

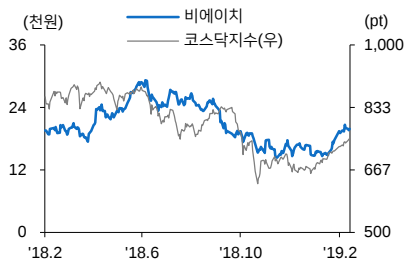
비에이치(090460) 주가는 모멘텀을 타고

Analyst 주민우 02. 6098-6677
minwoo.joo@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	23,000원
현재주가 (2. 20)	19,850원
상승여력	15.9%
KOSPI	750.69pt
시가총액	6,229억원
발행주식수	3,138만주
유동주식비율	68.29%
외국인비중	16.50%
52주 최고/최저가	29,250원/14,350원
평균거래대금	113.5억원
주요주주(%)	
이경환 외 2 인	23.47

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	32.3	-15.7	1.0
상대주가	22.8	-13.6	16.3
주가그래프			



2020년까지 이어지는 성장

- 스마트폰 출하량이 역성장할 전망임에도, 비에이치 영업이익은 2020년까지 성장 예상
- 2019년 영업이익은 987억원(+6.8% YoY), 2020년 영업이익은 1,114억원(+12.9% YoY) 전망
- OLED모델 수 증가에 기인. 누적 기준 17년 1모델, 18년 3모델, 19년 5모델, 20년 8모델 예상
- Y-OCTA 적용시 고객사 내 비에이치 점유율은 더욱 견고해질 전망

폴더블 스마트폰에 거는 기대

- 폴더블 스마트폰에 적용되는 FPCB는 면적이 넓어지고(판가상승), 폼팩터에 따라 대당 탑재량이 증가
- 폴더블 스마트폰 향 매출은 19년 156억원, 20년 468억원으로 전사 매출비중은 각각 1.9%, 4.9% 예상

투자의견 Buy, 적정주가 23,000원으로 상향

- 2019년 예상 EPS에 2017,18년 평균 멀티플 10배 적용 (OLED 모델수 증가에 기인한 증익을 기대했던 시기)
- 스마트폰 수요 부진 리스크는 주가에 충분히 반영 → 고멀티플 적용이 어려운 이유 이기도함
- 투자포인트는 1) 신규모델 출시 기대감, 2) OLED 모델 수 증가에 맞추는게 바람직

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	691.3	75.7	46.4	1,483	-289.3	4,885	11.3	3.4	7.2	35.8	240.3
2018	767.9	92.4	92.5	2,763	86.3	7,033	7.2	2.8	7.0	49.6	141.8
2019E	822.7	98.7	73.4	2,194	-20.6	9,387	9.0	2.1	5.0	28.6	108.5
2020E	949.1	111.4	84.8	2,532	15.4	12,098	7.8	1.6	4.3	25.2	90.9
2021E	997.3	112.7	86.6	2,586	2.1	14,866	7.7	1.3	21.8	20.5	65.8

비에이치 실적테이블

MERITZ Collaboration Report
드디어 폴더블이 펼쳐진다

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
환율 (원)	1,072	1,079	1,122	1,128	1,100	1,100	1,085	1,075	1,100	1,090	1,075
매출액	134.0	135.7	272.6	225.6	155.2	165.9	259.5	242.1	767.9	822.7	949.1
(% QoQ)	-52.2%	1.3%	100.9%	-17.2%	-31.2%	6.9%	56.4%	-6.7%			
(% YoY)	30.6%	14.6%	43.4%	-19.5%	15.8%	22.2%	-4.8%	7.3%	11.1%	7.1%	15.4%
Display RFPCB (북미)	50.0	62.0	205.0	165.0	73.9	89.1	169.9	158.2	482.0	491.1	587.3
Display RFPCB (국내)	51.9	44.7	41.7	34.6	47.7	42.8	38.5	32.8	172.9	161.7	180.8
Key-PBA FPCB	3.5	3.3	1.8	0.7	2.0	2.0	2.0	1.9	9.3	7.9	7.6
CCM FPCB	1.7	2.3	2.2	1.3	1.2	1.7	1.6	0.9	7.5	5.4	3.9
Battery FPCB	13.7	11.1	12.2	13.3	14.9	14.9	16.7	16.7	50.3	63.2	69.3
LGE향	1.0	0.9	1.2	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	3.9	3.3	3.3
LGI향	1.3	1.7	1.1	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	4.9	3.1	3.0
Tablet FPCB	1.7	1.8	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	5.1	2.7	2.6
해외	6.7	6.5	5.5	5.2	5.7	5.5	5.8	6.4	23.9	23.5	28.9
자동차 및 기타 FPCB	2.5	2.4	2.5	3.2	7.4	7.6	22.8	23.0	10.6	60.8	62.5
영업이익	9.3	9.5	40.5	33.1	11.8	13.6	38.1	35.1	92.4	98.7	111.4
(% QoQ)	-76.9%	1.7%	327.8%	-18.3%	-64.4%	15.5%	180.2%	-8.0%			
(% YoY)	323.2%	-5.5%	74.3%	-17.8%	26.6%	43.7%	-5.8%	6.1%	22.0%	6.8%	12.9%
영업이익률 (%)	6.9%	7.0%	14.9%	14.7%	7.6%	8.2%	14.7%	14.5%	12.0%	12.0%	11.7%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

