

2024. 02. 20



▲ 전기전자/IT부품장비

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

**Buy** (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

**적정주가 (12개월)** 25,000 원

**현재주가 (2.19)** 17,640 원

**상승여력** 41.7%

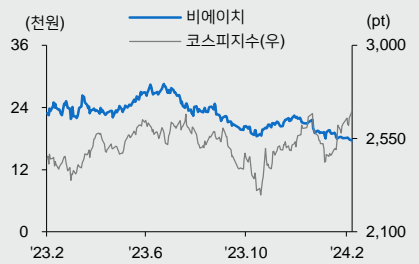
KOSPI	2,680.26pt
시가총액	6,080억원
발행주식수	3,446만주
유동주식비율	70.78%
외국인비중	10.31%
52주 최고/최저가	28,550원/17,640원
평균거래대금	82.6억원

**주요주주(%)**

이경환 외 6 인	21.13
국민연금공단	7.25

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.1	-24.6	-24.3
상대주가	-15.2	-29.6	-30.8

**주가그래프**



# 비에이치 090460

## 인고의 시간

- ✓ 4Q23 매출액은 당사 추정치에 부합했으나 영업이익은 -66.1% 하회
- ✓ IT OLED 신규 라인 셋업 추가 비용 등 다수의 일회성 비용이 반영되었기 때문
- ✓ 1Q23 매출액 3,116억원(-0.7% YoY), 영업이익 81억원(-8.7% YoY) 전망
- ✓ 2024년 및 중장기 실적 성장 방향성은 유효하나 상반기 실적 모멘텀은 부재 → 하반기 신모델 출시 후 본격적인 실적 반등 예상
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 25,000원으로 -19.5% 하향 제시

**4Q23 Review: 일회성 비용 반영으로 부진**

4Q23 매출액(5,167억원)은 당사 추정치에 부합했으나 영업이익(508억원)은 -66.1% 하회했다. 매출액은 국내 고객사향 매출이 부진했음에도 불구하고 북미 고객사향 공급 확대와 BH EVS 매출 확대에 분기 최대 매출액을 시현했다. 다만 영업이익은 IT OLED 신규 라인 셋업 추가 비용, 외부가공비 등 다수의 일회성 비용이 반영되며 부진했다.

**1Q24 Preview: 인고의 시간 진입**

1Q24 매출액은 3,116억원(-39.7% QoQ, -0.7% YoY), 영업이익 81억원(-49.5% QoQ, -8.7% YoY)를 전망한다. S시리즈 판매 호조에 따른 국내 고객사향 매출 확대와 BH EVS의 지속적인 매출 호조를 예상한다. 다만 아이폰15 흥행 부진으로 인해 상반기 북미 고객사향 RF-PCB의 매출 반등 가능성은 제한적일 것으로 판단한다. 기대했던 IT OLED향 공급도 생산 투입이 지연됨에 2분기부터 본격적으로 확대될 전망이다 영업이익은 믹스 악화로 인해 QoQ, YoY 기준 수익성 감소를 예상되고, 본격적인 실적 반등은 하반기 신모델 출시 전후부터 이뤄질 전망이다.

**투자의견 Buy, 목표주가 25,000원 제시**

2024년 영업이익 추정치 -20.5% 하향을 반영, 적정주가를 25,000원으로 -19.4% 하향한다. 상반기 실적 모멘텀은 부재하나, 12개월 선행 P/E 6.2배, P/B 0.83배의 현재 주가에서 하방 리스크는 제한적이라고 판단한다. 또한 북미 고객사 디스플레이 면적 확대와 IT OLED 적용 제품군 확대가 기대되는 상황에서 향후 북미 고객사의 폴더블 출시가 현실화될 경우 분명한 수혜 가능성 또한 존재한다. 중장기 성장 스토리가 유효하다는 측면에서 투자의견 Buy를 유지한다.

