

비에이치 (090460)

새로운 역사, 제 3 성장기 진입

- 2023년, 2024년 매출과 영업이익은 최고 실적 경신 전망
- 2024년 애플 아이패드 OLED 채택으로 태블릿, 노트북용 반사이익
- 차량용 무선충전기 및 전장향 케이블 매출 확대, 밸류에이션 저평가

투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 41,000원 신규 제시, 커버리지 개시

비에이치에 대해 투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 41,000원을 신규로 제시, 커버리지를 개시. 목표주가는 2023년 주당순이익(EPS)에서 목표 P/E 9.8배(2성장기인 2017년~2022년 평균) 적용, 투자포인트는 ①2023년, 2024년 최고 실적 경신 속에 국내 IT 부품 중 최고의 매출과 영업이익을 예상, 밸류에이션의 저평가 ② 차량용 스마트폰 무선충전기의 매출 확대 등 전장향 사업으로 다각화 ③ 2024년 애플 아이패드에 OLED 디스플레이의 신규 채택, 추가적인 매출 예상으로 제 3성장기에 진입, 고성장 지속

2023년 및 2024년 최고 실적 경신, 국내 IT 부품 업체 중 최고 수준

1) 2023년 시작으로 2024년에 제 3 성장기에 진입, 2024년 태블릿PC와 전장향 영역으로 매출 다각화, 차별화된 성장을 예상. 전체 매출은 2023년 1.73조원으로 최고를 경신 후에 2024년 2.04조원으로 17.8%(yoy) 증가 추정. 애플의 아이패드용 R/F PCB 신규 공급(2024년) 및 차량용 무선충전기 매출의 반영(2023년)으로 다른 PCB 업체대비 성장의 차별화를 예상. 영업이익도 2023년 1,315억원, 2024년 1,672억원으로 최고 경신. 반도체 PCB 및 국내 IT 부품 업체 중 최고 실적 판단

2024년 애플에 추가 매출 예상 속에 전장향 매출 확대

2) 2024년 애플이 아이패드(태블릿PC)에 신규로 OLED 패널을 채택 예상. 삼성디스플레이 8.6세대 OLED 투자로 OLED 패널 채택이 휴대폰에서 태블릿PC, 노트북으로 확대. 삼성디스플레이(삼성전자)의 주력 공급업체인 비에이치는 모바일 기기의 디스플레이가 OLED 패널 전환에서 반사이익, 추가적인 성장 동력을 확보

3) 차량용 스마트폰 무선충전기 및 배터리 케이블 등 전장향 매출 비중이 2022년 6%에서 2023년 20%까지 확대, 휴대폰용 의존도 축소 및 매출 다각화를 통해서 2024년 안정적인 성장 토대를 확보

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,037	1,681	1,732	2,040	2,176
영업이익	71	131	132	167	181
세전순이익	104	164	171	198	213
총당기순이익	82	141	136	154	166
지배지분순이익	82	144	145	168	183
EPS	2,428	4,206	4,207	4,878	5,312
PER	9.6	5.3	6.0	5.2	4.8
BPS	12,120	16,387	20,264	24,930	30,029
PBR	1.9	1.4	1.3	1.0	0.9
ROE	22.5	29.7	23.0	21.6	19.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 비에이치, 대신증권 Research Center



박강호
kangho.park@daishin.com

투자의견

매수(BUY)

매수, 신규

6개월 목표주가

41,000

신규

현재주가

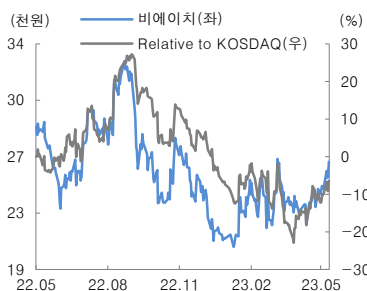
25,550

(23.06.05)

전자전자 및 IT 부품 업종

KOSDAQ	870.28
시가총액	881십억원
시가총액변동	0.22%
자본금(보통주)	17십억원
52주 최고/최저	32,850원 / 20,500원
120일 평균거래대금	174억원
외국인지분율	7.49%
주요주주	이경환 외 3 인 21.24%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.0	14.9	1.4	-9.2
상대수익률	10.4	4.2	-14.4	-6.8



Contents

투자포인트	3
제 3 성장기 진입 및 성장 주체는 아이패드, 전장향	6
2024년 애플 아이패드에 OLED 진출	7
OLED 패널에서 R/F PCB 역할	8
2023년 연간 실적 전망	11
회사개요 및 재무제표	15

I. 투자포인트

투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 41,000 원 신규 제시, 커버리지 개시

2023년 / 2024년
최고 실적을 경신
예상

밸류에이션 및
주가차별화 예상 :

2023년 반도체 기판
업체는 부진한 실적 추
경 대비 비에이치는 최
고 실적 예상

비에이치에 대해 투자의견은 매수(BUY) 및 목표주가는 41,000원으로 신규 제시, 커버리지를 개시한다. 목표주가(41,000원)은 2023년 주당순이익(EPS) 기준으로 목표P/E 9.8배를 적용하였다. 목표 P/E는 과거 5개년(제 2 성장기인 2017년~2022년) 평균(9.6배)를 적용하였다.

제 3 성장기는 2성장기대비 상대적으로 낮은 성장을 예상하나 평균 수준의 밸류에이션 적용은 가능하다고 판단한다. 이유는 1) 2023년 전체 매출과 영업이익은 최고 실적을 경신 동시에 2024년도 최고 실적을 예상 2) 2024년 애플의 아이패드 디스플레이가 LCD에서 OLED로 변경되면 추가 매출(R/F PCB)를 기대 3) 휴대폰향 매출 축소 동시에 전장향 및 태블릿PC로 매출 다각화가 진행, 밸류에이션 리레이팅(재평가) 가능성도 갖고 있다.

