

비에이치 (090460)

18년 3분기 실적 이상 무

매수 (유지)

주가 (10월 5일)	18,800 원
목표주가	29,500 원 (유지)
상승여력	56.9%

박형우 ☎ (02) 3772-2184
✉ hyungwou@shinhan.com

김현욱 ☎ (02) 3772-1545
✉ hyunwook.kim@shinhan.com

KOSPI	2,267.52p
KOSDAQ	773.70p
시가총액	587.9 십억원
액면가	500 원
발행주식수	31.3 백만주
유동주식수	22.2 백만주(71.0%)
52 주 최고가/최저가	29,400 원/17,400 원
일평균 거래량 (60 일)	540,457 주
일평균 거래액 (60 일)	12,580 백만원
외국인 지분율	17.71%
주요주주	이경환 외 2 인 23.42%
절대수익률	3 개월 -22.8%
	6 개월 -2.8%
	12 개월 -15.1%
KOSDAQ 대비	3 개월 -20.8%
상대수익률	6 개월 9.1%
	12 개월 -28.4%

- ◆ 3Q18 프리뷰 요약: 최근 일각의 우려와 달리 견조한 영업실적 기대
- ◆ Flexible OLED의 채용률 추이를 주목
- ◆ 목표주가 29,500원, 투자의견 매수 유지

3Q18 프리뷰 요약: 최근 일각의 우려와 달리 견조한 영업실적 기대

18년 3분기는 매출액 2,773억원(+15%, 이하 YoY), 영업이익 411억원이 전망된다. 최근 일각의 우려와는 달리 견조한 실적을 예상한다. 전방 스마트폰 출하량의 불확실성에도 분기 최대 실적 경신이 기대된다. 이는 ① 기존의 실적 추정치가 낮은 스마트폰 판매량 가정에 기반 했었고, ② 고객사의 OLED 스마트폰 부품 수요에서 동사의 점유율이 높은 6.5인치 비중이 높기 때문이다. 또한 ③ 경쟁사들 대비 우수한 생산성도 수익성 개선에 기여했다고 추정된다.

Flexible OLED의 채용률 추이를 주목

4Q18 영업이익은 446억원(+11%)으로 추정된다. 4Q 쇼핑 성수기로 호실적이 지속될 전망이다. 프리미엄 OLED FPCB 수요는 3Q18 3,450만개 → 4Q 3,900만개가 예상된다. 하반기 스마트폰 예상 출하량과 디스플레이 고객사의 OLED 예상 공급량을 감안하면 7,350만개 FPCB 전망치는 보수적인 가정이다. 2019년의 방향성을 고려해도 최근의 주가 하락은 과도하다. 19년 상반기 실적은 전년 대비 증가가 유력하다. 재고조정 강도가 완화되기 때문이다. 고객사는 19년에도 2~3개의 신모델에 OLED를 채용 계획이다. TSP(터치 모듈)가 내재화된 Y-OCTA의 채용 가능성도 높다. 또한 국내와 미국 제조사들에 이어 중국 스마트폰 기업들도 OLED 채용을 확대 계획이다. 비에이치는 디스플레이 고객사와의 돈독한 협력 관계를 기반으로 2019년에도 성장이 지속될 전망이다.

목표주가 29,500원, 투자의견 매수 유지

12M Forward(향후 4개 분기) EPS에 통상적 부품사 평균 PER 10배를 적용했다. 현재주가는 18F PER 6.5배, 19F PER 5.4배다. ① 주가가 실적 대비 과도한 저평가 국면에 위치하고 있다. ② 북미 스마트폰 제조사의 올레드 채용률이 18년 35% → 19년 50%로 올라감에 따라 비에이치 실적도 19년에 성장이 예상된다. ③ 폴더블 기기의 출시로 OLED FPCB 중요성이 부각될 수 있다. 폴더블 기기의 디스플레이에는 2~3개의 FPCB 채용이 점쳐진다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2016	372.0	(25.8)	(28.2)	(24.5)	(783)	적전	3,391	(10.8)	(57.7)	2.5	(22.9)	129.0
2017	691.3	75.7	58.7	46.4	1,483	흑전	4,885	18.4	9.9	5.6	35.8	77.3
2018F	846.5	104.4	116.5	90.3	2,889	94.8	6,976	6.5	5.0	2.7	48.7	38.8
2019F	1,102.5	132.3	141.8	109.2	3,491	20.9	10,467	5.4	3.6	1.8	40.0	2.6
2020F	1,184.7	143.7	147.5	113.6	3,633	4.0	14,100	5.2	2.8	1.3	29.6	(22.3)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

