

비에이치 (090460.KQ)

폴더블 스마트폰 대당 단가 상승 수혜

Company Comment | 2018. 11. 8

폴더블 스마트폰은 패널 사이즈가 확대되어 기판 크기가 늘어나고 외부 디스플레이 등 추가 기판 탑재로 대당 단가 대폭 상승 전망. 북미 고객사 수요 둔화를 감안한 보수적 추정에도 현재 주가는 매력적이라고 판단

폴더블 디스플레이에서 FPCB 기판 단가 대폭 상승 전망

폴더블 디스플레이에서 FPCB 기판은 대당 단가 상승(기존대비 2배)의 수혜가 기대되는데 이는 1) 패널의 크기가 늘어나 기판의 면적이 확대되고, 2) 외부 추가 디스플레이 등 대당 디스플레이 탑재 수가 증가하기 때문. 또한 폴더블 디스플레이 패널 두께 축소에는 Y-OCTA 탑재가 필수적인데 관련 기판을 동사가 납품하고 있어 향후 성장성도 확보

따라서 FPCB 기판 면적 확대, 대당 디스플레이 탑재 수 증가(2개), 기술적 난이도가 높아 단가가 비싼 RF-PCB 부품 채용 증가로 동사도 폴더블 디스플레이 수혜 전망

보수적인 가정에도 현재 주가 수준은 매력적

북미 스마트폰 고객사 신규 스마트폰 수요 부진을 감안한 실적 추정치 변경을 반영해 동사 목표주가를 26,000원(19F PER 8.4배)으로 하향. 북미 스마트폰 업체 2019년 OLED 디스플레이 탑재 스마트폰 판매량 가정을 기존 1억5백만대에서 78백만대로 25.7% 하향한 것이 주된 변경. 판매대수 하향 대비 2019년 매출액 하락이 제한적인 이유는 상대적으로 양호한 대형 OLED 모델 수요, LCD 모델 판매량 기대치 하회 등을 고려한 믹스 개선 효과 때문

실적 추정치 하향 조정에도 Buy 투자의견을 유지하는 이유는 1) 주가가 이미 스마트폰 판매 부진을 선반영해 밸류에이션이 역사적 하단 수준(19F 예상 PER 5.1배)까지 하락했고 2) 폴더블 디스플레이 등 OLED 패널 출하량이 확대되는 과정에서 단가가 높은 RF-PCB 수요는 지속적으로 확대될 것으로 예상하기 때문

4분기 매출액 및 영업이익은 국내 주요 고객사 스마트폰 출하량 부진 영향으로 3분기 대비 소폭 하락할 것으로 추정. 하지만 폴더블 디스플레이 시장 개화의 수혜, OLED 디스플레이를 탑재한 스마트폰 확대 추세가 이어져 실적 증가세가 유지될 것이라는 점을 감안 시 중장기 관점으로 저가 매수를 권고

Buy (유지)

목표주가 26,000원 (하향)

현재가 (18/11/06) 15,850원

업종	IT부품
KOSPI / KOSDAQ	2,089.62 / 691.55
시가총액(보통주)	496.3십억원
발행주식수(보통주)	31.3백만주
52주 최고가 ('17/11/29)	29,400원
최저가 ('18/10/29)	15,300원
평균거래대금(60일)	11,594백만원
배당수익률(2018E)	0.00%
외국인지분율	16.1%

주요주주
이경환 외 2 인 23.5%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-38.2	-28.3	-24.5
상대수익률 (%p)	-30.2	-11.2	-23.2

	2017	2018E	2019F	2020F
매출액	691.3	808.7	924.0	1,026.3
증감률	85.9	17.0	14.3	11.1
영업이익	75.7	98.4	119.0	138.0
영업이익률	11.0	12.2	12.9	13.4
(지배지분)순이익	46	83	97	113
EPS	1,483	2,667	3,085	3,599
증감률	흑전	79.8	15.7	16.7
PER	18.4	5.9	5.1	4.4
PBR	5.6	2.1	1.5	1.1
EV/EBITDA	9.6	4.2	3.0	2.0
ROE	35.8	42.9	34.0	29.0
부채비율	240.3	162.2	139.8	136.8
순차입금	84	32	-46	-158

