



BUY (유지)

목표주가(12M) 33,000원(하향)
현재주가(11.01) 16,440원

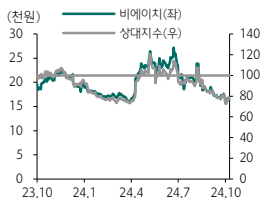
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,542.36
52주 최고/최저(원)	27,150/15,600
시가총액(십억원)	566.6
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	34,464.4
60일 평균 거래량(천주)	567.8
60일 평균 거래대금(십억원)	11.1
외국인지분율(%)	13.40
주요주주 지분율(%)	
이경환 외 6인	21.22
국민연금공단	7.19

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	1,881.9	2,021.6
영업이익(십억원)	137.2	152.0
순이익(십억원)	123.6	131.9
EPS(원)	3,556	3,893
BPS(원)	24,346	28,347

Stock Price



Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,681.1	1,592.0	1,779.3	1,906.2
영업이익	131.3	84.8	132.6	145.2
세전이익	164.5	97.1	143.7	151.2
순이익	143.9	90.7	108.3	113.7
EPS	4,206	2,631	3,142	3,300
증감율	73.23	(37.45)	19.42	5.03
PER	5.34	8.04	5.32	5.07
PBR	1.26	1.05	0.72	0.64
EV/EBITDA	4.80	5.81	3.04	2.33
ROE	29.71	15.11	15.74	14.41
BPS	17,852	20,155	23,109	26,181
DPS	250	250	250	250



Analyst 김록호 rookim@hanafn.com
RA 김영규 kyg1019@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 11월 4일 | 기업분석_Earnings Review

비에이치 (090460)

최대 실적에도 극심한 저평가

3Q24 Review: 컨센서스 하회

비에이치의 24년 3분기 매출액은 4,992억원(YoY +9%, QoQ +7%), 영업이익은 526억원(YoY +4%, QoQ +68%)을 기록했다. 매출액과 영업이익 모두 하나증권의 전망치 및 컨센서스를 10% 이상 하회했다. 이는 국내 주요 거래선행 물량 감소와 전기차 시장 둔화가 주요인이다. 북미 고객사향 매출액은 하나증권의 기존 추정치에 부합하는 수준이었다. 국내 주요 고객사향 OLED향은 물론 배터리/안테나/카메라모듈향 모두 예상보다 부진한 매출액을 시현했다. 차량용 무선충전모듈 매출액도 818억원으로 기존 추정치를 하회했는데, 상반기 평균 900억원을 초과했던 것과 비교된다. 이는 북미 고객사의 연초 의욕적인 계획대비 저조한 차량 출하로 인해 재고 조정을 겪는 것으로 추정된다. 컨센서스를 하회하는 실적에도 불구하고 3분기 기준 최대 매출액을 경신했다.

4Q24 Preview: 연말 비용 발생 예상

24년 4분기 매출액은 5,127억원(YoY -1%, QoQ +3%), 영업이익은 402억원(YoY +162%, QoQ -24%)으로 전망한다. 전분기대비 매출액 증가는 국내 고객사의 25년 연초 신모델 출시를 위한 물량이 준비되기 때문이다. 북미 고객사향 매출액은 전분기 수준을 유지할 것으로 추정된다. 북미 고객사의 물량 및 매출액은 4분기에 극대화되는데, OLED향 RFPCB는 공급 시기가 이른 편이어서 2분기부터 공급을 시작하기 때문에 3분기와 4분기가 유사한 수준인 경우가 많다. 통상적인 수준의 흐름으로 이해할 수 있다. 외형 확대에도 불구하고 영업이익이 감소하는 이유는 연말에 성과급 및 제반 비용 반영을 가정했기 때문이다.

최대 이익 경신 vs 연초 이후 주가 하락률 22%

비에이치에 대한 투자 의견 'BUY'를 유지하고, 목표주가를 33,000원으로 하향한다. 2024년 및 2025년 EPS를 기존대비 각각 8%, 11% 하향했다. 비에이치의 2024년과 2025년 영업이익은 각각 1,325억원, 1,452억원으로 최대 실적 경신이 전망된다. 종전 최대 영업이익은 2022년 1,313억원인데, 당시 연중 최고가는 33,900원이었다. 2024년 연중 최고가는 27,400원이었고, 연초 이후 주가 수익률은 -22%로 부진하다. 북미 고객사향 견조한 실적과 전기차 비중 20% 초과로 당시보다 사업 포트폴리오가 개선되었음에도 불구하고 극심한 저평가 영역이라 판단된다. 단기 실적 모멘텀은 없지만, PER 5.0배에 불과한 것이 투자포인트가 될 수 있다. 북미 고객사향 IT용 OLED 사업 본격화는 2025년 외형 성장에 기여할 가능성이 높다. 아울러 자동차향 사업도 북미 전기차 업체들을 고객으로 확보하는 등의 성과가 기대되고 있다.