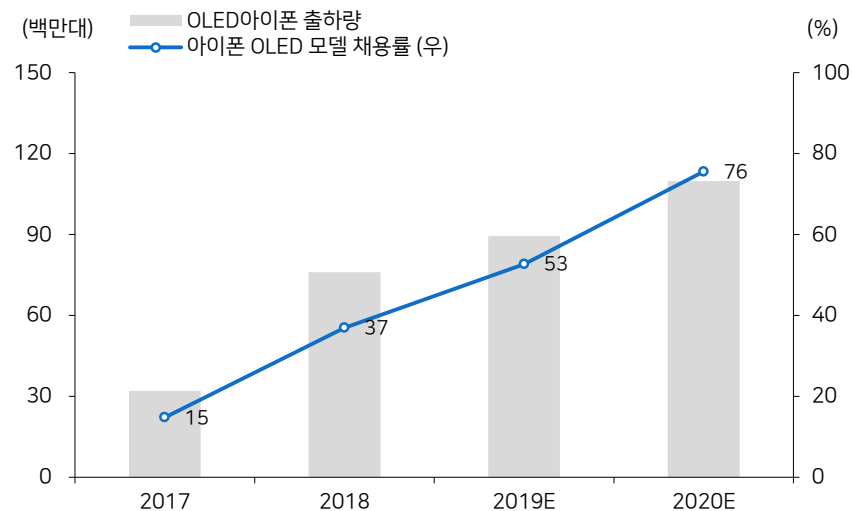
폴더블 스마트폰에 거는 기대

MERITZ Collaboration Report
드디어 폴더블이 펼쳐진다

OLED 모델수 증가에 기인한 건조한 본업 성장과 폴더블 스마트폰 향 신규성장 모멘텀 기대

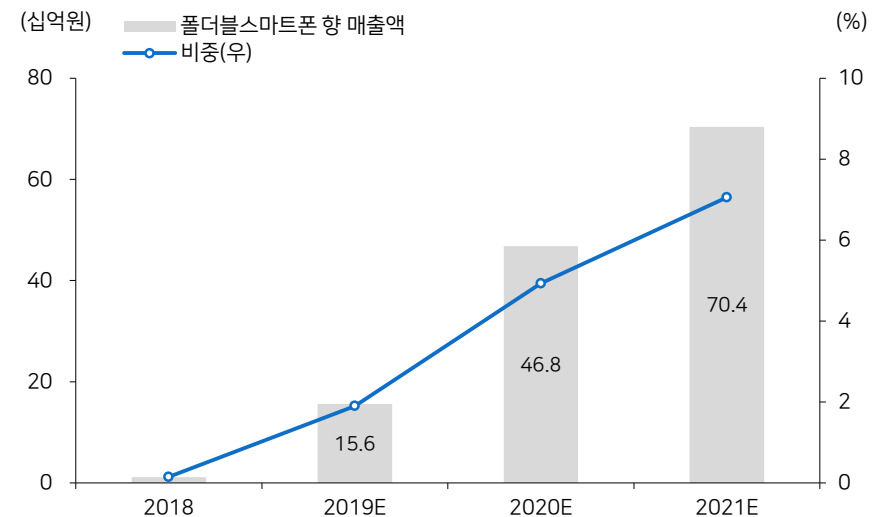
- 아이폰 출하량은 19년 1.7억대로 전년대비 -17% 감소할 전망이지만, OLED 모델 수는 증가 예상
- OLED 모델은 누적기준 17년 1모델, 18년 3모델, 19년 5모델, 20년 8모델로 증가하기 때문
- 국내 고객사 폴더블 스마트폰 출하량은 19년 100만대, 20년 390만대, 21년 710만대로 성장할 전망
- 폴더블 스마트폰 향 매출은 19년 156억원, 20년 468억원으로 전사 매출비중은 각각 1.9%, 4.9% 예상