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이규하

02)768-7248, kyuha.lee@nhqv.com

표1. 비에이치 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2017	2018E	2019F	2020F
매출액	- 수정 후	691.3	808.7	924.0	1,026.3
	- 수정 전	-	1,009.8	1,117.4	1,242.0
	- 변동률	-	-19.9	-17.3	-17.4
영업이익	- 수정 후	75.7	98.4	119.0	138.0
	- 수정 전	-	121.5	142.5	164.3
	- 변동률	-	-19.0	-16.5	-16.0
영업이익률(수정 후)		11.0	12.2	12.9	13.4
EBITDA		98.0	125.0	151.0	173.3
(지배지분)순이익		46.4	83.4	96.6	112.7
EPS	- 수정 후	1,483	2,668	3,089	3,604
	- 수정 전	-	2,851	3,390	3,963
	- 변동률	-	-6.4	-8.9	-9.1
PER		18.4	5.9	5.1	4.4
PBR		5.6	2.1	1.5	1.1
EV/EBITDA		9.6	4.2	3.0	2.0
ROE		35.8	42.9	34.0	29.0

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

표2. 비에이치 제품별 연간 및 분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2017	2018E	2019F	2020F	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18F
매출액	691.3	808.7	924.0	1,026.3	134.0	135.7	282.0	257.0
Display FPCB (Non N.A. Customer)	192.2	179.0	195.3	198.5	51.9	44.7	41.7	40.7
Display FPCB (N.A. Customer)	362.0	518.9	607.9	707.6	50.0	62.0	215.0	191.9
Display FPCB (China Panel Makers)	36.9	24.0	24.5	25.0	6.7	6.5	5.5	5.3
Key PBA FPCB	30.9	9.3	9.0	8.7	3.5	3.3	1.8	0.7
Battery FPCB	30.8	50.6	61.2	61.2	13.7	11.1	12.2	13.6
Others	38.5	27.0	26.2	25.4	8.2	8.1	5.8	4.9
영업이익	75.7	98.4	119.0	138.0	9.3	9.5	42.0	37.6
영업이익률(%)	11.0	12.2	12.9	13.4	6.9	7.0	14.9	14.6
세전이익	58.7	105.6	122.3	142.6	10.4	18.2	42.6	35.2
지배지분순이익	46.4	83.4	96.6	112.7	8.5	15.9	33.7	26.1

자료: 비에이치, NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 비에이치 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2018E	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Net profit	83	97	113	120	125	138	139	151	165	180	196	214
Shareholder's equity	236	333	445	566	691	829	965	1,111	1,266	1,431	1,608	1,796
Forecast ROE (FROE)	42.9%	34.0%	29.0%	23.8%	19.9%	18.2%	15.5%	14.6%	13.9%	13.3%	12.9%	12.6%
Spread (FROE-COE)	33.5%	24.6%	19.6%	14.4%	10.5%	8.8%	6.1%	5.2%	4.5%	3.9%	3.5%	3.2%
Residual income	65	70	76	73	66	67	55	54	53	53	53	54
Cost of equity (COE)	9.4%											
Beta	0.9											
Market risk premium (Rm-Rf)	6.0%											
Risk-free rate (Rf)	4.0%											
Beginning shareholder's equity	153											
PV of forecast period RI	483											
PV of continuing value	108											
Equity value (C+P)	744											
No of shares (common, mn)	31.3											
		12m TP										
Fair price (C)		25,980										
Current price (C)		15,850										
Upside (-downside)		63.9%										
Implied P/B (x)		3.5										
Implied P/E (x)		8.5										

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주주가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

자기자본가치 = 자기자본 + 미래 잔여이익의 현재가치 합

* 잔여이익(Rit) = 당기순이익t - 자기자본t-1 * 자기자본비용(Cost of Equity)t = 자기자본t-1 * (ROEt - COEt)

RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

Market Risk Premium 적용 기준 (Guidance)