도표 1. 비에이치의 분기별 실적 추정 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	313.9	305.4	456.0	516.6	298.8	468.5	499.2	512.7	1,591.9	1,779.2	1,906.2
YoY	-14.3%	-9.9%	-3.6%	2.8%	-4.8%	53.4%	9%	-0.7%	-5.3%	11.8%	7.1%
QoQ	-37.5%	-2.7%	49.3%	13.3%	-42.2%	56.8%	7%	2.7%			
삼성디스플레이 (국내 및 중국)	55.9	40.7	31.6	39.0	53.0	70.5	32.8	35.6	167.1	191.8	196.5
삼성디스플레이 (북미)	157.6	161.1	311.8	355.3	133.5	265.4	364.5	368.5	985.9	1,131.9	1,151.7
스마트폰 PCM	9.2	8.4	5.4	7.5	6.2	8.2	3.5	5.0	30.5	22.9	19.6
삼성 5G 안테나	8.6	8.1	5.1	8.7	4.7	13.3	7.2	10.1	30.6	35.2	38.1
차량 무선충전모듈	70.3	75.3	88.8	89.9	89.5	94.6	81.8	81.8	324.3	347.7	360.4
EV Battery FPCB	10.9	10.2	11.7	14.5	11.0	14.9	8.5	10.5	47.4	45.0	47.9
기타 (Auto 및 IT OLED)	1.4	1.6	1.6	1.7	0.9	1.5	0.9	1.3	6.3	4.7	92.0
영업이익	8.9	9.7	50.8	15.4	8.4	31.3	52.6	40.2	85.6	132.5	145.2
영업이익률	2.8%	3.2%	11.1%	3.0%	2.8%	6.7%	10.5%	7.8%	5.4%	7.4%	7.6%
YoY	-60.2%	-59.7%	-13.9%	-40.5%	-5.5%	222.3%	4%	162.0%	-34.8%	54.9%	9.6%
QoQ	-65.5%	8.9%	423.6%	-69.8%	-45.2%	271.3%	68%	-23.5%			

자료: 비에이치, 하나증권

도표 2. 비에이치의 분기별 실적 추정 (수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	313.9	305.4	456	516.6	298.8	468.5	561.1	561.4	1,591.90	1,889.70	2,039.50
YoY	-14.3%	-9.9%	-3.6%	2.8%	-4.8%	53.4%	23.0%	8.7%	-5.3%	18.7%	7.9%
QoQ	-37.5%	-2.7%	49.3%	13.3%	-42.2%	56.8%	19.8%	0.1%			
삼성디스플레이 (국내 및 중국)	55.9	40.7	31.6	39	53	70.5	43.3	36.9	167.1	203.7	226
삼성디스플레이 (북미)	157.6	161.1	311.8	355.3	133.5	265.4	365.4	368.5	985.9	1,132.70	1,160.20
스마트폰 PCM	9.2	8.4	5.4	7.5	6.2	8.2	8.6	8.4	30.5	31.3	26.4
삼성 5G 안테나	8.6	8.1	5.1	8.7	4.7	13.3	14	11.2	30.6	43.2	46.3
차량 무선충전모듈	70.3	75.3	88.8	89.9	89.5	94.6	88.9	89.8	324.3	362.8	390.5
EV Battery FPCB	10.9	10.2	11.7	14.5	11	14.9	19.4	20.4	47.4	65.8	83.1
기타 (Auto 및 IT OLED)	1.4	1.6	1.6	1.7	0.9	1.5	21.4	26.3	6.3	50.1	107
영업이익	8.9	9.7	50.8	15.4	8.4	31.3	62.1	38.6	85.6	140.4	155.6
영업이익률	2.8%	3.2%	11.1%	3.0%	2.8%	6.7%	11.1%	6.9%	5.4%	7.4%	7.6%
YoY	-60.2%	-59.7%	-13.9%	-40.5%	-5.5%	222.7%	22.2%	151.1%	-34.8%	64.0%	10.9%
QoQ	-65.5%	8.9%	423.6%	-69.8%	-45.2%	271.7%	98.2%	-37.9%			

