

# 비에이치(090460)

## 우려 보다는 기대를

### 애플 신모델 출시 임박, 판매량 무난할 전망

애플은 9월에 아이폰 신모델 3종(OLED 6.5인치, 5.8인치, LCD 6.1인치)을 공개할 것이다. 최고급 사양인 6.5인치 OLED 모델은 아이폰X(5.8인치) 대비 크기가 크며 애플펜슬이 채용(별도구매 가능성 있음)될 것으로 전망된다. 출고가는 아이폰X 999달러와 유사할 것으로 알려졌다. 하반기 신모델 출하량은 무난할 것이다. 아이폰X가 출시됐던 지난해보다 소비자들의 가격 저항이 덜하고, 지난해 교체주기가 도래했음에도 아이폰X 구매를 하지 않은 소비자들의 대기수요도 있을 것이다. 애플의 하반기 예상 출하량은 전년도와 같은 1.24억대(상반기는 1.9% 증가)다.

### 현시점에서 OLED 비중 전망 큰 의미 없음, 생각보다 좋은 신호들

하반기 아이폰 신모델 중 OLED 모델(2종 합산) 비중을 55% 이상으로 추정한다. 실제 회사는 8월말 현재까지도 연초 계획 물량을 변함없이 생산 중이다. 애플도 출시 직전에 생산 계획을 조정할 가능성은 크지 않다. 출시 후 판매 상황을 고려하여 연말/연초에 모델별 세트 및 부품 생산 비중을 조절할 것으로 예상된다. 즉 비에이치의 신모델 관련 RF-PCB 생산량 조절(증가 또는 감소)은 올해 계획 물량 보다는 내년 생산 물량에 영향을 미칠 가능성이 높다. 참고로 최신 뉴스 보도에 따르면 LCD 모델의 발매 시점이 OLED 대비 한 달 늦을 가능성도 있고, 지난해 출시 OLED폰인 아이폰X 판매량이 기존 예상대비 좋아 추가 생산도 진행 중이다.

### 18년 PER 7.4배, 올해 실적 가시성 높아 매력적인 구간

목표주가 31,000원(12MF PER 9배)을 유지한다. 목표 PER은 애플 OLED 서플라이 체인에 LG디스플레이가 추가(기존은 비에이치 공급업체인 삼성디스플레이 독점)돼 기존 10배에서 9배로 소폭 하향했다. 하반기부터 아이폰향 RF-PCB 생산이 빠르게 늘어나 이익이 크게 늘어난다. 2분기에 쌓은 재고자산 총당금(131억 원, 평소의 3배 수준) 환입 가능성을 배제해도 PER이 18년 기준 7.4배, 19년 기준 6.4배다. 스마트폰 시장에서 OLED 채용 비중이 확대, 폴더블폰 및 5G폰(FPCB 안테나 채택 가능) 출시 등 다양한 모뎀도 존재한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	372	(26)	(24)	(434)	NM	(7)	NM	NM	2.5	(22.9)	-
2017A	691	76	46	1,491	NM	98	18.3	9.9	5.6	35.8	-
2018F	964	109	96	3,179	113.2	139	7.4	6.2	3.0	47.9	-
2019F	1,227	138	111	3,704	16.5	171	6.4	4.6	2.0	36.5	-
2020F	1,562	175	144	4,782	29.1	208	4.9	3.5	1.5	33.2	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 31,000원(유지)

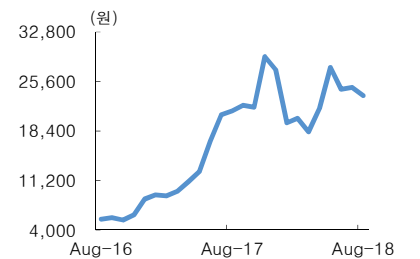
### Stock Data

KOSPI(8/24)	2,293
주가(8/24)	23,550
시가총액(십억원)	736
발행주식수(백만)	31
52주 최고/최저(원)	29,400/17,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	18,023
유동주식비율/외국인지분율(%)	72.6/18.1
주요주주(%)	이경환 외 2인 23.4

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.3)	23.6	4.7
KOSDAQ 대비(%p)	(9.1)	32.4	(18.6)