2023년 국내 PCB 산업은 반도체 업황이 둔화되면서 반도체 기판(Packag Substrate) 중심으로 부진한 실적을 예상한다. PC, 휴대폰향 MCP 등 BGA 관련한 기판(Substrate) 매출이 급감하면서 2022년대비 매출과 영업이익은 큰 폭의 감소가 예상된다. 반면에 비에이치는 차량용 무선충전기의 매출 반영 시작 및 애플내 안정적인 점유율(삼성전기의 R/F PCB 사업중단으로 점유율 증가), 프리미엄 모델의 판매 호조로 2023년 최고 실적을 예상된다. 그리고 2024년 애플 아이패드향 R/F PCB의 추가 매출 가능성을 포함하면 밸류에이션 리레이팅, 주가 차별화는 필요하다고 판단한다. 투자 포인트는

2023년 이후를
제 3성장기로 판단

차량용 무선충전기
매출 확대 및 애플
아이패드 공급 시작

비에이치는 2023년, 제 3 성장기에 진입한 것으로 판단한다. 매출 영역은 휴대폰에서 전장향(무선충전기, BMS 케이블), 그리고 2024년 이후에 태블릿PC로 다각화되면서 최고 실적은 지속적으로 경신할 전망이다. 2021년 삼성전기가 R/F PCB 사업을 중단하여 2022년 애플내 최고 점유율과 안정적인 매출을 확보하였다. 이로 인해 2022년 매출(1.68조원 +62% yoy)과 영업이익(1,313억원 +85% yoy)은 역사적으로 최고를 기록하였다. 아이폰 X(아이폰10, 2017년 출시) 이후에 애플내 신규 진입 및 점유율 확대(2017년~2022년)을 제 2 성장기(제 1 성장기는 스마트폰 개화 : 2009년~2013년)로 구분할 수 있다.

제 2 성장기에 매출은 3,720억원(2016년)에서 1.68조원(2022년)으로 증가하였다. 제 3 성장기(2023년 이후)에 매출은 1.73조원(2023년)에서 2.04조원(2024년 애플 아이패드향 매출 반영 시) 이상으로 달성할 가능성이 높다고 추정한다. 제 3 성장기에 증추적인 성장 역할은 휴대폰 매출보다 차량용 무선충전기와 전장용 전선, 그리고 2024년 기점으로 태블릿PC(애플 아이패드)향 매출이 연간 2천억원 이상 신규로 반영되면 고성장을 다시 재현할 전망이다. 연간 2조원 이상의 매출은 국내 증견 PCB 및 IT 부품 업체 중 첫번째 기업으로 평가된다. 또한 영업이익은 최고를 지속적으로 경신할 전망이다.

**애플내 프리미엄
모델 및 전체 점유율
증가+ 차량용 무선충
전기 등 전장향
매출 확대로 안정적인
매출 구조 확보**

비에이치의 매출은 애플의 아이폰 출하량 증가 여부와 비례한다. 2022년 아이폰 14 모델은 예상대비 판매가 부진하였으나 프리미엄 모델(프로/프로맥스)의 판매 비중은 아이폰 13 대비 상회하였다. 아이폰 14(2022년 9월~2023년 3월) 판매 비중은 프로맥스 33%(동기간에 아이폰 13 프로맥스는 26.8%) / 프로 26.2%(아이폰 13 20.2%), 일반(플러스 9.2%, 일반 31.6%) 40.8%를 차지하고 있다. 비에치가 프로/프로맥스 모델내 점유율이 높은 점을 감안하면 전체 아이폰 판매 둔화를 프로/프로맥스 비중 확대로 상쇄 하였다. 또한 애플내 점유율 증가 분을 반영하면 2023년 애플내 매출 둔화는 제한적으로 판단된다. 동 기간(2022년 9월~2023년 3월)에 아이폰14는 아이폰13대비 전체 판매가 13.4% 감소하였으나 프로/프로맥스 모델의 아이폰 14는 아이폰13(프로/프로맥스)대비 9% 증가하였다.

2023년 전체 매출 증가 및 최고 경신의 주체는 신규 영역인 차량용 스마트폰 무선충전기가 본격적으로 매출에 반영되기 때문이다. LG전자에서 인수한 차량용 스마트폰 무선충전기 매출은 2022년 4분기 611억원으로 처음 반영 후에 2023년 2,961억원 / 2024년 3,299억원으로 확대될 전망이다. 무선충전기(BH BVS 부문)을 포함한 전장향 매출 비중은 2022년 6%에서 2023년 20%, 2024년 21% 증가로 추정한다. 반면에 휴대폰향 매출 비중은 2022년 93%에서 2023년 80%로 줄어들게 된다. 또한 2024년 애플 아이패드로 매출이 추가로 시작되면 휴대폰 매출 비중은 2025년 70% 이하로 축소하게 된다.

**애플은 아이패드에
OLED 디스플레이
교체 전망, 2024년
추가적인 매출로
다각화된 포트폴리오
구축**

2024년 애플 아이패드향 R/F PCB 공급 가능성은 높다고 판단된다. 아이패드(태블릿PC)는 코로나19 시기(2020년~2022년)에 반사이익으로 판매 증가하였으나 2023년 역성장을 예상한다. 아이패드의 교체 수요 자극과 개선된 하드웨어 차별화를 바탕으로 프리미엄 입지를 강화하기 위해 2024년 OLED 디스플레이로 교체를 전망한다. 글로벌 태블릿PC 시장은 2022년 -4% 이후에 2023년 -12%로 역성장을 추정한다.

비에이치 입장에서 신규 매출을 확보 동시에 평균판매단가(ASP)가 상승하여 전체 매출 성장에 기여가 예상된다. 아이패드 중 2024년 프로 모델(11인치, 14인치)에 먼저 OLED 디스플레이로 변경, 삼성디스플레이와 LG디스플레이가 공급을 하면 비에이치는 삼성디스플레이향에서 매출을 기대한다. 2024년, 2025년 신규로 약 1,807억원, 2,351억원 매출을 추정한다. 만약 2025년 다른 아이패드(에어, 일반)에도 OLED 디스플레이를 적용하면, 추가 매출 확대로 더 높은 성장을 예상한다.

