

2017/12/15

# 비에이치 (090460)

전기전자 고의영  
(2122-9179) ey.ko@hi-ib.com

## 기대 이상의 수익성을 재확인

Buy (Maintain)

### ■ 4Q17 잠정실적 Review: 기대 이상의 수익성을 재확인

비에이치의 4분기 잠정실적은 매출액 2,653억원 (+235.7%YoY, +39.6%QoQ), 영업이익 390억원(흑전YoY, 영업이익률 14.7%)으로 당사 추정치 및 시장 기대치를 상회했다. 기대치 이상의 영업이익률은 1) 수익성 높은 애플향 RF-PCB 위주의 제품 믹스 개선과 2) 인건비가 저렴한 베트남 법인에서의 생산 비중 확대에 기인한다. 4분기 애플향 RF-PCB 매출액은 2,050억원으로 전분기 대비 +92.7% 증가함에 따라 애플향 매출액이 전사 매출액에서 차지하는 비중도 3분기 56%에서 4분기 77%로 증가한 것으로 추정된다.

### ■ 2018년 연간으로 공급 물량과 판가 모두 우호적

2018년 연간 실적은 매출액 1.22조원 (+80.7%YoY), 영업이익 1,455억원 (+95.5%YoY, 영업이익률 11.9%)으로 큰 폭의 성장이 전망된다. 이는 1) 애플향 RF-PCB 공급분의 온기 반영과, 2) 2018년 하반기에 디스플레이의 면적이 더 커진 OLED iPhone 출시가 예상됨에 따라 RF-PCB의 추가적인 판가 인상 여지가 있음에 기인한다.

당사는 2018년 연간 애플향 RF-PCB 공급량을 2억개 수준으로 2017년 대비 +135% 증가할 것으로 전망하며, 이 중 비에이치의 공급 점유율을 40%로 가정하고 있다. 이 경우 2018년 전사 매출액 중 애플향 매출 비중이 74%에 달해 2017년 대비 24%p 증가할 것으로 전망된다. 애플향 비중이 높아지는 만큼 전사 영업이익률도 개선될 수 있을 것으로 판단된다.

### ■ 기대 이상의 수익성을 반영하여 목표주가 상향

실적 추정치 조정을 감안하여 목표주가를 36,000원으로 상향한다. 이번 실적을 통해 확인된 기대 이상의 RF-PCB 수익성을 반영하여 2018년 연간 영업이익률을 기존 10.6%에서 11.9%로 상향 조정했다.

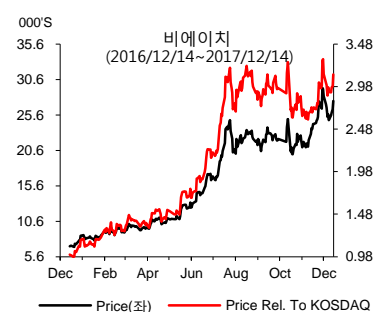
목표주가는 2018년 예상 EPS 3,559원에 Target P/E 10배를 적용하여 산출했다. 글로벌 Peer인 ZDT, Flexium 등 대만 FPCB 업체들의 2018년 실적 기준 PER이 10배 수준으로 형성되어 있고 국내 IT부품업종의 PER이 10.7배라는 점을 감안했다.

|                    |         |
|--------------------|---------|
| 목표주가(12M)          | 36,000원 |
| 종가<br>(2017/12/14) | 27,550원 |

#### Stock Indicator

|            |               |
|------------|---------------|
| 자본금        | 8십억원          |
| 발행주식수      | 3,127만주       |
| 시가총액       | 861십억원        |
| 외국인지분율     | 12.1%         |
| 배당금(2016)  | -             |
| EPS(2017E) | 1,998원        |
| BPS(2017E) | 5,562원        |
| ROE(2017E) | 44.6%         |
| 52주 주가     | 6,950~29,400원 |
| 60일평균거래량   | 1,321,364주    |
| 60일평균거래대금  | 32.2십억원       |

