



BUY (유지)

목표주가(12M) 34,000원
현재주가(10.31) 18,700원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,277.99
52주 최고/최저(원)	28,550/18,460
시가총액(십억원)	644.5
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	34,464.4
60일 평균 거래량(천주)	417.5
60일 평균 거래대금(십억원)	9.4
외국인지분율(%)	9.05
주요주주 지분율(%)	
이경환 외 1인	21.00
국민연금공단	5.02

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	1,647.4	1,820.4
영업이익(십억원)	121.0	146.0
순이익(십억원)	115.2	129.9
EPS(원)	3,424	3,838
BPS(원)	21,182	25,151

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,037.0	1,681.1	1,624.7	1,764.2
영업이익	71.1	131.3	119.1	142.6
세전이익	104.4	164.5	123.0	148.6
순이익	81.7	143.9	102.9	117.4
EPS	2,428	4,206	2,986	3,406
증감율	210.49	73.23	(29.01)	14.07
PER	9.56	5.34	6.26	5.49
PBR	1.71	1.26	0.90	0.78
EV/EBITDA	7.91	4.80	3.90	2.92
ROE	22.55	29.71	16.82	16.36
BPS	13,544	17,852	20,821	23,997
DPS	250	250	250	250



Analyst 김록호 roko.kim@hanafn.com
RA 김민경 minkyung.kim@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2023년 11월 01일 | 기업분석_Earnings Review

비에이치 (090460)

2024년 성장 기대감에도 저평가

3Q23 Review: 예상대비 부진한 매출액

비에이치의 23년 3분기 매출액은 4,560억원(YoY -4%, QoQ +49%), 영업이익은 508억원(YoY +14%, QoQ +424%)을 기록했다. 매출액이 컨센서스 및 하나증권의 추정치를 하회했지만, 영업이익률은 기존 전망치와 유사한 수준을 시현했다. 매출액이 예상대비 부진했던 이유는 국내 고객사향 매출액이 부진했고, 북미 고객사향 물량도 기대보다는 낮았기 때문이다. 국내 고객사향 물량은 폴더블 및 플래그십 제품 중심으로 대응했지만, 미들엔드급 이하 물량의 부진으로 매출액이 전년동기대비 54% 감소했다. 국내 고객사의 스마트폰 출하량이 전년동기대비 감소하는 것을 감안해도 부진한 매출액이다. 이는 국내 고객사의 중저가 스마트폰의 공급망에 변화가 있었기 때문으로 추정한다. 북미 고객사 매출액 역시 전년동기대비 감소했는데, 이는 일부 디스플레이 패널 내 경쟁사 진입과 더불어 일부 매출액 인식이 다음 분기로 이연되었기 때문이다. 무선충전모듈 매출액이 888억원을 기록하며, 수익성에 기여하기 시작한 점은 긍정적이다.

4Q24 Preview: 최대 매출액 갱신 전망

24년 4분기 매출액은 5,495억원(YoY +9%, QoQ +21%)으로 역대 최대 실적을 갱신할 전망이다. 이는 디스플레이 패널 경쟁사의 수율 이슈로 인한 반사 수혜와 전분기에 일부 매출액 인식이 이연되어 반영되기 때문이다. 최대 매출액 갱신에도 불구하고, 영업이익은 이에 미치지 못할 것으로 추정된다. 연말 특성상 다양한 비용의 반영 가능성을 간과할 수 없어 보수적으로 전망한 부분도 있다. 하반기 합산 영업이익 기준으로는 역대 최대 실적을 달성할 것으로 추정된다. 최대 실적 갱신에는 주가도 반영을 해왔던 점을 감안하면 현재 주가는 과도한 저평가 구간으로 판단된다.