2024년 비에이치는 제 3 성장기를 예상, OLED 패널 교체가 휴대폰에서 태블릿PC, 노트북으로 본격화 전망

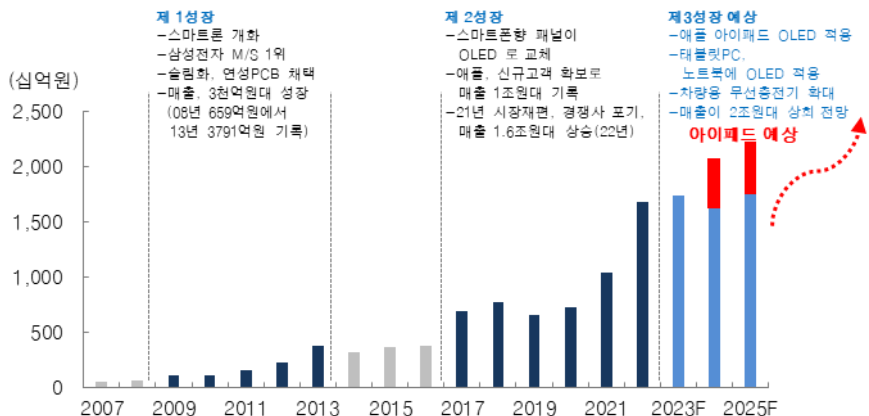
애플,
2024년 아이폰
디스플레이가
OLED로 변경 전망

비에이치는 2023년 시작하여 2024년에 본격적인 제 3 성장기를 맞이하여 다시한번 고성장을 예상한다. 모바일 기기기의 디스플레이 변화(LCD에서 OLED로 교체)가 휴대폰에서 태블릿PC, 노트북으로 확대될 전망이다. 삼성디스플레이(삼성전자)가 최초로 8.6세대급 IT 용 OLED 패널, 2026년까지 4.1조원을 투자하기로 결정하였다. LG디스플레이도 중형급 OLED 패널 투자를 준비하고 있다. 현재 태블릿 PC와 노트북에 적용된 디스플레이는 LCD 패널이며 일부 모델에서만 OLED패널을 채택하였다. 삼성디스플레이와 LG디스플레이 등 국내 OLED 패널 업체가 선제적으로 중형(IT용) OLED 패널에 투자, 또한 애플이 2024년 아이폰에 OLED 패널(중전 LCD에서)로 교체 가능성을 포함하면 IT용 중형 OLED 수요가 2024년 이후에 본격적으로 확대된다.

2024년 애플이 아이폰에 OLED 패널을 신규 적용하면 태블릿PC 영역에서 OLED 패널로 채택 확대가 불가피하다. 태블릿PC 시장에서 애플 점유율(2022년)은 37.4%, 단일 모델도 최다 판매, 매출을 기록하고 있다. 애플이 OLED 패널을 적용하면 태블릿PC 시장에서 삼성전자, 중국 경쟁업체도 OLED 패널 적용이 예상대비 빨라질 것으로 추정된다. 애플은 아이폰 모델 중 2024년 프로(11인치, 14인치)모델로 시작하여 2025년 이후 아이폰 에어, 아이폰 일반 모델로 확대될 것으로 추정한다. 또한 2026년 이후에 애플의 맥북(노트북)에도 적용할 가능성도 높아지고 있다.

비에이치의 아이폰향 신규 매출은 2024년 1,807억원, 2025년 2,351억원으로 추정한다. 여기에 차량용 스마트폰 무선충전기 매출인 2024년 3,299억원, 2025년 3,597억원을 포함하면 전체 매출은 2023년 1.73조원, 2024년 2.04조원, 2025년 2.17조원 이상으로 높은 성장세를 보일 전망이다. 2022년 매출대비 2025년에 29.4% 이상 증가하여 본격적인 제 3 성장기를 예상한다. 3 성장기의 성장 주체는 차량용 스마트폰 무선충전기와 애플의 아이폰으로 판단한다. 휴대폰 매출 중심에서 벗어나 다변화된 매출로 전환을 의미한다.

그림 1. 비에이치, 성장기 구분 : 2023년 3 성장기에 진입



자료: 비에이치 대신증권 Research Center

애플은 2024년 아이패드용 OLED 패널을 적용 전망

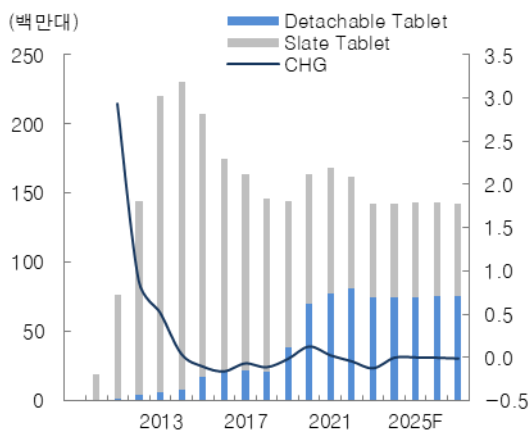
삼성전자,
IT기기향 8.6세대
OLED 투자 결정.
태블릿과 노트북에
채택 확대

삼성디스플레이의 OLED 패널 생산은 현재 6세대(1500x1800mm)가 주력인데 8.6세대(2250x2600mm)로 전환 시, 2배 가량 더 큰 원장을 사용한다. 원장의 크기가 커진 만큼 OLED 패널 생산량도 증가한다. 14.3인치 태블릿 패널은 연간 450만대에서 1000만대까지 확대된다. 조사기관에서 IT용 OLED 패널 시장이 2022년 950만대에서 2027년 4,880만대로 성장을 예상하고 있다.

애플의 아이패드(태블릿PC)는 연간 5,500만대(2019년~2022년 평균) 판매를 기록, 또한 4개 모델로 구성되어 있다. 4개 모델은 프리미엄급인 프로 및 에어, 일반 및 미니 모델이다. 2024년 OLED 패널을 신규로 적용하면 먼저 프리미엄급 모델(프로 11인치, 14인치)로 예상, 이후에 아이패드 에어 및 일반 모델까지 적용하여 연간 5천만대 아이패드에서 OLED 패널로 전환을 의미한다. 애플에서 시작된 OLED 채택 변화는 바로 삼성전자와 중국 경쟁업체의 전략 변화, LCD 패널에서 OLED 패널로 전환을 가속시킬 것이다. 글로벌적으로 태블릿PC의 평균판매가격 상승(매출 측면의 성장을 추구하고)과 교체 수요의 자극 측면에서 제조업체는 적극적으로 OLED 패널로 이동을 예상한다.