#### Price Trend



&lt;표 1&gt; 비에이치 실적 Review

(단위: 억원)

|          | 4Q16  | 1Q17  | 2Q17  | 3Q17  | 4Q17(p) | YoY   | QoQ  | 컨센서스  | 당사추정  | 차이    |
|----------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|------|-------|-------|-------|
| 매출액      | 790   | 1,026 | 1,184 | 1,901 | 2,653   | 235.6 | 39.6 | 2,947 | 2,975 | -10.8 |
| 영업이익     | -131  | 22    | 100   | 232   | 390     | 흑전    | 67.7 | 375   | 364   | 7.1   |
| 세전이익     | -100  | -14   | 107   | 267   |         |       |      |       |       |       |
| 지배주주순이익  | -89   | -12   | 99    | 241   |         |       |      |       |       |       |
| 영업이익률    | -16.6 | 2.1   | 8.5   | 12.2  | 14.7    |       |      | 12.7  | 12.2  |       |
| 세전이익률    | -12.6 | -1.3  | 9.0   | 14.0  |         |       |      |       |       |       |
| 지배주주순이익률 | -12.6 | -1.3  | 9.0   | 14.0  |         |       |      |       |       |       |

자료: Dataguide, 하이투자증권

&lt;표 2&gt; 비에이치 영업실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

|         | 1Q17  | 2Q17   | 3Q17   | 4Q17(p) | 1Q18E   | 2Q18E  | 3Q18E | 4Q18E | 2016  | 2017E | 2018E  |
|---------|-------|--------|--------|---------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액     | 1,026 | 1,184  | 1,901  | 2,653   | 3,225   | 2,149  | 2,935 | 3,913 | 3,720 | 6,764 | 12,222 |
| %YoY    | -7.1% | 35.3%  | 100.3% | 235.6%  | 214.3%  | 81.5%  | 54.4% | 47.5% | 2.0%  | 81.9% | 80.7%  |
| %QoQ    | 29.8% | 15.4%  | 60.5%  | 39.6%   | 21.6%   | -33.4% | 36.6% | 33.3% |       |       |        |
| %A社항 비중 | 0.0%  | 14.7%  | 55.9%  | 77.2%   | 71.0%   | 60.2%  | 72.4% | 83.6% | 0.0%  | 49.1% | 73.5%  |
| 스마트폰    | 944   | 1,113  | 1,725  | 2,578   | 3,143   | 2,081  | 2,855 | 3,842 | 3,368 | 6,360 | 11,921 |
| 태블릿     | 38    | 35     | 34     | 28      | 38      | 27     | 32    | 27    | 144   | 135   | 123    |
| 기타      | 43    | 48     | 50     | 47      | 44      | 42     | 47    | 44    | 207   | 187   | 177    |
| 영업이익    | 22    | 100    | 232    | 390     | 405     | 173    | 346   | 531   | -258  | 744   | 1,455  |
| %영업이익률  | 2.1%  | 8.5%   | 12.2%  | 14.7%   | 12.6%   | 8.1%   | 11.8% | 13.6% | -6.9% | 11.0% | 11.9%  |
| %YoY    | 흑전    | 흑전     | 흑전     | 흑전      | 1743.9% | 72.8%  | 48.8% | 36.2% | 적전    | 흑전    | 95.5%  |
| %QoQ    | 흑전    | 356.0% | 132.0% | 67.7%   | 3.9%    | -57.3% | 99.8% | 53.5% |       |       |        |

자료: 비에이치, 하이투자증권 추정

&lt;표 3&gt; 비에이치 실적추정 변경

(단위: 억원, %)

|          | 신규추정   |        | 기존추정   |        | 변동률   |       |
|----------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
|          | 2018E  | 2019E  | 2018E  | 2019E  | 2018E | 2019E |
| 매출액      | 12,222 | 14,577 | 12,110 | 14,360 | 0.9   | 1.5   |
| 영업이익     | 1,455  | 1,737  | 1,290  | 1,520  | 12.8  | 14.3  |
| 영업이익률    | 11.9   | 11.9   | 10.6   | 10.6   |       |       |
| 세전이익     | 1,445  | 1,747  | 1,274  | 1,532  | 13.5  | 14.0  |
| 세전이익률    | 11.8   | 12.0   | 10.5   | 10.7   |       |       |
| 지배주주순이익  | 1,113  | 1,345  | 1,010  | 1,210  | 10.2  | 11.2  |
| 지배주주순이익률 | 9.1    | 9.2    | 8.3    | 8.4    |       |       |
| EPS      | 3,559  | 4,301  | 3,220  | 3,871  | 10.5  | 11.1  |

