SK COMPANY Analysis

SK securities

2023-06-07

# 비에이치 (090460/KQ | 매수(유지) | T.P 37,500 원(상향))

## IT 부품 섹터, 하반기 중소형 최선호주

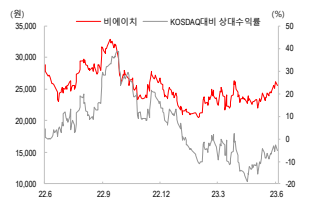
**태블릿&노트북 OLED 시장 개화 임박 (향후 5 년간의 성장 모멘텀)**
**국내 디스플레이 장비사들의 대규모 수주 공시: 2016 년 사례, '장비사 → FPCB'**
**순조로운 신사업 개발 & 투자: 전기차 배터리용 BMS 케이블 & 무선충전모듈**
**유가증권(KOSPI) 이전 상장 진행: 공매도 잔고 축소 예상**

*Analyst*
**박형우**
hyungwou@sks.co.kr
02-3773-9035


| Company Data | |
|---|---|
| 자본금 | 17 십억원 |
| 발행주식수 | 3,446 만주 |
| 자사주 | 77 만주 |
| 액면가 | 500 원 |
| 시가총액 | 881 십억원 |
| 주요주주 | |
| 이경환(외3) | 21.24% |
| 자사주 | 8.09% |
| 외국인지분율 | 6.67% |
| 배당수익률 | 1.0% |

| Stock Data | |
|---|---|
| 주가(23/06/05) | 25,550 원 |
| KOSDAQ | 870.28 pt |
| 52주 Beta | 0.69 |
| 52주 최고가 | 32,850 원 |
| 52주 최저가 | 20,500 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 21 십억원 |

**주가 및 상대수익률**




| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|---|---|---|
| 1개월 | 15.9% | 12.5% |
| 6개월 | -0.8% | -16.4% |
| 12개월 | -7.9% | -5.7% |

### 6 월 반등 시작. 23 년 영업이익 컨센서스 상회 가능성

2 분기 영업이익은 101 억원, 23 년은 1,207 억원으로 전망된다. 북미 제조사의 재고조정 단행에도 연초의 우려보다 견조하다. 추정치 상향 가능성이 높다. ① 연초 중국의 BOE 가 삼성디스플레이의 점유율을 가져간다고 루머가 존재했으나 올해 BOE 의 점유율은 10% 수준에 불과할 것이다. ② 무선충전모듈의 성장 속도가 예상을 상회한다. ③ 23 년 상반기는 예년보다 골이 더 깊다. 그러나 아이폰의 상저하고 계절성은 반복된다. 북미 고객사향 상반기 매출은 전년대비 약 40% 감소되나, 6 월부터는 반등한다.

### 핵심 성장동력: 태블릿과 노트북용 OLED 시장 개화 → RFPCB 전방 확대

24 년이 기대되는 부품주다. 북미 제조사와 국내 제조사가 태블릿에 진일보한 OLED 탑재를 검토 중이다. 동사는 해당 OLED 용 RFPCB 를 공급한다. ASP 는 스마트폰용보다 2~4 배 높다. 24 년부터 공급을 시작하며, OLED 태블릿 판매량은 700 만대를 하회하고 (부품 950 만개), 점유율은 25%라고 가정했다. 보수적 추산을 위한 비관적 가정이다.

### 목표주가 37,500 원으로 상향. 하반기 IT 부품 중소형 최선호주

목표주가는 23 년 순이익과 부품사 통상적 PER 을 10% 할인한 9 배를 반영했다. 투자포인트는 다음과 같다. ① 상저하고 계절성이 반복된다. ② 태블릿 OLED 용 RFPCB 사업화가 임박했다. 주식시장의 눈높이는 낮다. 향후 실적 서프라이즈와 컨센서스 상향이 예상된다. ③ 지난해부터 본격적으로 준비를 시작한 무선충전모듈 사업과 BMS 케이블의 개발과 투자도 순조롭게 진행 중이다. 향후 5 년간의 성장동력을 확보했다고 평가한다.