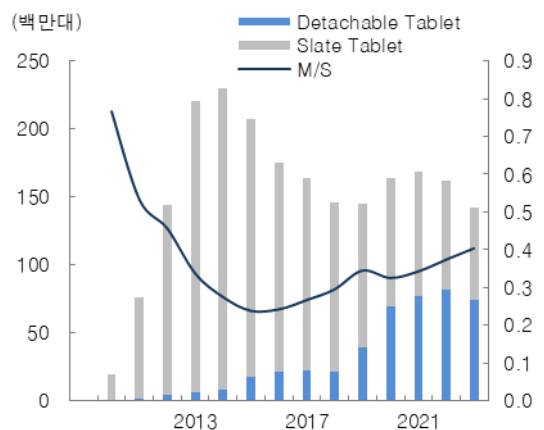
태블릿PC용 패널이 OLED로 전환되면 그 다음에 노트북에서 동일한 현상(전략 : ASP 상승을 통한 매출과 이익 성장, 교체 수요를 자극, 프리미엄화 추구)이 진행된다. 노트북 시장도 언택트 기간(2020~2021년)에 고성장을 보였으나 2022년, 2023년 역성장으로 전환, 교체 주기가 다시 길어지고 있다. 그러면 제조업체의 매출 성장과 교체 수요 관점에서 프리미엄 모델에 OLED 패널 적용이 불가피하다. 애플이 아이패드용 OLED 패널을 적용하기 시작하면 태블릿PC 그 다음에 노트북에서 디스플레이 변화가 예상된다.

그림 2. 태블릿PC 시장 전망



자료: IDC, 대신증권 Research Center

그림 3. 태블릿PC 시장 전망 및 애플 점유율 추이



자료: IDC, 대신증권 Research Center

OLED 패널은 소비전력의 효율성을 추구, R/F PCB 적용 확대가 필수

OLED로 교체는 R/F PCB 수요 증가로 연결

OLED 패널이 LCD 패널대비 어떤 경쟁력 요인이 있어서 태블릿PC와 노트북의 프리미엄 모델을 시작으로 제조업체가 OLED 패널 채택 필요성을 점검할 필요가 있다.

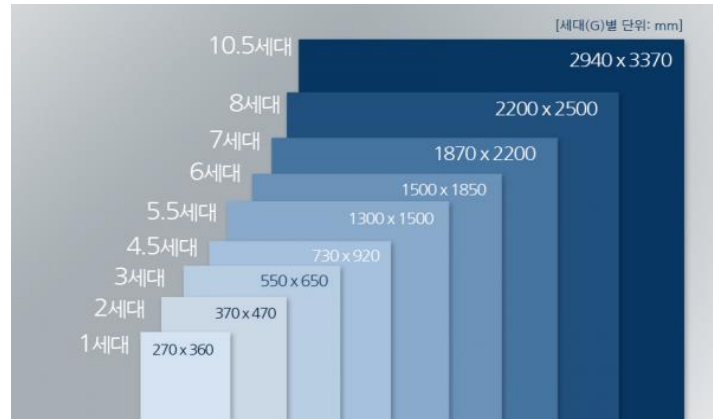
OLED는 스스로 빛을 내는 자발광 소재를 사용하여 기본적으로 LCD보다 더 얇고 선명, 다양한 형태의 패널을 만들 수 있다. LCD패널(반드시 BLU 부품이 필요 / OLED는 BLU 부품이 필요 없음)대비 두께의 슬림화가 가능하다. LCD와 비교해 소비전력 효율도 좋다. 휴대폰, 노트북-태블릿 등 모바일 기기로 고화질 콘텐츠를 즐기는 사용자가 증가하면서 저전력 고화질이 가능한 OLED 수요도 자연스럽게 증가하고 있다. 그러면 휴대폰, 태블릿 PC와 노트북이 하드웨어에서 핵심 추구 사양은 소비전력을 낮추는 것이다. LCD 패널 대비 명암비 우위로 두께의 슬림화 그리고 소비전력의 효율성 우위를 종합하면 모빌리티 시대에서 필요한 사양(OLED 패널)이다.

이미 휴대폰(스마트폰)도 초기에 LCD 패널을 적용하였으나 시장 성숙 단계에서 OLED 패널 전환으로 다시 제조업체의 매출과 이익 성장, 판매 증가를 도모하였다. 삼성전자가 중소형 OLED 패널 시장에서 점유율 1위, 그리고 플렉서블 OLED를 처음으로 채택 등 시장 변화를 주도하였다. 애플은 2017년 아이폰 X(10)부터 OLED 패널로 전환을 시작, 동시에 모델의 라인업 확대 및 평균판매가격(ASP) 상승을 추구하여 지속적인 성장을 보여주었다. 아이폰 14 기준(4개 모델)으로 디스플레이는 OLED 패널을 적용하였다.

애플의 디스플레이 전략은 스마트폰(휴대폰)향 디스플레이 변화를 뒤돌아보면 2024년 아이패드(태블릿PC)에서 동일하게 적용할 것이다. 왜냐하면 태블릿PC 시장은 성장 둔화이며, 언택트 반사이익 이후에 2023년 태블릿PC(아이패드도)는 역성장을 예상하기 때문이다. 2024년 OLED 패널로 교체된 아이패드가 출시되면 기본적으로 이전대비 가격 상승 효과로 매출 성장을 도모, 교체주기의 일부 도래로 수량 증가도 가능하다. 애플 전략은 삼성전자와 중국 IT 업체에게 동일한 현상으로 해석, 태블릿PC 영역은 빠르게 OLED 패널로 전환될 것이다.

