



비에이치 (090460)

부진한 업황에도 멈추지 않는 성장

▶ Analyst 김정현 Jeonghyeon@hanwha.com 3772-7639

Buy (신규)

목표주가(신규): 22,000원

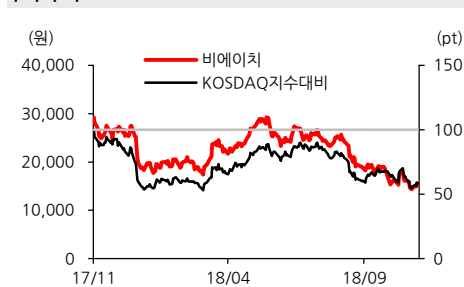
현재 주가(11/29)	15,300원
상승여력	▲ 43.8%
시가총액	4,790억원
발행주식수	31,310천주
52 주 최고가 / 최저가	29,400 / 14,350원
90 일 일평균 거래대금	123.07억원
외국인 지분율	13.9%
주주 구성	
이경환(외 5 인)	23.5%
비에이치 자사주 펀드	8.3%

주가수익률	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.0	-38.7	-43.8	-48.0
상대수익률(KOSDAQ)	-10.4	-25.3	-23.7	-36.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018E	2019E
매출액	372	691	794	1,013
영업이익	-26	76	95	119
EBITDA	-7	98	103	154
지배주주순이익	-24	46	75	99
EPS	-783	1,483	2,386	3,173
순차입금	137	118	71	50
PER	-10.8	18.4	6.4	4.8
PBR	2.5	5.6	2.4	1.6
EV/EBITDA	-57.7	9.9	5.4	3.4
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-22.9	35.8	42.0	39.4

주가 추이



스마트폰 수요가 하락하면서 부품 업체들이 부진을 면치 못하고 있지만, 비에이치는 2019 년에도 실적 성장을 이어갈 것으로 예상합니다. 주요 고객사들로부터 OLED 패널용 FPCB 수요가 견조한 가운데 신규 아이템들의 매출액 증가도 기대되기 때문입니다. 폴더블 스마트폰 시장이 새롭게 열리는 만큼 동사의 성장 가능성은 열려있다고 판단합니다.

중장기적으로 OLED 패널 수요 성장 예상

비에이치는 IT용 FPCB를 전문으로 제조하는 업체다. 2018년 매출액 비중은 스마트폰 디스플레이용 87%, 배터리용 6% 수준으로 추정된다. OLED 패널의 스마트폰 탑재 수요가 확대되면서 디스플레이용 FPCB 매출과 이익은 최근 2년간 크게 증가했다. 2019년에는 북미 고객사가 프리미엄 모델에 OLED 패널 탑재를 확대할 가능성이 높고, 주요 세트 업체들의 폴더블 스마트폰 출시도 기대된다. OLED 패널용 FPCB에 대한 수요는 향후 2년 이상 견조할 것으로 판단한다.

2019년 사상 최대 이익 전망

우리는 동사의 2019년 실적으로 매출액 1조 원, 영업이익 1192억 원을 전망한다. 2019년에 북미 고객사가 하반기 신규 모델 3개에 모두 OLED 패널을 탑재하면, 이와 관련한 매출액은 올해 대비 30% 이상 성장할 것이다. FPCB 수요가 다방면으로 확대되고 있는 점도 긍정적이다. 내년에는 노트북 터치바, 스마트폰 배터리, FPCB 안테나 등의 신규 아이템에서만 총 1000억 원 이상의 매출액 증가가 기대된다. 기존 OLED 스마트폰 대비 FPCB 탑재가 2배로 늘어나는 폴더블 스마트폰 출시가 확대되면 동사의 외형은 더욱 성장할 것으로 판단한다.

