

2018/08/06

비에이치 (090460)

해외거래선에 초점 맞출 시기

전기전자 고의영
(2122-9179) ey.ko@hi-ib.com

Buy (Maintain)

■ 2Q18 Review: 부진한 국내 거래선 수요로 컨센서스 하회

2Q18 실적은 매출액 1,357억원 (+14.6%YoY), 영업이익 94억원(-5.5%YoY, 영업이익률 6.9%)으로 당사 추정치 및 컨센서스를 하회했다. 국내 거래선 플래그십 모델 수요가 부진했으며, 하반기 모델에 대한 매출액 반영도 당초 기대를 하회했다. 다만 주력 사업인 북미거래선향 RF-PCB 공급은 건조했다. 전사 매출의 약 45%가 북미향 매출이고, 이 중 신규 모델향 매출이 약 20% 수준이었던 것으로 추정된다.

3분기 실적은 매출액 3,133억원 (+64.8%YoY), 영업이익 445억원 (+91.7%YoY, 영업이익률 14.2%)으로 전망된다. 북미 거래선향 매출비중은 1H18 41% → 2H18 80%로 급증할 것으로 보인다. 국내보다는 해외 성과에 초점을 맞출 시기다. 북미 거래선 실적에서 확인됐듯, 고가 OLED 모델에 대한 수요가 우려 대비 나쁘지 않았다는 부분도 동사에게 긍정적이다.

■ 북미거래선향 RF-PCB는 예상보다 더 좋다

2018년 연간 실적은 매출액 9,815억원 (+42.0%YoY), 영업이익 1,254억원 (+65.5%YoY, 영업이익률 12.8%)으로 전망된다. 국내 거래선 스마트폰 수요 부진을 반영하여 기존 추정치 대비 각각 매출액은 -7.8%, 영업이익은 -4.6% 하향 조정했다. 영업이익 조정폭이 매출액 대비 작기 때문에 연간 영업이익률은 기존 전망치 12.3%에서 12.8%로 0.5%p 상향되는데, 이는 북미향 RF-PCB의 수익성이 예상보다 더 좋을 것으로 판단되기 때문이다. 먼저, 1) 환율 환경이 긍정적이며, 2) 베트남 공장 생산 비중 확대에 따른 인건비 감소 효과가 반영되며, 3) RF-PCB 생산 노하우 확보에 따른 수출 개선이 빠르게 나타나고 있는 상황이다.

■ 목표주가 기존 29,000원에서 30,500원으로 상향

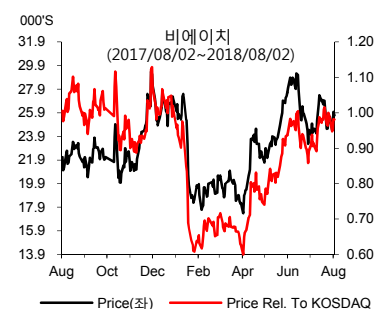
목표주가를 기존 29,000원에서 30,500원으로 +5.1% 상향한다. 좋아질 하반기에 집중할 필요가 있다. 한편, EPS 하향이 미미한 상황에서, 목표주가 산정 기준인 3년 평균 IT부품주의 PER이 기존 10.2배에서 10.4배로 상승했다. 현 주가 기준 상승여력은 18%고, 향후 목표주가 추가 상향이 가능할 것으로 판단한다. OLED 모델 침투율 확대에 따라 '19년까지 EPS 성장이 가능할 것으로 전망되기 때문이다. 반영 시기의 문제라는 생각이다. 또 '19년 출시될 것으로 예상되는 폴더블 및 5G 스마트폰용 FPCB 확대를 통한 구조적 성장은 주가 배수 프리미엄으로 작용할 것으로 전망된다.

| | |
|--------------------|---------|
| 목표주가(12M) | 30,500원 |
| 종가 (2018/08/03) | 25,800원 |

Stock Indicator

| | |
|------------|----------------|
| 자본금 | 16십억원 |
| 발행주식수 | 3,127만주 |
| 시가총액 | 804십억원 |
| 외국인지분율 | 16.4% |
| 배당금(2017) | - |
| EPS(2018E) | 3,027원 |
| BPS(2018E) | 8,776원 |
| ROE(2018E) | 43.1% |
| 52주 주가 | 17,400~29,400원 |
| 60일평균거래량 | 649,287주 |
| 60일평균거래대금 | 16.9십억원 |