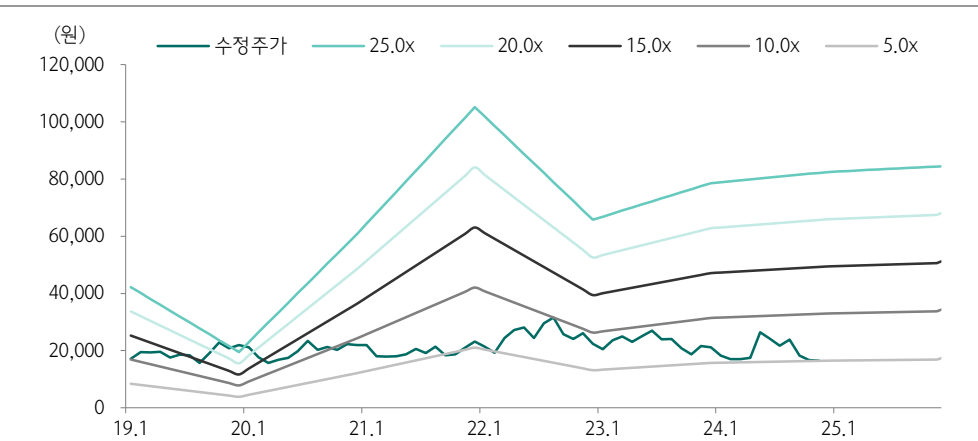
자료: 비에이치, 하나증권

도표 3. 비에이치의 Valuation

		비교
EPS (원)	3,268	12m forward EPS
비교 P/E (x)	10.0	IT부품 평균 PER
적정주가 (원)	32,684	
목표주가 (원)	33,000	
현재주가 (원)	16,440	2024.11.01 종가 기준
상승여력 (%)	100.7	