2024년에도 외형 성장 가능

비에이치에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 34,000원을 유지한다. 비에이치의 2023년 실적은 상반기 부진으로 인해 당초 예상했던 것보다 부진했다. 아울러 23년 3분기 실적도 추정치를 하회했다. 3분기 내내 미미한 실적 속에서 주가 역시 연초대비 하락한 상황이다. 다만, 2024년 이후 중장기적으로 봐도 비에이치의 성장 가능성은 높은 편이며, 고객사 내에서 입지도 굳건한 상황이다. 북미 고객사 내에서 OLED 관련 경쟁이 시작된 이후로 반도체, 비에이치의 입지가 크게 위협 받은 적은 없다. RF-PCB 업체 내에서 독보적인 기술력과 고객 대응 능력을 확보했고, 향후 다층화가 진행되는 과정에서도 선도 업체로서 기술 및 CAPA를 기차보해 놓은 업체는 비에이치가 유일하다. IT용 OLED 패널로 인해 시장 확대 기회 가능성이 도래했고, 면적 확대에 따른 수혜로 외형 성장 레벨업의 기회도 보인다. 현재 PER 5.62배로 저평가되어 있어 단기, 중장기 보유 종목으로 추천 가능하다고 판단한다.

도표 1. 비에이치의 분기별 실적 추정 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
매출액	313.9	305.2	456.0	549.5	314.3	339.4	526.1	584.4	1,686.1	1,624.7	1,764.2
YoY	-14.3%	-10.0%	-3.7%	9.3%	0.1%	11.2%	15.4%	6.3%	0.3%	-3.4%	8.6%
QoQ	-37.5%	-2.8%	49.4%	20.5%	-42.8%	8.0%	55.0%	11.1%			
삼성디플(국내/중국)	55.9	40.7	31.6	49.5	50.6	44.5	50.4	45.1	241.6	177.7	190.6
삼성디플 (북미)	156.6	161.1	311.8	383.5	145.3	173.8	347.9	408.8	1,217.1	1,013.0	1,075.8
삼성 5G 안테나	9.0	9.1	6.2	8.0	11.0	10.7	12.5	12.1	53.0	32.3	46.3
차량 무선충전모듈	70.3	75.1	88.8	90.6	90.6	93.3	96.1	98.0	61.1	324.8	378.0
스마트폰 PCM	9.2	8.4	5.4	5.2	4.5	4.2	4.4	4.3	52.4	28.2	17.5
EV	10.9	10.2	11.7	11.7	11.2	11.7	13.5	14.8	40.6	44.6	51.2
기타	2.0	0.6	0.5	1.0	1.0	1.2	1.4	1.3	-	4.2	4.9
영업이익	8.9	9.7	50.8	49.6	16.2	16.1	53.8	56.5	131.3	119.1	142.6
영업이익률	2.8%	3.2%	11.1%	9.0%	5.2%	4.8%	10.2%	9.7%	7.8%	7.3%	8.1%
YoY	-60.1%	-59.7%	-13.9%	92.2%	81.8%	66.3%	5.8%	13.8%	84.0%	-9.3%	19.8%
QoQ	-65.4%	8.6%	423.8%	-2.3%	-67.3%	-0.5%	233.1%	5.1%			

