

수요 레벨 하향하나 '20년 성장성 유효

Buy (Maintain)	
목표주가(12M)	24,000원(하향)
증가(2019/06/04)	17,550원

Stock Indicator	
자본금	16십억원
발행주식수	3,200만주
시가총액	562십억원
외국인지분율	17.3%
52주주가	14,350~29,250원
60일평균거래량	607,108주
60일평균거래대금	12.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-14.8	-9.8	-2.3	-40.7
상대수익률	-6.4	-5.2	-0.6	-19.7



[투자포인트]

- 중국 내 iPhone 불매 운동 및 중국에서 생산되는 iPhone에 대한 관세부과 가능성 감안하여 연간 iPhone 출하 전망치를 기존 1.75억대 → 1.60억대로 조정. 올해 연간 동사의 신규 iPhone향 매출액을 기존 4,400억원 → 4,000억원으로 하향함에 따라 목표주가 기존 2.8만 → 2.4만원으로 조정. 12개월 선행 EPS 2,541원에 iPhone향 공급이 본격화된 '17년 이후 평균 12개월 선행 P/E 배수인 9.4배 적용
- 단기 투자 심리 부정적인 상황이나, 주가 조정으로 중장기 밸류에이션 매력 부각. '19년 기준 P/E 8.1배이며, 큰 폭의 성장이 예상되는 '20년 기준 P/E 5.7배에 불과. '20년에는 동사가 공급하는 RF-PCB의 P와 Q가 동시에 확대되는 사이클이 도래. ① 내년 신규 북미 스마트폰 3종이 모두 OLED를 탑재될 경우, 세트수요 부진에도 불구하고 침투율 확대 효과로 RF-PCB의 공급 물동이 '19년 대비 최소 +30% 이상 증가 전망. ② 또한 신규 3종 중 2종에는 Y-OCTA 채용. Add-on type 기반의 기존 디스플레이용 FPCB 대비 +20% 이상 ASP 상향 가능.
- 한편, iPhone 부진 우려에 부각 받고 있지 못하고 있으나, 삼성전자 갤럭시향 매출 비중이 '18년 기준 30% 차지하고 있어 화웨이 제재에 따른 반사이익 가능하다는 점 긍정적

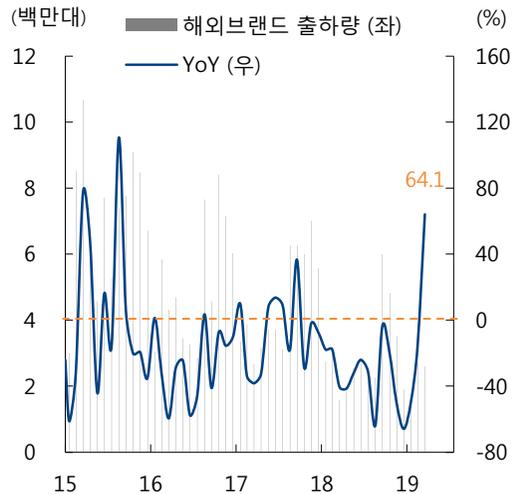
FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	768	732	1,011	1,230
영업이익(십억원)	91	82	119	138
순이익(십억원)	82	77	107	123
EPS(원)	2,609	2,159	3,077	3,534
BPS(원)	5,988	9,102	12,232	15,820
PER(배)	6.4	8.1	5.7	5.0
PBR(배)	2.8	1.9	1.4	1.1
ROE(%)	47.9	30.4	28.8	25.2
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	4.5	4.1	3.0	2.0