**영업실적 및 투자지표**

| 구분 | 단위 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 십억원 | 721 | 1,037 | 1,681 | 1,685 | 1,823 | 1,972 |
| yoy | % | 10.2 | 43.8 | 62.1 | 0.3 | 8.1 | 8.2 |
| 영업이익 | 십억원 | 34 | 71 | 131 | 121 | 152 | 172 |
| yoy | % | -45.6 | 108.8 | 84.7 | -8.1 | 25.9 | 13.4 |
| EBITDA | 십억원 | 66 | 106 | 175 | 173 | 204 | 224 |
| 세전이익 | 십억원 | 34 | 104 | 164 | 159 | 179 | 205 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 26 | 82 | 144 | 144 | 159 | 182 |
| 영업이익률% | % | 4.7 | 6.9 | 7.8 | 7.2 | 8.3 | 8.7 |
| EBITDA% | % | 9.2 | 10.2 | 10.4 | 10.3 | 11.2 | 11.4 |
| EPS(계속사업) | 원 | 774 | 2,417 | 4,176 | 4,174 | 4,622 | 5,284 |
| PER | 배 | 28.4 | 9.6 | 5.4 | 6.1 | 5.5 | 4.8 |
| PBR | 배 | 2.0 | 1.7 | 1.3 | 1.2 | 1.0 | 0.8 |
| EV/EBITDA | 배 | 11.7 | 7.9 | 4.8 | 4.2 | 2.8 | 1.8 |
| 배당수익률 | % | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| ROE | % | 8.7 | 22.5 | 29.7 | 22.7 | 20.4 | 19.3 |
| 순차입금 | 십억원 | 42 | 54 | 50 | -164 | -301 | -447 |
| 부채비율 | % | 77.0 | 94.5 | 74.3 | 55.7 | 46.6 | 39.7 |

**Analyst** 박형우 hyungwou@sks.co.kr / 02-3773-9035

〈 비에이치 그룹, 투자포인트 요약 〉

① 상저하고 계절성 반복 → 마음편한 하반기 (단기적 관점, 6 개월)
② 경쟁사들 및 특정 서플라이체인과는 달리 수율 우려 없음
**③ 태블릿 OLED 용 RFPCB 산업 (중기적 관점, 3 년)**
④ 노트북 OLED 용 RFPCB 산업 (장기적 관점, 5 년)
**⑤ 전기차 배터리용 BMS 케이블 사업**
⑥ 무선충전모듈 사업의 기대보다 빠른 실적 정상화
⑦ 폴더블도 실적 개선에 기여 : 23 년과 24 년 모두 YoY 성장 지속
⑧ IT 수요 불황에 몇 안되는 저 PER 기업 (실적주)
**⑨ 국내 디스플레이 장비사들의 대규모 수주 공시: 2016 년 사례, '장비사 → FPCB'**
**⑩ 유가증권(KOSPI) 이전 상장 진행 동향**

**(시나리오 분석) 북미 제조사, 태블릿에 OLED 탑재 따른 '비에이치 매출액 증분'**

| (단위: 억원) | | 침투율 (태블릿 대수) | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | (600 만대) | (1,200 만대) | (1,800 만대) | (2,400 만대) | (3,000 만대) |
| | | 10% | 20% | 30% | 40% | 50% |
| 디스플레이 고객사 점유율 | 30% | 540 | 1,080 | 1,620 | 2,160 | 2,700 |
| | 40% | 720 | 1,440 | 2,160 | 2,880 | 3,600 |
| | 50% | 900 | 1,800 | 2,700 | 3,600 | 4,500 |
| | 60% | 1,080 | 2,160 | 3,240 | 4,320 | 5,400 |
| | 70% | 1,260 | 2,520 | 3,780 | 5,040 | 6,300 |

자료: SK 증권 추정
주 1: 북미 제조사 태블릿 출하량은 연 6,000 만대로 가정
주 2: 태블릿 RFPCB ASP 는 스마트폰보다 3 배 높은 30,000 원으로 가정
주 3: 이번 레포트에서는 위와 다르게 태블릿 출하량을 700 만대 하회, 점유율 25%로 가정

