

# 비에이치(090460)

## 1Q19 Preview: 작년 이맘때의 기억

### 주요 고객사 스마트폰 판매량 저조, 부진한 1분기

1분기 예상 실적은 매출액 1,222억원, 영업이익 78억원, 영업이익률 6.4%이다. 지난해 실적(매출액 1,340억원, 영업이익 93억원) 대비 부진하다. 북미 주요 고객사에 두 개의 OLED 모델(지난해에는 한 개 모델)에 RF-PCB를 납품 중이나 미중 무역 분쟁 등의 영향으로 스마트폰 판매가 부진해 매출액이 줄어들 것이다. 북미 주요 고객사의 9월 신제품 RF-PCB 납품이 2분기말부터 시작되는 점을 감안하면 매출액, 이익의 본격적인 증가는 3분기부터 가능할 것이다.

### 올해는 고객사 다변화를 위한 한 해

올해 비에이치의 매출액은 전년과 유사할 것이다. 북미 주요 고객사 스마트폰 판매가 전년대비 크게 줄어들 것(-11%)이기 때문이다. 경쟁자 대비 하드웨어 강점을 내세우기 어렵고, 가격 정책 변화가 없다면 고가 논란이 이어질 것이다. 5G 모델을 출시하지 못하는 점도 아쉽다. 올해는 핵심 납품처인 삼성디스플레이(SDC)의 고객사 다변화에 따른 일부 수혜가 예상된다. 최근 중국의 주요 스마트폰 업체도 OLED(아직은 rigid 타입) 채용 비중을 높이고 있다. OLED 패널 공급이 가능한 회사는 SDC와 일부 중국 업체로 제한적인데, 글로벌 주요 업체의 OLED 패널 사용이 지속적으로 늘어날 전망이어서 관련 수혜는 지속될 것이다.

### 분기 실적 굴곡 있어도, 중장기 좋아지는 방향성은 명확

목표주가를 기존 31,000원에서 25,000원으로 하향(실적 추정치 하향, 표 1)하나 매수 의견을 유지한다. 상반기 부진한 실적으로 주가 하락 시 중장기 투자 관점에서 매수 전략을 추천한다. 비에이치의 연간 실적 계절성은 명확(상저하고)하다. 매년 북미 주요 고객사의 OLED 채용 비중이 높아지고(올해 41.8%, 내년 58.5%), 중국 업체의 OLED 패널 신규 채용이 이어지고 있다. OLED의 필수 부품인 RF-PCB는 공급가능 업체가 제한적이어서 유리한 산업 흐름이다. 스마트폰 외에도 노트북 터치바 등으로 쓰임새도 늘어나고 있다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	372	(26)	(24)	(434)	NM	(7)	NM	NM	2.5	(22.9)	0.0
2017A	691	76	46	1,491	NM	98	18.3	9.9	5.6	35.8	0.0
2018F	768	91	82	2,724	82.7	120	7.3	5.4	2.6	47.8	0.0
2019F	780	90	67	2,572	(5.6)	123	8.1	5.0	2.2	30.4	0.0
2020F	1,021	128	98	3,739	45.4	163	5.6	3.4	1.6	32.2	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 25,000원(하향)

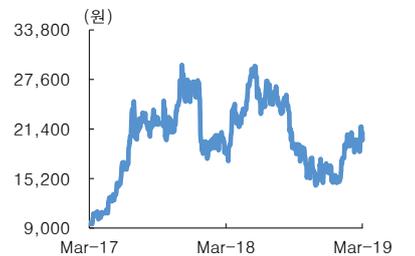
### Stock Data

KOSPI(3/27)	2,146
주가(3/27)	20,000
시가총액(십억원)	630
발행주식수(백만)	31
52주 최고/최저가(원)	29,250/14,350
일평균거래대금(6개월, 백만원)	12,440
유동주식비율/외국인지분율(%)	68.4/18.6
주요주주(%)	이경환 외 2인 23.4

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.3	5.5	5.8
KOSDAQ 대비(%p)	3.4	18.1	21.0

### 주가추이



자료: FnGuide

조철희

chulhee.cho@truefriend.com

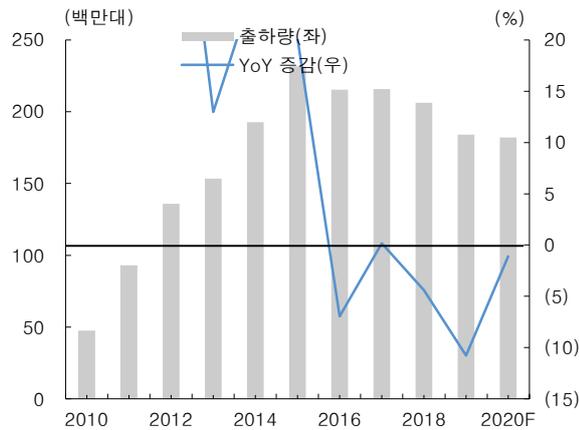
<표 1> 수익예상 변경표

(단위: 십억원, 원, %)