Price Trend



<표 1> 비에이치 실적 Review

(단위: 억원, %)

| | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18(p) | YoY | QoQ | 컨센서스 | 당사추정 | 차이 |
|----------|-------|-------|-------|-------|---------|------|-----|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,184 | 1,901 | 2,802 | 1,340 | 1,357 | 14.6 | 1.3 | 1,581 | 1,700 | -21.2 |
| 영업이익 | 100 | 232 | 403 | 93 | 95 | -5.5 | 1.7 | 128 | 115 | -19.1 |
| 세전이익 | 107 | 267 | 227 | 104 | | | | | | |
| 지배주주순이익 | 99 | 241 | 137 | 85 | | | | | | |
| 영업이익률 | 8.5 | 12.2 | 14.4 | 6.9 | 7.0 | | | 8.1 | 6.8 | |
| 세전이익률 | 9.0 | 14.0 | 8.1 | 7.7 | | | | | | |
| 지배주주순이익률 | 8.3 | 12.7 | 4.9 | 6.3 | | | | | | |

자료: Dataguide, 하이투자증권

<표 2> 비에이치 영업실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

| | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18(p) | 3Q18E | 4Q18E | 2017 | 2018E | 2019E |
|--------|-------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액 | 1,026 | 1,184 | 1,901 | 2,802 | 1,340 | 1,367 | 3,133 | 3,974 | 6,913 | 9,815 | 12,647 |
| %YoY | -7.1% | 35.3% | 100.3% | 254.5% | 30.6% | 15.4% | 64.8% | 41.8% | 85.9% | 42.0% | 28.9% |
| %QoQ | | 29.8% | 15.4% | 60.5% | -52.2% | 2.0% | 129.2% | 26.8% | | | |
| %A社 비중 | 0.0% | 14.4% | 63.1% | 79.4% | 37.3% | 45.4% | 76.1% | 81.0% | 52.0% | 68.5% | 73.5% |
| 영업이익 | 22 | 100 | 232 | 403 | 93 | 95 | 445 | 621 | 757 | 1,254 | 1,573 |
| %YoY | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 323.7% | -5.6% | 91.7% | 54.1% | 흑전 | 65.5% | 25.5% |
| %QoQ | 흑전 | 356.0% | 132.0% | 73.3% | -76.9% | 1.6% | 371.0% | 39.3% | | | |
| %영업이익률 | 2.1% | 8.5% | 12.2% | 14.4% | 6.9% | 6.9% | 14.2% | 15.6% | 11.0% | 12.8% | 12.4% |

자료: 비에이치, 하이투자증권 추정

<표 3> 비에이치 실적추정 변경

(단위: 억원, %)

| | 신규추정 | | 기존추정 | | 변동률 | |
|----------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|
| | 2018E | 2019E | 2018E | 2019E | 2018E | 2019E |
| 매출액 | 9,815 | 12,647 | 10,644 | 12,903 | -7.8 | -2.0 |
| 영업이익 | 1,254 | 1,573 | 1,314 | 1,537 | -4.6 | 2.3 |
| 영업이익률 | 12.8 | 12.4 | 12.3 | 11.9 | | |
| 세전이익 | 1,251 | 1,590 | 1,272 | 1,517 | -1.7 | 4.8 |
| 세전이익률 | 12.7 | 12.6 | 12.0 | 11.8 | | |
| 지배주주순이익 | 963 | 1,224 | 980 | 1,168 | -1.7 | 4.8 |
| 지배주주순이익률 | 9.8 | 9.7 | 9.2 | 9.1 | | |
| EPS | 3,010 | 3,629 | 3,461 | 3,778 | -1.7 | 4.9 |

