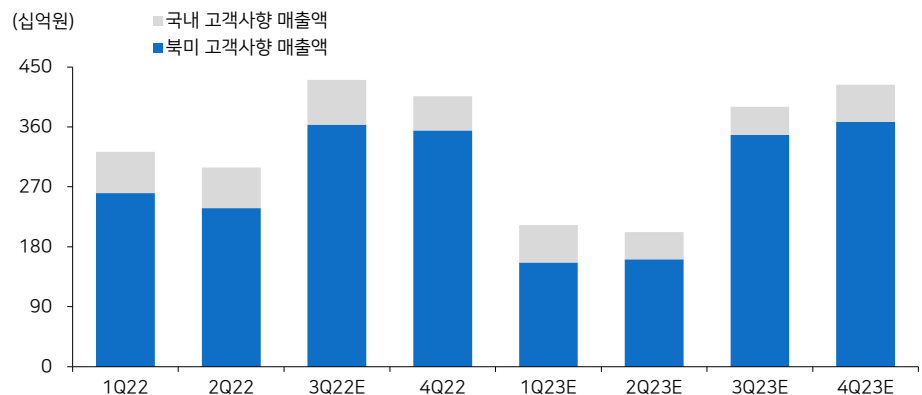
자료: 비에이치, 메리츠증권 리서치센터

표2 비에이치 실적 테이블

(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	502.2	535.5	1,685.7	1,656.9	1,745.5
(% QoQ)	-8.9%	-6.6%	38.9%	5.8%	-37.5%	-2.7%	64.5%	6.6%			
(% YoY)	163.9%	110.6%	42.3%	25.0%	-14.3%	-10.7%	5.7%	6.5%	62.6%	-1.7%	5.4%
Display (애플)	260.5	238.2	363.5	355.0	156.6	161.1	348.3	367.5	1,217.2	1,033.5	1,032.3
Display (애플 외)	62.1	61.1	67.4	51.0	55.9	40.7	42.2	55.9	241.6	194.7	234.6
안테나	13.5	14.4	14.1	11.0	9.0	9.1	10.3	10.2	53.0	38.6	44.8
Battery(SDI, PCM)	16.8	12.0	13.0	10.5	9.2	8.4	10.4	9.5	52.3	37.5	37.4
전장(EV, BMS Cable)	8.5	8.0	12.1	12.0	10.9	10.2	16.3	16.8	40.6	54.2	78.0
BH EVS	0.0	0.0	0.0	61.1	70.3	75.1	73.1	74.6	0.0	291.4	314.0
기타 매출	4.8	5.3	3.1	2.0	1.0	0.6	1.6	1.0	4.2	4.4	4.4
영업이익	22.4	24.1	59.0	25.8	8.9	9.7	46.7	51.5	131.3	116.8	137.4
(% QoQ)	94.0%	7.4%	145.4%	-56.3%	-65.4%	8.9%	380.9%	10.3%			
(% YoY)	흑전	흑전	35.0%	-40.6%	-60.2%	-59.6%	-20.9%	99.6%	84.7%	-11.0%	17.6%
영업이익률 (%)	6.1%	7.0%	12.4%	5.1%	2.8%	3.2%	9.3%	9.6%	7.8%	7.0%	7.9%
세전이익	33.6	43.3	78.9	8.7	26.1	2.5	50.8	55.5	164.5	134.9	143.6
지배주주 순이익	29.4	33.0	67.8	13.7	25.4	3.9	40.7	40.6	143.9	110.5	119.5
지배주주 순이익률	8.0%	9.7%	14.3%	2.7%	8.1%	1.3%	8.1%	7.6%	8.5%	6.7%	6.8%

자료: 비에이치, 메리츠증권 리서치센터

그림1 비에이치 디스플레이용 RF-PCB 매출액 전망



자료: 비에이치, 메리츠증권 리서치센터

표3 비에이치 적정주가 산정표

(원)	Fair Value(원)	비고
EPS	3,417	12개월 선행 EPS
적정배수 (배)	9.0	컨센서스 기준 최근 5개년 평균 멀티플
적정가치	30,910	
적정주가	31,000	
현재주가	18,710	
상승여력 (%)	65.7%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

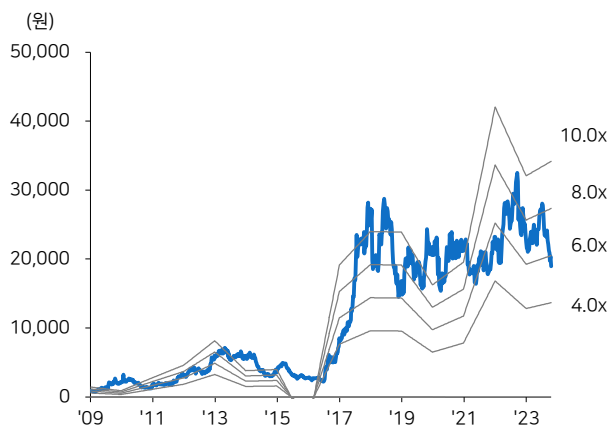
표1 비에이치 밸류에이션 테이블

(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	18,710
Average	12,157	8,647	7,141	7,935	21,696	21,482	19,046	20,393	19,633	25,424	23,550
확정치 기준 PER											
High	20.7	31.8	37.1	nm	21.4	11.1	14.2	34.5	10.1	8.1	8.9
Low	12.7	13.9	17.8	nm	10.0	5.1	7.9	15.5	6.5	4.4	5.8
Average	16.9	21.3	25.7	nm	14.6	8.0	10.8	26.1	8.1	6.0	7.3
확정치 EPS (원)											
EPS Growth (%)	50.9	-43.5	-31.7	nm	nm	80.8	-34.0	-55.8	210.6	73.2	-23.8
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)											
EPS growth (%)	70.8	-47.1	-2.1	nm	nm	61.7	-10.9	-8.2	150.1	83.2	-18.0