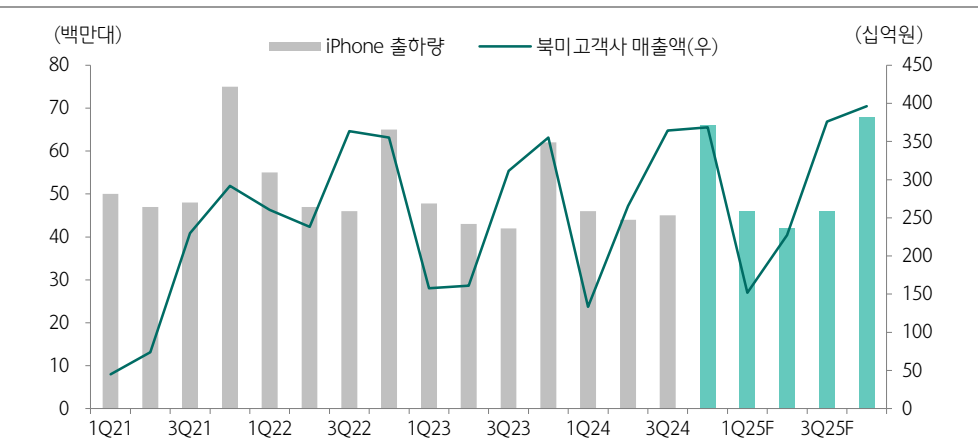
자료: 하나증권

도표 4. 비에이치의 12MF PER 밴드



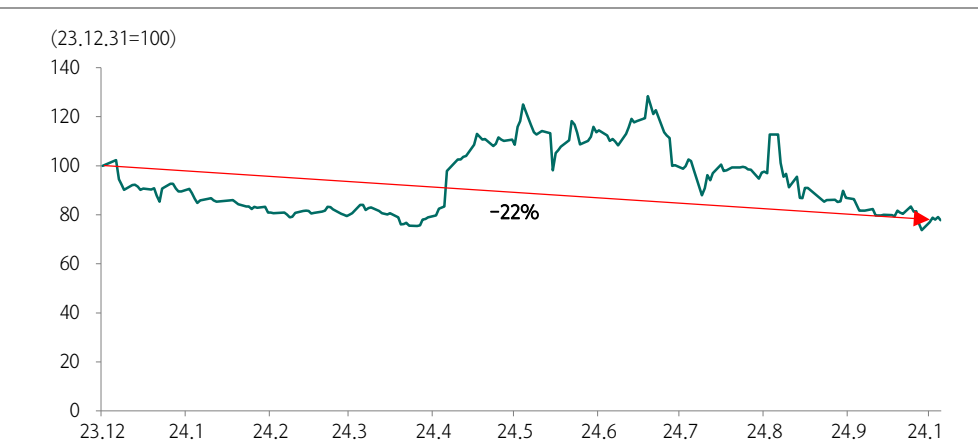
자료: WISEfn, 하나증권

도표 5. 애플 iPhone 출하량 vs 비에이치 복미 고객사향 매출액



자료: Counterpoint, 하나증권

도표 6. 연초 이후 비에이치의 주가 추이



자료: Counterpoint, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,037.0	1,681.1	1,592.0	1,779.3	1,906.2
매출원가	936.5	1,488.2	1,436.3	1,549.1	1,651.7
매출총이익	100.5	192.9	155.7	230.2	254.5
판매비	29.4	61.6	70.9	97.6	109.3
영업이익	71.1	131.3	84.8	132.6	145.2
금융손익	0.2	(1.8)	(8.3)	(7.8)	(7.4)
중속/관계기업손익	2.3	4.9	3.9	9.7	13.4
기타영업외손익	30.8	30.2	16.7	9.3	0.0
세전이익	104.4	164.5	97.1	143.7	151.2
법인세	22.7	23.8	12.3	28.7	30.2
계속사업이익	81.7	140.7	84.9	115.0	121.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	81.7	140.7	84.9	115.0	121.0
비배주주지분 손이익	0.0	(3.3)	(5.8)	6.7	7.3
지배주주순이익	81.7	143.9	90.7	108.3	113.7
지배주주지분포괄이익	94.8	149.8	87.0	105.4	115.7
NOPAT	55.6	112.3	74.1	106.1	116.2
EBITDA	106.0	175.3	137.4	190.0	197.6
성장성(%)					
매출액증가율	43.75	62.11	(5.30)	11.77	7.13
NOPAT증가율	113.85	101.98	(34.02)	43.18	9.52
EBITDA증가율	59.40	65.38	(21.62)	38.28	4.00
영업이익증가율	109.12	84.67	(35.42)	56.37	9.50
(지배주주)순이익증가율	215.44	76.13	(36.97)	19.40	4.99
EPS증가율	210.49	73.23	(37.45)	19.42	5.03
수익성(%)					
매출총이익률	9.69	11.47	9.78	12.94	13.35
EBITDA이익률	10.22	10.43	8.63	10.68	10.37
영업이익률	6.86	7.81	5.33	7.45	7.62
계속사업이익률	7.88	8.37	5.33	6.46	6.35

투자지표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	2,428	4,206	2,631	3,142	3,300
BPS	13,544	17,852	20,155	23,109	26,181
CFPS	4,109	6,438	4,685	6,085	6,122
EBITDAPS	3,150	5,124	3,988	5,512	5,733
SPS	30,806	49,127	46,192	51,627	55,308
DPS	250	250	250	250	250
주가지표(배)					
PER	9.56	5.34	8.04	5.32	5.07
PBR	1.71	1.26	1.05	0.72	0.64
PCFR	5.65	3.49	4.51	2.75	2.73
EV/EBITDA	7.91	4.80	5.81	3.04	2.33
PSR	0.75	0.46	0.46	0.32	0.30
재무비율(%)					
ROE	22.55	29.71	15.11	15.74	14.41
ROA	12.07	15.96	8.64	9.30	8.65
ROIC	15.19	21.51	11.72	16.42	17.84
부채비율	94.47	74.69	67.45	63.68	59.36
순부채비율	13.25	8.64	9.10	(2.65)	(16.69)
이자보상배율(배)	19.69	24.57	8.91	10.04	11.17