그러면 OLED 패널로 교체가 이루어지면 연성PCB, 특히 R/F PCB 업체의 수혜가 예상된다. R(Regid)/F(Flexible) PCB(연성)는 디스플레이 패널과 메인기판(HDI)간의 연결 역할인 동시에 데이터를 전달하는 매개체(통로)이다. OLED 패널이 자가발광 구조로 패널에서 주기판으로 전달된 데이터가 증가할 수록 연성PCB 구조도 종전(LCD 패널)양/단면에서 3~6층 구조로 변경된다. 연성(플렉서블, 휘어지는) 기능이 경성(Regid, 딱딱해지는, 층수가 확대될수록 경성 기능이 확대) 특성을 내포하면서 멀티 구조(R/F)가 필요해졌기 때문이다. 스마트폰 처럼 모바일 기기가 두께의 슬림화 추구, 소비전력의 효율성을 추구하면서 연성PCB의 멀티화(R/F)가 부각, 높은 성장을 보였다. 중요한 점은 중소형 OLED 패널 시장을 삼성디스플레이가 주도하였기 때문에 국내 연성PCB 업체에게 수혜가 발생하였으며, R/F PCB 시장의 성장은 한국 업체가 견인하였다. 비에이치는 삼성디스플레이의 주력 공급업체, 삼성전자와 애플내 높은 점유율을 유지하고 있다.

그림 4. 디스플레이 세대와 원장 크기



자료: 대신증권 Research Center

2024년 3 성장기
진입, 애플 아이패드 및
무선충전기 사업
확대

비에이치, 시장재편 이후에 확고한 점유율 1 위로 애플의 주력 공급업체

2017년 이후, 비에이치가 큰 폭의 외형 성장을 시현, 그 이유는 1) 휴대폰향 디스플레이가 LCD에서 OLED로 교체 2) 그리고 애플을 신규 고객으로 확보하였기 때문이다. 비에이치는 삼성디스플레이의 주력 공급 업체, 연성PCB 공급업체 중 절대적으로 높은 점유율 1위를 유지하였다. 2017년 애플이 아이폰 10(X) 모델부터 OLED 패널을 신규 적용 및 아이폰 모델 수의 확대로 비에이치는 폭발적인 성장을 기록하였다. 여기에 추가로 R/F PCB 업체 중 경쟁력 약화로 인터플렉스의 매출 감소(2019년), 삼성전기의 사업 중단(2021년)이 맞물리면서 절대적인 위치를 확보하였다. 2022년 애플의 스마트폰 판매 부진과 매출 감소 분을 시장 재편 이후에 점유율 증가로 상쇄하여 과거대비 매출 변동 폭이 적었던 것으로 분석된다 제 2 성장기(2017년~2022년)에 매출은 2016년 3,720억원에서 2017년 6,913억원, 2020년 7,214억원, 2022년 1.68조원으로 352% 증가하였다.

비에이치는 2024년 이후에 다시 도약, 새로운 성장을 예상한다. 애플이 아이패드용 OLED 패널을 신규 적용하면 국내 OLED 업체인 삼성디스플레이와 LG디스플레이가 주력으로 공급할 가능성이 높다. 비에이치가 삼성디스플레이의 공급업체이기 때문에 LG디스플레이 공급 부분에서 반사이익은 제한적이다. 그러나 애플의 공급전략(복수 공급업체 선정)과 삼성디스플레이의 경쟁력(안정적인 생산능력과 기술적 우위, 스마트폰에서 전략적 협력)을 감안하면 공급 물량은 존재하며, 2024년 기점으로 새로운 매출이 예상된다.

비에이치 입장에서 애플의 아이패드향 R/F PCB 공급은 1) 휴대폰(스마트폰) 중심의 매출 구조에서 태블릿PC 영역으로 다각화 동시에 추가로 신규 매출을 예상 2) 아이패드(태블릿PC)는 스마트폰대비 면적이 크기 때문에 개당 평균공급단가가 스마트폰대비 3~4배 높아서 물량이 적어도 매출 기여 효과는 높음 3) 삼성디스플레이의 OLED 패널 투자(8.5세대)는 애플 이외의 삼성전자 MX(노트북, 태블릿PC), 중국 업체로 대면적 R/F PCB의 추가 공급 가능성을 예상한다.

2024년 애플의 아이패드향 매출 추가 반영

애플 아이패드향
추가 매출 예상은

2024년 1,807억원
2025년 2,351억원

비에이치의 2024년 실적 추정에 애플 아이패드 관련 매출을 반영하면 1,807억원을 포함한 2.04조원으로 추정된다. 그러면 2023년대비 17.8% 증가, 국내 PCB 업체 중 가장 높은 성장률과 처음으로 연간 매출이 2조원을 넘어선 기업으로 평가된다. 새로운 역사가 예상된다. 2025년 이후에 애플이 추가로 아이패드와 노트북으로 OLED 패널 적용 확대, 그리고 삼성전자와 중국 경쟁 업체로 추가적인 매출(삼성디스플레이를 통해서 태블릿PC, 노트북에 공급)도 진행된다면 매출 성장의 추세는 더 높아지게 된다.

2023년 시작으로 2024년 제 3 성장기에 진입할 것으로 전망한다. 제 1 성장기의 배경은 스마트폰 시장 개화 및 삼성전자의 점유율 1위로 부상에 기인한다. 제 2 성장은 애플의 거래선 추가(OLED 패널 전환) 및 시장 구조의 재편(경쟁업체의 사업중단으로 애플내 점유율 확대)으로 분석한다. 그리고 제 3 성장은 대면적(태블릿PC, 노트북) 시장 진출과 전장향 매출 확대 등 포트폴리오 다변화를 의미한다. 스마트폰의 정체 과정에서 태블릿PC와 노트북의 디스플레이 변화는 다른 경쟁사대비 비에이치에게 새로운 성장 기회를 줄 전망이다.