아이폰 내 OLED 채용률 추정



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

비에이치 폴더블 스마트폰 매출액 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

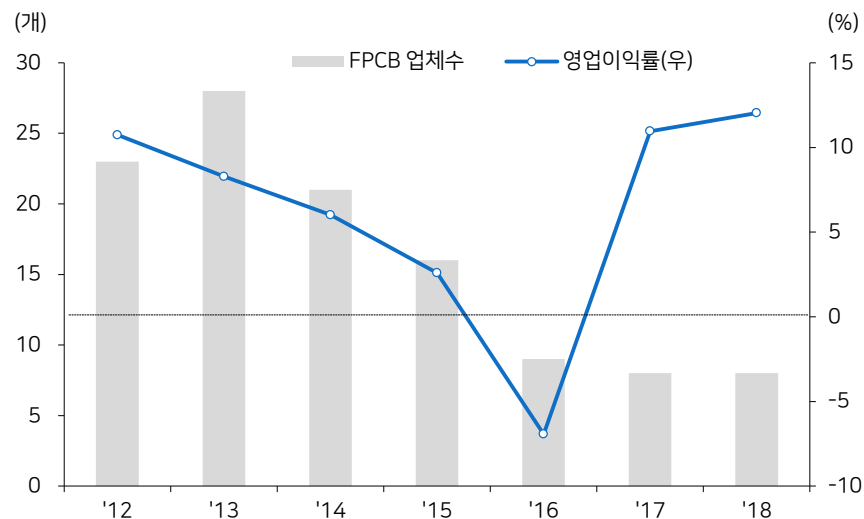
전방시장 위축으로 경쟁은 제한적

MERITZ Collaboration Report
드디어 폴더블이 펼쳐진다

전방시장 위축영향으로 경쟁은 제한적

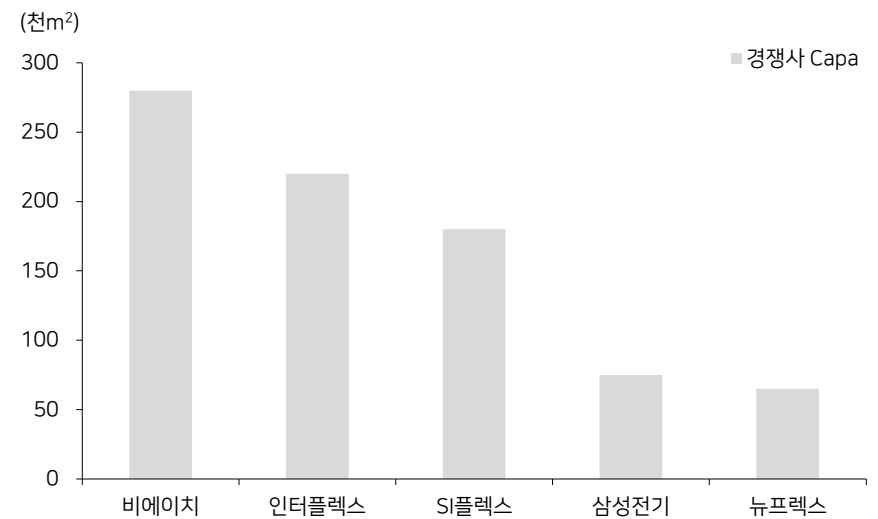
- 전방산업의 수요성장 부진은 리스크가 분명하나, 경쟁사 감소 추세도 함께 진행 중
- 2013년 28개였던 경쟁사는 1차 구조조정을 거치며 2018년 8개로 대폭 감소
- 전방 시장의 위축에도 불구하고, 2019년 비에이치의 영업이익률은 18년과 유사한 12% 전망
- 업계 내 최대 Capa와 레퍼런스를 동시에 가지고 있기 때문에 post-Smartphone 시장 개화 시 가장 큰 수혜를 누릴 수 있다고 판단 (폴더블 스마트폰, 5G 안테나, 차량용 OLED 등)

