

2018/03/28

비에이치 (090460)

전기전자 고의영
(2122-9179) ey.ko@hi-ib.com

기대보다 견조할 하반기

Buy (Maintain)

■ 수요 부진의 여파

비에이치의 1분기 실적은 매출액 1,385억원 (+35.0%YoY), 영업이익 81억원 (+267.4%YoY, 영업이익률 5.8%)으로 추정된다.

기존 1분기 매출액 추정치인 3,225억 대비 큰 폭의 하향 조정은 북미 거래선의 플래그십 스마트폰 수요 부진에 따른 부품 주문 감소를 감안하여 RF-PCB 공급 가정을 기존 2,100만개 대비 70% 하향한 결과다.

■ RF-PCB 모수 감소하지만 M/S 증가 및 ASP 개선 효과에 주목

2018년 연간 실적은 매출액 1.05조원 (+51.8%YoY), 영업이익 1,247억원 (+64.6%YoY, 영업이익률 11.9%)으로 전망된다. 기존 매출액 추정치인 1.22조원 대비 1,900억 하향 조정된 수치다.

당초 2018년 연간 북미 거래선의 RF-PCB 소요량은 2.0억개 (신규 모델향 1.4억개)로 전망됐다. 그러나 OLED 채용 모델이 높은 가격으로 인해 수요 부진을 겪음에 따라 올해 연간 LCD 채택 모델에 대한 비중이 확대될 것으로 판단된다. 이에 따라 연간 북미 거래선의 RF-PCB 소요량도 1.2억개로 하향될 것으로 보이며, 이 중 2018년 신규 OLED 모델향 RF-PCB가 1.1억개, 기존 2017년 5.8" OLED 모델향 RF-PCB가 1,000만개 가량 소요될 것으로 예상된다.

이처럼 전체 RF-PCB 모수는 감소하는 방향이 불가피하지만 하반기 실적은 오히려 개선될 여지가 있다고 판단된다. 1) 경쟁 강도 완화에 따라 공급 점유율이 기존 예상했던 40%에서 50%로 올라갈 것으로 예상되며, 2) 북미 거래선의 하반기 신규 플래그십 스마트폰에 6.5" 모델이 추가될 것으로 보임에 따라, 동사가 공급하는 RF-PCB의 Blended ASP가 약 18% 상승할 것으로 추정되기 때문이다. [표4, 표5]

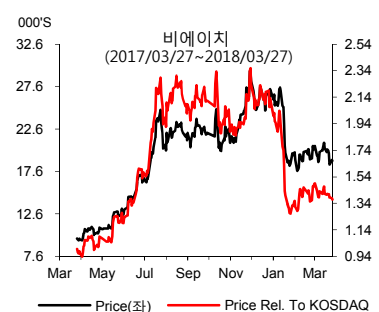
당사의 2H18 실적 추정치는 매출액 7,620억원, 영업이익 1,064억원이다. 수정 전 2H18 추정치가 매출액 6,848억원, 영업이익 877억원임을 감안하면, M/S 확대 및 부품 판가 인상의 긍정적 효과가 OLED 모델 비중 감소에 따른 전체 RF-PCB 소요량 감소의 부정적 효과보다 큰 것으로 추정된다.

목표주가(12M)	29,000원
종가 (2018/03/27)	18,900원

Stock Indicator

자본금	8십억원
발행주식수	3,127만주
시가총액	591십억원
외국인지분율	13.1%
배당금(2016)	-
EPS(2017E)	1,483원
BPS(2017E)	4,885원
ROE(2017E)	35.8%
52주 주가	9,500~29,400원
60일평균거래량	1,289,784주
60일평균거래대금	27.4십억원

Price Trend



■ 기대보다 견조할 하반기

상반기 부진에 따른 연간 실적 추정치 조정을 감안하여 목표주가를 29,000원으로 하향 조정한다. 목표주가는 2018년 연간 EPS 추정치에 IT부품 업종 평균 P/E Multiple인 10.2배를 적용했다.

동사의 주가는 고객사 상반기 플래그십 모델의 판매 부진으로 연초대비 27% 하락했으며, 동기간 컨센서스 기준 EPS 추정치는 14% 하락했다. 다만 이 같은 EPS 하향이 대부분 상반기 추정치 하향에 기인한다는 점에 주목할 필요가 있다. 하반기 실적 모멘텀은 유효하며, 오히려 기대보다 견조할 수 있을 것으로 판단된다. 업황에 대한 투자センチ먼트는 악화됐지만 전년 동기 대비 실적 성장은 여전히 유효하며 2018년 실적 기준 P/E도 6.5배로 매력적인 구간이다. 투자의견 Buy를 유지한다.