2023년 차량용 스마트폰 무선충전기 매출이 본격적으로 반영

차량용 스마트폰 무선충전기 매출은

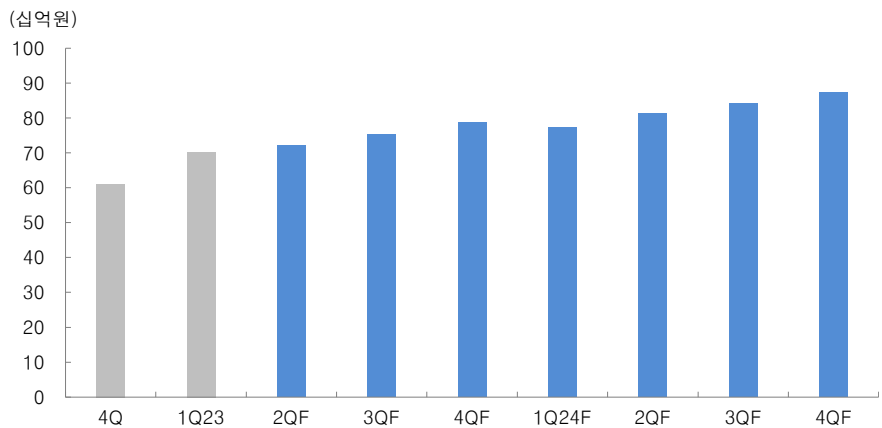
2023년 2,961억원
2024년 3,299억원
추정

2023년 실적은 다른 PCB 및 IT 부품업체대비 차별화될 전망이다. 국내 IT 업체의 실적은 전방산업인 스마트폰과 PC 시장의 역성장, 반도체 공급과잉/재고조정 영향으로 2022년대비 부진(큰 폭의 매출과 영업이익의 역성장)을 예상된다. 그러나 비에이치는 2023년 매출과 영업이익은 1조 7,320억원, 1,315억원으로 전년대비 각각 3%, 0.2% 증가하여 최고 실적을 경신할 전망이다.

2023년 상반기, 애플의 아이폰(14모델)과 삼성전자, 중국 스마트폰 업체의 스마트폰 판매가 부진한 것을 감안하면 비에이치의 2023년 1분기 및 연간 추정 실적은 선전, 상대적으로 양호한 것으로 평가한다. 그 이유는 애플과 삼성전자의 프리미엄 스마트폰 판매량은 전년대비 증가를 예상하기 때문이다. 아이폰 14 전체 판매량은 전년대비 감소하나 프로맥스 및 프로 모델 비중은 전년대비 높아졌다. 또한 삼성전자의 갤럭시S23도 전년대비 판매 증가 및 울트라 비중이 높아졌다. 비에이치 입장에서 보면 전체 수량 증가는 제한적이나 상대적으로 평균공급단가(ASP) 높은 모델 판매 증가로 매출 유지 및 성장이 가능하다.

또한, 차량용 무선충전기 사업은 본격적으로 2023년 매출 연결된 점도 중요하다. 2022년 LG전자로부터 차량용 스마트폰 무선 충전기 사업을 인수, 2022년 4분기에 연결 실적으로 포함되었다. 차량용 스마트폰 무선충전기의 예상 매출(2,961억원)을 제외하면 2023년 매출이 전년대비 감소하게 된다. 자동차의 전기자동차화, 자율주행화, 전장화가 진행될수록 자동차의 필수 기능은 무선충전으로 판단된다. 선택이 아닌 기본 형태로 자동차에 내장화되고 있으며 이미 무선충전기 사업은 국내에서 높은 점유율을 갖고 있다. 2023년 이후 안정적인 매출 및 영업이익률에 기여하게 된다.

그림 5. 차량용 스마트폰 무선충전기 매출 추정



자료: 비에이치 대신증권 Research Center

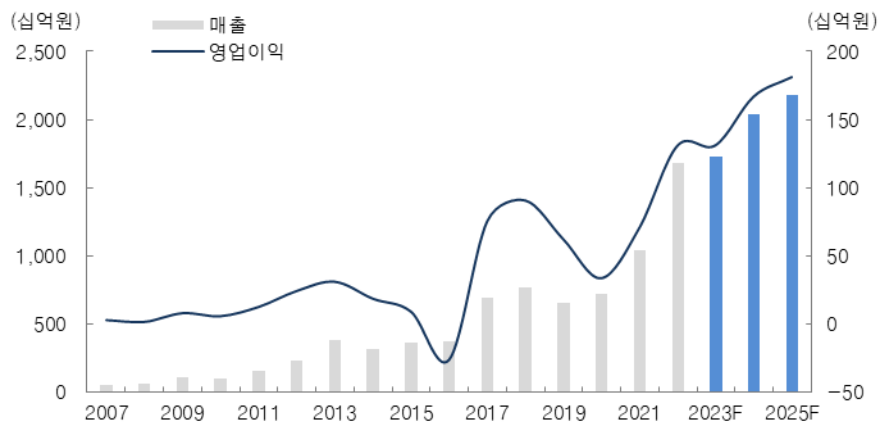
2024년 매출과 영업이익 최고 예상

2023년 1.73조원
(3%yoy)
2024년 2.04조원
(117.8% yoy)

연결기준의 비에이치의 2023년 전체 매출은 1조 7,320억원으로 3%(yoy), 영업이익은 1,315억원으로 0.2%(yoy)로 추정한다. 상반기는 아이폰14 판매 둔화 및 스마트폰 시장 둔화로 전년대비 부진할 실적을 예상하나 하반기는 아이폰 15 판매가 아이폰 14를 상회 예상, 또한 차량용 스마트폰 무선충전기 매출 반영으로 전년대비 매출과 영업이익 증가를 추정한다. 2023년 하반기는 정상화 구간으로 판단한다. 그리고 2024년 상반기에 애플의 아이패드향 R/F PCB를 추가 공급하면 전년대비 높은 매출 성장이 가능하다. 2024년 연간 매출은 2조 402억원(17.8% yoy), 영업이익 1,672억원(27.1% yoy)으로 추정한다.

2024년 영업이익도 아이패드향 매출 가세 및 차량용 스마트폰 무선충전기 사업의 매출 확대를 반영하면 영업이익률은 8~9%대 가능하다. 애플향 아이패드(상반기)와 모바일(하반기)로 R/F PCB를 공급하면 상/하반기에 균형적인 매출 시현, 이전에 휴대폰(스마트폰) 비수기(상반기)에 우려했던 가동률과 영업이익률 하락(고정비 부담) 요인을 상쇄하게 된다. 그리고 휴대폰향 비중 축소도 긍정적이다. 휴대폰향 매출 비중은 2021년 95%에서 2023년 80%, 2025년 69%로 축소, 자동차 비중은 2022년 6%에서 2023년 20%로 확대된다. 만약 태블릿PC향 매출이 가세되면 휴대폰 비중은 빠르게 줄어들면서 균형적인 포트폴리오(모바일+태블릿PC+자동차향)로 재편된다.