국내 FPCB 산업은 1차 구조조정이 일단락된 상황



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

업계 최대 Capa 유지



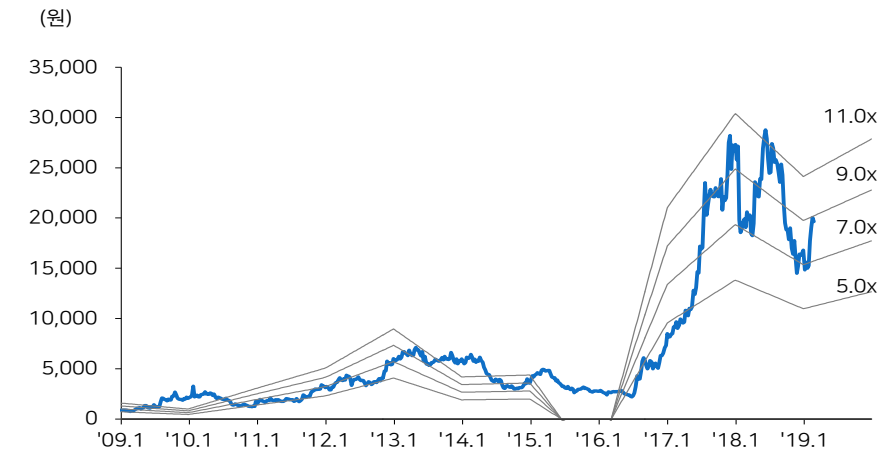
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

비에이치 밸류에이션 테이블

MERITZ Collaboration Report
드디어 폴더블이 펼쳐진다

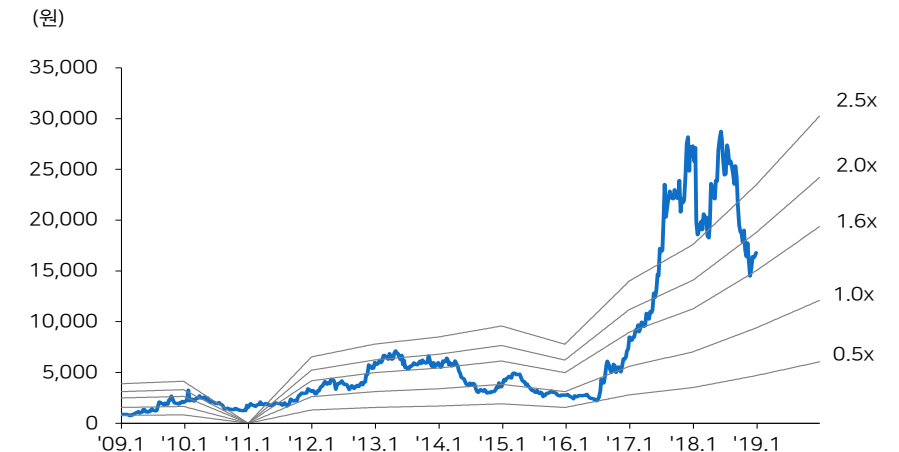
(배)		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
주가 (원)	High	5,520	6,990	6,950	12,400	14,900	12,950	10,300	17,300	31,750	29,250	
	Low	1,365	2,170	2,890	5,590	9,130	5,650	4,945	4,100	14,850	14,350	
	Average	2,973	3,837	4,330	7,937	12,157	8,647	7,141	7,935	21,696	21,468	
확정치 기준 PER	High	11.9	56.0	19.3	26.0	20.7	31.8	37.1	nm	21.4	10.6	
	Low	2.9	17.4	8.0	11.7	12.7	13.9	17.8	nm	10.0	5.2	
	Average	6.4	30.7	12.0	16.6	16.9	21.3	25.7	nm	14.6	7.8	
	확정치 EPS (원)	463	125	361	477	720	407	278	-784	1,483	2,763	2,194
	EPS Growth (%)			189.0	32.2	50.9	-43.5	-31.7	nm	nm	86.3	-20.6
컨센서스 기준 PER	High	38.1	77.7	24.8	26.9	18.3	34.0	25.9	nm	16.6	12.2	
	Low	9.4	24.1	10.3	12.1	11.2	14.8	12.4	nm	7.8	6.0	
	Average	20.5	42.6	15.5	17.2	14.9	22.7	17.9	nm	11.3	8.9	
	컨센서스 EPS (원)	145	90	280	461	815	381	398	-458	1,912	2,399	2,833
	EPS growth (%)	nm	-80.6	124.3	27.8	70.9	-47.1	-2.2	nm	nm	61.7	18.1