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

수요 레벨 하향하나 '20년 성장성 유효

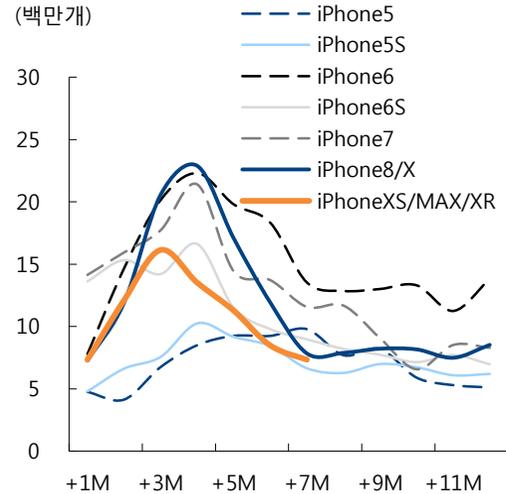
- 중국내 해외브랜드 출하량 (=iPhone 출하량)은 전년동기 대비 64.1% 증가했고[그림1], iPhone XS/Max/XR 시리즈의 전작대비 월별 출하량 역성장폭도 축소[그림2]. 다만 미중 무역 분쟁에 따른 중국 내 iPhone 불매 운동 우려와 중국에서 생산되는 iPhone에 대한 관세 부과 시 전체 출하량 역성장은 다시 심화될 수 있음. 당사는 연간 iPhone 출하량을 기존 1.75억대 → 1.60억대로 하향
- 그럼에도 비에이치의 경우 올해를 바닥으로 '20년 성장이 두드러질 것으로 전망[그림3]. '20년에는 신규 iPhone 3종이 모두 OLED를 탑재할 것이므로 RF-PCB의 수요가 최소 30% 이상 증가할 것이며, 이중 2종에는 Y-OCTA가 채용되어 RF-PCB의 ASP도 약 20% 인상될 것으로 기대되기 때문

그림1. 중국내 해외브랜드 출하량 추이



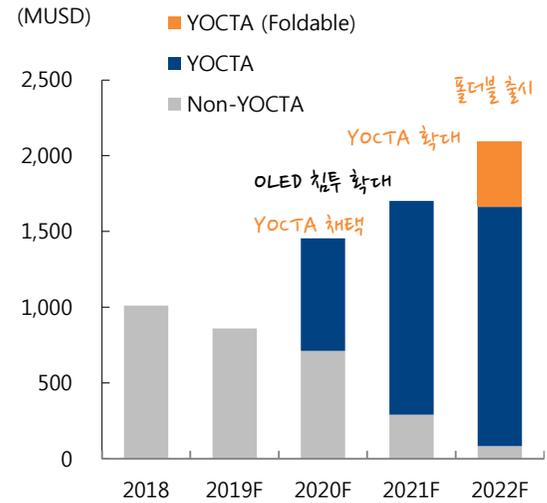
자료: 중국정보산업기술부, 하이투자증권 리서치센터

그림2. 아이폰 출시 이후 12개월 Sell-through 추이



자료: Counterpoint, 하이투자증권 리서치센터

그림3. RF PCB 출하 성장률은 '20년에 극대화



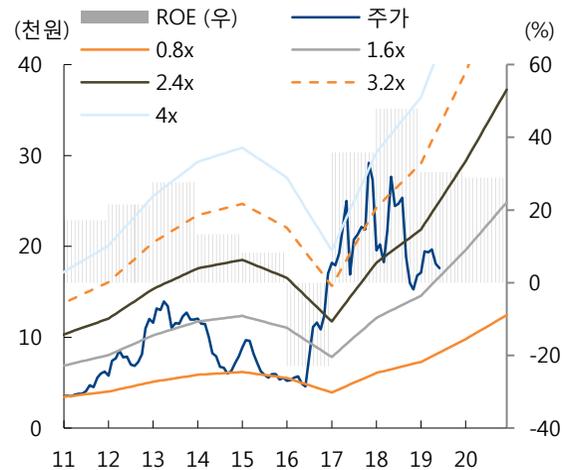
자료: 하이투자증권 리서치센터

수요 레벨 하향하나 '20년 성장성 유효

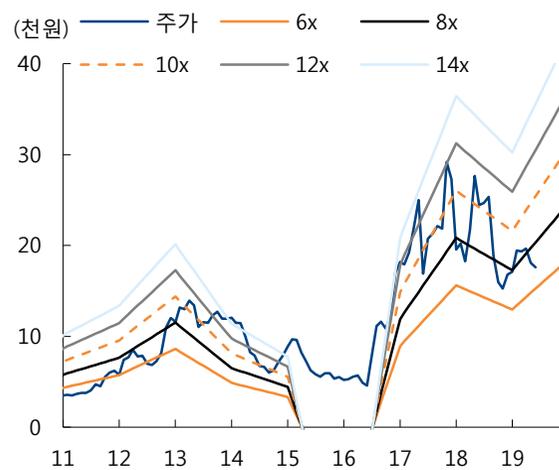
그림. 비에이치 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	1,340	1,357	2,726	2,256	1,080	1,273	2,772	2,194	7,679	7,320	10,111
YoY	30.6%	14.6%	43.4%	-19.5%	-19.4%	-6.2%	1.7%	-2.7%	11.1%	-4.7%	38.1%
QoQ	-52.2%	1.3%	100.9%	-17.2%	-52.1%	17.8%	117.8%	-20.9%			
A社 향 비중	37.3%	45.4%	75.5%	72.8%	40.4%	47.5%	74.8%	74.0%	62.7%	64.7%	73.6%
영업이익	93	95	405	317	40	92	418	273	910	823	1,191
YoY	323.7%	-5.5%	74.3%	-21.2%	-57.2%	-2.7%	3.1%	-13.9%	20.2%	-9.6%	44.8%
QoQ	-76.9%	1.7%	327.9%	-21.6%	-87.5%	131.3%	353.3%	-34.6%			
OPM	6.9%	7.0%	14.9%	14.1%	3.7%	7.2%	15.1%	12.4%	11.9%	11.2%	11.8%