	변경전			변경후		변경률	
	2018	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	783	1,016	1,318	780	1,021	(23.2)	(22.5)
영업이익	93	129	168	90	128	(30.2)	(23.5)
세전이익	100	131	173	85	124	(35.0)	(28.2)
순이익	76	104	137	67	98	(35.0)	(28.2)
EPS	2,535	3,602	4,741	2,572	3,739	(28.6)	(21.1)

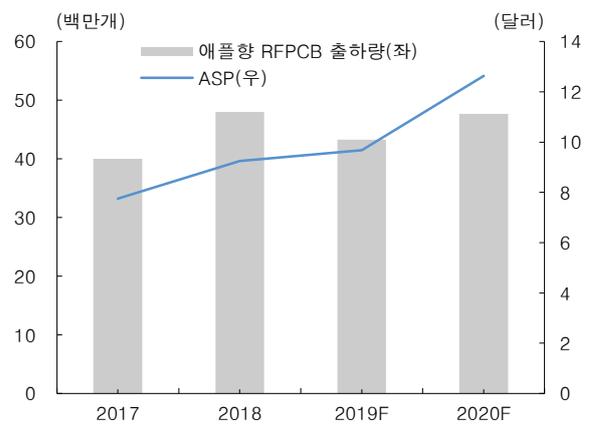
주: 순이익과 EPS 변경률이 다른 이유는 지난해 말 자사주 매입 때문  
 자료: 한국투자증권

