

2018. 9. 19



▲ 가전/전기전자

Analyst **주민우**

02. 6098-6677

minwoo.ju@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **37,000 원**현재주가 (9.18) **21,000 원**상승여력 **76.2%**

KOSDAQ 831.85pt

시가총액 6,567억원

발행주식수 3,127만주

유동주식비율 72.57%

외국인비중 20.06%

52주 최고/최저가 29,400원/17,400원

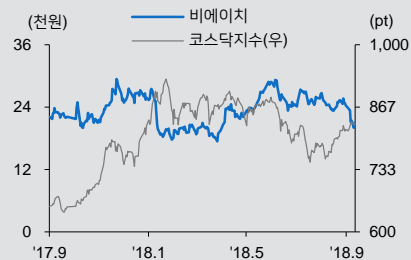
평균거래대금 119.4억원

주요주주(%)

이경환 외 2 인 23.42

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-14.3	3.4	-8.7
상대주가	-20.4	11.2	-25.8

주가그래프



비에이치 090460

3Q18 preview: 더욱 뚜렷해진 방향성

- ✓ 3Q18 매출과 영업이익은 컨센서스를 각각 10.3%, 12.7% 하회할 전망
- ✓ 아이폰향 실적은 선방했으나, 갤럭시향 실적부진이 주요 요인
- ✓ 단기적 우려요인보다 OLED 채용증가와 FPCB 신규 사용처 확대라는 중장기적 방향성에 주목. 300억원 신규투자공시를 통해 수요 증가 방향성 재확인
- ✓ 19년 EPS기준 6.3배까지 하락한 현 주가수준에서 추가적인 하락 제한적

3Q18 preview: 선방한 아이폰, 아쉬운 갤럭시

3Q18 매출과 영업이익은 2,917억원과 382억원으로 컨센서스를 각각 10.3%, 12.7% 하회할 전망이다. 3분기 아이폰향 초도물량 공급은 차질없이 진행되며 시장에서 기대했던 매출(2,277억원)을 시현했으나, 갤럭시 S시리즈의 부진한 수요 영향으로 전사 매출과 영업이익은 시장 기대치에 미치지 못할 전망이다.

신규시설 투자 결정: 더욱 뚜렷해진 방향성

9월 18일자에 공시된 바와 같이, 비에이치는 300억원 규모의 신규시설 투자를 결정했다(전체 Capex의 10%). 1) FPCB 신규 사용처 확보와 2) 주요 고객사의 OLED 모델 채용 증가에 따른 FPCB 수요확대에 대비하기 위한 선행투자로 판단한다. 전체 스마트폰 출하량은 19~20년 역성장을 이어가겠지만, OLED 탑재율 증가에 따른 FPCB 출하량 증가는 20년까지 지속될 전망이다. 18년 기준 글로벌 스마트폰 내 OLED 침투율은 30%를 갓 돌파했다. 주요 고객사의 OLED 채용증가와 FPCB 사용처 확대추세에 힘입어 20년까지 실적 개선은 지속될 수 있다. 이번 투자공시는 이러한 방향성이 옳다는 점을 다시 한번 확인시켜줬다.

투자의견 Buy, 적정주가 37,000 원 유지

비에이치의 투자포인트는 전체 스마트폰의 Q성장이 아니다. Q성장은 끝난지 오래다. 스마트폰의 출하량이 감소해도 OLED 모델의 침투율 증가와 FPCB 신규 사용처 확대에 따른 실적 성장은 여전히 유효하다고 판단한다. 19년 EPS 기준 6.3배(CB전환 가정)까지 하락한 현 주가 수준에서 추가적인 하락 가능성은 제한적이라고 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	372.0	25.8	(24.5)	(784)	(381.9)	3,413	(5.1)	1.16	(37.4)	(22.9)	193.0
2017	691.3	75.7	46.4	1,483	(289.3)	4,885	11.3	3.44	6.0	35.8	240.3
2018E	897.2	107.2	91.4	2,729	84.0	7,008	7.7	3.00	4.2	49.1	165.1
2019E	1,129.0	135.1	110.8	3,312	21.3	10,555	6.3	1.99	3.1	40.4	122.4
2020E	1,567.4	182.2	149.8	4,476	35.2	15,346	4.7	1.37	2.0	37.0	95.3