12개월 Fwd. PBR Band



12개월 Fwd. PER Band



자료: 하이투자증권 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	242	397	482	626
현금 및 현금성자산	68	125	106	201
단기금융자산	-	-	-	-
매출채권	123	180	248	275
재고자산	25	66	101	123
비유동자산	228	228	267	284
유형자산	196	200	238	254
무형자산	5	5	4	4
자산총계	470	625	749	909
유동부채	232	265	293	329
매입채무	50	117	162	197
단기차입금	56	23	7	7
유동성장기부채	7	5	4	3
비유동부채	50	43	30	30
사채	-	-	-	-
장기차입금	21	15	1	1
부채총계	282	308	323	359
자배주주지분	188	317	426	551
자본금	16	17	17	17
자본잉여금	29	78	78	78
이익잉여금	187	263	370	493
기타자본항목	-44	-42	-40	-38
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	188	317	426	551

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	161	86	89	159
당기순이익	82	77	107	123
유형자산감가상각비	29	33	34	42
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-1	-1	-1	-1
투자활동 현금흐름	-66	-34	-73	-58
유형자산의 처분(취득)	-59	-38	-73	-58
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
금융상품의 증감	-9	4	-1	-1
재무활동 현금흐름	-111	8	-30	-1
단기금융부채의 증감	-52	-36	-17	-1
장기금융부채의 증감	-8	-6	-13	-
자본의 증감	-	50	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의 증감	-15	57	-19	95
기초현금및현금성자산	83	68	125	106
기말현금및현금성자산	68	125	106	201

자료:비에이치, 하이투자증권리서치센터

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	768	732	1,011	1,230
증가율(%)	11.1	-4.7	38.1	21.7
매출원가	615	612	841	1,030
매출총이익	153	120	170	200
판매비와관리비	62	37	51	62
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	91	82	119	138
증가율(%)	20.2	-9.6	44.8	16
영업이익률(%)	11.9	11.2	11.8	11.2
이자수익	1	1	1	2
이자비용	8	6	4	4
지분법이익(손실)	-1	-1	-1	-1
기타영업외손익	9	12	12	12
세전계속사업이익	99	97	136	156
법인세비용	18	20	28	33
세전계속이익률(%)	12.9	13.3	13.4	12.7
당기순이익	82	77	107	123
순이익률(%)	10.6	10.5	10.6	10
지배주주귀속순이익	82	77	107	123
기타포괄이익	2	2	2	2
총포괄이익	84	79	109	125
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표				
	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	2,609	2,159	3,077	3,534
BPS	5,988	9,102	12,232	15,820
CFPS	3,528	3,109	4,072	4,751
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	6.4	8.1	5.7	5
PBR	2.8	1.9	1.4	1.1
PCR	4.8	5.6	4.3	3.7
EV/EBITDA	4.5	4.1	3	2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	47.9	30.4	28.8	25.2
EBITDA이익률	15.6	15.9	15.2	14.7
부채비율	150	97.2	75.9	65.1
순부채비율	8.9	-26	-22.2	-34.6
매출채권회전율(x)	5.3	4.8	4.7	4.7
재고자산회전율(x)	18.4	16.2	12.1	11

비에이치 최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이건	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-10-31(담당자변경)	Buy	32,000	1년	-22.7%	-8.1%
2017-12-15	Buy	36,000	1년	-40.3%	-23.6%
2018-03-27	Buy	29,000	1년	-15.7%	0.9%
2018-08-06	Buy	30,500	1년	-34.3%	-12.5%
2018-11-28	Buy	24,000	1년	-27.2%	-9.6%
2019-03-26	Buy	28,000	1년	-29.8%	-21.6%
2019-06-04	Buy	24,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 고의영)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral(중립), - Underweight(비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이건 비율(%)	88.4%	11.6%	-