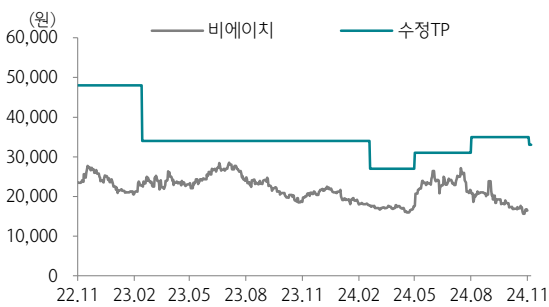
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	505.0	529.2	575.1	698.7	888.8
금융자산	99.6	126.5	140.2	267.2	392.7
현금성자산	98.1	89.9	138.6	265.6	390.8
매출채권	217.3	128.8	180.1	178.7	205.5
재고자산	114.4	99.7	137.2	136.2	156.5
기타유동자산	73.7	174.2	117.6	116.6	134.1
비유동자산	288.4	480.4	514.3	541.6	499.1
투자자산	32.1	60.3	80.6	70.1	79.9
금융자산	9.9	21.7	15.8	5.8	6.0
유형자산	240.6	263.2	272.0	313.6	268.2
무형자산	4.0	126.7	127.6	122.5	115.6
기타비유동자산	11.7	30.2	34.1	35.4	35.4
자산총계	793.4	1,009.7	1,089.4	1,240.3	1,387.9
유동부채	371.5	412.1	419.2	407.3	439.5
금융부채	153.6	173.2	195.2	187.2	187.3
매입채무	174.7	173.5	170.9	169.6	195.0
기타유동부채	43.2	65.4	53.1	50.5	57.2
비유동부채	13.9	19.6	19.6	75.2	77.5
금융부채	0.1	3.3	4.3	60.0	60.0
기타비유동부채	13.8	16.3	15.3	15.2	17.5
부채총계	385.4	431.7	438.8	482.5	517.0
지배주주지분	408.0	560.8	639.7	736.5	842.4
자본금	16.9	17.2	17.2	17.2	17.2
자본잉여금	75.4	90.8	91.1	92.3	92.3
자본조정	(49.9)	(54.5)	(54.9)	(59.9)	(59.9)
기타포괄이익누계액	15.3	19.3	14.7	15.0	15.0
이익잉여금	350.3	487.9	571.6	671.9	777.7
비지배주주지분	0.0	17.2	10.9	21.3	28.5
자본총계	408.0	578.0	650.6	757.8	870.9
순금융부채	54.1	49.9	59.2	(20.1)	(145.4)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	33.1	197.4	90.5	170.5	144.4
당기순이익	81.7	140.7	84.9	115.0	121.0
조정	50.6	47.3	61.1	47.6	52.4
감가상각비	34.9	44.1	52.6	57.4	52.3
외환거래손익	(2.7)	10.8	4.0	(0.5)	0.0
지분법손익	(2.3)	(4.9)	(3.9)	(4.0)	0.0
기타	20.7	(2.7)	8.4	(5.3)	0.1
영업활동 자산부채변동	(99.2)	9.4	(55.5)	7.9	(29.0)
투자활동 현금흐름	(35.3)	(240.0)	(53.3)	(64.0)	(10.1)
투자자산감소(증가)	(5.0)	(28.3)	(20.3)	14.5	(9.8)
자본증가(감소)	(34.1)	(63.6)	(63.7)	(77.1)	0.0
기타	3.8	(148.1)	30.7	(1.4)	(0.3)
재무활동 현금흐름	36.3	35.1	11.2	25.5	(7.7)
금융부채증가(감소)	46.1	22.8	23.0	47.7	0.2
자본증가(감소)	4.6	15.7	0.3	1.2	0.0
기타재무활동	(6.7)	4.4	(4.2)	(15.5)	(0.1)
배당지급	(7.7)	(7.8)	(7.9)	(7.9)	(7.8)
현금의 증감	34.1	(8.3)	48.7	125.3	125.3
Unlevered CFO	138.3	220.3	161.4	209.7	211.0
Free Cash Flow	(8.1)	130.9	25.7	92.1	144.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

비에이치



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.11.4	BUY	33,000		
24.8.2	BUY	35,000	-46.13%	-31.86%
24.5.2	BUY	31,000	-24.12%	-12.42%
24.2.19	BUY	27,000	-36.90%	-34.19%
24.2.14	1년 경과		-	-
23.2.14	BUY	34,000	-33.01%	-16.03%
22.9.6	BUY	48,000	-47.79%	-31.56%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 11월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2024년 11월 4일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 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 자 신의 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	94.27%	5.29%	0.44%	100%

* 기준일: 2024년 11월 01일