그림 6. 매출과 영업이익 전망



자료: 비에이치 대산증권 Research Center

표 1. 비에이치 영업실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2QF	3QF	4QF	1Q24F	2QF	3QF	4QF	2022	2023F	2024F
전사 매출액	313.9	340.4	549.8	527.9	358.6	398.2	673.1	610.4	1,681.1	1,732.0	2,040.2
QoQ	-37.5%	8.4%	61.5%	-4.0%	-32.1%	11.1%	69.0%	-9.3%			
YOY	-14.3%	0.4%	16.2%	5.1%	14.2%	17.0%	22.4%	15.6%	62.1%	3.0%	17.8%
F-PCB(북미)	156.6	176.6	371.0	353.1	191.2	227.0	485.9	425.3	1,217.2	1,057.3	1,329.4
F-PCB(국내/기타)	64.9	68.1	78.2	70.1	67.2	66.1	76.7	71.6	294.6	281.3	281.6
배터리	9.2	9.7	10.5	10.3	9.8	9.7	11.2	9.5	52.3	39.8	40.2
무선충전기(차량용)	70.3	72.0	75.2	78.6	77.3	81.4	84.1	87.2	61.1	296.1	329.9
전장용케이블	10.9	11.8	12.7	13.5	11.0	11.9	13.0	14.4	40.6	48.9	50.4
기타	2.0	2.1	2.2	2.3	2.1	2.2	2.2	2.4	7.6	8.6	8.8
영업이익	8.9	15.2	58.3	49.1	19.1	22.3	67.9	57.9	131.3	131.5	167.2
QoQ	-65.4%	70.2%	284.6%	-15.8%	-61.2%	16.9%	204.9%	-14.8%			
YOY	-60%	-36.9%	-1.2%	90.4%	113.8%	46.9%	16.5%	17.9%	84.7%	0.2%	27.1%
이익률	2.8%	4.5%	10.6%	9.3%	5.3%	5.6%	10.1%	9.5%	7.8%	7.6%	8.2%
세전이익	26.1	22.1	66.3	56.7	26.7	29.9	75.9	65.3	164.5	171.2	197.8
QoQ	200.6%	-15.3%	200.2%	-14.4%	-52.9%	11.8%	154.4%	-14.1%			
YOY	-22.5%	-48.9%	-16.0%	553.8%	2.4%	35.2%	14.5%	15.0%	57.5%	4.1%	15.5%
이익률	8.3%	6.5%	12.1%	10.7%	7.4%	7.5%	11.3%	10.7%	9.8%	9.9%	9.7%
순이익	22.9	17.2	53.0	43.1	22.4	23.0	59.2	49.6	140.7	136.3	154.2
QoQ	99.7%	-24.7%	207.9%	-18.7%	-48.0%	2.5%	157.7%	-16.3%			
YOY	-22.0%	-47.6%	-20.8%	276.2%	-2.0%	33.5%	11.7%	15.0%	72.1%	-3.1%	13.2%
이익률	-7.3%	-5.1%	-9.6%	-8.2%	-6.3%	-5.8%	-8.8%	-8.1%	-8.4%	-7.9%	-7.6%

자료: 비에이치, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

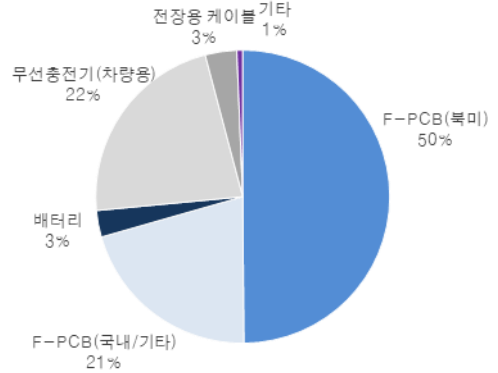
- 모바일 기기용 연성PCB(R/F PCB) 업체
- LG 전자에서 무선충전기 사업을 인수, 전장향 사업다각화 추진
- 삼성디스플레이의 주력 공급업체, 애플을 고객 확보
- 자산 0.94조원, 부채 0.34조원, 자본 0.60조원 (2023년 3월 기준)

주가 변동요인

- 애플의 스마트폰 판매량과 실적 연관성 높음
- 태블릿PC와 노트북에 OLED 패널로 적용 확대되면 추가 매출 예상
- 전장향 매출 확대 및 신규 고객 확보