**비에이치 제품별 실적 추정**

| | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2022 | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 3,662 | 3,391 | 4,732 | 5,025 | 3,139 | 3,507 | 5,524 | 4,684 | 16,811 | 16,854 | 18,225 |
| QoQ % | -9 | -7 | 40 | 6 | -38 | 12 | 58 | -15 | - | - | - |
| YoY % | 164 | 109 | 42 | 25 | -14 | 3 | 17 | -7 | 62 | 0 | 8 |
| RFPCB, Display (Kor.) | 474 | 195 | 216 | 416 | 488 | 381 | 482 | 386 | 1,300 | 1,737 | 1,737 |
| RFPCB, Foldable | 147 | 417 | 459 | 95 | 81 | 541 | 596 | 123 | 1,117 | 1,341 | 1,743 |
| RFPCB, Display (Int.) | 2,605 | 2,382 | 3,635 | 3,550 | 1,566 | 1,518 | 3,347 | 3,080 | 12,172 | 9,511 | 9,278 |
| RFPCB, Tablet (Int.) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 713 |
| Smartphone FPCB | 135 | 144 | 141 | 110 | 90 | 173 | 169 | 132 | 530 | 564 | 733 |
| Samsung SDI | 168 | 120 | 130 | 105 | 92 | 91 | 90 | 89 | 523 | 363 | 348 |
| EV (BMS Cable) | 85 | 80 | 121 | 120 | 109 | 125 | 144 | 154 | 406 | 533 | 733 |
| 기타 | 48 | 53 | 31 | 20 | 10 | 27 | 21 | 19 | 152 | 77 | 75 |
| EVS (무선충전모듈) | 0 | 0 | 0 | 611 | 703 | 650 | 675 | 700 | 611 | 2,728 | 2,864 |
| 영업이익 | 224 | 241 | 590 | 258 | 89 | 101 | 583 | 434 | 1,313 | 1,207 | 1,519 |
| OPM % | 6 | 7 | 12 | 5 | 3 | 3 | 11 | 9 | 8 | 7 | 8 |
| YoY % | -249 | -2479 | 35 | -41 | -60 | -58 | -1 | 68 | 85 | -8 | 26 |

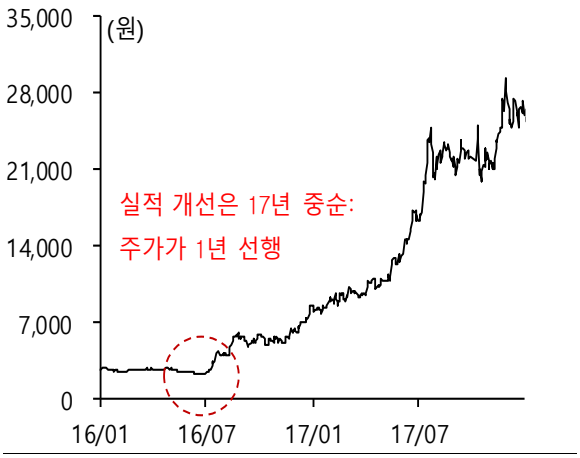
자료 : Dart, SK 증권

**비에이치 목표주가 밸류에이션 분석**

| (원, 배) | 2023E | 비고 |
|---|---|---|
| **목표주가** | **37,500 원** | |
| EPS | 4,174 | 23E EPS |
| 목표 PER | 9.0 | 부품사 통상 PER 에 10% 할인 |
| 주당가치 | 37,564 | |

