



2017/12/15

비에이치(090460)

## 기대 이상의 수익성을 재확인

#### ■ 4017 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 판매가 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 기준 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.

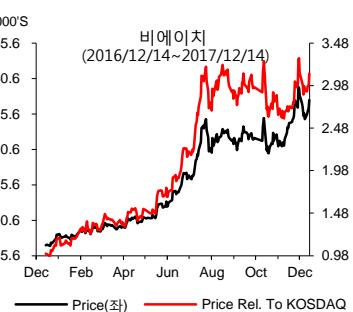
# Buy (Maintain)

목표주가(12M)	36,000원
종가 (2017/12/14)	27,550원

## Stock Indicator

자본금	8십억원
발행주식수	3,127만주
시가총액	861십억원
외국인자본율	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 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

	신규추정		기준추정		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

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	1.4	0.5
	시가총액(MUSD)	790.9	946	1,843	1,177	445	182
	매출액	2016A	320.8	496	2,556	593	433
		2017E	653.3	842	3,385	767	442
		2018E	1,127.1	1,560	3,836	903	516
P/L (MUSD)	영업이익	2016A	-22.2	-44	143	95	-2
		2017E	66.6	113	243	124	9
		2018E	124.2	225	316	154	21
	순이익	2016A	-21.1	-52	107	71	2
		2017E	56.3	105	163	97	7
		2018E	97.6	177	198	116	21
	EBITDA	2016A	25.5	-14	416	136	40
		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
		2017E	103.7	69.6	32.4	29.5	2.2
		2018E	72.5	85.2	13.3	17.6	16.7
	순이익성장률	2016A	적전	적지	-56.0	-18.8	-88.2
		2017E	흑전	흑전	52.4	37.5	200.8
		2018E	73.3	68.6	21.3	19.9	209.7
Profitability (%)	영업이익률	2016A	-6.9	-9.0	5.6	16.0	-0.5
		2017E	10.2	13.4	7.2	16.2	1.9
		2018E	11.0	14.4	8.2	17.1	4.1
	ROE	2016A	-22.9	-27.7	8.6	14.8	0.9
		2017E	43.5	29.6	12.6	17.1	3.1
		2018E	46.6	37.6	13.8	19.0	7.2
Valuation (X)	PER	2016A	25.5	-	14.9	10.1	78.0
		2017E	14.1	10.5	11.7	12.2	63.5
		2018E	8.2	6.0	9.7	9.9	20.6
	PBR	2016A	2.5	2.5	1.3	1.5	0.8
		2017E	4.9	3.0	1.4	2.0	1.5
		2018E	3.1	2.0	1.2	1.8	1.4
주가수익률 (%)	EV/EBITDA	2016A	-	-	6.1	4.1	4.9
		2017E	10.7	8.4	5.9	6.2	12.6
		2018E	6.2	4.4	5.1	5.0	8.8
	1M		15.1	-29.8	-4.3	-5.6	5.8
	3M		15.1	-13.5	1.3	-11.0	93.1
	6M		85.2	35.7	-2.4	5.5	104.3
	1Y		277.8	148.1	11.4	40.1	124.6
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	
지분법관련순실(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	-	-	-	-	
현금및현금성자산의증 감	-6	53	-43	52	
기초현금및현금성자산	16	10	63	20	
기말현금및현금성자산	10	63	20	72	

주요투자지표		(단위:억원)			
		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 대상시점	괴리를 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-mail 등을 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 간접 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 고의영)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 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) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 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 투자비율 등급 공시 2017-09-30 기준

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