비에이치 3Q18 실적 요약

(십억원)	3Q18F	2Q18	QoQ(%)	3Q17	YoY(%)	신한금융	컨센서스
매출액	277.3	135.7	104.3	190.1	45.9	288.1	308.0
영업이익	41.1	9.5	333.5	23.2	76.6	41.4	41.2
순이익	32.5	15.9	104.2	24.1	34.9	32.8	36.2
영업이익률(%)	14.8	7.0	-	12.2	-	14.4	13.4
순이익률(%)	11.7	11.7	-	12.7	-	11.4	11.8

자료: Quantiwise, 신한금융투자

비에이치 실적 예상 변경

(십억원)	변경 전		변경 후		변경률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	867.7	1128.2	846.5	1102.5	(2.4)	(2.3)
영업이익	106.4	134.9	104.4	132.3	(1.9)	(2.0)
순이익	91.8	114.1	90.3	109.2	(1.6)	(4.3)
OPM(%)	12.3	12.0	12.3	12.0	-	-
NPM(%)	10.6	10.1	10.7	9.9	-	-

자료: 신한금융투자

비에이치 사업부문별 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	102.6	118.4	190.1	280.2	134.0	135.7	277.3	299.5	691.3	846.5	1,102.5
QoQ	29.8	15.4	60.5	47.4	(52.2)	1.3	104.3	8.0	-	-	-
YoY	(7.1)	35.3	100.3	254.5	30.6	14.6	45.9	6.9	85.9	22.4	30.2
Display FPCB	57.5	60.6	41.1	32.0	51.9	44.7	41.9	50.1	191.2	188.7	316.1
Display FPCB (New)	-	17.0	120.0	225.0	50.0	62.0	207.9	224.0	362.0	543.9	681.7
Key-PBA FPCB	12.0	9.0	5.8	4.1	3.5	3.3	3.2	3.1	30.9	13.1	11.5
CCM FPCB	2.1	2.2	1.5	1.8	1.7	2.3	2.2	2.2	7.6	8.4	8.0
Battery FPCB	8.1	7.8	7.8	7.1	13.7	11.1	11.0	10.9	30.8	46.7	42.4
LGE 향	2.2	1.8	1.0	1.2	1.0	0.9	1.1	1.3	6.2	4.2	4.4
LGI 향	1.5	1.2	0.9	1.1	1.3	1.7	0.9	1.2	4.7	5.1	5.4
Tablet FPCB	3.8	2.3	1.8	0.9	1.7	1.8	1.7	0.9	8.8	6.1	5.8
해외향	11.0	11.7	8.1	6.1	6.7	6.5	5.0	4.9	36.9	23.1	18.0
자동차 및 기타 FPCB	4.3	4.8	2.1	1.0	2.5	2.4	2.3	1.1	12.2	8.3	9.1
조정 및 내부거래	0.1	0.0	0.0	(0.1)	(0.0)	(1.0)	0.0	0.0	0.0	(1.0)	0.0
영업이익	2.2	10.0	23.2	40.3	9.3	9.5	41.1	44.6	75.7	104.4	132.3
영업이익률	2.1	8.5	12.2	14.4	6.9	7.0	14.8	14.9	11.0	12.3	12.0
QoQ	흑전	357.1	132.2	73.3	(76.9)	1.7	333.5	8.6	-	-	-
YoY	흑전	흑전	흑전	흑전	325.1	(5.4)	76.6	10.7	(393.6)	37.9	26.7
순이익	(1.2)	9.9	24.1	13.7	8.5	15.9	32.5	33.5	46.4	90.3	109.2
순이익률	(1.2)	8.3	12.7	4.9	6.3	11.7	11.7	11.2	6.7	10.7	9.9

자료: 신한금융투자

비에이치 주요 가정치

(만대, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
외사향 RFPCB 출하량	-	248	1,143	2,232	517	622	1,730	1,960	-	3,623	4,829
전체 OLED RFPCB 시장 수요	-	330	2,286	4,464	1,034	1,360	3,450	3,900	-	7,080	9,744
비에이치 점유율 (%)	-	75.0	50.0	50.0	50.0	45.7	50.1	50.3	-	51.2	49.6