자료: SK 증권 추정

**비에이치 주가 상승 사례 : 16 년 6 월**




자료 : Quantiwise, SK 증권

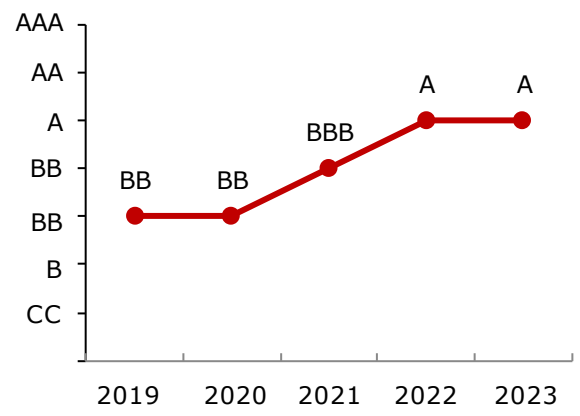
**자화전자 주가 상승 사례 : 21 년 8 월**

자료 : Quantiwise, SK 증권

*Analyst* **박형우** hyungwou@sks.co.kr / 02-3773-9035

# ESG 하이라이트

### 비에이치 종합 ESG 평가 등급 변화 추이




자료: 지속가능발전소, SK 증권

### Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

| | 지속가능발전 | Refinitiv | Bloomberg |
|---|---|---|---|
| **비에이치 종합 등급** | **A** | **N/A** | **N/A** |
| 환경(Environment) | 42.0 | N/A | N/A |
| 사회(Social) | 45.4 | N/A | N/A |
| 지배구조(Governance) | 51.6 | N/A | N/A |
| <비교업체 종합 등급> | | | |
| 인터플렉스 | **BB** | **N/A** | **N/A** |
| 대덕전자 | **A** | **N/A** | **N/A** |

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

### SK 증권 비에이치 ESG 평가

ESG 경영 체계 구축 위해 ESG 경영 회의체 설립

FPCB 는 기판은 한 종류. 기판 제조 공정에서는 다양한 화학소재가 사용됨. 비에이치는 환경 분야에서 관리 역량 확보를 위해 다각도로 노력 중. 국내외 규제 및 이슈의 선제적 대응과 환경오염 물질 배출 최소화를 핵심 과제로 선정

자료: SK 증권

### 비에이치 ESG 채권 발행 내역

| 발행일 | 세부 섹터 | 발행규모 (백만원) | 표면금리 (%) |
|---|---|---|---|
| N/A | N/A | N/A | N/A |

자료: KRX, SK 증권

### 비에이치 ESG 관련 뉴스 Flow

| 일자 | 세부 섹터 | 내용 |
|---|---|---|
| N/A | N/A | N/A |

자료: 주요 언론사, SK 증권

### 재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 505 | 529 | 594 | 732 | 886 |
| 현금및현금성자산 | 98 | 90 | 289 | 407 | 536 |
| 매출채권 및 기타채권 | 218 | 155 | 152 | 162 | 174 |
| 재고자산 | 114 | 100 | 95 | 101 | 109 |
| **비유동자산** | 288 | 478 | 508 | 503 | 509 |
| 장기금융자산 | 10 | 24 | 46 | 46 | 46 |
| 유형자산 | 241 | 263 | 277 | 277 | 285 |
| 무형자산 | 4 | 124 | 120 | 114 | 108 |
| **자산총계** | 793 | 1,007 | 1,101 | 1,236 | 1,395 |
| **유동부채** | 371 | 412 | 379 | 377 | 380 |
| 단기금융부채 | 154 | 173 | 157 | 141 | 127 |
| 매입채무 및 기타채무 | 176 | 176 | 178 | 190 | 205 |
| 단기충당부채 | 1 | 2 | 1 | 2 | 2 |
| **비유동부채** | 14 | 17 | 16 | 16 | 16 |
| 장기금융부채 | 0 | 3 | 3 | 2 | 1 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **부채총계** | 385 | 429 | 394 | 393 | 396 |
| **지배주주지분** | 408 | 561 | 704 | 856 | 1,030 |
| 자본금 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| 자본잉여금 | 75 | 91 | 91 | 91 | 91 |
| 기타자본구성요소 | -50 | -55 | -55 | -55 | -55 |
| 자기주식 | -50 | -55 | -55 | -55 | -55 |
| 이익잉여금 | 350 | 488 | 624 | 775 | 949 |
| 비지배주주지분 | 0 | 17 | 3 | -13 | -31 |
| **자본총계** | 408 | 578 | 707 | 843 | 999 |
| **부채와자본총계** | 793 | 1,007 | 1,101 | 1,236 | 1,395 |