자료: 하이투자증권

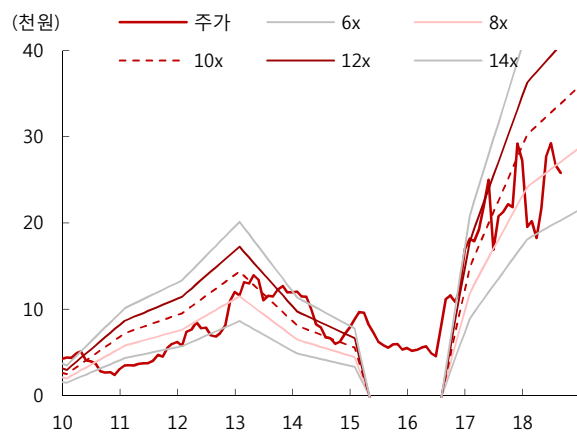
<표 6> 비에이치 Valuation Table

(단위: 원, 배)

| 항목 | | 비고 |
|-------------------|--------|-----------------|
| ① EPS (회석) | 2,913 | |
| ② Target Multiple | 10.40 | IT부품업종 3년평균 P/E |
| - 적정주가 | 30,295 | ① * ② |
| ③ 목표주가 | 30,500 | |
| ④ 현재주가 | 25,800 | |
| 상승여력 | 18% | ③ / ④ - 1 |

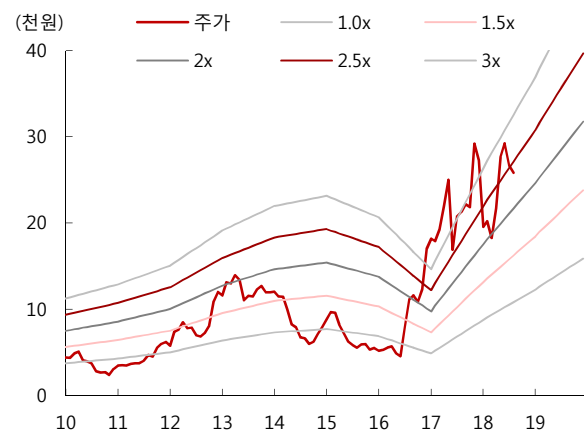
자료: 하이투자증권

<그림 1> 비에이치 12개월 선행 PER 밴드



자료: Dataguide, 하이투자증권

<그림 2> 비에이치 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Dataguide, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표 | (단위:십억원) | | | |
|------------|----------|-------|-------|-------|
| | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 유동자산 | 336 | 452 | 540 | 604 |
| 현금 및 현금성자산 | 83 | 107 | 90 | 94 |
| 단기금융자산 | 2 | 1 | 1 | 0 |
| 매출채권 | 167 | 236 | 310 | 343 |
| 재고자산 | 59 | 83 | 114 | 140 |
| 비유동자산 | 184 | 207 | 214 | 251 |
| 유형자산 | 164 | 180 | 182 | 212 |
| 무형자산 | 4 | 4 | 4 | 3 |
| 자산총계 | 520 | 659 | 755 | 854 |
| 유동부채 | 256 | 267 | 281 | 289 |
| 매입채무 | 111 | 157 | 202 | 224 |
| 단기차입금 | 90 | 54 | 22 | 7 |
| 유동성장기부채 | 15 | 16 | 16 | 17 |
| 비유동부채 | 111 | 96 | 59 | 20 |
| 사채 | 25 | 25 | 5 | 3 |
| 장기차입금 | 39 | 27 | 19 | 2 |
| 부채총계 | 367 | 363 | 340 | 309 |
| 지배주주지분 | 153 | 296 | 415 | 546 |
| 자본금 | 16 | 17 | 17 | 17 |
| 자본잉여금 | 28 | 76 | 76 | 76 |
| 이익잉여금 | 105 | 202 | 324 | 458 |
| 기타자본항목 | 4 | 1 | -3 | -6 |
| 비지배주주지분 | - | - | - | - |
| 자본총계 | 153 | 296 | 415 | 546 |