자료: 하이투자증권

&lt;표 4&gt; 비에이치 Valuation Table

(단위: 억원, 천주, 원, 배)

| 항목                |        | 비고        |
|-------------------|--------|-----------|
| ① 지배주주순이익         | 1,113  | 2018년 예상치 |
| ② 발행주식수           | 31,270 |           |
| - EPS             | 3,559  | ① / ②     |
| ③ Target Multiple | 10.0   |           |
| - 적정주가            | 35,594 | ② * ③     |
| ④ 목표주가            | 36,000 |           |
| ⑤ 현재주가            | 27,500 |           |
| 상승여력              | 31%    | ④ / ⑤ - 1 |

자료: 하이투자증권

&lt;표 5&gt; 비에이치 Global peer group

|                   |           |       | 비에이치    | 인터플렉스 | ZDT   | Flexium | Career | Ichia |
|-------------------|-----------|-------|---------|-------|-------|---------|--------|-------|
| 현재주가(USD)         |           |       | 25.3    | 43.1  | 2.3   | 3.7     | 14     | 0.5   |
| 시가총액(MUSD)        |           |       | 790.9   | 946   | 1,843 | 1,177   | 445    | 182   |
| P/L (MUSD)        | 매출액       | 2016A | 320.8   | 496   | 2,556 | 593     | 433    | 188   |
|                   |           | 2017E | 653.3   | 842   | 3,385 | 767     | 442    | 238   |
|                   |           | 2018E | 1,127.1 | 1,560 | 3,836 | 903     | 516    | 260   |
|                   | 영업이익      | 2016A | -22.2   | -44   | 143   | 95      | -2     | -2    |
|                   |           | 2017E | 66.6    | 113   | 243   | 124     | 9      | -1    |
|                   |           | 2018E | 124.2   | 225   | 316   | 154     | 21     | 3     |
|                   | 순이익       | 2016A | -21.1   | -52   | 107   | 71      | 2      | 1     |
|                   |           | 2017E | 56.3    | 105   | 163   | 97      | 7      | -2    |
|                   |           | 2018E | 97.6    | 177   | 198   | 116     | 21     | 3     |
|                   | EBITDA    | 2016A | 25.5    | -14   | 416   | 136     | 40     | 14    |
|                   |           | 2017E | 86.2    | 130   | 438   | 156     | 32     | -     |
|                   |           | 2018E | 149.0   | 246   | 511   | 194     | 45     | -     |
| Growth (YoY,%)    | 매출액성장률    | 2016A | -0.5    | 6.0   | -5.3  | 3.9     | -12.6  | -19.0 |
|                   |           | 2017E | 103.7   | 69.6  | 32.4  | 29.5    | 2.2    | 26.3  |
|                   |           | 2018E | 72.5    | 85.2  | 13.3  | 17.6    | 16.7   | 9.2   |
|                   | 순이익성장률    | 2016A | 적전      | 적지    | -56.0 | -18.8   | -88.2  | -44.2 |
|                   |           | 2017E | 흑전      | 흑전    | 52.4  | 37.5    | 200.8  | 적전    |
|                   |           | 2018E | 73.3    | 68.6  | 21.3  | 19.9    | 209.7  | 흑전    |
| Profitability (%) | 영업이익률     | 2016A | -6.9    | -9.0  | 5.6   | 16.0    | -0.5   | -0.8  |
|                   |           | 2017E | 10.2    | 13.4  | 7.2   | 16.2    | 1.9    | -0.4  |
|                   |           | 2018E | 11.0    | 14.4  | 8.2   | 17.1    | 4.1    | 1.2   |
|                   | ROE       | 2016A | -22.9   | -27.7 | 8.6   | 14.8    | 0.9    | 0.5   |
|                   |           | 2017E | 43.5    | 29.6  | 12.6  | 17.1    | 3.1    | 0.2   |
|                   |           | 2018E | 46.6    | 37.6  | 13.8  | 19.0    | 7.2    | 3.3   |
| Valuation (X)     | PER       | 2016A | 25.5    | -     | 14.9  | 10.1    | 78.0   | 159.0 |
|                   |           | 2017E | 14.1    | 10.5  | 11.7  | 12.2    | 63.5   | -     |
|                   |           | 2018E | 8.2     | 6.0   | 9.7   | 9.9     | 20.6   | 61.4  |
|                   | PBR       | 2016A | 2.5     | 2.5   | 1.3   | 1.5     | 0.8    | 0.8   |
|                   |           | 2017E | 4.9     | 3.0   | 1.4   | 2.0     | 1.5    | -     |
|                   |           | 2018E | 3.1     | 2.0   | 1.2   | 1.8     | 1.4    | -     |
|                   | EV/EBITDA | 2016A | -       | -     | 6.1   | 4.1     | 4.9    | 8.8   |
|                   |           | 2017E | 10.7    | 8.4   | 5.9   | 6.2     | 12.6   | -     |
|                   |           | 2018E | 6.2     | 4.4   | 5.1   | 5.0     | 8.8    | -     |
| 주가수익률 (%)         | 1M        |       | 15.1    | -29.8 | -4.3  | -5.6    | 5.8    | -1.9  |
|                   | 3M        |       | 15.1    | -13.5 | 1.3   | -11.0   | 93.1   | -19.6 |
|                   | 6M        |       | 85.2    | 35.7  | -2.4  | 5.5     | 104.3  | -24.9 |
|                   | 1Y        |       | 277.8   | 148.1 | 11.4  | 40.1    | 124.6  | 10.1  |