### 포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 1,037 | 1,681 | 1,685 | 1,823 | 1,972 |
| **매출원가** | 937 | 1,488 | 1,497 | 1,594 | 1,688 |
| **매출총이익** | 100 | 193 | 188 | 228 | 284 |
| 매출총이익률(%) | 9.7 | 11.5 | 11.2 | 12.5 | 14.4 |
| **판매비와 관리비** | 29 | 62 | 68 | 76 | 111 |
| **영업이익** | 71 | 131 | 121 | 152 | 172 |
| 영업이익률(%) | 6.9 | 7.8 | 7.2 | 8.3 | 8.7 |
| **비영업손익** | 33 | 33 | 39 | 27 | 33 |
| 순금융손익 | -3 | -3 | -3 | 1 | 5 |
| 외환관련손익 | 28 | 27 | 4 | -3 | -3 |
| 관계기업등 투자손익 | 2 | 5 | 2 | 2 | 2 |
| **세전계속사업이익** | 104 | 164 | 159 | 179 | 205 |
| 세전계속사업이익률(%) | 10.1 | 9.8 | 9.5 | 9.8 | 10.4 |
| **계속사업법인세** | 23 | 24 | 30 | 36 | 41 |
| **계속사업이익** | 82 | 141 | 130 | 143 | 164 |
| **중단사업이익** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ***법인세효과** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | 82 | 141 | 130 | 143 | 164 |
| 순이익률(%) | 7.9 | 8.4 | 7.7 | 7.9 | 8.3 |
| 지배주주 | 82 | 144 | 144 | 159 | 182 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 7.9 | 8.6 | 8.5 | 8.7 | 9.2 |
| 비지배주주 | 0 | -3 | -14 | -16 | -18 |
| 총포괄이익 | 95 | 147 | 137 | 143 | 164 |
| 지배주주 | 95 | 150 | 149 | 155 | 177 |
| 비지배주주 | 0 | -3 | -11 | -12 | -13 |
| **EBITDA** | 106 | 175 | 173 | 204 | 224 |

### 현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | 35 | 199 | 214 | 197 | 218 |
| 당기순이익(손실) | 82 | 141 | 130 | 143 | 164 |
| 비현금성항목등 | 57 | 80 | 74 | 89 | 91 |
| 유형자산감가상각비 | 35 | 42 | 45 | 46 | 47 |
| 무형자산상각비 | 0 | 2 | 7 | 6 | 6 |
| 기타 | 22 | 36 | 22 | 38 | 39 |
| 운전자본감소(증가) | -99 | 9 | 43 | -1 | -2 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | -94 | 76 | 2 | -10 | -12 |
| 재고자산의감소(증가) | -28 | 22 | 12 | -6 | -8 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | 67 | -3 | -22 | 12 | 14 |
| 기타 | -43 | -86 | 51 | 3 | 4 |
| 법인세납부 | -4 | -31 | -31 | -36 | -41 |
| **투자활동현금흐름** | -35 | -237 | -66 | -53 | -64 |
| 금융자산의감소(증가) | -1 | -51 | -10 | -2 | -3 |
| 유형자산의감소(증가) | -34 | -64 | -55 | -45 | -55 |
| 무형자산의감소(증가) | 0 | -122 | -2 | 0 | 0 |
| 기타 | -0 | -0 | 1 | -6 | -6 |
| **재무활동현금흐름** | 36 | 15 | -22 | -24 | -23 |
| 단기금융부채의증가(감소) | 46 | 28 | -19 | -16 | -14 |
| 장기금융부채의증가(감소) | -0 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 자본의증가(감소) | 5 | 16 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -8 | -8 | 0 | -8 | -8 |
| 기타 | -7 | -20 | -2 | -0 | 0 |
| 현금의 증가(감소) | 34 | -8 | 199 | 118 | 129 |
| 기초현금 | 64 | 98 | 90 | 289 | 407 |
| 기말현금 | 98 | 90 | 289 | 407 | 536 |
| FCF | 1 | 135 | 159 | 152 | 163 |