목표주가 2만 2천원, 투자의견 BUY로 신규 커버리지 개시

비에이치에 대해 목표주가 2만 2천원, 투자의견 BUY를 제시하며 조사 분석을 개시한다. 목표주가는 2019년 예상실적 기준 EPS에 최근 2년간 PER 평균 배수인 7배를 적용했다. 최근 동사의 주가는 주요 고객사들의 세트 수요가 역성장을 나타내면서 조정 받았지만, 매년 성장하는 동사의 실적을 감안하면 지나친 수준이라고 판단한다. 북미 고객사의 OLED 패널 탑재 확대가 확인되고, 폴더블 스마트폰 시대가 가시권에 들어오면 밸류에이션 재평가가 나타날 것으로 기대한다.

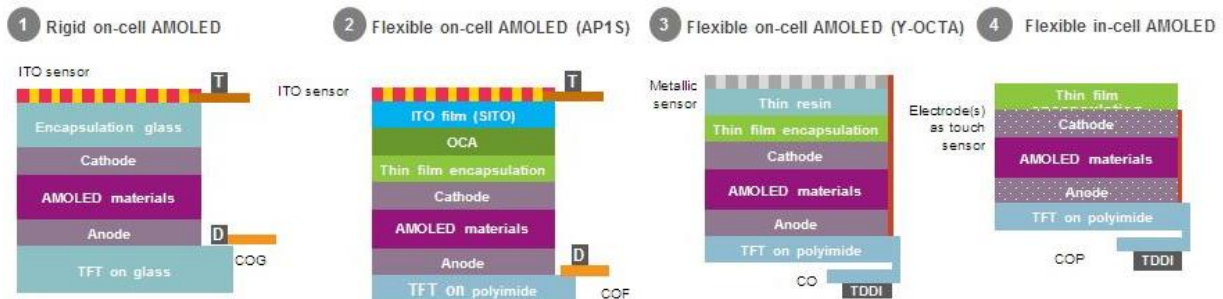
OLED 패널 진화에 따른 수혜 계속

OLED 패널 수요 확대와
폴더블 스마트폰 시장
개화로 인해 동사의 전방
수요는 견조

우리는 OLED 패널에 대한 수요가 견조하게 유지되면서 동사의 실적도 꾸준히 증가할 것으로 판단한다. 1) 내년에 북미 고객사는 하반기 신규 모델 3개에 모두 OLED 패널을 탑재할 것으로 예상된다. 2) 국내 및 중국 고객사의 OLED 패널 탑재 확대가 기대되고, 3) 폴더블 스마트폰 양산이 시작된다는 점도 긍정적이다. 동사는 현재 전세계에서 가장 많은 OLED 패널용 FPCB를 양산하면서 규모의 경제를 확보하고 있고, 신규 패널에도 적극 대응하고 있기 때문에 폴더블 시장에서 동사의 경쟁력은 더 높아질 것이다.