자료: 비에이치, 대신증권 Research Center

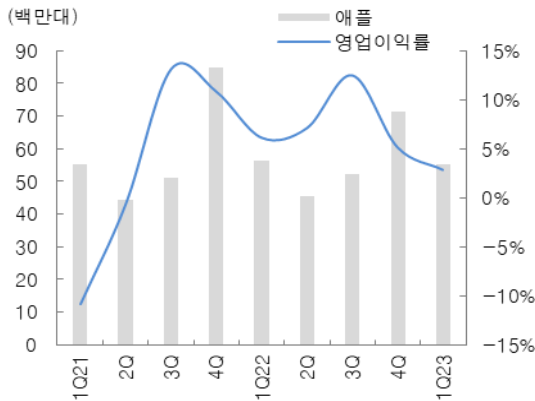
매출 비중



주: 2023년 1분기 연결 매출 기준
자료: 비에이치, 대신증권 Research Center

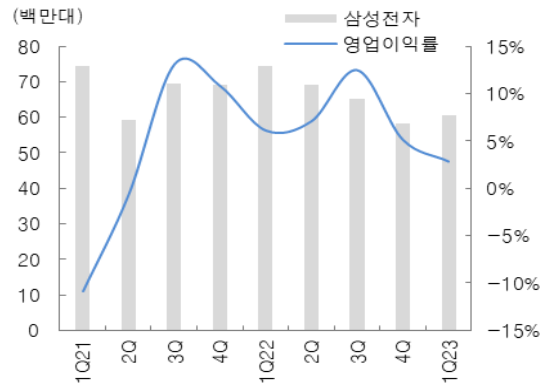
2. Earnings Driver

애플 아이폰 출하량 vs. 영업이익률



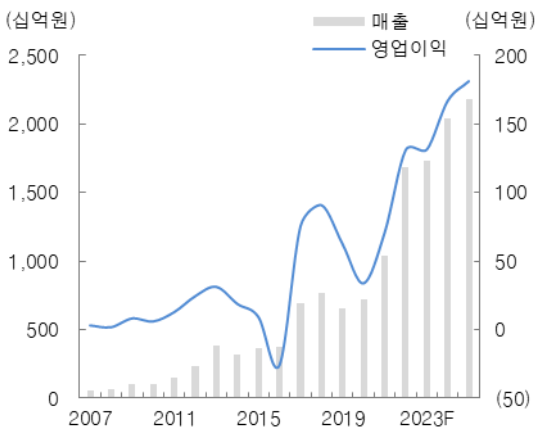
자료: 비에이치, 대신증권 Research Center

삼성전자 스마트폰 출하량 vs. 영업이익률



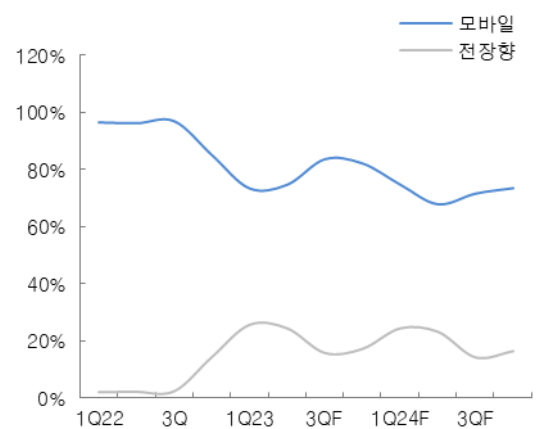
자료: 비에이치, 대신증권 Research Center

매출액 vs. 영업이익률 추이(연간)



자료: 비에이치, 대신증권 Research Center

모바일과 전장향 매출 비중 추이



자료: 비에이치, 대신증권 Research Center

재무제표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,037	1,681	1,732	2,040	2,176
매출원가	937	1,488	1,538	1,801	1,916
매출총이익	100	193	194	239	259
판매비와관리비	29	62	62	72	78
영업이익	71	131	132	167	181
영업외수익	6.9	7.8	7.6	8.2	8.3
EBITDA	106	175	175	216	231
영업외손익	33	33	40	31	32
관계기업손익	2	5	5	5	5
금융수익	6	13	12	12	12
외환관련이익	32	66	59	59	59
금융비용	-6	-15	-9	-10	-10
외환관련손실	1	8	2	2	2
기타	31	30	32	23	25
법인세비용차감전순이익	104	164	171	198	213
법인세비용	-23	-24	-35	-44	-47
계속사업순이익	82	141	136	154	166
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	82	141	136	154	166
당기순이익	7.9	8.4	7.9	7.6	7.6
비재계분순이익	0	-3	-9	-14	-17
재계분순이익	82	144	145	168	183
매도·능력유지자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	13	6	6	6	6
포괄순이익	95	147	142	161	173
비재계분포괄이익	0	-3	-9	-14	-17
재계분포괄이익	95	150	151	175	190

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	2,428	4,206	4,207	4,878	5,312
PER	9.6	5.3	6.0	5.2	4.8
BPS	12,120	16,387	20,264	24,930	30,029
PBR	1.9	1.4	1.3	1.0	0.9
EBITDAPS	3,150	5,124	5,069	6,264	6,711
EV/EBITDA	7.9	4.8	5.8	4.6	4.1
SPS	30,806	49,127	50,255	59,198	63,123
PSR	0.8	0.5	0.5	0.4	0.4
CFPS	4,109	6,438	5,171	6,113	6,609
DPS	250	250	250	250	250

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증감률	43.8	62.1	3.0	17.8	6.6
영업이익 증감률	108.8	84.7	0.2	27.1	8.5
순이익 증감률	215.5	72.1	-3.1	13.2	7.9
수익성					
ROC	14.2	22.8	16.7	16.9	16.0
ROA	10.5	14.6	12.2	13.4	12.6
ROE	22.5	29.7	23.0	21.6	19.3
안정성					
부채비율	94.5	74.3	59.1	52.6	43.2
순차입금비율	13.3	8.6	12.6	6.9	0.6
이자보상비율	19.7	24.6	23.5	28.2	28.9

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	505	529	625	783	937
현금및현금성자산	98	90	59	100	165
매출채권 및 기타채권	218	155	219	283	339
재고자산	114	100	157	227	272
기타유동자산	75	185	189	174	161
비유동자산	288	478	521	569	590
유형자산	241	263	292	326	333
관계기업투자지분	22	39	54	69	84
기타비유동자산	26	176	175	174	173
자산총계	793	1,007	1,146	1,352	1,527
유동부채	371	412	408	448	442
매입채무 및 기타채무	187	191	175	203	185
차입금	139	172	183	194	205
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	46	49	49	50	52
비유동부채	14	17	18	18	19
차입금	0	0	1	1	1
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	14	17	17	18	18
부채총계	385	429	426	466	461
자본계	408	561	698	859	1,035
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	75	91	91	91	91
이익잉여금	350	488	625	785	960
기타자본변동	-35	-35	-35	-34	-33
비재계분	0	17	21	26	32
자본총계	408	578	720	886	1,067
순차입금	54	50	91	61	6

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	33	197	-83	-26	-28
당기순이익	82	141	136	154	166
비현금항목의 가감	57	80	42	56	61
감상비용	35	44	43	49	50
외환손익	-3	11	-37	-37	-37
자본변동이익	0	0	0	0	0
기타	24	25	36	45	49
자산부채의 증감	-99	9	-223	-190	-205
기타현금흐름	-6	-32	-38	-47	-51
투자활동 현금흐름	-35	-240	-87	-97	-72
투자자산	-2	-19	-15	-15	-15
유형자산	-34	-64	-70	-81	-56
기타	1	-158	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	36	35	6	6	6
단기차입금	51	28	11	11	11
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-3	0	0	0	0
유상증자	5	16	0	0	0
현금배당	-8	-8	-8	-8	-8
기타	-9	-2	3	3	3
현금의 증감	34	-8	-31	40	65
기초 현금	64	98	90	59	100
기말 현금	98	90	59	100	165
NOPLAT	56	112	105	130	141
FCF	50	-32	75	96	133

자료: 비에이치 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박강호)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

비에이치(090460) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	23.06.07
투자의견	Buy
목표주가	41,000
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20230531)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.1%	6.6%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상