표1 비에이치 3Q18 Preview

(십억원)	3Q18E	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	291.7	190.1	53.5%	135.7	115.0%	325.1	-10.3%
영업이익	38.2	23.2	64.6%	9.4	308.9%	43.8	-12.7%
세전이익	38.9	26.7	45.7%	18.2	113.5%	45.8	-15.2%
지배순이익	30.9	24.1	28.4%	15.9	94.5%	35.5	-13.0%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 비에이치 추정치 변경 내역

	New			Old			차이(%)		
(십억원)	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E
매출액	335.7	897.2	1,129.0	355.7	944.4	1,121.8	-5.6%	-5.0%	0.6%
영업이익	50.2	107.1	135.1	55.3	115.7	133.3	-9.2%	-7.4%	1.4%
영업이익률 (%)	15.0%	11.9%	12.0%	15.5%	12.3%	11.9%			
세전이익	44.0	111.4	135.2	51.5	126.9	136.7	-14.6%	-12.2%	-1.1%
순이익	36.1	91.4	110.8	45.9	108.4	116.4	-21.4%	-15.7%	-4.8%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 비에이치 실적 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
환율 (원)	1,072	1,080	1,110	1,090	1,073	1,070	1,070	1,070	1,130	1,088	1,071
매출액	134.0	135.7	291.7	335.7	249.1	185.2	276.5	418.2	691.3	897.2	1,129.0
(% QoQ)	-52.2%	1.3%	115.0%	15.1%	-25.8%	-25.7%	49.3%	51.3%			
(% YoY)	30.6%	14.6%	53.5%	19.8%	85.9%	36.5%	-5.2%	24.6%	85.9%	29.8%	25.8%
Display RFPCB (북미)	50.0	62.0	227.7	262.0	165.3	109.3	204.1	347.5	362.0	601.7	826.2
Display RFPCB (국내)	51.9	43.7	33.1	43.7	41.7	34.4	30.9	30.4	192.2	172.4	137.5
Key-PBA FPCB	3.5	3.3	2.6	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9	30.9	11.6	7.8
CCM 매출	1.7	2.3	2.1	1.8	1.7	2.2	2.0	1.7	7.6	7.8	7.7
SDI 매출 (battery)	13.7	11.1	12.8	12.1	14.6	13.1	13.2	12.2	30.8	49.7	53.0
LGE 매출	1.0	0.9	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7	6.2	3.8	2.8
LGI 매출	1.3	1.7	1.5	1.2	1.4	1.9	1.7	1.4	4.7	5.8	6.4
Tablet 매출	1.7	1.8	1.5	1.2	1.8	1.9	1.7	1.3	7.8	6.3	6.8
해외 매출	6.7	6.5	6.8	8.2	9.0	8.7	9.2	10.1	36.9	28.2	37.0
자동차 및 기타	2.5	2.4	2.5	2.6	2.7	2.9	3.0	3.2	12.2	10.0	11.7
영업이익	9.3	9.4	38.2	50.2	24.4	19.0	35.8	56.0	75.7	107.1	135.1
(% QoQ)	-76.9%	0.5%	308.9%	31.3%	-51.3%	-22.4%	88.8%	56.4%			
(% YoY)	323.2%	-6.7%	64.6%	24.7%	162.4%	102.7%	-6.4%	11.5%	-393.6%	41.4%	26.2%
영업이익률 (%)	6.9%	6.9%	13.1%	15.0%	9.8%	10.2%	12.9%	13.4%	11.0%	11.9%	12.0%

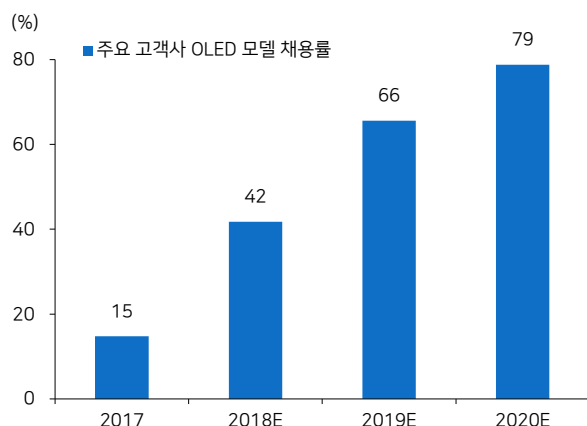
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 아이폰 모델별 출하량 예상