자료: Bloomberg, 하이투자증권 | 주: Bloomberg 컨센서스 기준

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표      | (단위:십억원) |       |       |       |
|------------|----------|-------|-------|-------|
|            | 2016     | 2017E | 2018E | 2019E |
| 유동자산       | 154      | 297   | 416   | 527   |
| 현금 및 현금성자산 | 10       | 63    | 20    | 72    |
| 단기금융자산     | 3        | 2     | 1     | 0     |
| 매출채권       | 66       | 134   | 233   | 263   |
| 재고자산       | 66       | 93    | 159   | 189   |
| 비유동자산      | 156      | 167   | 175   | 171   |
| 유형자산       | 145      | 156   | 164   | 161   |
| 무형자산       | 3        | 3     | 3     | 3     |
| 자산총계       | 311      | 464   | 591   | 698   |
| 유동부채       | 127      | 206   | 238   | 233   |
| 매입채무       | 37       | 100   | 171   | 189   |
| 단기차입금      | 67       | 88    | 53    | 32    |
| 유동성장기부채    | 12       | 8     | 6     | 4     |
| 비유동부채      | 78       | 84    | 70    | 50    |
| 사채         | -        | 31    | 31    | 22    |
| 장기차입금      | 72       | 47    | 33    | 23    |
| 부채총계       | 205      | 290   | 308   | 283   |
| 지배주주지분     | 106      | 174   | 283   | 415   |
| 자본금        | 8        | 16    | 16    | 16    |
| 자본잉여금      | 33       | 33    | 33    | 33    |
| 이익잉여금      | 60       | 122   | 234   | 368   |
| 기타자본항목     | 5        | 3     | 1     | -2    |
| 비지배주주지분    | -        | -     | -     | -     |
| 자본총계       | 106      | 174   | 283   | 415   |

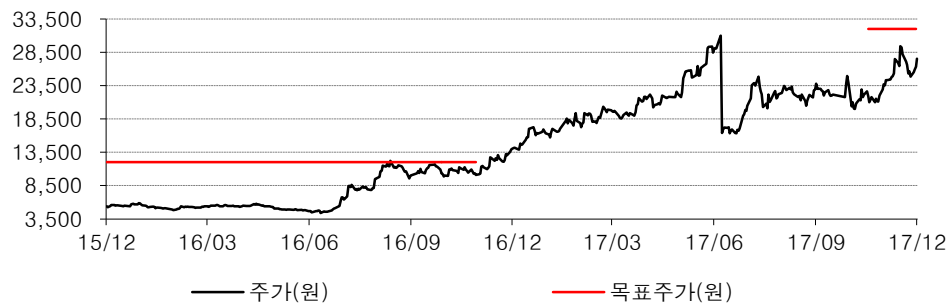
| 포괄손익계산서     | (단위:십억원%) |        |       |       |
|-------------|-----------|--------|-------|-------|
|             | 2016      | 2017E  | 2018E | 2019E |
| 매출액         | 372       | 666    | 1,222 | 1,458 |
| 증가율(%)      | 2.0       | 79.0   | 83.6  | 19.3  |
| 매출원가        | 372       | 561    | 1,019 | 1,215 |
| 매출총이익       | 0         | 104    | 203   | 242   |
| 판매비와관리비     | 26        | 32     | 58    | 69    |
| 연구개발비       | -         | -      | -     | -     |
| 기타영업수익      | -         | -      | -     | -     |
| 기타영업비용      | -         | -      | -     | -     |
| 영업이익        | -26       | 73     | 146   | 174   |
| 증가율(%)      | -373.1    | -381.3 | 100.6 | 19.3  |
| 영업이익률(%)    | -6.9      | 10.9   | 11.9  | 11.9  |
| 이자수익        | 0         | 1      | 0     | 1     |
| 이자비용        | 6         | 6      | 4     | 3     |
| 지분법이익(손실)   | -         | -      | -     | -     |
| 기타영업외손익     | 4         | 3      | 3     | 3     |
| 세전계속사업이익    | -28       | 70     | 145   | 175   |
| 법인세비용       | -4        | 8      | 33    | 40    |
| 세전계속이익률(%)  | -7.6      | 10.6   | 11.8  | 12.0  |
| 당기순이익       | -24       | 62     | 111   | 134   |
| 순이익률(%)     | -6.6      | 9.4    | 9.1   | 9.2   |
| 지배주주귀속 순이익  | -24       | 62     | 111   | 134   |
| 기타포괄이익      | 8         | -2     | -2    | -2    |
| 총포괄이익       | -16       | 60     | 109   | 132   |
| 지배주주귀속총포괄이익 | -         | -      | -     | -     |