(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
2023P	1,592.0	85.6	87.4	2,535	-39.7	18,575	8.3	1.1	5.0	14.5	81.0
2024E	1,605.8	107.2	96.7	2,806	10.7	21,151	6.3	0.8	3.1	14.1	71.2
2025E	1,793.9	129.4	120.5	3,496	24.6	24,417	5.0	0.7	2.2	15.3	64.1

**표1 비에이치 4Q23 실적 Review**

(십억원)	4Q23P	4Q22	(% YoY)	3Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	516.7	502.5	2.8%	456.1	13.3%	535.7	-3.5%	516.1	0.1%
영업이익	16.1	25.8	-37.5%	50.8	-68.3%	46.4	-65.2%	47.6	-66.1%
세전이익	15.8	8.7	81.6%	53.3	-70.5%	41.9	-62.4%	51.6	-69.5%
지배주주 순이익	13.2	11.5	15.2%	48.3	-72.7%	37.8	-65.1%	36.7	-64.0%
영업이익률(%)	3.1%	5.1%		11.1%		8.7%		9.2%	
지배주주 순이익률(%)	2.6%	2.3%		10.6%		7.1%		7.1%	

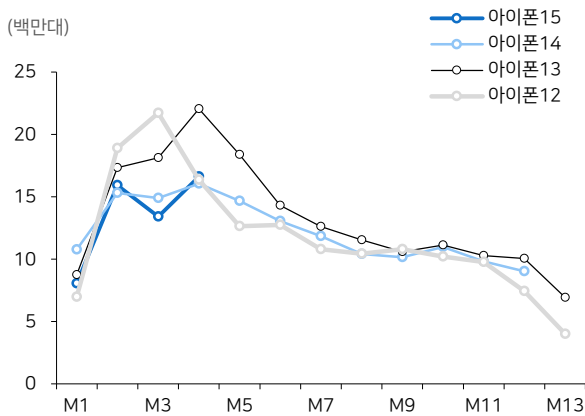
자료: 비에이치, 메리츠증권 리서치센터

**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	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%

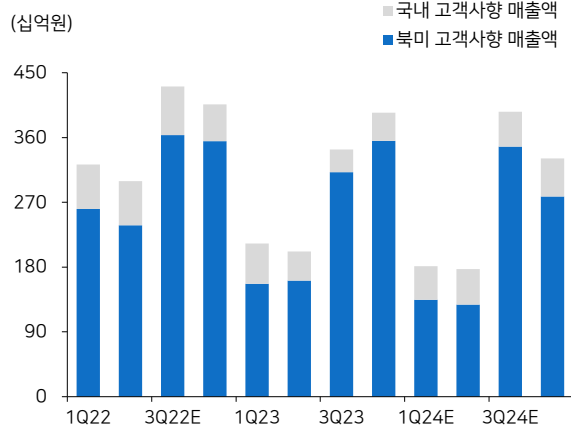
자료: 비에이치, 메리츠증권 리서치센터

**그림1 모델별 아이폰 판매량 추이**



자료: 메리츠증권 리서치센터

**그림2 비에이치 Display 매출액 추이 및 전망**



자료: 비에이치, 메리츠증권 리서치센터

표3 비에이치 적정주가 산정표

(원)	Fair Value(원)	비고
EPS	2,899	12개월 선행 EPS
적정배수 (배)	8.7	컨센서스 기준 최근 5개년 평균 멀티플
적정가치	25,182	
<b>적정주가</b>	<b>25,000</b>	
현재주가	17,640	
<b>상승여력 (%)</b>	<b>41.7%</b>	

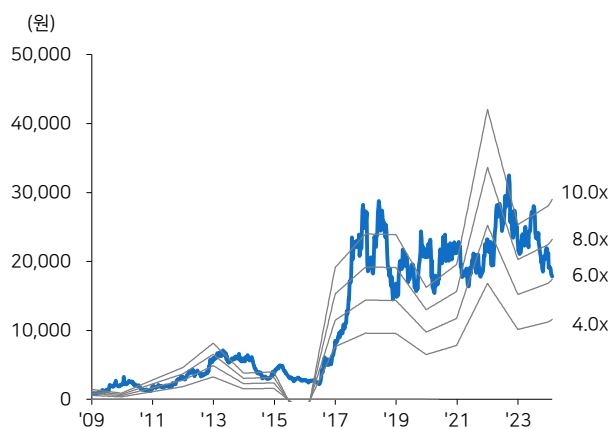
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 비에이치 밸류에이션 테이블