### 주가추이



자료: WISEFn

### 조철희

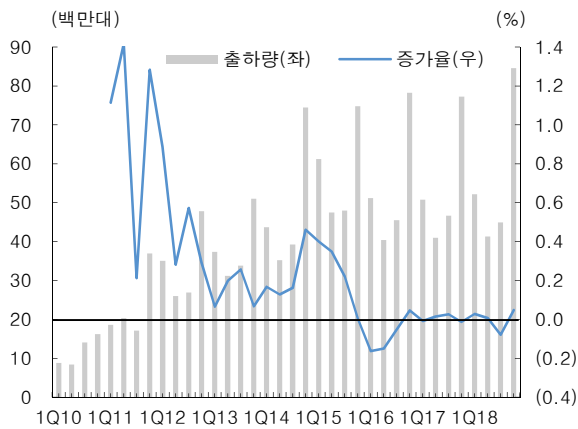
chulhee.cho@truefriend.com

[그림 1] 현재는 OLED 아이폰 신모델 언팩 앞둔 상황 - 기대보다 우려 큰 듯



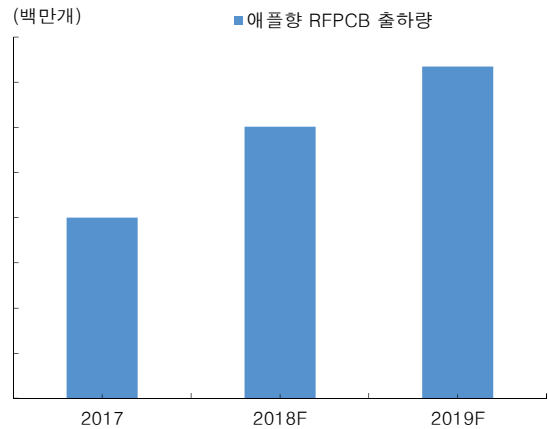
자료: 한국투자증권

[그림 2] 애플 아이폰 출하량 추이



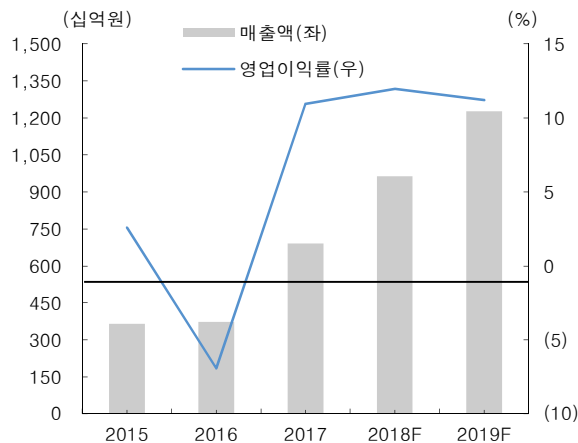
자료: 비에이치, 한국투자증권

[그림 3] 비에이치 애플향 RF-PCB 출하량 추정



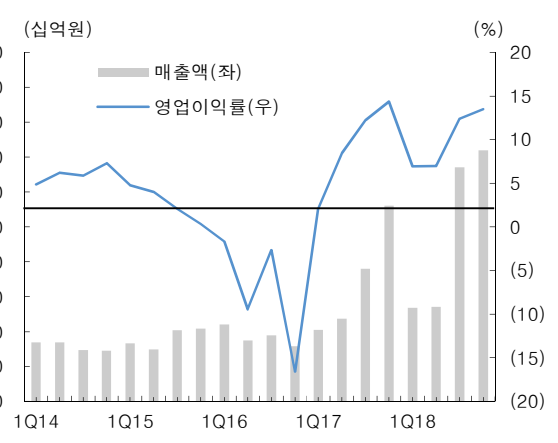
자료: 한국투자증권

[그림 4] 연간 실적 추이



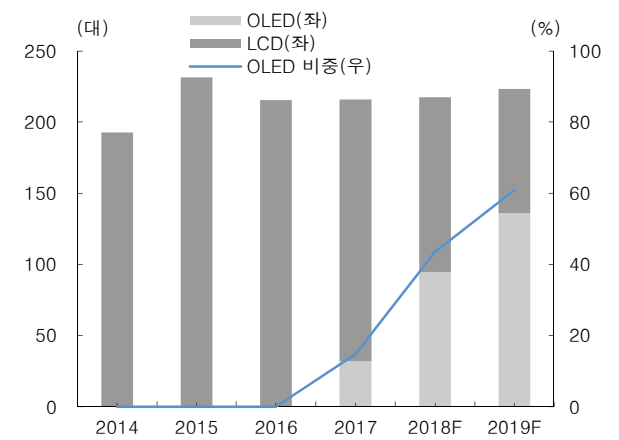
자료: 한국투자증권

[그림 5] 분기 실적 추이



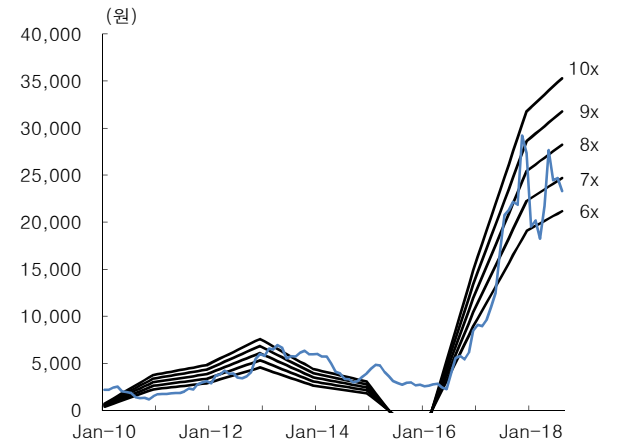
자료: 한국투자증권

[그림 6] 북미 주요 고객사 OLED 스마트폰 채용 비중



자료: 한국투자증권

[그림 7] PER 밴드



자료: 비에이치, 한국투자증권

<표 1> 비에이치 추정 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
<b>매출액</b>	<b>134.0</b>	<b>135.7</b>	<b>335.1</b>	<b>359.6</b>	<b>229.2</b>	<b>209.1</b>	<b>428.1</b>	<b>361.1</b>	<b>691.3</b>	<b>964.4</b>	<b>1,227.5</b>
스마트폰	107.4	126.4	303.6	321.9	206.1	191.8	393.4	320.6	558.7	859.3	1,111.9
기타	26.6	9.3	31.5	37.6	23.1	17.3	34.7	40.5	132.6	105.1	115.6
<b>영업이익</b>	<b>9.3</b>	<b>9.5</b>	<b>41.6</b>	<b>48.5</b>	<b>19.3</b>	<b>18.4</b>	<b>49.6</b>	<b>50.2</b>	<b>75.7</b>	<b>108.8</b>	<b>137.6</b>
스마트폰	7.8	7.9	39.4	46.3	17.7	17.2	47.2	47.4	66.0	101.4	129.5
기타	1.5	1.5	2.2	2.1	1.6	1.2	2.4	2.8	9.8	7.4	8.1
<b>영업이익률</b>	<b>6.9</b>	<b>7.0</b>	<b>12.4</b>	<b>13.5</b>	<b>8.4</b>	<b>8.8</b>	<b>11.6</b>	<b>13.9</b>	<b>11.0</b>	<b>11.3</b>	<b>11.2</b>