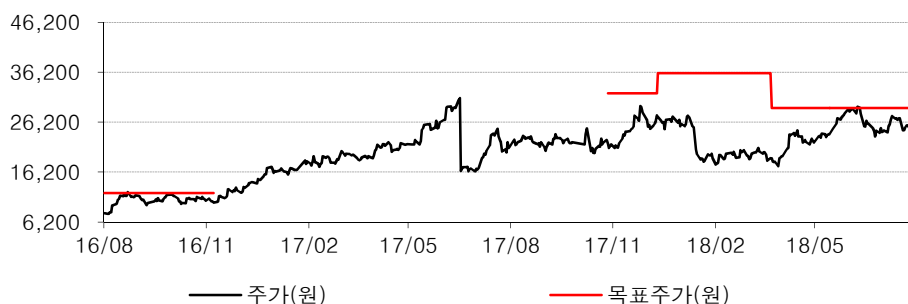
| 포괄손익계산서 | (단위:십억원/%) | | | |
|-------------|------------|-------|-------|-------|
| | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 매출액 | 691 | 981 | 1,265 | 1,399 |
| 증가율(%) | 85.9 | 42.0 | 28.9 | 10.6 |
| 매출원가 | 581 | 808 | 1,047 | 1,162 |
| 매출총이익 | 110 | 173 | 218 | 237 |
| 판매비와관리비 | 35 | 47 | 60 | 67 |
| 연구개발비 | - | - | - | - |
| 기타영업수익 | - | - | - | - |
| 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 영업이익 | 76 | 126 | 157 | 171 |
| 증가율(%) | -393.7 | 66.5 | 24.8 | 8.5 |
| 영업이익률(%) | 11.0 | 12.8 | 12.4 | 12.2 |
| 이자수익 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 이자비용 | 6 | 5 | 3 | 1 |
| 지분법이익(손실) | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 기타영업외손익 | -10 | 4 | 4 | 4 |
| 세전계속사업이익 | 59 | 126 | 159 | 174 |
| 법인세비용 | 12 | 29 | 37 | 40 |
| 세전계속이익률(%) | 8.5 | 12.8 | 12.6 | 12.5 |
| 당기순이익 | 46 | 97 | 122 | 134 |
| 순이익률(%) | 6.7 | 9.9 | 9.7 | 9.6 |
| 지배주주귀속 순이익 | 46 | 97 | 122 | 134 |
| 기타포괄이익 | -4 | -4 | -4 | -4 |
| 총포괄이익 | 43 | 93 | 119 | 131 |
| 지배주주귀속총포괄이익 | - | - | - | - |

| 현금흐름표 | (단위:십억원) | | | |
|--------------|----------|-------|-------|-------|
| | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 영업활동 현금흐름 | 59 | 108 | 126 | 160 |
| 당기순이익 | 46 | 97 | 122 | 134 |
| 유형자산감가상각비 | 22 | 33 | 36 | 37 |
| 무형자산상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법관련손실(이익) | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 투자활동 현금흐름 | -38 | -48 | -37 | -66 |
| 유형자산의 처분(취득) | -39 | -49 | -38 | -67 |
| 무형자산의 처분(취득) | -1 | - | - | - |
| 금융상품의 증감 | -7 | -7 | -7 | -7 |
| 재무활동 현금흐름 | 53 | 3 | -61 | -35 |
| 단기금융부채의증감 | 8 | -36 | -32 | -15 |
| 장기금융부채의증감 | 40 | -12 | -28 | -20 |
| 자본의증감 | - | 50 | - | - |
| 배당금지급 | - | - | - | - |
| 현금및현금성자산의증감 | 73 | 23 | -17 | 4 |
| 기초현금및현금성자산 | 10 | 83 | 107 | 90 |
| 기말현금및현금성자산 | 83 | 107 | 90 | 94 |

| 주요투자지표 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------------|-------|-------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | |
| EPS | 1,483 | 3,027 | 3,629 | 3,976 |
| BPS | 4,885 | 8,776 | 12,300 | 16,171 |
| CFPS | 2,194 | 4,055 | 4,719 | 5,074 |
| DPS | - | - | - | - |
| Valuation(배) | | | | |
| PER | 18.4 | 8.5 | 7.1 | 6.5 |
| PBR | 5.6 | 2.9 | 2.1 | 1.6 |
| PCR | 12.4 | 6.3 | 5.4 | 5.1 |
| EV/EBITDA | 9.6 | 5.1 | 4.0 | 3.5 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | |
| ROE | 35.8 | 43.1 | 34.4 | 27.9 |
| EBITDA 이익률 | 14.2 | 16.2 | 15.3 | 14.9 |
| 부채비율 | 240.3 | 122.7 | 81.9 | 56.6 |
| 순부채비율 | 55.2 | 4.9 | -6.9 | -12.3 |
| 매출채권회전율(x) | 5.9 | 4.9 | 4.6 | 4.3 |
| 재고자산회전율(x) | 11.0 | 13.8 | 12.8 | 11.0 |

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 | -15.8% | 0.9% |
| 2018-08-06 | Buy | 30,500 | 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 기관투자자 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) 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 투자비용 등급 공시 2018-06-30 기준

| 구분 | 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|------------|--------|--------|----|
| 투자의견 비율(%) | 93.9 % | 6.1 % | - |