<표 1> 비에이치 영업실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	1,026	1,184	1,901	2,802	1,385	1,486	3,356	4,269	6,913	10,496	12,345
%YoY	-7.1%	35.3%	100.3%	254.5%	35.0%	25.4%	76.5%	52.3%	85.9%	51.8%	17.6%
%QoQ	29.8%	15.4%	60.5%	47.4%	-50.6%	7.2%	125.9%	27.2%			
%A社 비중	0.0%	14.4%	63.1%	79.3%	36.8%	37.8%	75.4%	80.1%	52.0%	66.9%	69.8%
영업이익	22	100	232	403	81	101	458	606	757	1,247	1,403
%영업이익률	2.1%	8.5%	12.2%	14.4%	5.8%	6.8%	13.7%	14.2%	11.0%	11.9%	11.4%
%YoY	흑전	흑전	흑전	흑전	267.4%	1.1%	97.3%	50.6%	흑전	64.6%	12.5%
%QoQ	흑전	356.0%	132.0%	73.3%	-80.0%	25.4%	352.7%	32.3%			

자료: 비에이치, 하이투자증권 추정

<표 2> 비에이치 실적추정 변경

(단위: 억원, %)

	신규추정		기존추정		변동률	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	10,496	12,345	12,222	14,784	-13.3	-14.0
영업이익	1,247	1,403	1,455	1,758	-14.3	-20.2
영업이익률	11.9	11.4	11.9	11.9		
세전이익	1,205	1,383	1,444	1,766	-16.6	-21.7
세전이익률	11.5	11.2	11.8	11.9		
지배주주순이익	928	1,065	1,112	1,360	-16.6	-21.7
지배주주순이익률	8.8	8.6	9.1	9.2		
EPS	2,900	3,156	3,557	4,348	-18.5	-27.4

자료: 하이투자증권

<표 3> 수정 전 하반기 북미거래선 신규 플래그십 스마트폰향 RF-PCB 매출액 추정 (Blended ASP 전년비 유지 가정)

(단위: 억원)

		북미 거래선 2H18 신규 플래그십 스마트폰향 RF-PCB 전체 소요량 (백만개)						
		100	110	120	130	140	150	160
BH의 공급원율 (%)	20%	1,990	2,189	2,388	2,587	2,786	2,985	3,184
	30%	2,985	3,284	3,582	3,881	4,179	4,478	4,776
	40%	3,980	4,378	4,776	5,175	5,573	5,971	6,369
	50%	4,976	5,473	5,971	6,468	6,966	7,463	7,961
	60%	5,971	6,568	7,165	7,762	8,359	8,956	9,553
	70%	6,966	7,662	8,359	9,055	9,752	10,449	11,145

자료: 하이투자증권

<표 4> 수정 후 하반기 북미거래선 신규 플래그십 스마트폰향 RF-PCB 매출액 추정 (Blended ASP 전년비 18% 인상 가정)

(단위: 억원)

		북미 거래선 2H18 신규 플래그십 스마트폰향 RF-PCB 전체 소요량 (백만개)						
		100	110	120	130	140	150	160
BH의 수익률(%)	20%	2,273	2,500	2,727	2,954	3,182	3,409	3,636
	30%	3,409	3,750	4,091	4,432	4,773	5,114	5,454
	40%	4,545	5,000	5,454	5,909	6,364	6,818	7,273
	50%	5,682	6,250	6,818	7,386	7,954	8,523	9,091
	60%	6,818	7,500	8,182	8,863	9,545	10,227	10,909
	70%	7,954	8,750	9,545	10,341	11,136	11,932	12,727

자료: 하이투자증권

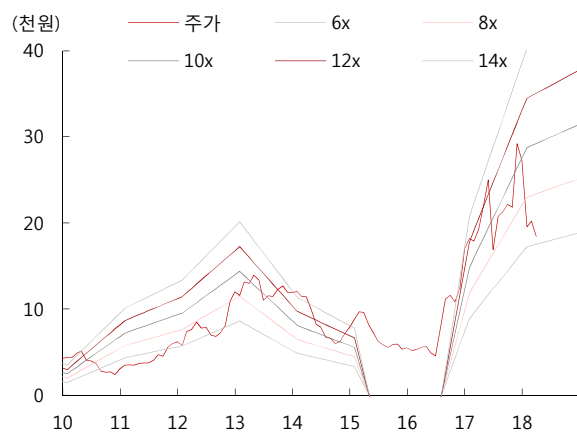
<표 5> 비에이치 Valuation Table

(단위: 원, 배)

항목		비고
① EPS (회석)	2,901	
② Target Multiple	10.20	IT부품업종 평균 P/E
- 적정주가	29,589	① * ②
③ 목표주가	29,000	
④ 현재주가	18,900	
상승여력	53%	③ / ④ - 1