스마트폰	7.3	6.3	13.0	14.4	8.6	9.0	12.0	14.8	11.8	11.8	11.6
기타	5.5	16.4	7.0	5.7	7.0	7.0	7.0	7.0	7.4	7.0	7.0

자료: 한국투자증권

<표 2> 2017년, 2018년 아이폰 특징 비교

	아이폰 8	아이폰 8+	아이폰 X	아이폰 9(가칭)	아이폰 XS(가칭)	아이폰 XS+(가칭)
디스플레이	LCD	LCD	OLED	LCD	OLED	OLED
디스플레이 사이즈	4.7	5.5	5.8	6.1	5.8	6.5
후면 카메라	싱글	듀얼	듀얼	싱글	듀얼	듀얼
전면 3D 카메라	X	X	O	O	O	O
출시시기	2017년 9월	2017년 9월	2017년 11월	9~11월	9월	9월
출시가격(예상)	699 달러	799 달러	999 달러	-	-	999 달러
특징	-	-	첫 OLED	-	-	첫 애플펜슬

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)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	154	336	459	621	827
현금성자산	10	83	106	172	234
매출채권및기타채권	66	167	233	296	391
재고자산	66	59	82	104	141
비유동자산	156	184	227	238	251
투자자산	2	8	9	11	14
유형자산	145	164	204	209	214
무형자산	3	4	4	5	6
<b>자산총계</b>	<b>311</b>	<b>520</b>	<b>685</b>	<b>858</b>	<b>1,078</b>
유동부채	127	256	320	377	446
매입채무및기타채무	44	129	174	209	250
단기차입금및단기사채	67	90	114	114	114
유동성장기부채	12	15	19	19	19
비유동부채	78	111	116	122	128
사채	0	25	25	25	25
장기차입금및금융부채	72	73	73	73	73
<b>부채총계</b>	<b>205</b>	<b>367</b>	<b>436</b>	<b>498</b>	<b>574</b>
지배주주지분	106	153	249	360	504
자본금	8	16	16	16	16
자본잉여금	33	28	28	28	28
기타자본	(1)	1	1	1	1
이익잉여금	60	105	201	312	456
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>106</b>	<b>153</b>	<b>249</b>	<b>360</b>	<b>504</b>