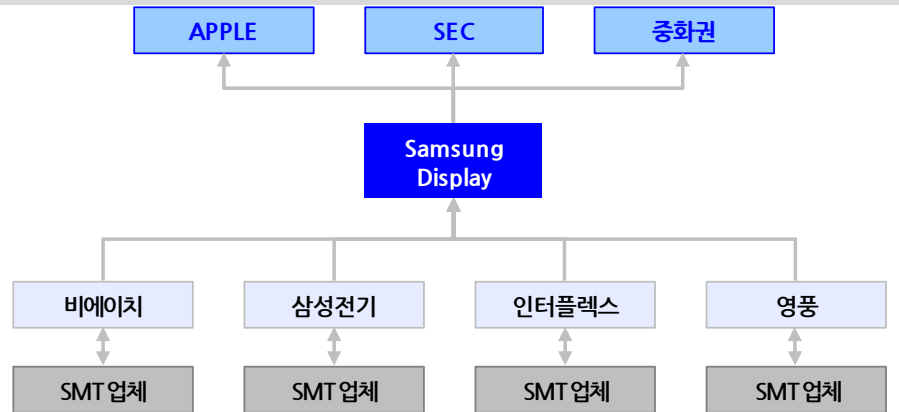
자료: 신한금융투자

비에이치 목표주가 밸류에이션 분석

(원, 배)	2018F	비고
목표주가	29,500	
EPS	3,036	12개월 Forward (향후 4개분기) EPS 기준
목표 PER	10.0	통상적 국내 IT 부품 평균 PER 10.0배 적용
주당가치	30,360	

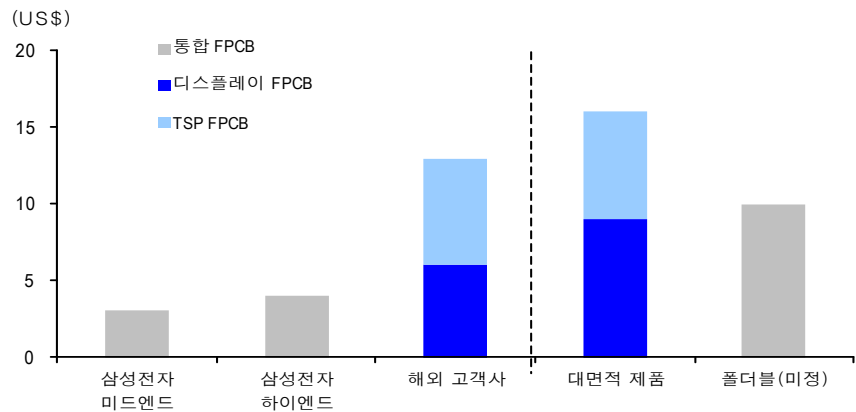
자료: 신한금융투자

삼성디스플레이 FPCB 서플라이체인



자료: 신한금융투자

디스플레이와 TSP(스마트폰)용 FPCB의 평균판매가격(ASP) 비교



자료: 신한금융투자

주: TSP(Touch Screen Panel 모듈)는 디스플레이 위에서 터치 조작을 가능하게 하는 IT 부품

주2: 디스플레이 모듈 FPCB는 1+1으로 통합형이 있고, 디스플레이와 TSP 개별적으로 들어가는 경우도 있음

Global Peer Group Valuation: Components

(백만달러, 배, %)		2018F							2019F						
회사명	시가총액	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	OPM	NPM		PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	OPM	NPM	
비에이치	519	6.5	2.7	5.0	48.7	12.3	10.7		5.4	1.8	3.6	40.0	12.0	9.9	
ZDT	1,692	8.8	1.0	3.4	11.3	9.2	1.8		8.3	0.9	3.2	10.8	9.9	5.1	
Ibiden	1,968	19.3	0.8	4.5	4.4	5.5	0.8		18.1	0.8	4.2	4.3	5.8	3.9	
Flexium	884	10.0	1.4	4.6	15.1	12.2	3.4		8.2	1.3	3.7	16.8	13.9	10.9	
AT&S	854	14.6	1.3	4.9	8.4	8.9	-		11.7	1.1	4.5	10.5	9.6	6.0	
UMTC	908	42.5	0.7	4.7	1.8	(0.5)	0.3		33.0	0.7	4.1	2.6	1.2	1.2	