| 현금흐름표        | (단위:십억원) |       |       |       |
|--------------|----------|-------|-------|-------|
|              | 2016     | 2017E | 2018E | 2019E |
| 영업활동 현금흐름    | 1        | 95    | 76    | 118   |
| 당기순이익        | -24      | 62    | 111   | 134   |
| 유형자산감가상각비    | 19       | 20    | 22    | 23    |
| 무형자산상각비      | 0        | 0     | 0     | 0     |
| 지분법관련손실(이익)  | -        | -     | -     | -     |
| 투자활동 현금흐름    | -12      | -31   | -32   | -23   |
| 유형자산의 처분(취득) | -12      | -30   | -30   | -20   |
| 무형자산의 처분(취득) | 0        | -     | -     | -     |
| 금융상품의 증감     | 0        | -     | -     | -     |
| 재무활동 현금흐름    | 5        | 32    | -52   | -42   |
| 단기금융부채의증감    | -19      | 18    | -38   | -23   |
| 장기금융부채의증감    | 8        | 6     | -14   | -19   |
| 자본의증감        | -        | 8     | -     | -     |
| 배당금지급        | -        | -     | -     | -     |
| 현금및현금성자산의증감  | -6       | 53    | -43   | 52    |
| 기초현금및현금성자산   | 16       | 10    | 63    | 20    |
| 기말현금및현금성자산   | 10       | 63    | 20    | 72    |

| 주요투자지표                 | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E  |
|------------------------|-------|-------|-------|--------|
| 주당지표(원)                |       |       |       |        |
| EPS                    | -783  | 1,998 | 3,559 | 4,301  |
| BPS                    | 6,782 | 5,562 | 9,045 | 13,270 |
| CFPS                   | -182  | 2,628 | 4,258 | 5,054  |
| DPS                    | -     | -     | -     | -      |
| Valuation(배)           |       |       |       |        |
| PER                    |       | 13.8  | 7.7   | 6.4    |
| PBR                    | 1.3   | 5.0   | 3.0   | 2.1    |
| PCR                    | -46.7 | 10.5  | 6.5   | 5.5    |
| EV/EBITDA              | -     | 10.5  | 5.8   | 4.4    |
| Key Financial Ratio(%) |       |       |       |        |
| ROE                    | -22.9 | 44.6  | 48.7  | 38.6   |
| EBITDA 이익률             | -1.9  | 13.9  | 13.7  | 13.5   |
| 부채비율                   | 192.9 | 166.5 | 108.9 | 68.3   |
| 순부채비율                  | 128.9 | 63.2  | 36.1  | 2.0    |
| 매출채권회전율(x)             | 5.2   | 6.7   | 6.7   | 5.9    |
| 재고자산회전율(x)             | 5.6   | 8.3   | 9.7   | 8.4    |

자료 : 비에이치, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(비에이치)



| 일자                | 투자의견 | 목표주가(원) | 목표주가<br>대상시점 | 과리율    |            |
|-------------------|------|---------|--------------|--------|------------|
|                   |      |         |              | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 2016-11-14        | NR   |         |              |        |            |
| 2017-10-31(담당자변경) | Buy  | 32,000  | 1년           |        | -8.1%      |
| 2017-12-15        | Buy  | 36,000  | 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-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 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 종가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

### 하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-09-30 기준

| 구분         | 매수     | 중립(보유) | 매도 |
|------------|--------|--------|----|
| 투자의견 비율(%) | 88.3 % | 11.7 % | -  |