

비에이치(090460)

하회	부합	상회
----	----	----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

저점 지나는 실적

매출액과 영업이익이 컨센서스를 각각 14.3%, 54.0% 하회
2분기, 하반기로 갈수록 증가하는 매출액
내년은 Y-OCTA로 새로운 도약

Facts : 비수기 실적

잠정실적(매출액, 영업이익)이 발표됐다. 매출액은 1,084억원, 영업이익은 40억원이다. 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 19.1%, 57% 감소하는 것이다. 북미 주요 고객사의 스마트폰 신제품 판매가 전년대비 부진했기 때문이다. 매출액이 감소해 영업이익률은 3.7%를 기록, 전년동기대비 3.3%p 하락했다. 영업외부문은 잠정실적에서 공개되지 않았지만 1분기말 주가 상승으로 CB 관련 평가손이 반영돼 세전이익은 영업이익 대비 크게 낮아질 것이다.

Pros & cons : 2분기와 하반기에 큰 폭으로 늘어날 매출액

분기 실적의 계절성이 뚜렷하다. 북미 주요 고객사 신제품 출시가 매년 9월부터 시작된다. 따라서 OLED용 RF-PCB를 납품하는 비에이치의 관련 매출액은 4월 말~5월초에 걸쳐 시작된다. 올해도 2분기부터 신제품 관련 매출액이 발생할 것이고 연간 매출액의 69.4%가 하반기에 발생할 것이다. 상반기 매출액은 전년대비 11.5% 줄어들 것으로 예상되나, 하반기에는 새로운 제품군(노트북 터치바)에도 OLED용 RF-PCB를 납품하면서 전년대비 매출액이 8.6% 증가할 것이다.

Action : 저점 확인, 편안한 매수 기회

하반기 매출액이 빠르게 늘어날 전망이다. 또한 내년 상반기에는 올해와 같은 큰 폭의 계절성은 나타나지 않을 것이다. 내년에는 북미 주요 고객사가 3개의 OLED 신제품(올해 2개 모델)을 출시할 전망이고, 그중 Y-OCTA(삼성디스플레이의 신기술, 터치 내재화)를 채용한 신모델을 상반기에 공개할 가능성이 높다. 연간 실적도 올해 대비 내년 매출액이 31%, 영업이익 42.3% 늘어날 전망이다. 매수의견과 목표주가 25,000원(12MF에 목표 PER 9배 적용 - 2017, 2018년 PER 중간 값)을 유지한다.

매수(유지)

목표주가: 25,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/3)	2,196
주가(5/3)	20,600
시가총액(십억원)	653
발행주식수(백만)	32
52주 최고/최저가(원)	29,250/14,350
일평균거래대금(6개월, 백만원)	12,781
유동주식비율/외국인지분율(%)	68.6/17.5
주요주주(%)	이경환 외 2인 23.2

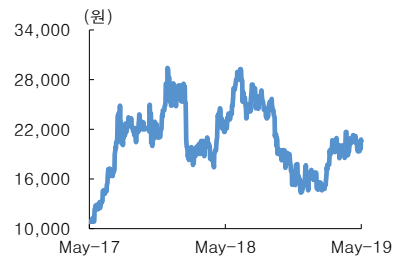
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	6.2	8.9	6.2
PBR(x)	2.2	2.1	1.6
ROE(%)	47.9	30.4	31.8
DY(%)	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA(x)	4.6	5.2	3.7
EPS(원)	2,726	2,318	3,340
BPS(원)	7,579	9,644	12,771

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.2)	25.6	(8.6)
KOSDAQ 대비(%p)	(2.9)	15.3	3.4