자료: 비에이치, 하나증권

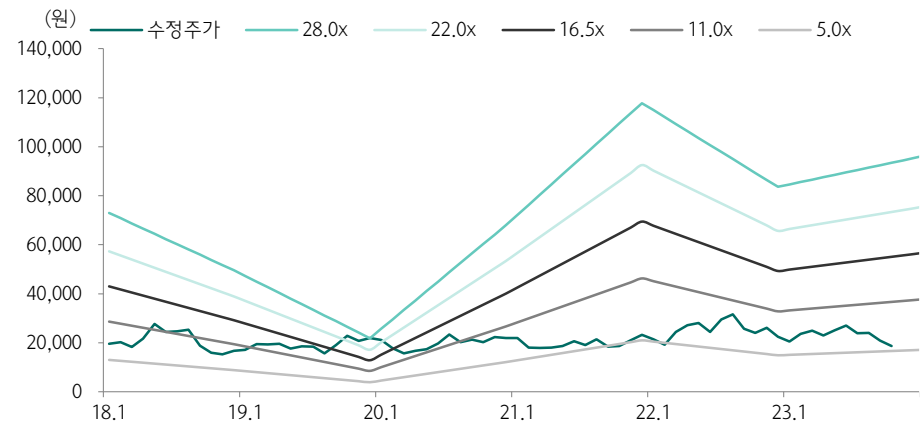
도표 2 비에이치의 분기별 실적 추정 (수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	366.2	339.0	473.2	502.6	313.9	305.2	520.4	530.3	1,686.1	1,669.8	1,789.5
YoY	163.8%	108.8%	41.8%	25.0%	-14.3%	-10.0%	10.0%	5.5%	0.3%	-0.7%	7.2%
QoQ	-8.9%	-7.4%	39.6%	6.2%	-37.5%	-2.8%	70.5%	1.9%			
삼성디플(국내/중국)	62.1	61.1	67.4	51.0	55.9	40.7	50.3	44.8	241.6	191.6	208.2
삼성디플 (북미)	260.5	238.2	363.5	355.0	156.6	161.1	359.8	374.4	1,217.1	1,051.8	1,117.7
삼성 5G 안테나	13.5	14.4	14.1	11.0	9.0	9.1	11.4	11.0	53.0	40.6	49.7
차량 무선충전모듈			0.0	61.1	70.3	75.1	77.4	78.9	61.1	301.7	329.3
스마트폰 PCM	16.8	12.0	13.0	10.5	9.2	8.4	8.8	8.6	52.4	34.9	28.7
EV	8.5	8.0	12.1	12.0	10.9	10.2	11.7	11.7	40.6	44.6	51.1
기타	4.8	5.3	3.1	1.9	2.0	0.6	1.0	1.0	-	4.6	4.9
영업이익	22.4	24.1	59.0	25.8	8.9	9.7	57.7	53.6	131.3	129.9	154.8
영업이익률	6.1%	7.1%	12.5%	5.1%	2.8%	3.2%	11.1%	10.1%	7.8%	7.8%	8.7%
YoY	-248.8%	-2458.5%	35.0%	-40.5%	-60.1%	-59.7%	-2.3%	107.7%	84.0%	-1.0%	19.2%
QoQ	-48.4%	7.4%	145.3%	-56.2%	-65.4%	8.6%	494.5%	-7.0%			