(백만대)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
아이폰 7	21.5	16.9	10.2	6.3	5.6	4.8	2.9	1.6	0.8			
아이폰 7+	17.4	15.1	8.5	4.4	3.8	3.0	2.1	1.3	0.6			
아이폰 8			10.0	14.4	12.5	9.0	5.9	4.1	2.9	1.7	0.9	
아이폰 8+			9.3	12.3	8.3	7.9	5.1	3.6	2.5	1.5	0.9	
아이폰 X				32.0	16.0	11.8	7.1	8.2	4.9	2.5	1.2	
아이폰 XR								32.0	17.4	7.1	5.7	4.5
아이폰 XS							6.2	9.9	6.9	5.0	4.0	3.2
아이폰 XSmax							11.5	18.3	12.8	9.2	7.4	5.9
아이폰 2019 (1)											5.5	15.3
아이폰 2019 (2)											5.5	15.3
아이폰 2019 (3)											7.3	20.4

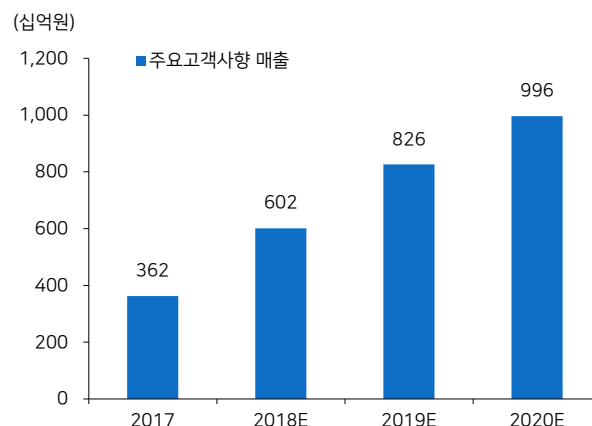
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 주요 고객사의 OLED 모델 채용률 20년까지 증가



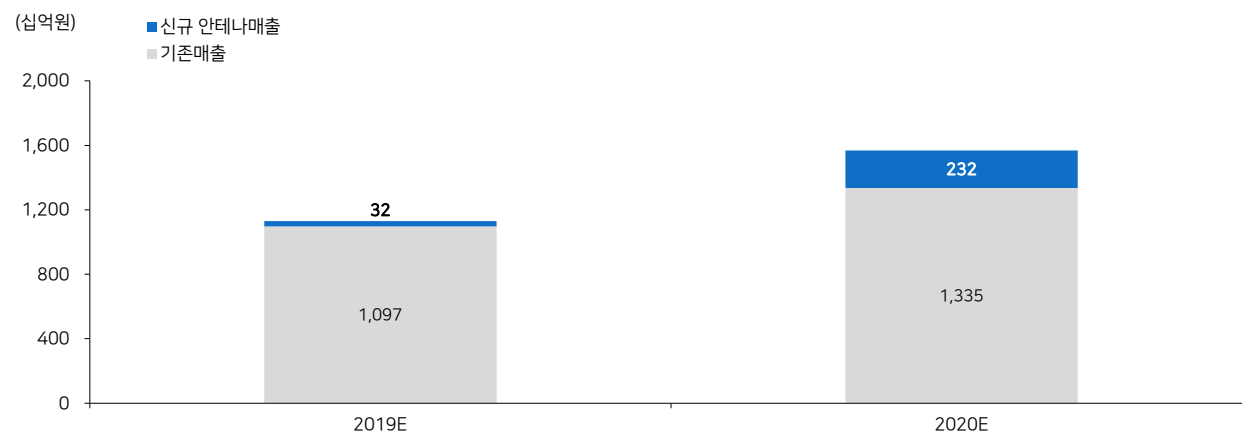
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 절대 수량 증가로 북미고객사향 매출은 성장 예상