주가추이



자료: FnGuide

조철희

chulhee.cho@truefriend.com

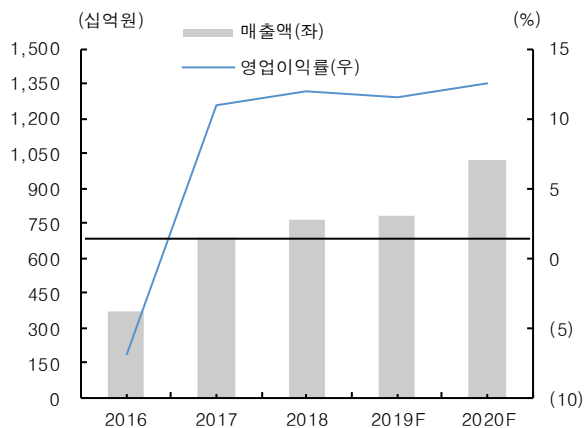
<표 1> 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	134.0	135.7	272.6	225.6	108.4	(52.0)	(19.1)	126.5
영업이익	9.3	9.5	40.5	31.7	4.0	(87.4)	(57.0)	8.7
영업이익률	6.9	7.0	14.9	14.1	3.7	(10.4)	(3.3)	6.9
세전이익	10.4	18.2	38.6	32.1	-	-	-	10.7
순이익	8.5	15.9	21.8	35.4	-	-	-	5.9

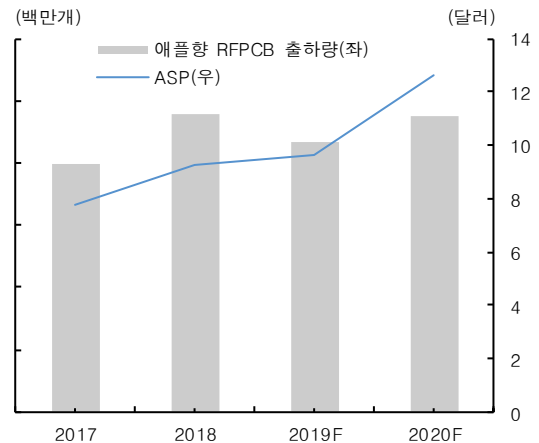
자료: 한국투자증권

[그림 1] 연간 실적 추이 및 전망



자료: 비에이치, 한국투자증권

[그림 2] 비에이치 애플향 RF-PCB 출하량 추정



자료: 한국투자증권

<표 2> 비에이치 추정 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	134.0	135.7	272.6	225.6	108.4	130.4	313.7	227.2	767.9	779.6	1,021.1
스마트폰	121.9	101.9	244.6	194.7	97.9	114.4	249.5	157.5	653.4	619.4	844.8
기타	12.1	33.8	28.0	30.9	10.5	16.0	64.1	69.6	114.5	160.3	176.3
영업이익	9.3	9.5	40.5	33.1	4.0	9.9	43.5	32.8	92.4	90.1	128.3
스마트폰	8.9	7.4	36.0	29.1	3.9	8.9	35.8	23.9	81.5	72.5	108.9
기타	0.4	2.1	4.5	4.0	0.1	1.0	7.7	8.9	10.9	17.6	19.4
영업이익률	6.9	7.0	14.9	14.7	3.7	7.6	13.9	14.4	12.0	11.6	12.6
스마트폰	7.3	7.3	14.7	15.0	4.0	7.8	14.3	15.2	12.5	11.7	12.9
기타	3.2	6.1	16.0	12.9	1.0	6.0	12.0	12.7	9.5	11.0	11.0

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

비에이치는 1999년 5월 설립된 연성인쇄회로기판(FPCB)과 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)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	336	242	315	492	644
현금성자산	83	68	109	163	214
매출채권및기타채권	167	123	156	204	267
재고자산	59	25	25	92	120
비유동자산	184	228	245	272	302
투자자산	8	18	18	23	31
유형자산	164	196	213	230	247
무형자산	4	5	5	6	8
자산총계	520	470	560	764	947
유동부채	256	232	270	369	409
매입채무및기타채무	129	75	76	99	130
단기차입금및단기사채	90	85	85	85	85
유동성장기부채	15	7	0	0	0
비유동부채	111	50	33	38	50
사채	25	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	73	21	4	0	0
부채총계	367	282	303	407	459
지배주주지분	153	188	257	357	488
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	28	29	29	29	29
기타자본	1	(49)	(49)	(49)	(49)
이익잉여금	105	187	254	352	481
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	153	188	257	357	488