비에이치 PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

비에이치 PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	691.3	767.9	822.7	949.1	997.3
매출액증가율(%)	85.9	11.1	7.1	15.4	5.1
매출원가	581.0	639.2	696.0	802.8	846.0
매출총이익	110.4	128.7	126.7	146.3	151.3
판매비와관리비	34.6	36.3	28.0	34.9	38.6
영업이익	75.7	92.4	98.7	111.4	112.7
영업이익률(%)	11.0	12.0	12.0	11.7	11.3
금융손익	-13.9	-10.0	-13.3	-12.3	-11.4
중속/관계기업관련손익	6.7	4.5	5.1	5.1	5.1
기타영업외손익	-9.8	3.7	-0.9	-0.9	-0.9
세전계속사업이익	58.7	115.8	89.6	103.4	105.6
법인세비용	12.3	23.3	16.1	18.6	19.0
당기순이익	46.4	92.5	73.4	84.8	86.6
지배주주지분 순이익	46.4	92.5	73.4	84.8	86.6
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	336.1	309.5	391.5	502.7	550.4
현금및현금성자산	83.3	57.0	106.0	140.3	188.0
매출채권	156.6	155.1	164.9	213.1	193.2
재고자산	58.7	33.4	53.8	77.4	101.0
비유동자산	183.7	222.3	220.6	219.3	220.2
유형자산	163.8	184.8	176.3	169.4	169.4
무형자산	4.3	5.3	6.0	6.7	7.3
투자자산	8.5	20.3	25.5	30.7	30.7
자산총계	519.8	531.8	612.1	722.1	770.6
유동부채	256.0	238.3	236.4	254.0	271.9
매입채무	111.3	115.7	128.7	152.3	134.6
단기차입금	90.4	75.1	60.0	50.0	40.0
유동성장기부채	15.1	12.7	12.7	12.7	62.7
비유동부채	111.1	73.6	82.2	89.8	33.9
사채	25.3	28.1	39.1	50.0	0.0
장기차입금	38.8	31.9	27.3	22.8	18.2
부채총계	367.1	311.9	318.6	343.8	305.8
자본금	15.6	15.6	15.6	15.6	15.6
자본잉여금	27.6	27.6	27.6	27.6	27.6
기타포괄이익누계액	3.8	3.4	3.5	3.5	3.5
이익잉여금	105.0	197.5	271.0	355.7	442.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	152.8	219.9	293.5	378.3	464.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	59.0	119.1	214.7	205.2	149.2
당기순이익(손실)	46.4	92.5	73.4	84.8	0.0
유형자산감가상각비	22.0	27.2	28.5	26.9	25.4
무형자산상각비	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-44.5	-51.4	-15.9	-48.2	-21.7
투자활동 현금흐름	-37.9	-159.5	-157.8	-157.8	-157.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-68.5	-35.0	-20.0	-20.0	-20.0
투자자산의 감소(증가)	-0.3	-6.9	-0.1	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	53.1	-50.9	-8.7	-3.6	-14.6
차입금증감	19.2	-21.8	-8.7	-3.6	-14.6
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	72.9	-26.3	48.9	34.4	47.7
기초현금	10.5	83.3	57.0	106.0	140.3
기말현금	83.3	57.0	106.0	140.3	188.0
Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	22,109	22,943	24,580	28,357	29,797
EPS(지배주주)	1,483	2,763	2,194	2,532	2,586
CFPS	2,330	-786	1,462	1,027	1,424
EBITDAPS	2,622	2,963	3,799	4,132	3,367
BPS	4,885	7,033	9,387	12,098	14,866
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	11.3	7.2	9.0	7.8	7.7
PCR	7.2	-25.3	13.6	19.3	13.9
PSR	0.8	0.9	0.8	0.7	0.7
PBR	3.4	2.8	2.1	1.6	1.3
EBITDA	82	99	127	138	113
EV/EBITDA	7.2	7.0	5.0	4.3	21.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	35.8	49.6	28.6	25.2	20.5
EBITDA이익률	56.6	93.3	57.8	61.3	76.8
부채비율	240.3	141.8	108.5	90.9	65.8
금융비용부담률	0.9	0.7	0.6	0.4	0.3
이자보상배율(x)	11.7	14.3	15.9	18.2	19.7
매출채권회전율(x)	6.3	4.9	5.1	5.0	4.9
재고자산회전율(x)	9.3	13.9	16.0	12.2	9.5