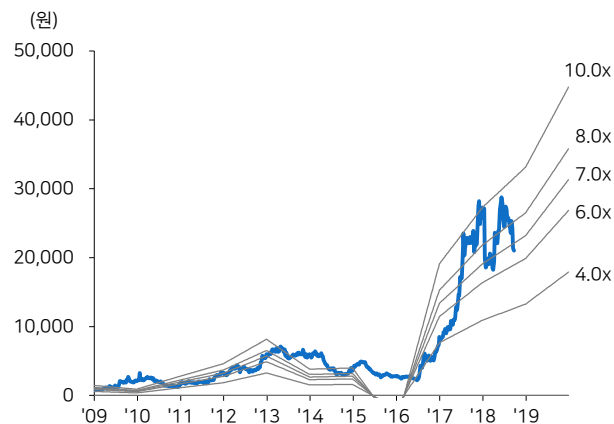
참고: 주요 고객사 내 점유율은 18년 51%, 19년 40%, 20년 37% 가정
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 신규 안테나 매출과 기존매출 비교



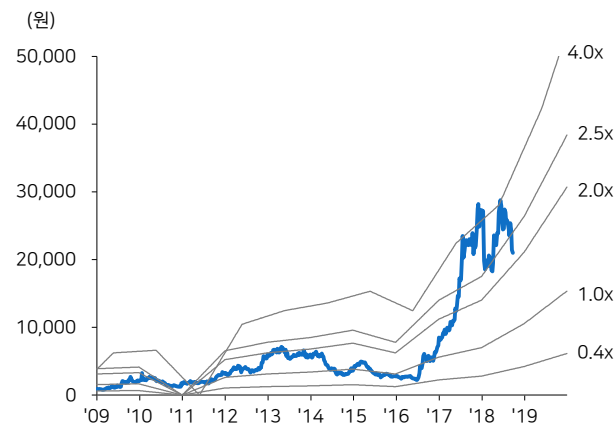
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 비에이치 PER 밴드 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 비에이치 PBR 밴드 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 비에이치 밸류에이션 테이블

(배)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주가 (원)													
High	2,710	5,520	6,990	6,950	12,400	14,900	12,950	10,300	17,300	31,750			
Low	680	1,365	2,170	2,890	5,590	9,130	5,650	4,945	4,100	14,850			
Average	1,940	2,973	3,837	4,330	7,937	12,157	8,647	7,141	7,935	21,696			
확정치 기준 PER													
High	nm	11.9	56.0	19.3	26.0	20.7	31.8	37.1	nm	21.4			
Low	nm	2.9	17.4	8.0	11.7	12.7	13.9	17.8	nm	10.0			
Average	nm	6.4	30.7	12.0	16.6	16.9	21.3	25.7	nm	14.6			
확정치 EPS (원)													
High	-517	463	125	361	477	720	407	278	-784	1,483	2,729	3,312	4,476
Low													
Average													
EPS Growth (%)				189.0	32.2	50.9	-43.5	-31.7	nm	nm	84.0	21.3	35.2
컨센서스 기준 PER													
High	nm	38.1	77.7	24.8	26.9	18.3	34.0	25.9	nm	16.6			
Low	nm	9.4	24.1	10.3	12.1	11.2	14.8	12.4	nm	7.8			
Average	nm	20.5	42.6	15.5	17.2	14.9	22.7	17.9	nm	11.3			
컨센서스 EPS (원)													
High		145	90	280	461	815	381	398	-458	1,912	3,048	3,638	4,140
Low													
Average													
EPS growth (%)		nm	-80.6	124.3	27.8	70.9	-47.1	-2.2	nm	nm	105.5	19.4	13.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 비에이치 적정주가 산정표

(원)	2019E	비고
EPS	3,312	2019년 EPS
적정배수 (배)	11	17년 평균 멀티플 적용 (OLED 탑재 증가 기대 여전히 유효)
적정가치	36,430	
적정주가	37,000	
현재주가 (9.18)	21,000	
상승여력 (%)	76.2%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