**현금흐름표**

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	1	59	57	96	91
당기순이익	(24)	46	96	111	144
유형자산감가상각비	19	22	30	33	33
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	5	(45)	(65)	(41)	(77)
기타	1	36	(4)	(7)	(9)
투자활동현금흐름	(12)	(38)	(61)	(30)	(28)
유형자산투자	(22)	(69)	(70)	(38)	(38)
유형자산매각	10	29	0	0	0
투자자산순증	0	2	9	10	12
무형자산순증	(0)	(1)	0	(1)	(2)
기타	0	1	0	(1)	0
재무활동현금흐름	5	53	27	0	0
자본의증가	16	5	0	0	0
차입금의순증	(11)	49	27	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	(1)	0	0	0
기타현금흐름	0	(1)	0	0	0
현금의증가	(6)	73	23	66	63

주: K-IFRS (연결) 기준

**손익계산서**

(단위: 십억원)

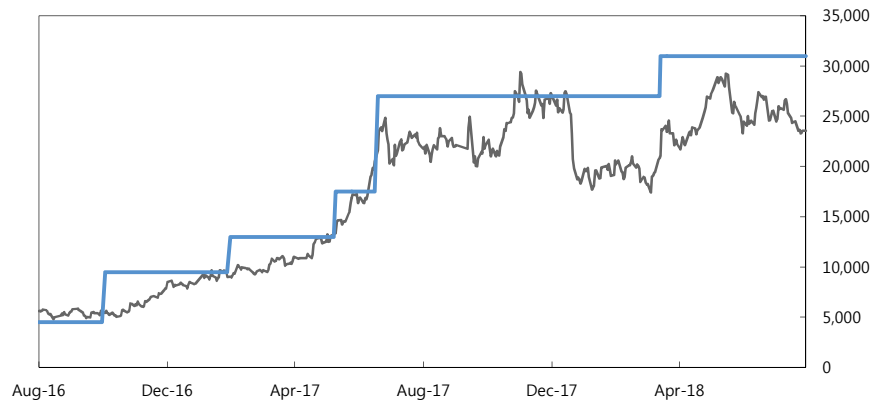
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	372	691	964	1,227	1,562
매출원가	372	581	807	1,028	1,309
매출총이익	0	110	157	199	253
판매관리비	26	35	48	61	78
영업이익	(26)	76	109	138	175
금융수익	1	2	5	0	0
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	8	16	9	9	9
이자비용	6	6	8	9	9
기타영업외손익	4	(10)	8	0	0
관계기업관련손익	0	7	9	12	15
세전계속사업이익	(28)	59	122	141	182
법인세비용	(4)	12	26	30	38
연결당기순이익	(24)	46	96	111	144
지배주주지분순이익	(24)	46	96	111	144
기타포괄이익	8	(4)	0	0	0
총포괄이익	(16)	43	96	111	144
지배주주지분포괄이익	(16)	43	96	111	144
EBITDA	(7)	98	139	171	208

**주요투자지표**

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(434)	1,491	3,179	3,704	4,782
BPS	3,444	4,885	7,959	11,515	16,105
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	2.0	85.9	39.5	27.3	27.3
영업이익증가율	NM	NM	43.7	26.4	27.3
순이익증가율	NM	NM	107.2	15.7	29.1
EPS증가율	NM	NM	113.2	16.5	29.1
EBITDA증가율	NM	NM	41.5	23.2	22.0
수익성(%)					
영업이익률	(6.9)	11.0	11.3	11.2	11.2
순이익률	(6.6)	6.7	10.0	9.1	9.2
EBITDA Margin	(1.9)	14.2	14.4	13.9	13.3
ROA	(7.6)	11.2	16.0	14.4	14.8
ROE	(22.9)	35.8	47.9	36.5	33.2
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	NM	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	137	118	122	55	(8)
차입금/자본총계비율(%)	141.9	133.1	92.6	64.0	45.8
Valuation(X)					
PER	NM	18.3	7.4	6.4	4.9
PBR	2.5	5.6	3.0	2.0	1.5
EV/EBITDA	NM	9.9	6.2	4.6	3.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
비에이치(090460)	2016.08.10	매수	4,500원	20.2	35.6
	2016.10.31	매수	9,500원	-21.8	1.8
	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	-	-



Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 27일 현재 비에이치 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 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.