자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
자산총계	310.6	519.8	530.1	670.6	794.8
유동자산	154.4	336.1	320.5	450.0	575.7
현금및현금성자산	10.5	83.3	50.3	116.0	217.4
매출채권	63.0	156.6	167.3	206.8	221.8
재고자산	66.4	58.7	62.7	77.6	83.2
비유동자산	156.3	183.7	209.5	220.6	219.2
유형자산	145.3	163.8	189.3	198.5	196.4
무형자산	2.9	4.3	4.5	4.3	4.1
투자자산	1.8	8.5	9.0	11.2	12.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	204.6	367.0	312.0	343.3	354.0
유동부채	126.9	256.0	225.2	263.1	277.6
단기차입금	66.7	90.4	54.0	54.0	54.0
매입채무	37.5	111.3	119.0	147.1	157.7
유동성장기부채	11.7	15.1	10.5	10.5	10.5
비유동부채	77.7	111.1	86.7	80.1	76.4
사채	0.0	25.3	27.1	27.1	27.1
장기차입금(장기금융부채 포함)	72.0	72.4	45.2	35.2	30.2
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	106.0	152.8	218.1	327.3	440.9
자본금	7.8	15.6	15.6	15.6	15.6
자본잉여금	33.0	27.6	27.6	27.6	27.6
기타자본	(0.7)	0.8	(24.2)	(24.2)	(24.2)
기타포괄이익누계액	6.2	3.7	3.7	3.7	3.7
이익잉여금	59.7	105.0	195.4	304.5	418.1
지배주주지분	106.0	152.8	218.1	327.3	440.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	150.4	203.3	136.9	126.9	121.9
*순차입금(순현금)	136.7	118.0	84.5	8.4	(98.3)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	0.6	59.0	113.2	118.3	137.5
당기순이익	(24.5)	46.4	90.3	109.2	113.6
유형자산상각비	18.6	22.0	29.8	30.9	32.0
무형자산상각비	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
외화환산손실(이익)	(0.8)	6.9	(5.2)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.4	1.1	(0.2)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	(6.7)	(1.9)	0.0	0.0
운전자본변동	4.9	(44.5)	(6.3)	(22.0)	(8.3)
(법인세납부)	(0.8)	(4.1)	(34.4)	(32.6)	(33.9)
기타	2.6	37.7	40.9	32.6	33.9
투자활동으로인한현금흐름	(12.3)	(37.8)	(55.0)	(42.6)	(31.0)
유형자산의증가(CAPEX)	(22.2)	(68.5)	(59.2)	(40.0)	(30.0)
유형자산의감소	9.8	29.3	2.5	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.2)	(0.6)	(0.0)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.2	0.1	1.9	(2.1)	(0.8)
기타	0.1	1.9	(0.2)	(0.5)	(0.2)
FCF	(23.1)	3.2	44.7	67.1	103.0
재무활동으로인한현금흐름	5.3	53.1	(91.6)	(10.0)	(5.0)
차입금의 증가(감소)	(10.5)	48.5	(66.7)	(10.0)	(5.0)
자기주식의처분(취득)	16.1	4.7	(24.9)	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.3)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.5	(1.4)	0.4	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(5.9)	72.9	(33.0)	65.7	101.5
기초현금	16.4	10.5	83.3	50.3	116.0
기말현금	10.5	83.3	50.3	116.0	217.5

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	372.0	691.3	846.5	1,102.5	1,184.7
증가율 (%)	2.0	85.9	22.4	30.2	7.5
매출원가	371.6	581.0	710.6	931.5	983.3
매출총이익	0.4	110.4	135.9	171.0	201.4
매출총이익률 (%)	0.1	16.0	16.1	15.5	17.0
판매관리비	26.1	34.6	31.5	38.7	57.7
영업이익	(25.8)	75.7	104.4	132.3	143.7
증가율 (%)	N/A	N/A	37.9	26.7	8.6
영업이익률 (%)	(6.9)	11.0	12.3	12.0	12.1
영업외손익	(2.5)	(17.0)	12.1	9.5	3.8
금융손익	(6.8)	(13.9)	3.9	11.5	8.8
기타영업외손익	4.3	(9.8)	5.3	(5.0)	(5.0)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	6.7	2.9	3.0	0.0
세전계속사업이익	(28.2)	58.7	116.5	141.8	147.5
법인세비용	(3.7)	12.3	26.2	32.6	33.9
계속사업이익	(24.5)	46.4	90.3	109.2	113.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(24.5)	46.4	90.3	109.2	113.6
증가율 (%)	N/A	N/A	94.8	20.9	4.0
순이익률 (%)	(6.6)	6.7	10.7	9.9	9.6
(지배주주)당기순이익	(24.5)	46.4	90.3	109.2	113.6
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	(16.4)	42.8	90.3	109.2	113.6
(지배주주)총포괄이익	(16.4)	42.8	90.3	109.2	113.6
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	(7.0)	98.0	134.4	163.4	175.9
증가율 (%)	N/A	N/A	37.2	21.6	7.7
EBITDA 이익률 (%)	(1.9)	14.2	15.9	14.8	14.8