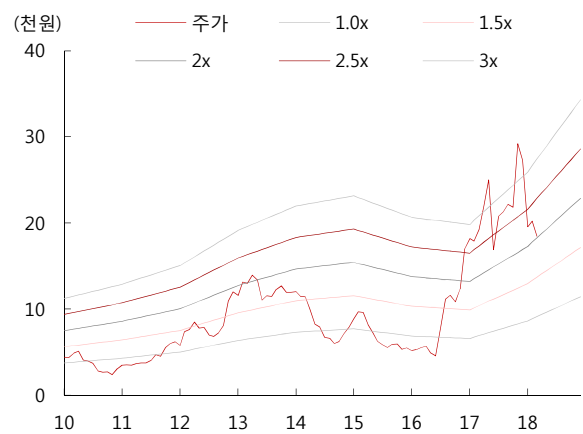
자료: 하이투자증권

<그림 1> 비에이치 12개월 선행 PER 밴드



자료: Fnguide, 하이투자증권

<그림 2> 비에이치 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Fnguide, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	154	336	459	516
현금 및 현금성자산	10	83	92	88
단기금융자산	3	2	1	1
매출채권	66	167	252	297
재고자산	66	59	89	105
비유동자산	156	184	207	214
유형자산	145	164	180	182
무형자산	3	4	4	4
자산총계	311	520	666	730
유동부채	127	256	278	276
매입채무	37	111	168	198
단기차입금	67	90	54	22
유동성장기부채	12	15	16	16
비유동부채	78	111	96	59
사채	-	25	25	5
장기차입금	72	39	27	19
부채총계	205	367	374	335
지배주주지분	106	153	292	395
자본금	8	16	17	17
자본잉여금	33	28	76	76
이익잉여금	60	105	198	304
기타자본항목	5	4	1	-3
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	106	153	292	395

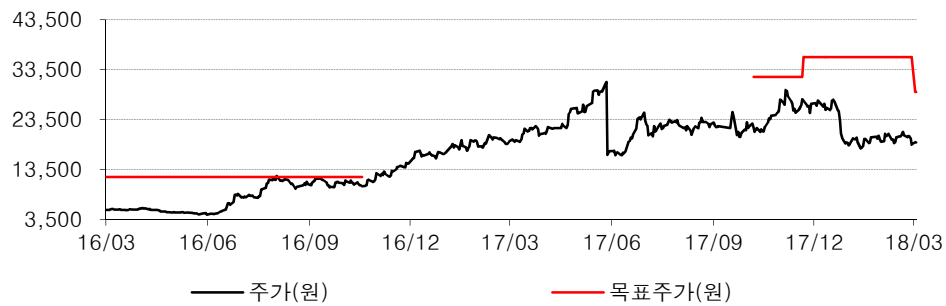
포괄손익계산서	(단위:십억원/%)			
	2016	2017	2018E	2019E
매출액	372	691	1,050	1,234
증가율(%)	2.0	85.9	51.8	17.6
매출원가	372	581	875	1,035
매출총이익	0	110	175	199
판매비와관리비	26	35	50	59
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-26	76	125	140
증가율(%)	-373.1	-393.7	64.6	12.5
영업이익률(%)	-6.9	11.0	11.9	11.4
이자수익	0	0	1	1
이자비용	6	6	5	3
지분법이익(손실)	-	7	7	7
기타영업외손익	4	-10	0	0
세전계속사업이익	-28	59	121	138
법인세비용	-4	12	28	32
세전계속이익률(%)	-7.6	8.5	11.5	11.2
당기순이익	-24	46	93	106
순이익률(%)	-6.6	6.7	8.8	8.6
지배주주귀속 순이익	-24	46	93	106
기타포괄이익	8	-4	-4	-4
총포괄이익	-16	43	89	103
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	1	59	147	167
당기순이익	-24	46	93	106
유형자산감가상각비	19	22	33	36
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-	7	7	7
투자활동 현금흐름	-12	-38	-48	-37
유형자산의 처분(취득)	-12	-39	-49	-38
무형자산의 처분(취득)	0	-1	-	-
금융상품의 증감	0	-7	-7	-7
재무활동 현금흐름	5	53	3	-61
단기금융부채의증감	-19	8	-36	-32
장기금융부채의증감	8	40	-12	-28
자본의증감	-	-	50	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-6	73	8	-4
기초현금및현금성자산	16	10	83	91
기말현금및현금성자산	10	83	91	88

주요투자지표	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	-783	1,483	2,900	3,156
BPS	6,782	4,885	8,656	11,707
CFPS	-182	2,194	3,929	4,246
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER		12.7	6.5	6.0
PBR	1.3	3.9	2.2	1.6
PCR	-46.7	8.6	4.8	4.5
EV/EBITDA	-	6.9	3.9	3.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-22.9	35.8	41.7	31.0
EBITDA 이익률	-1.9	14.2	15.0	14.3
부채비율	192.9	240.3	128.1	84.8
순부채비율	128.9	55.2	10.2	-6.7
매출채권회전율(x)	5.2	5.9	5.0	4.5
재고자산회전율(x)	5.6	11.0	14.2	12.7

자료 : 비에이지, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(비에이치)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				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	-40.3%	-23.6%
2018-03-27	Buy	29,000	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 증가대비 3등급) 종목투자조건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- 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 투자비율 등급 공시 2017-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자조건 비율(%)	93.1 %	6.9 %	-