주: 2023년 주가는 1월 2일 ~ 10월 23일 기준

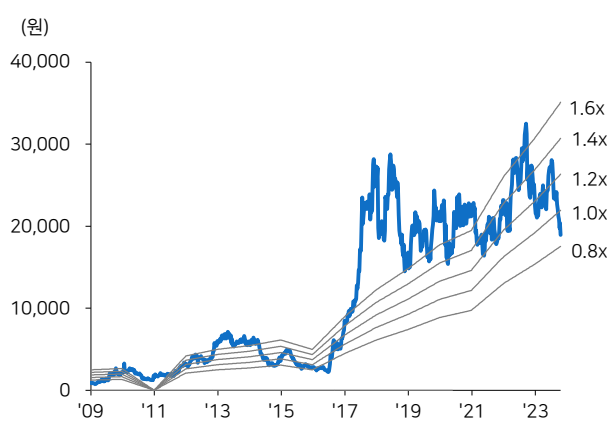
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 비에이치 PER 밴드 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 비에이치 PBR 밴드 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

비에이치 (090460)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,037.0	1,681.1	1,656.9	1,745.5	1,903.5
매출액증가율(%)	43.8	62.1	-1.4	5.4	9.1
매출원가	936.5	1,488.2	1,480.5	1,546.9	1,690.5
매출총이익	100.5	192.9	176.4	198.6	213.0
판매관리비	29.4	61.6	59.6	61.2	65.3
영업이익	71.1	131.3	116.8	137.4	147.7
영업이익률(%)	6.9	7.8	7.0	7.9	7.8
금융손익	0.2	-1.8	5.0	-3.1	0.2
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	134.9	143.6	156.9
법인세비용	22.7	23.8	26.9	26.9	27.8
당기순이익	81.7	140.7	108.0	116.8	129.1
지배주주지분 손이익	81.7	143.9	110.5	119.5	132.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	33.1	197.4	143.5	152.1	156.4
당기순이익(손실)	81.7	140.7	108.0	116.8	129.1
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	2.2	-7.9	-14.1
투자활동 현금흐름	-35.3	-240.0	-18.4	-48.2	-41.5
유형자산의증가(CAPEX)	-41.2	-66.5	-40.0	-50.0	-40.0
투자자산의감소(증가)	-5.0	-28.3	0.6	-2.1	-3.7
재무활동 현금흐름	36.3	35.1	107.1	-12.9	-17.8
차입금의 증감	46.1	22.8	115.0	-5.0	-9.9
자본의 증가	4.6	15.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	34.1	-8.3	232.1	91.1	97.0
기초현금	64.0	98.2	89.9	322.0	413.1
기말현금	98.2	89.9	322.0	413.1	510.1

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	505.0	529.2	755.0	869.3	1,007.6
현금및현금성자산	98.2	89.9	322.0	413.1	510.1
매출채권	217.3	128.8	127.0	133.8	145.9
재고자산	114.4	99.7	98.3	103.5	112.9
비유동자산	288.4	478.1	463.7	466.7	463.5
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	59.8	61.9	65.6
자산총계	793.4	1,007.3	1,218.8	1,336.0	1,471.1
유동부채	371.5	412.1	523.6	531.3	543.8
매입채무	174.7	173.5	171.0	180.2	196.5
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	17.1	17.8	19.1
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	540.7	549.1	562.9
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	590.5	702.0	826.3
비지배주주지분	0.0	17.3	14.8	12.1	9.1
자본총계	408.0	578.0	678.1	786.9	908.2

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	30,806	49,127	48,075	50,647	55,232
EPS(지배주주)	2,428	4,206	3,207	3,467	3,834
CFPS	4,109	6,438	4,922	5,385	5,621
EBITDAPS	3,150	5,124	4,949	5,411	5,648
BPS	12,067	16,270	19,247	22,484	26,088
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	5.4	4.9
PCR	5.6	3.5	3.8	3.5	3.3
PSR	0.8	0.5	0.4	0.4	0.3
PBR	1.9	1.4	1.0	0.8	0.7
EBITDA(십억원)	106.0	175.3	170.6	186.5	194.7
EV/EBITDA	7.9	4.8	3.5	2.6	1.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	22.5	29.7	18.1	16.6	15.8
EBITDA 이익률	10.2	10.4	10.3	10.7	10.2
부채비율	94.5	74.3	79.7	69.8	62.0
금융비용부담률	0.3	0.3	0.5	0.6	0.6
이자보상배율(x)	19.7	24.6	13.4	12.7	14.0
매출채권회전율(x)	6.3	9.7	13.0	13.4	13.6
재고자산회전율(x)	10.1	15.7	16.7	17.3	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 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	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자 의견 비율

투자 의견	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

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.08.01	Indepth	Buy	43,000	양승수	-32.0	-26.5	
2022.09.08	기업브리프	Buy	49,000	양승수	-41.9	-33.0	
2022.10.26	기업브리프	Buy	47,000	양승수	-49.7	-48.7	
2022.11.09	산업분석	Buy	42,000	양승수	-43.8	-33.9	
2023.02.14	기업브리프	Buy	34,000	양승수	-30.5	-22.5	
2023.05.25	산업분석	Buy	35,000	양승수	-24.3	-18.9	
2023.07.04	기업브리프	Buy	38,000	양승수	-38.2	-24.9	
2023.10.24	기업브리프	Buy	31,000	양승수	-	-	