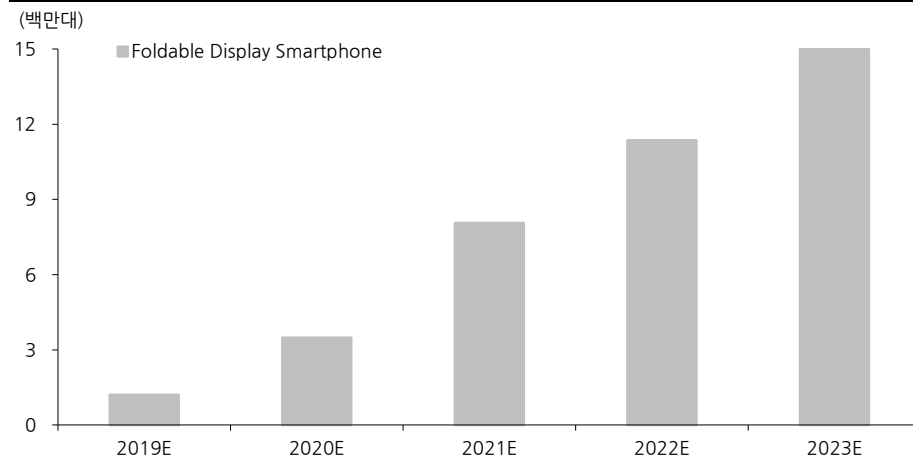
앞으로 고가의 FPCB 판매 확대에 따른 제품 믹스 개선 효과도 기대된다. 폴더블 스마트폰 시장이 다가오면서 디스플레이와 TSP 패널이 일치된 Y-OCTA 방식의 패널 수요가 확대되고 있기 때문이다. Y-OCTA는 플렉서블 OLED 생산 공정 중에 터치스크린을 형성시키는 것이 핵심으로, 그동안 터치센서의 핵심이었던 인듐주석산화물(ITO) 필름이 필요 없다. ITO는 반복적인 굽힘에 쉽게 깨지기 때문에 폴더블 스마트폰에 적합하지 않았는데, 이를 보완 가능한 기술이 바로 Y-OCTA 기술인 것이다. 동사는 이미 국내 주고객사 향으로 Y-OCTA 방식의 FPCB를 생산한 경험을 확보했기 때문에 향후 북미 고객사와의 비즈니스에서도 크게 수혜를 받을 것으로 기대된다.

[그림47] Evolution of touch sensors for flexible AMOLED displays



자료: IHS, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 폴더블 스마트폰 출하량 전망



자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

실적전망 및 밸류에이션

2019년 실적으로
매출액 1조 원,
영업이익 1192억 원 전망

비에이치의 2019년 실적으로 매출액은 전년대비 27% 성장한 1조 원, 영업이익 1192억 원을 전망한다. 영업이익은 전년대비 26% 성장한 수준이다. 부문별 매출액은 북미 고객사향 FPCB는 올해 대비 31% 성장한 6590억 원, 국내 고객사향 FPCB는 올해 대비 소폭 감소한 1536억 원이 예상된다. FPCB 수요가 확대되고, 기존 제품 업그레이드 수요도 발생하면서 FPCB 안테나, 노트북 터치바, 배터리 FPCB 등에서 1000억 원의 신규 매출액이 발생할 것으로 예상된다.

우리는 동사가 중장기적으로 실적 성장세를 이어갈 수 있다고 판단한다. 세트 출하량 감소에 대한 우려는 여전히 존재하지만 폴더블 스마트폰은 폼 팩터 자체가 변하면서 신규 수요 창출이 기대되기 때문이다. 폴더블 스마트폰 시장이 열리면 OLED 패널용 FPCB 수요는 증가하고, 기술적 난이도도 올라가 경쟁사 진입은 더욱 어려워지면서 동사에게 유리한 시장이 전개될 것으로 예상된다. 현재 동사는 글로벌 모바일 OLED 패널의 95% 이상을 담당하는 삼성전자를 주 고객사로 확보해 가장 큰 수혜가 기대된다.

목표주가 2만 2천원 제시

동사의 2019년 예상실적 기준 PER은 5배다. 최근 2년간 동사의 평균 PER이 7배 수준인 것을 고려하면 약 30% 할인된 수준이다. 글로벌 스마트폰 성장률이 역성장을 나타내면서 관련 부품 업체들의 성장성에 대한 우려가 반영되었기 때문이다. 하지만 2019년에 OLED 패널용 FPCB 매출은 전년대비 증가가 예상되고, 폴더블 스마트폰용 FPCB 수요도 가시권에 들어오면 밸류에이션 할인은 해소될 것으로 기대한다. 동사의 2019년 예상실적 기준 EPS에 최근 2년간 동사의 12개월 예상실적 기준 PER 평균 배수인 7배를 적용한 2만 2천원을 목표주가로 제시한다.