[그림 1] 애플 아이폰 출하량 추이 및 전망



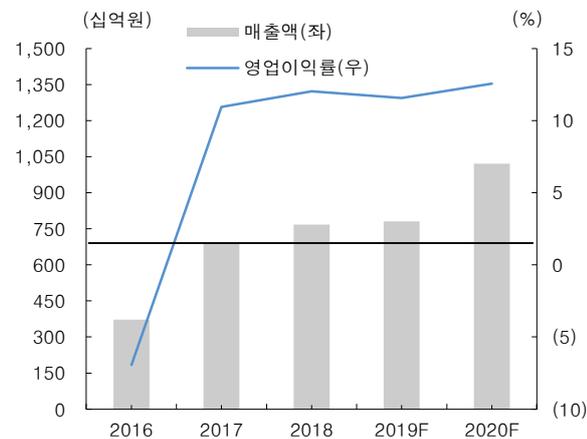
자료: SA, 한국투자증권

[그림 2] 비에이치 애플향 RF-PCB 출하량 추정



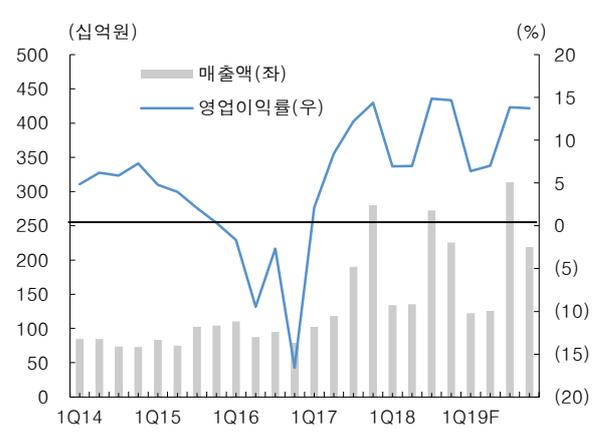
자료: 한국투자증권

[그림 3] 연간 실적 추이 및 전망



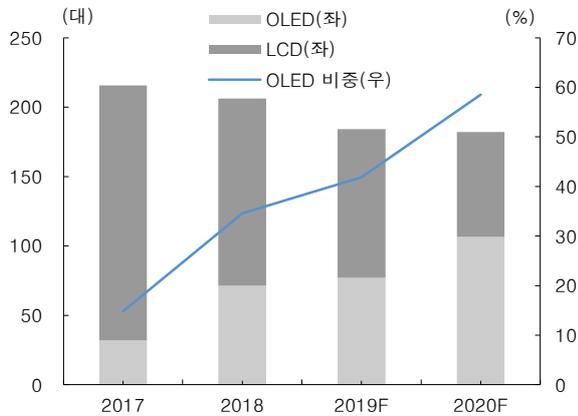
자료: 한국투자증권

[그림 4] 분기 실적 추이 및 전망



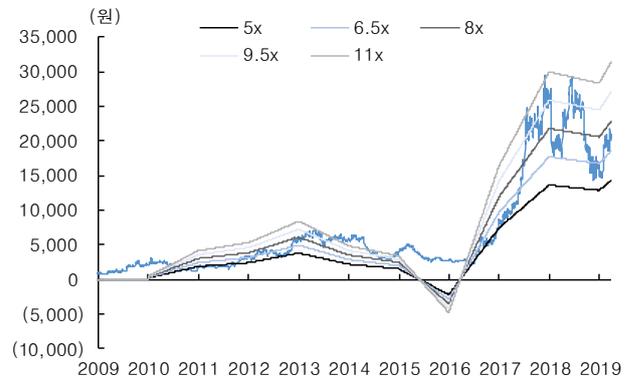
자료: 한국투자증권

[그림 5] 북미 주요 고객사 OLED 스마트폰 채용 비중



자료: 한국투자증권

[그림 6] PER 밴드



자료: 비에이치, 한국투자증권

<표 2> 비에이치 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>134.0</b>	<b>135.7</b>	<b>272.6</b>	<b>225.6</b>	<b>122.2</b>	<b>125.6</b>	<b>313.7</b>	<b>218.8</b>	<b>767.9</b>	<b>780.3</b>	<b>1,021.1</b>
스마트폰	121.9	101.9	244.6	194.7	109.4	109.6	249.5	151.5	653.4	620.0	844.8
기타	12.1	33.8	28.0	30.9	12.8	16.0	64.1	67.3	114.5	160.3	176.3
<b>영업이익</b>	<b>9.3</b>	<b>9.5</b>	<b>40.5</b>	<b>33.1</b>	<b>7.8</b>	<b>8.8</b>	<b>43.5</b>	<b>30.1</b>	<b>92.4</b>	<b>90.2</b>	<b>128.3</b>
스마트폰	8.9	7.4	36.0	29.1	7.4	7.9	35.8	21.5	81.5	72.6	108.9
기타	0.4	2.1	4.5	4.0	0.4	1.0	7.7	8.6	10.9	17.6	19.4
<b>영업이익률</b>	<b>6.9</b>	<b>7.0</b>	<b>14.9</b>	<b>14.7</b>	<b>6.4</b>	<b>7.0</b>	<b>13.9</b>	<b>13.8</b>	<b>12.0</b>	<b>11.6</b>	<b>12.6</b>
스마트폰	7.3	7.3	14.7	15.0	6.8	7.2	14.3	14.2	12.5	11.7	12.9
기타	3.2	6.1	16.0	12.9	3.0	6.0	12.0	12.8	9.5	11.0	11.0

자료: 한국투자증권

**기업개요 및 용어해설**

비에이치는 1999년 5월 설립된 연성인쇄회로기판(FPCB)와 그 응용부품을 제조, 공급하는 FPCB 전문제조회사. 주로 Fine Pattern인 Display용 FPCB와 high Technology의 IVH(Interstitial Via Hole) 및 HDI(High Density Interconnection)를 채용한 고부가가치 RF-PCB제품 등을 생산. 현재 자동차 전장, 로봇산업 및 세라믹 반도체 등 신시장으로의 성장동력을 구축하고 있음. 매출 비중은 RF, BU가 61.8%, 다층 19.5%, 양면 13.1% 등이고 최대주주는 이경환 대표이사(23.1%).

- PCB: 인쇄회로기판, 부품들을 전기적 신호로 연결하기 위해 도체를 형성시킨 기판(인간의 신경계)
- FPCB: 유연하게 구부러지는 동박을 입힌 PCB
- RFPCB: 연성회로기판(FPCB)과 경성회로기판(Rigid PCB)이 결합된 구조로 각각의 장점인 유연성과 표면 실장의 신뢰성을 동시에 가진 일체형 PCB

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	154	336	243	320	497
현금성자산	10	83	68	109	163
매출채권및기타채권	66	167	121	156	204
재고자산	66	59	25	26	92
비유동자산	156	184	222	238	261
투자자산	2	8	12	12	16
유형자산	145	164	196	211	226
무형자산	3	4	5	5	6
자산총계	311	520	466	557	758
유동부채	127	256	227	270	366
매입채무및기타채무	44	129	51	51	67
단기차입금및단기사채	67	90	111	111	111
유동성장기부채	12	15	7	0	0
비유동부채	78	111	50	32	38
사채	0	25	0	0	0
장기차입금및금융부채	72	73	21	3	0
부채총계	205	367	277	302	404
지배주주지분	106	153	188	256	354
자본금	8	16	16	16	16
자본잉여금	33	28	28	28	28
기타자본	(1)	1	(45)	(45)	(45)
이익잉여금	60	105	187	254	352
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	106	153	188	256	354