비에이치 (090460)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	372.0	691.3	897.2	1,129.0	1,567.4
매출액증가율 (%)	2.0	85.9	29.8	25.8	38.8
매출원가	371.6	581.0	749.8	932.9	1,301.7
매출총이익	0.4	110.4	147.3	196.1	265.7
판매관리비	26.1	34.6	40.1	60.9	83.5
영업이익	-25.8	75.7	107.2	135.1	182.2
영업이익률	-6.9	11.0	12.0	12.0	11.6
금융손익	-6.8	-13.9	-6.5	-6.5	-6.0
종속/관계기업손익	0.0	6.7	3.3	2.7	2.7
기타영업외손익	4.3	-9.8	7.4	3.8	3.8
세전계속사업이익	-28.3	58.7	111.4	135.2	182.7
법인세비용	-3.8	12.3	20.1	24.3	32.9
당기순이익	-24.5	46.4	91.4	110.8	149.8
지배주주지분 순이익	-24.5	46.4	91.4	110.8	149.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	0.6	59.0	136.7	166.6	249.7
당기순이익(손실)	-24.5	46.4	91.4	110.8	149.8
유형자산상각비	18.6	22.0	28.5	33.8	35.0
무형자산상각비	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	4.9	-44.5	-8.5	-29.4	-25.3
투자활동 현금흐름	-12.3	-37.9	-122.5	-110.9	-100.9
유형자산의증가(CAPEX)	-22.2	-68.5	-35.0	-50.0	-40.0
투자자산의감소(증가)	0.1	-0.3	-17.0	-20.4	-20.4
재무활동 현금흐름	5.3	53.1	-78.5	-7.0	-2.0
차입금의 증감	-10.0	19.2	-35.3	-7.0	-2.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-5.9	72.9	-31.8	34.5	97.7
기초현금	16.4	10.5	83.3	51.5	85.9
기말현금	10.5	83.3	51.5	85.9	183.7

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	154.4	336.1	351.1	459.8	634.4
현금및현금성자산	10.5	83.3	51.5	86.0	183.7
매출채권	63.0	156.6	199.0	271.6	338.9
재고자산	66.5	58.7	39.5	29.1	28.6
비유동자산	156.3	183.7	229.7	274.1	302.9
유형자산	145.3	163.8	177.9	194.1	199.2
무형자산	2.9	4.3	4.9	5.6	6.3
투자자산	1.8	8.5	29.2	52.2	75.3
자산총계	310.6	519.8	580.8	733.9	937.2
유동부채	126.9	256.0	255.7	295.1	350.2
매입채무	37.5	111.3	135.3	165.1	206.5
단기차입금	66.7	90.4	64.0	60.0	62.0
유동성장기부채	11.7	15.1	11.5	12.5	12.5
비유동부채	77.7	111.1	106.0	108.7	107.2
사채	0.0	25.3	27.1	27.1	27.1
장기차입금	72.0	38.8	31.8	27.8	23.8
부채총계	204.6	367.1	361.7	403.8	457.4
자본금	7.8	15.6	15.6	15.6	15.6
자본잉여금	33.0	27.6	27.6	27.6	27.6
기타포괄이익누계액	6.2	3.8	3.7	3.8	3.8
이익잉여금	59.8	105.0	196.4	307.2	457.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	106.0	152.8	219.1	330.0	479.9

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	11,895	22,109	26,806	33,732	46,829
EPS(지배주주)	-784	1,483	2,729	3,312	4,476
CFPS	-190	2,330	-952	1,030	2,920
EBITDAPS	-223	3,132	4,050	5,047	6,488
BPS	3,413	4,885	7,008	10,555	15,346
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-5.1	11.3	7.7	6.3	4.7
PCR	-20.9	7.2	-22.1	20.4	7.2
PSR	0.3	0.8	0.8	0.6	0.4
PBR	1.16	3.44	3.00	1.99	1.37
EBITDA	-7	98	136	169	217
EV/EBITDA	-37.4	6.0	4.2	3.1	2.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-22.9	35.8	49.1	40.4	37.0
EBITDA 이익률	351.0	47.4	67.4	65.6	69.0
부채비율	193.0	240.3	165.1	122.4	95.3
금융비용부담률	1.5	0.9	0.6	0.4	0.3
이자보상배율(x)	-4.4	11.7	17.3	23.7	31.1
매출채권회전율(x)	5.4	6.3	5.0	4.8	5.1
재고자산회전율(x)	5.6	9.3	15.3	27.2	45.1

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 9월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 9월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 9월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:주민주)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 4등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

비메이치 (090460) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