구분	Mega Cap.	Large Cap.	Middle Cap.	Small Cap.
기준	M-cap 10 조원 이상 + 신용등급 'AAA'이상	M-cap 1 조~10 조원 + 'A0'이상	M-cap 2 천억~1 조원+'BBB+'이상	M-cap 2 천억원 미만+'BBB-'이상
Risk Premium	5.2%	6.0%	7.0%	8.0%

* Risk Free Rate = 4.0%(공통)

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
매출액	691	809	924	1,026
증감률 (%)	85.9	17.0	14.3	11.1
매출원가	581	667	757	835
매출총이익	110	141	167	191
Gross 마진 (%)	16.0	17.5	18.1	18.6
판매비와 일반관리비	35	43	48	53
영업이익	76	98	119	138
증감률 (%)	흑전	29.9	21.0	16.0
OP 마진 (%)	11.0	12.2	12.9	13.4
EBITDA	98	125	151	173
영업외손익	-17	7	3	5
금융수익(비용)	-14	-6	-11	-10
기타영업외손익	-10	8	8	8
종속, 관계기업관련손익	7	5	6	7
세전계속사업이익	59	106	122	143
법인세비용	12	22	26	30
계속사업이익	46	83	97	113
당기순이익	46	83	97	113
증감률 (%)	흑전	79.9	15.8	16.7
Net 마진 (%)	6.7	10.3	10.5	11.0
지배주주지분 순이익	46	83	97	113
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-4	0	0	0
총포괄이익	43	83	97	113

Valuation / Profitability / Stability				
	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
PER(X)	18.4	5.9	5.1	4.4
PBR(X)	5.6	2.1	1.5	1.1
PCR(X)	7.6	3.7	3.2	2.8
PSR(X)	1.2	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(X)	9.6	4.2	3.0	2.0
EV/EBIT(X)	12.4	5.4	3.8	2.5
EPS(W)	1,483	2,667	3,085	3,599
BPS(W)	4,885	7,543	10,628	14,227
SPS(W)	22,109	25,855	29,513	32,780
자기자본이익률(ROE, %)	35.8	42.9	34.0	29.0
총자산이익률(ROA, %)	11.2	14.6	13.6	12.2
투자자본이익률 (ROIC, %)	23.2	27.3	29.4	31.6
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	55.2	13.6	-13.9	-35.4
총부채/ 자기자본(%)	240.3	162.2	139.8	136.8
이자발생부채	203	205	200	187
유동비율(%)	131.3	151.2	167.7	175.7
총발행주식수(mn)	31	31	31	31
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	27,300	15,850	15,850	15,850
시가총액(십억원)	854	496	496	496

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
현금및현금성자산	83	138	209	302
매출채권	157	135	142	147
유동자산	336	399	544	759
유형자산	164	192	211	226
투자자산	8	16	29	54
비유동자산	184	221	254	296
자산총계	520	619	798	1,055
단기성부채	106	110	106	96
매입채무	111	81	84	86
유동부채	256	264	324	432
장기성부채	98	95	95	91
장기충당부채	13	25	46	86
비유동부채	111	119	141	178
부채총계	367	383	465	610
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	28	28	28	28
이익잉여금	105	188	285	398
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	153	236	333	445

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
영업활동 현금흐름	59	114	138	181
당기순이익	46	83	97	113
+ 유/무형자산상각비	22	27	32	35
+ 종속, 관계기업관련손익	-7	-5	-6	-7
+ 외화환산손실(이익)	7	0	0	0
Gross Cash Flow	113	134	155	177
- 운전자본의증가(감소)	-45	9	15	40
투자활동 현금흐름	-38	-60	-62	-76
+ 유형자산 감소	29	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-69	-55	-50	-50
+ 투자자산의매각(취득)	-7	-2	-7	-18
Free Cash Flow	-9	59	88	131
Net Cash Flow	21	54	75	105
재무활동현금흐름	53	1	-5	-13
자기자본 증가	2	0	0	0
부채증감	51	1	-5	-13
현금의증가	73	55	71	93
기말현금 및 현금성자산	83	138	209	302
기말 순부채(순현금)	84	32	-46	-158