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	1	59	145	114	107
당기순이익	(24)	46	82	67	98
유형자산감가상각비	19	22	29	32	34
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	5	(45)	32	14	(30)
기타	1	36	2	1	5
투자활동현금흐름	(12)	(38)	(50)	(48)	(50)
유형자산투자	(22)	(69)	(61)	(47)	(49)
유형자산매각	10	29	0	0	0
투자자산순증	0	2	(4)	(0)	(4)
무형자산순증	(0)	(1)	(1)	(0)	(2)
기타	0	1	16	(1)	5
재무활동현금흐름	5	53	(109)	(25)	(3)
자본의증가	16	5	0	0	0
차입금의순증	(11)	49	(63)	(25)	(3)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	(1)	(46)	0	0
기타현금흐름	0	(1)	0	0	0
현금의증가	(6)	73	(15)	41	54

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

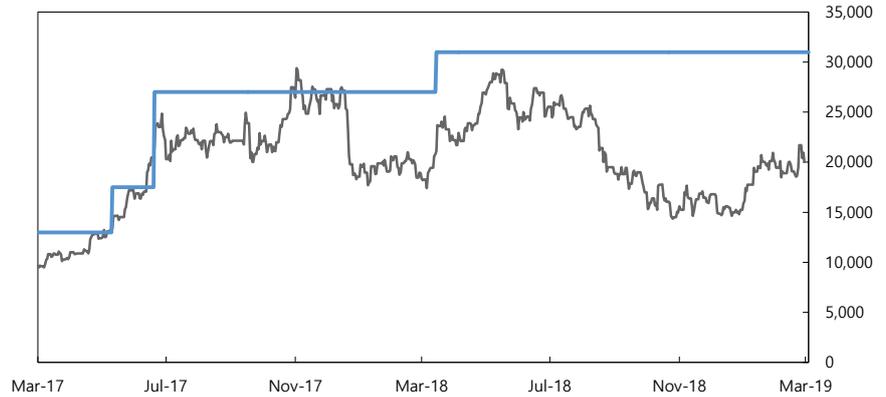
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	372	691	768	780	1,021
매출원가	372	581	615	627	810
매출총이익	0	110	153	154	211
판매관리비	26	35	62	63	83
영업이익	(26)	76	91	90	128
금융수익	1	2	11	0	0
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	8	16	11	5	5
이자비용	6	6	4	5	5
기타영업외손익	4	(10)	8	0	0
관계기업관련손익	0	7	(1)	0	0
세전계속사업이익	(28)	59	99	85	124
법인세비용	(4)	12	18	18	26
연결당기순이익	(24)	46	82	67	98
지배주주지분순이익	(24)	46	82	67	98
기타포괄이익	8	(4)	0	0	0
총포괄이익	(16)	43	82	67	98
지배주주지분포괄이익	(16)	43	82	67	98
EBITDA	(7)	98	120	123	163

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(434)	1,491	2,724	2,572	3,739
BPS	3,444	4,885	7,592	9,740	12,862
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	2.0	85.9	11.1	1.6	30.9
영업이익증가율	NM	NM	20.3	(0.9)	42.2
순이익증가율	NM	NM	75.8	(17.4)	45.4
EPS증가율	NM	NM	82.7	(5.6)	45.4
EBITDA증가율	NM	NM	22.7	2.2	32.6
수익성(%)					
영업이익률	(6.9)	11.0	11.9	11.6	12.6
순이익률	(6.6)	6.7	10.6	8.6	9.6
EBITDA Margin	(1.9)	14.2	15.6	15.7	15.9
ROA	(7.6)	11.2	16.6	13.2	14.9
ROE	(22.9)	35.8	47.8	30.4	32.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	NM	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	137	118	71	5	(52)
차입금/자본총계비율(%)	141.9	133.1	74.3	44.8	31.6
Valuation(X)					
PER	NM	18.3	7.3	8.1	5.6
PBR	2.5	5.6	2.6	2.2	1.6
EV/EBITDA	NM	9.9	5.4	5.0	3.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
비에이치 (090460)	2017.02.27	매수	13,000원	-17.4	1.9
	2017.06.07	매수	17,500원	-5.0	16.9
	2017.07.17	매수	27,000원	-17.6	8.9
	2018.04.11	매수	31,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 3월 28일 현재 비에이치 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.