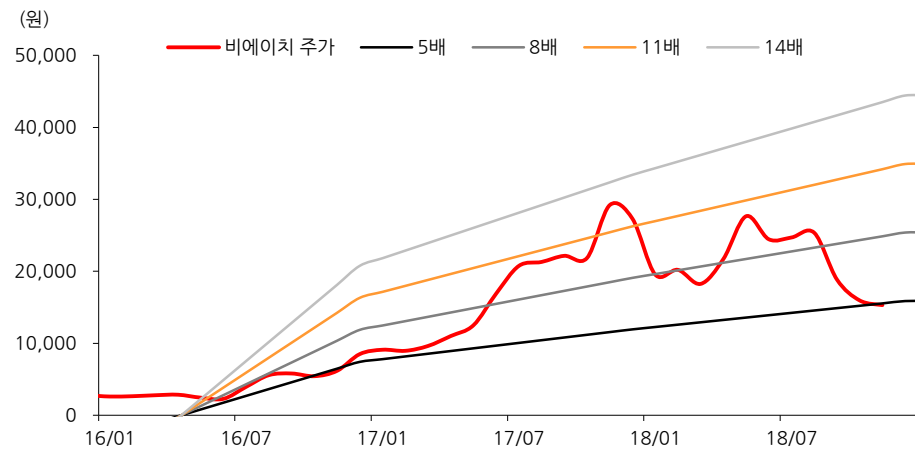
[표8] 비에이치의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	134.0	135.7	274.4	251.3	179.5	206.8	316.6	310.1	691.3	795.4	1,013.0
(QoQ)	-52.2%	1.3%	102.2%	-8.4%	-28.6%	15.2%	53.1%	-2.1%			
(YoY)	30.6%	14.6%	44.3%	-10.3%	33.9%	52.4%	15.4%	23.4%	85.9%	15.1%	27.4%
Display (북미)	50.0	62.0	210.0	180.1	101.9	115.4	228.5	213.3	362.0	502.1	659.0
Display (국내)	51.9	43.7	37.0	46.2	40.5	37.4	33.5	42.1	192.2	178.8	153.6
Key-PBA FPCB	3.5	3.3	1.8	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	30.9	9.3	2.6
CCM FPCB	1.7	2.3	2.2	1.2	1.1	1.5	1.5	0.8	7.6	7.4	4.9
Battery FPCB	13.7	11.1	12.2	13.4	16.1	14.5	14.6	13.4	30.8	50.4	58.6
LGE 향	1.0	0.9	1.2	0.9	0.8	0.7	0.9	0.7	6.2	4.0	3.0
LGI 향	1.3	1.7	1.1	0.8	0.9	1.2	0.8	0.6	4.7	4.9	3.6
Tablet FPCB	1.7	1.8	0.9	0.7	1.1	1.1	0.6	0.4	7.8	5.1	3.2
해외	6.7	6.5	5.5	5.3	5.8	5.6	4.8	5.3	36.9	24.0	21.5
자동차 및 기타	2.5	2.4	2.5	2.1	2.2	2.3	2.4	2.6	12.2	9.5	9.5
신규 아이템					4.2	22.2	24.2	26.2			76.8
영업이익	9.3	9.4	40.5	35.7	16.1	21.5	42.2	39.3	75.7	94.8	119.2
(QoQ)	-76.9%	0.5%	333.0%	-11.9%	-54.8%	33.6%	96.0%	-6.9%			
(YoY)	323.2%	-6.7%	74.3%	-11.4%	73.2%	130.3%	4.2%	10.1%	-393.6%	25.2%	25.6%
영업이익률	6.9%	6.9%	14.8%	14.2%	9.0%	10.4%	13.3%	12.7%	11.0%	11.9%	11.8%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 12개월 예상실적 기준 PER 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