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	59	161	84	83	78
당기순이익	46	82	68	98	129
유형자산감가상각비	22	29	32	34	35
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(45)	34	(16)	(53)	(92)
기타	36	16	0	4	6
투자활동현금흐름	(38)	(66)	(45)	(52)	(55)
유형자산투자	(69)	(67)	(57)	(59)	(61)
유형자산매각	29	8	8	8	8
투자자산순증	2	(7)	2	(4)	(5)
무형자산순증	(1)	(0)	0	(2)	(2)
기타	1	0	2	5	5
재무활동현금흐름	53	(111)	2	23	27
자본의증가	5	0	0	0	0
차입금의순증	49	(61)	2	23	27
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(1)	(50)	0	0	0
기타현금흐름	(1)	(0)	0	0	0
현금의증가	73	(15)	41	54	51

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

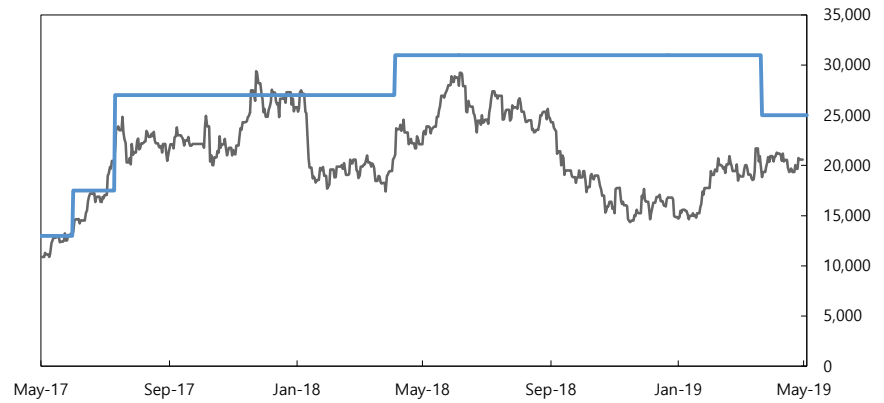
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	691	768	780	1,021	1,337
매출원가	581	615	626	810	1,061
매출총이익	110	153	153	211	277
판매관리비	35	62	63	83	109
영업이익	76	91	90	128	168
금융수익	2	11	1	2	2
이자수익	0	1	1	2	2
금융비용	16	11	6	6	7
이자비용	6	8	6	6	7
기타영업외손익	(10)	9	0	0	0
관계기업관련손익	7	(1)	0	0	0
세전계속사업이익	59	99	86	124	163
법인세비용	12	18	18	26	34
연결당기순이익	46	82	68	98	129
지배주주지분순이익	46	82	68	98	129
기타포괄이익	(4)	2	2	2	2
총포괄이익	43	84	69	100	131
지배주주지분포괄이익	43	84	69	100	131
EBITDA	98	120	122	162	204

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,491	2,726	2,318	3,340	4,403
BPS	4,885	7,579	9,644	12,771	16,875
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	85.9	11.1	1.5	31.0	31.0
영업이익증가율	NM	20.2	(1.0)	42.3	31.0
순이익증가율	NM	76.0	(17.2)	44.7	31.8
EPS증가율	NM	82.8	(15.0)	44.1	31.8
EBITDA증가율	NM	22.3	2.0	32.8	25.7
수익성(%)					
영업이익률	11.0	11.9	11.6	12.6	12.6
순이익률	6.7	10.6	8.7	9.6	9.6
EBITDA Margin	14.2	15.6	15.7	15.9	15.2
ROA	11.2	16.5	13.1	14.8	15.1
ROE	35.8	47.9	30.4	31.8	30.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	118	70	33	2	(21)
차입금/자본총계비율(%)	133.1	74.7	55.4	46.4	39.5
Valuation(X)					
PER	18.3	6.2	8.9	6.2	4.7
PBR	5.6	2.2	2.1	1.6	1.2
EV/EBITDA	9.9	4.6	5.2	3.7	2.9

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	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	-32.6	-5.6
	2019.03.28	매수	25,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 5월 7일 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 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	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 높이 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.