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS (당기순이익, 원)	(783)	1,483	2,889	3,491	3,633
EPS (지배순이익, 원)	(783)	1,483	2,889	3,491	3,633
BPS (자본총계, 원)	3,391	4,885	6,976	10,467	14,100
BPS (지배지분, 원)	3,391	4,885	6,976	10,467	14,100
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(10.8)	18.4	6.5	5.4	5.2
PER (지배순이익, 배)	(10.8)	18.4	6.5	5.4	5.2
PBR (자본총계, 배)	2.5	5.6	2.7	1.8	1.3
PBR (지배지분, 배)	2.5	5.6	2.7	1.8	1.3
EV/EBITDA (배)	(57.7)	9.9	5.0	3.6	2.8
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	(1.9)	14.2	15.9	14.8	14.8
영업이익률 (%)	(6.9)	11.0	12.3	12.0	12.1
순이익률 (%)	(6.6)	6.7	10.7	9.9	9.6
ROA (%)	(7.6)	11.2	17.2	18.2	15.5
ROE (지배순이익, %)	(22.9)	35.8	48.7	40.0	29.6
ROIC (%)	(9.8)	23.1	28.5	31.8	32.4
안정성					
부채비율 (%)	192.9	240.3	143.0	104.9	80.3
순차입금비율 (%)	129.0	77.3	38.8	2.6	(22.3)
현금비율 (%)	8.2	32.6	22.3	44.1	78.3
이자보상배율 (배)	(4.4)	11.7	(23.4)	(9.8)	(12.8)
활동성					
순운전자본회전율 (회)	4.0	7.1	8.0	9.0	8.4
재고자산회수기간 (일)	65.7	33.0	26.2	23.2	24.8
매출채권회수기간 (일)	67.8	58.0	69.8	61.9	66.0

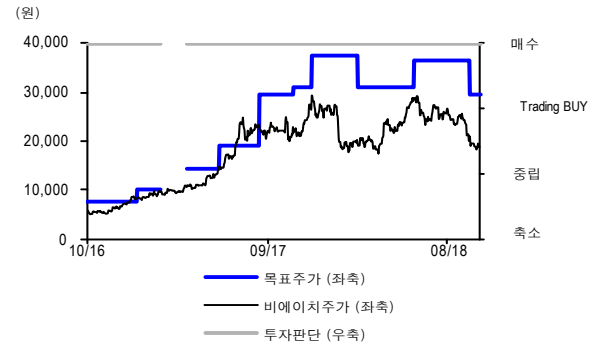
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

비에이치 (090460)

주가차트



투자의견 및 목표주가 추이



Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 박형우, 김현욱)
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련 사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2017년 01월 10일	매수	10,000	(11.9)	(3.3)
2017년 02월 23일	커버리지제외	-	-	-
2017년 04월 12일	매수	14,250	(17.3)	2.8
2017년 06월 11일	매수	19,000	3.9	30.8
2017년 08월 24일	매수	29,500	(25.2)	(15.4)
2017년 10월 26일	매수	31,000	(24.7)	(11.3)
2017년 11월 29일	매수	37,500	(37.8)	(22.1)
2018년 02월 22일	매수	31,000	(28.8)	(6.8)
2018년 06월 06일	매수	36,500	(30.8)	(19.9)
2018년 09월 17일	매수	29,500	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종류	색터	투자등급	
		매수	비중확대
매수	향후 6개월 수익률이 +10% 이상	비중확대	업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
Trading BUY	향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%	중립	업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
중립	향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%	축소	업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
축소	향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 05일 기준)

매수 (매수)	93.61%	Trading BUY (중립)	3.2%	중립 (중립)	3.2%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	------	---------	------	---------	----