기업 개요

OLED 패널용 FPCB
전문 생산 업체에서
포트폴리오 다각화 진행중

비에이치는 IT용 FPCB와 그 응용부품을 전문적으로 제조, 공급하는 업체다. 1999년 설립된 후, 2003년 현재 인천 부평공장으로 설비를 확장하였으며, 2007년에 코스닥에 상장되었다. 동사는 2008년 중국 신공장 준공 및 2013년 베트남 공장 증설로 SCM을 구축하고 삼성디스플레이의 핵심 벤더로 성장했다. 동사가 전문적으로 제조하는 FPCB는 반도체, 컨테이너, 저항기 등 각종 부품을 실장하는 PCB 중에서도 유연성 및 굴곡성을 갖춘 제품이다. FPCB는 이뿐만 아니라 절연성과 내열성이 뛰어나 디스플레이 패널용, TSP용, 카메라 모듈용, 배터리용으로 많이 사용된다.

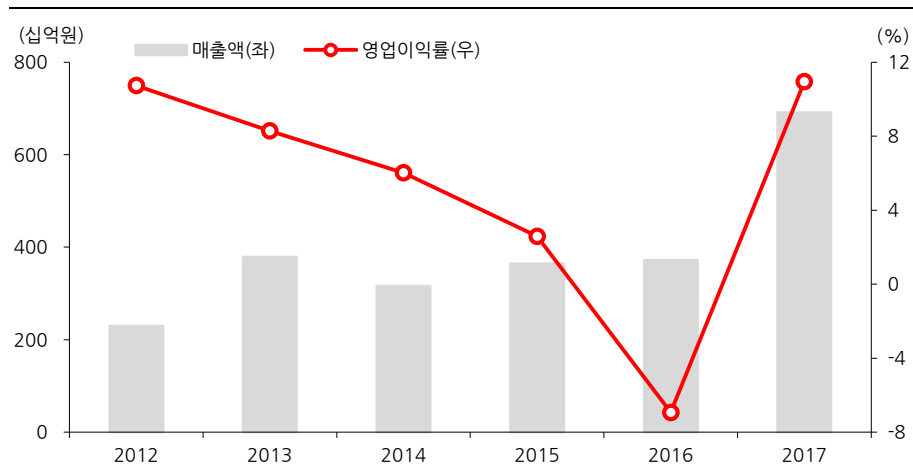
동사가 가파른 실적 성장에 성공한 건 2017년이다. 북미 고객사가 프리미엄 스마트폰에 OLED 패널 채용을 결정했고, 핵심 벤더로 동사가 선정되면서 매출과 이익이 큰 폭으로 성장했다. 북미 고객사가 올해에는 OLED 패널 채용을 지난해 1개 모델에서 2개 모델로 확장했고, 내년에는 하반기 신규 모델 3개에 모두 OLED 패널을 탑재할 것으로 기대된다. 2019년부터 폴더블 스마트폰이 등장하기 시작하면 OLED 패널 관련 FPCB를 공급하는 동사의 성장은 더욱 가파르게 나타날 것으로 판단한다.

[표9] 회사 개요

구분	주요 내용
회사명	비에이치
설립일	1999년 5월 1일
자본금	156억 원
사업영역	연성인쇄회로기판 제조, 판매 및 수출
소재지	인천광역시 부평구 평천로 199번길 25
직원 수	1,128명
홈페이지	http://www.bhe.co.kr/