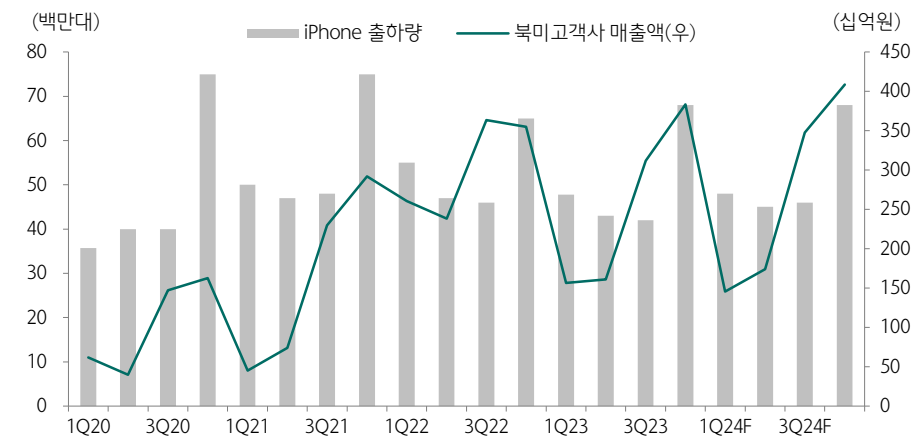
자료: 비에이치, 하나증권

도표 3. 비에이치의 PER 밴드



자료: WISEfn, 하나증권

도표 4. 애플 iPhone 출하량 vs 비에이치 북미 고객사향 매출액



자료: Counterpoint, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,037.0	1,681.1	1,624.7	1,764.2	1,958.8
매출원가	936.5	1,488.2	1,409.6	1,520.3	1,672.3
매출총이익	100.5	192.9	215.1	243.9	286.5
판매비	29.4	61.6	96.0	101.3	112.4
영업이익	71.1	131.3	119.1	142.6	174.1
금융손익	0.2	(1.8)	(1.9)	(2.1)	0.6
종속/관계기업손익	2.3	4.9	(4.9)	8.1	(5.6)
기타영업외손익	30.8	30.2	10.8	0.0	0.0
세전이익	104.4	164.5	123.0	148.6	169.1
법인세	22.7	23.8	25.5	31.2	35.5
계속사업이익	81.7	140.7	97.5	117.4	133.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	81.7	140.7	97.5	117.4	133.6
비지배주주지분 손이익	0.0	(3.3)	(5.4)	0.0	0.0
지배주주순이익	81.7	143.9	102.9	117.4	133.6
지배주주지분포괄이익	94.8	149.8	20,001.7	31,810.0	36,198.8
NOPAT	55.6	112.3	94.3	112.6	137.5
EBITDA	106.0	175.3	172.7	198.9	233.1
성장성(%)					
매출액증가율	43.75	62.11	(3.35)	8.59	11.03
NOPAT증가율	113.85	101.98	(16.03)	19.41	22.11
EBITDA증가율	59.40	65.38	(1.48)	15.17	17.19
영업이익증가율	109.12	84.67	(9.29)	19.73	22.09
(지배주주)순이익증가율	215.44	76.13	(28.49)	14.09	13.80
EPS증가율	210.49	73.23	(29.01)	14.07	13.77
수익성(%)					
매출총이익률	9.69	11.47	13.24	13.82	14.63
EBITDA이익률	10.22	10.43	10.63	11.27	11.90
영업이익률	6.86	7.81	7.33	8.08	8.89
계속사업이익률	7.88	8.37	6.00	6.65	6.82

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	2,428	4,206	2,986	3,406	3,875
BPS	13,544	17,852	20,821	23,997	27,643
CFPS	4,109	6,438	5,278	6,008	6,601
EBITDAPS	3,150	5,124	5,010	5,773	6,764
SPS	30,806	49,127	47,141	51,188	56,836
DPS	250	250	250	250	250
주가지표(배)					
PER	9.56	5.34	6.26	5.49	4.83
PBR	1.71	1.26	0.90	0.78	0.68
PCFR	5.65	3.49	3.54	3.11	2.83
EV/EBITDA	7.91	4.80	3.90	2.92	2.12
PSR	0.75	0.46	0.40	0.37	0.33
재무비율(%)					
ROE	22.55	29.71	16.82	16.36	16.00
ROA	12.07	15.98	9.65	9.88	10.05
ROIC	15.19	21.56	14.43	16.40	19.18
부채비율	94.47	74.28	66.80	59.62	54.82
순부채비율	13.25	8.64	2.62	(9.49)	(17.73)
이자보상배율(배)	19.69	24.57	14.05	16.53	20.17