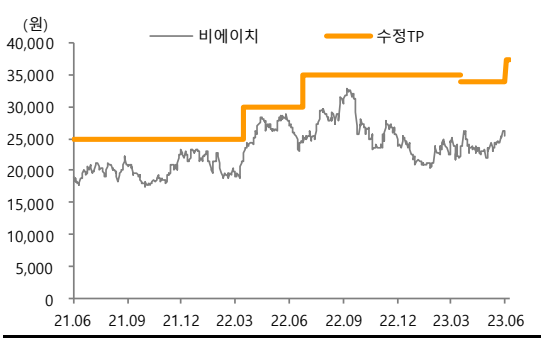
### 주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **성장성 (%)** | | | | | |
| 매출액 | 43.8 | 62.1 | 0.3 | 8.1 | 8.2 |
| 영업이익 | 108.8 | 84.7 | -8.1 | 25.9 | 13.4 |
| 세전계속사업이익 | 208.3 | 57.5 | -3.0 | 12.5 | 14.3 |
| EBITDA | 59.5 | 65.4 | -1.4 | 17.8 | 10.2 |
| EPS | 212.4 | 72.7 | -0.1 | 10.7 | 14.3 |
| **수익성 (%)** | | | | | |
| ROA | 12.1 | 15.6 | 12.3 | 12.3 | 12.5 |
| ROE | 22.5 | 29.7 | 22.7 | 20.4 | 19.3 |
| EBITDA마진 | 10.2 | 10.4 | 10.3 | 11.2 | 11.4 |
| **안정성 (%)** | | | | | |
| 유동비율 | 135.9 | 128.4 | 156.8 | 194.1 | 233.0 |
| 부채비율 | 94.5 | 74.3 | 55.7 | 46.6 | 39.7 |
| 순차입금/자기자본 | 13.3 | 8.6 | -23.2 | -35.7 | -44.8 |
| EBITDA/이자비용(배) | 29.4 | 32.8 | 21.5 | 28.2 | 34.7 |
| 배당성향 | 9.6 | 5.5 | 5.5 | 5.0 | 4.3 |
| **주당지표 (원)** | | | | | |
| EPS(계속사업) | 2,417 | 4,176 | 4,174 | 4,622 | 5,284 |
| BPS | 13,544 | 17,852 | 22,026 | 26,418 | 31,471 |
| CFPS | 3,451 | 5,454 | 5,689 | 6,123 | 6,800 |
| 주당 현금배당금 | 250 | 250 | 250 | 250 | 250 |
| **Valuation지표 (배)** | | | | | |
| PER | 9.6 | 5.4 | 6.1 | 5.5 | 4.8 |
| PBR | 1.7 | 1.3 | 1.2 | 1.0 | 0.8 |
| PCR | 6.7 | 4.1 | 4.5 | 4.2 | 3.8 |
| EV/EBITDA | 7.9 | 4.8 | 4.2 | 2.8 | 1.8 |
| 배당수익률 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |

자료 : 비에이치, SK증권 추정

**Analyst** 박형우 hyungwou@sks.co.kr / 02-3773-9035

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2023.06.07 | 매수 | 37,500원 | 6개월 | | |
| 2023.03.24 | 매수 | 34,000원 | 6개월 | -29.60% | -22.50% |
| 2022.06.29 | 매수 | 35,000원 | 6개월 | -27.04% | -6.14% |
| 2022.03.21 | 매수 | 30,000원 | 6개월 | -12.53% | -4.00% |
| 2021.03.23 | 매수 | 25,000원 | 6개월 | -21.33% | -6.80% |




## Compliance Notice

작성자(박형우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023 년 06 월 07 일 기준)**

| 매수 | 94.89% | 중립 | 5.11% | 매도 | 0.00% |
|---|---|---|---|---|---|