(배)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
<b>주가 (원)</b>											
High	12,950	10,300	17,300	31,750	29,750	25,150	26,950	24,600	33,900	28,550	
Low	5,650	4,945	4,100	14,850	13,750	14,050	12,150	15,750	18,600	18,460	
Average	8,647	7,141	7,935	21,696	21,482	19,046	20,393	19,633	25,424	23,029	
<b>확정치 기준 PER</b>											
High	31.8	37.1	nm	21.4	11.1	14.2	34.5	10.1	8.1	11.3	
Low	13.9	17.8	nm	10.0	5.1	7.9	15.5	6.5	4.4	7.3	
Average	21.3	25.7	nm	14.6	8.0	10.8	26.1	8.1	6.0	9.1	
<b>확정치 EPS (원)</b>											
	<b>407</b>	<b>278</b>	<b>-783</b>	<b>1,483</b>	<b>2,682</b>	<b>1,770</b>	<b>782</b>	<b>2,428</b>	<b>4,206</b>	<b>2,534</b>	<b>2,806</b>
EPS Growth (%)	-43.5	-31.7	nm	nm	80.8	-34.0	-55.8	210.6	73.2	-39.7	10.7
<b>컨센서스 기준 PER</b>											
High	34.0	25.9	nm	16.6	12.4	10.5	16.6	12.6	7.6	8.9	
Low	14.8	12.4	nm	7.8	5.7	5.9	7.5	8.1	4.2	5.7	
Average	22.7	17.9	nm	11.3	9.0	8.0	12.5	10.0	5.7	7.2	
<b>컨센서스 EPS (원)</b>											
	<b>381</b>	<b>398</b>	<b>-458</b>	<b>1,912</b>	<b>2,399</b>	<b>2,390</b>	<b>1,625</b>	<b>1,955</b>	<b>4,449</b>	<b>3,216</b>	<b>3,352</b>
EPS growth (%)	-47.1	-2.1	nm	nm	61.7	-10.9	-8.2	150.1	83.2	-23.5	4.2

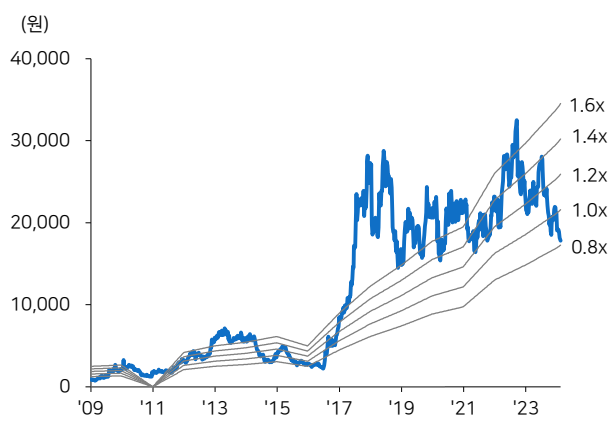
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 비에이치 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 비에이치 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

## 비에이치 (090460)

### Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>1,037.0</b>	<b>1,681.1</b>	<b>1,592.0</b>	<b>1,605.8</b>	<b>1,793.9</b>
매출액증가율(%)	43.8	62.1	-5.3	0.9	11.7
매출원가	936.5	1,488.2	1,441.7	1,441.4	1,602.1
매출총이익	100.5	192.9	150.3	164.4	191.8
판매관리비	29.4	61.6	64.7	57.2	62.4
<b>영업이익</b>	<b>71.1</b>	<b>131.3</b>	<b>85.6</b>	<b>107.2</b>	<b>129.4</b>
영업이익률(%)	6.9	7.8	5.4	6.7	7.2
금융손익	0.2	-1.8	4.1	-3.8	-1.0
중속/관계기업손익	2.3	4.9	4.9	4.9	4.9
기타영업외손익	30.8	30.2	3.2	4.7	4.4
세전계속사업이익	104.4	164.5	97.7	112.9	137.7
법인세비용	22.7	23.8	12.3	18.4	19.9
<b>당기순이익</b>	<b>81.7</b>	<b>140.7</b>	<b>85.4</b>	<b>94.5</b>	<b>117.8</b>
지배주주지분 손이익	81.7	143.9	87.4	96.7	120.5

### Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>505.0</b>	<b>529.2</b>	<b>724.1</b>	<b>806.6</b>	<b>937.4</b>
현금및현금성자산	98.2	89.9	308.0	386.9	468.5
매출채권	217.3	128.8	122.0	123.1	137.5
재고자산	114.4	99.7	94.4	95.2	106.4
<b>비유동자산</b>	<b>288.4</b>	<b>478.1</b>	<b>462.2</b>	<b>463.4</b>	<b>460.9</b>
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	58.3	58.6	63.0
<b>자산총계</b>	<b>793.4</b>	<b>1,007.3</b>	<b>1,186.3</b>	<b>1,270.0</b>	<b>1,398.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>371.5</b>	<b>412.1</b>	<b>514.4</b>	<b>511.3</b>	<b>528.2</b>
매입채무	174.7	173.5	164.3	165.7	185.1
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>16.5</b>	<b>16.7</b>	<b>18.2</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>530.9</b>	<b>528.0</b>	<b>546.4</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	567.3	656.1	768.7
비지배주주지분	0.0	17.3	15.3	13.1	10.4
<b>자본총계</b>	<b>408.0</b>	<b>578.0</b>	<b>655.4</b>	<b>742.0</b>	<b>851.9</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>33.1</b>	<b>197.4</b>	<b>132.4</b>	<b>136.5</b>	<b>142.2</b>
당기순이익(손실)	81.7	140.7	85.4	94.5	117.8
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	7.9	-1.2	-16.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-35.3</b>	<b>-240.0</b>	<b>-21.2</b>	<b>-44.7</b>	<b>-42.7</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-41.2	-66.5	-40.0	-50.0	-40.0
투자자산의감소(증가)	-5.0	-28.3	2.1	-0.3	-4.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>36.3</b>	<b>35.1</b>	<b>107.0</b>	<b>-12.9</b>	<b>-17.8</b>
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	218.2	78.9	81.6
기초현금	64.0	98.2	89.9	308.0	386.9
기말현금	98.2	89.9	308.0	386.9	468.5

### Key Financial Data

	2021	2022	2023P	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	30,806	49,127	46,192	46,592	52,051
EPS(지배주주)	2,428	4,206	2,535	2,806	3,496
CFPS	4,109	6,438	4,016	4,509	5,090
EBITDAPS	3,150	5,124	4,043	4,536	5,117
BPS	12,067	16,270	18,575	21,151	24,417
DPS	250	250	250	250	250
배당수익률(%)	1.1	1.1	1.2	1.4	1.4
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	9.6	5.3	8.3	6.3	5.0
PCR	5.6	3.5	5.3	3.9	3.5
PSR	0.8	0.5	0.5	0.4	0.3
PBR	1.9	1.4	1.1	0.8	0.7
EBITDA(십억원)	106.0	175.3	139.3	156.3	176.4
EV/EBITDA	7.9	4.8	5.0	3.1	2.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	22.5	29.7	14.5	14.1	15.3
EBITDA 이익률	10.2	10.4	8.8	9.7	9.8
부채비율	94.5	74.3	81.0	71.2	64.1
금융비용부담률	0.3	0.3	0.5	0.7	0.6
이자보상배율(x)	19.7	24.6	9.8	9.9	12.3
매출채권회전율(x)	6.3	9.7	12.7	13.1	13.8
재고자산회전율(x)	10.1	15.7	16.4	16.9	17.8

**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** (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)

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**비에이치 (090460) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