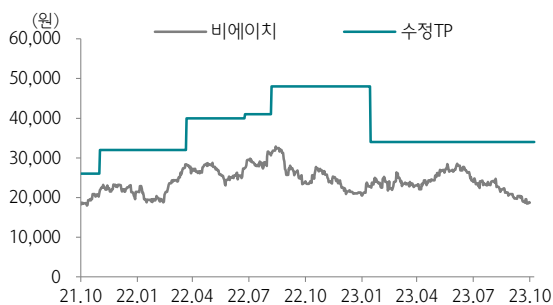
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	505.0	529.2	605.5	725.5	864.1
금융자산	99.6	126.5	165.1	257.1	344.1
현금성자산	98.1	89.9	125.0	214.5	296.8
매출채권	217.3	128.8	140.9	149.8	166.3
재고자산	114.4	99.7	109.0	115.9	128.7
기타유동자산	73.7	174.2	190.5	202.7	225.0
비유동자산	288.4	478.1	518.9	525.3	543.5
투자자산	32.1	60.3	76.8	79.5	84.6
금융자산	9.9	21.7	34.5	34.5	34.6
유형자산	240.6	263.2	290.6	301.0	313.7
무형자산	4.0	124.4	126.1	119.3	119.7
기타비유동자산	11.7	30.2	25.4	25.5	25.5
자산총계	793.4	1,007.3	1,124.4	1,250.7	1,407.6
유동부채	371.5	412.1	431.2	447.1	476.5
금융부채	153.6	173.2	178.9	179.0	179.1
매입채무	174.7	173.5	189.7	201.8	224.0
기타유동부채	43.2	65.4	62.6	66.3	73.4
비유동부채	13.9	17.3	19.1	20.1	21.9
금융부채	0.1	3.3	3.8	3.8	3.8
기타비유동부채	13.8	14.0	15.3	16.3	18.1
부채총계	385.4	429.3	450.3	467.2	498.4
지배주주지분	408.0	560.8	662.7	772.2	897.8
자본금	16.9	17.2	17.2	17.2	17.2
자본잉여금	75.4	90.8	91.1	91.1	91.1
자본조정	(49.9)	(54.5)	(54.9)	(54.9)	(54.9)
기타포괄이익누계액	15.3	19.3	26.5	26.5	26.5
이익잉여금	350.3	487.9	582.7	692.2	817.8
비지배주주지분	0.0	17.2	11.4	11.4	11.4
자본총계	408.0	578.0	674.1	783.6	909.2
순금융부채	54.1	49.9	17.6	(74.4)	(161.2)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	33.1	197.4	106.4	159.5	166.3
당기순이익	81.7	140.7	97.5	117.4	133.6
조정	50.6	47.3	48.2	56.3	59.0
감가상각비	34.9	44.1	53.6	56.4	59.0
외환거래손익	(2.7)	10.8	(0.1)	0.0	0.0
지분법손익	(2.3)	(4.9)	0.8	0.0	0.0
기타	20.7	(2.7)	(6.1)	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채변동	(99.2)	9.4	(39.3)	(14.2)	(26.3)
투자활동 현금흐름	(35.3)	(240.0)	(93.5)	(65.3)	(82.0)
투자자산감소(증가)	(5.0)	(28.3)	(15.6)	(2.7)	(5.1)
자본증가(감소)	(34.1)	(63.6)	(67.8)	(60.0)	(65.0)
기타	3.8	(148.1)	(10.1)	(2.6)	(11.9)
재무활동 현금흐름	36.3	35.1	(5.7)	(7.9)	(7.8)
금융부채증가(감소)	46.1	22.8	6.3	0.1	0.1
자본증가(감소)	4.6	15.7	0.3	0.0	0.0
기타재무활동	(6.7)	4.4	(4.4)	(0.1)	0.0
배당지급	(7.7)	(7.8)	(7.9)	(7.9)	(7.9)
현금의 증감	34.1	(8.3)	33.3	89.5	82.3
Unlevered CFO	138.3	220.3	181.9	207.1	227.5
Free Cash Flow	(8.1)	130.9	37.9	99.5	101.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

비에이치



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.2.14	BUY	34,000		
22.9.6	BUY	48,000	-47.79%	-31.56%
22.7.25	BUY	41,000	-29.27%	-22.93%
22.4.21	BUY	40,000	-34.10%	-28.00%
21.12.1	BUY	32,000	-30.70%	-11.41%
21.8.2	BUY	26,000	-24.96%	-14.81%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2023년 10월 31일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2023년 10월 31일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 비에이치 온/는 투자자문업(타 자산운용사가 운용하는 펀드의 종목 선정 또는 포트폴리오 비중 의견 제시 등)에 활용된 법인으로, 실제 펀드 편입 여부에는 관여하지 않음

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 - BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 - Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 - Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 - Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 - Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 - Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.62%	4.93%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 10월 28일