자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 비에이치의 실적 추이



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	365	372	691	794	1,013
매출총이익	34	0	110	132	174
영업이익	9	-26	76	95	119
EBITDA	29	-7	98	103	154
순이자수익	-4	-6	-6	-2	0
외화관련손익	3	0	-14	5	0
지분법손익	0	0	7	4	5
세전계속사업손익	10	-28	59	103	126
당기순이익	9	-24	46	75	99
지배주주순이익	9	-24	46	75	99
증가율(%)					
매출액	15.4	2.0	85.9	14.8	27.6
영업이익	-50.3	적전	흑전	25.4	25.4
EBITDA	-27.2	적전	흑전	4.7	50.7
순이익률	-31.7	적전	흑전	60.9	33.0
이익률(%)					
매출총이익률	9.2	0.1	16.0	16.6	17.2
영업이익률	2.6	-6.9	11.0	12.0	11.8
EBITDA 마진	7.9	-1.9	14.2	12.9	15.3
세전이익률	2.7	-7.6	8.5	13.0	12.4
순이익률	2.4	-6.6	6.7	9.4	9.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업현금흐름	-19	1	59	148	117
당기순이익	9	-24	46	75	99
자산상각비	19	19	22	8	35
운전자본증감	-47	5	-45	33	-13
매출채권감소(증가)	-17	13	-220	18	-23
재고자산감소(증가)	-40	-2	-16	-10	-6
매입채무증가(감소)	15	-9	212	-20	16
투자현금흐름	-24	-12	-38	-108	-98
유형자산처분(취득)	-22	-12	-39	-69	-100
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	2	-33	-1
재무현금흐름	38	5	53	-49	0
차입금증가	38	-11	49	-24	0
자본증가	0	16	5	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	37	2	113	133	130
(-) 운전자본증가(감소)	39	-3	8	-46	13
(-) 설비투자	23	22	69	75	100
(+) 자산매각	0	10	29	6	0
Free Cash Flow	-25	-8	65	109	17
(-) 기타투자	9	-2	36	18	-4
잉여현금	-34	-5	28	91	21
NOPLAT	8	-19	60	69	94
(+) Dep	19	19	22	8	35
(-) 운전자본투자	39	-3	8	-46	13
(-) Capex	23	22	69	75	100
OpFCF	-34	-19	5	47	16

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	178	154	336	269	320
현금성자산	23	14	85	110	131
매출채권	76	66	167	97	119
재고자산	67	66	59	27	33
비유동자산	154	156	184	234	300
투자자산	7	8	16	26	27
유형자산	143	145	164	202	268
무형자산	4	3	4	5	5
자산총계	332	311	520	503	620
유동부채	147	127	256	218	235
매입채무	48	38	121	68	84
유동성이자부채	87	78	106	113	113
비유동부채	77	78	111	83	83
비유동이자부채	74	72	98	67	67
부채총계	224	205	367	300	318
자본금	8	8	16	16	16
자본잉여금	30	33	28	28	28
이익잉여금	84	60	105	180	279
자본조정	-14	5	4	-20	-20
자기주식	-13	-2	0	-25	-25
자본총계	108	106	153	202	302

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표					
EPS	278	-783	1,483	2,386	3,173
BPS	3,440	3,391	4,885	6,474	9,647
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	1,167	71	3,609	4,239	4,162
ROA(%)	2.9	-7.6	11.2	14.6	17.7
ROE(%)	8.3	-22.9	35.8	42.0	39.4
ROIC(%)	3.8	-7.7	23.6	26.4	31.9
Multiples(x, %)					
PER	9.9	-10.8	10.3	6.4	4.8
PBR	0.8	2.5	3.1	2.4	1.6
PSR	0.2	0.7	0.7	0.6	0.5
PCR	2.4	120.3	4.2	3.6	3.7
EV/EBITDA	7.7	-57.7	6.1	5.4	3.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	208.6	192.9	240.3	148.3	105.5
Net debt/Equity	127.6	129.0	77.3	34.9	16.5
Net debt/EBITDA	475.5	-1,960.6	120.5	68.9	32.2
유동비율	121.3	121.6	131.3	123.6	136.2
이자보상배율	2.0	n/a	11.7	44.5	n/a
자산구조(%)					
투하자본	89.0	91.7	72.4	65.4	67.9
현금+투자자산	11.0	8.3	27.6	34.6	32.1
자본구조(%)					
차입금	59.9	58.7	57.1	47.1	37.4
자본금	40.1	41.3	42.9	52.9	62.6