



하나금융그룹

2018년 9월 20일 | Equity Research

비에이치 (090460)

눈높이를 소폭 하향 조정

3Q18 Preview: 영업이익 359억원으로 전망

비에이치의 18년 3분기 매출액은 2,870억원(YoY +51%, QoQ +111%), 영업이익은 359억원으로 전망한다. 이는 현재 컨센서스를 하회하는 추정치로 하나금융투자의 기존 추정치대비 매출액이 부진한 것이 주요인으로 분석된다. 북미 고객사와 국내 거래선향 모두 하나금융투자의 예상보다 공급물량이 미달한 것으로 파악된다. 북미 고객사의 신모델 출시가 임박해 공급 물량이 월 단위로 점증할 것으로 예상했는데, 월 단위 물량 변화는 미미했다. 국내 고객사의 신모델 출시되었지만, 상반기 플래그십 물량이 감소했다.

영업이익 전망치 하향 조정

북미 고객사의 신제품 가격이 하락할 것을 기대했는데, 기존 가격이 유지되어 긍정적인 전망이 어렵다는 판단이다. 18년 4분기 및 19년 상반기 매출액을 기존대비 하향 조정하면서 2018년과 2019년 영업이익을 기존대비 각각 14%, 17%, 하향한다. 2017년 높은 가격으로 인해 기대치보다 판매량이 미치지 못 했고, 그로 인해 18년 상반기 강도 높은 재고조정이 단행되었다. 다만, 현재 준비 물량은 과도하지 않은 것으로 파악되어 19년 상반기에는 전년과 같은 재고조정 가능성은 낮을 것으로 판단한다.

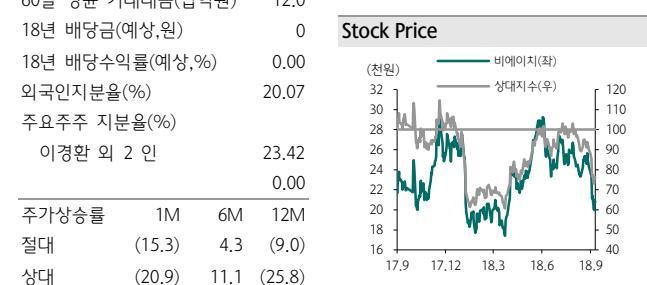
눈높이 낮추지만, 가격은 부담스럽지 않다

비에이치에 대한 투자의견 'BUY'를 유지하고, 목표주가를 30,000원으로 하향한다. 앞서 언급한 것처럼 영업이익 전망치를 하향한 것에 기인한다. 북미 고객사의 OLED 모델 판매량에 대해서는 기대감을 낮출 필요가 있다고 판단한다. 다만, 현재 주가는 이를 선반영한 상태고, 12m forward PER 6.8배로 밸류이에션 매력은 높다는 판단이다. 2019년 폴더블 및 북미 고객사 신모델향 OLED 모델 개수 증가 등의 중장기 모멘텀도 여전히 유효하다.

		Update
		BUY

| TP(12M): 30,000원(하향) | CP(9월 19일): 20,750원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSDAQ 지수 (pt)	826.91		
52주 최고/최저(원)	29,400/17,400		
시가총액(십억원)	648.8		
시가총액비중(%)	0.24		
발행주식수(천주)	31,269.8		
60일 평균 거래량(천주)	498.6		
60일 평균 거래대금(십억원)	12.0		
18년 배당금(예상,원)	0		
18년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	20.07		
주요주주 지분율(%)			
이경환 외 2 인	23.42		
0.00			
주가상승률 1M 6M 12M	1M 6M 12M		
절대	(15.3)	4.3	(9.0)
상대	(20.9)	11.1	(25.8)



Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	372.0	691.3	929.9	1,114.3	1,225.7
영업이익	십억원	(25.8)	75.7	103.2	127.1	139.9
세전이익	십억원	(28.2)	58.7	109.0	124.2	136.4
순이익	십억원	(24.5)	46.4	87.6	98.1	107.8
EPS	원	(783)	1,483	2,803	3,138	3,447
증감률	%	적전	흑전	89.0	12.0	9.8
PER	배	N/A	18.41	7.40	6.61	6.02
PBR	배	2.47	5.59	2.70	1.92	1.45
EV/EBITDA	배	N/A	9.92	5.82	4.50	3.67
ROE	%	(22.94)	35.84	47.61	37.09	29.34
BPS	원	3,444	4,885	7,687	10,825	14,272
DPS	원	0	0	0	0	0

Analyst 김록호
02-3771-7523
roko.kim@hanafn.com

RA 이진우
02-3771-7775
jinwlee@hanafn.com

하나금융투자

표 1. 비에이치의 밸류에이션

18F EPS	19F EPS	12-month fwd EPS	
W 2,803	W 3,136	W 3,036	
			비고
	EPS (원)	3,036	12m forward EPS
	비교 P/E (x)	10.0	IT부품 평균 PER
	할인율 (%)	0.0	IT부품 업체 중에서 차별화된 외형 성장을 및 이익률 시현증
	적정 P/E (x)	10.0	
	적정주가 (원)	30,364	
	목표주가 (원)	30,000	
	현재주가 (원)	20,750	2018.09.19 종가 기준
	상승여력 (%)	44.6	

자료: 하나금융투자

표 2. 비에이치의 분기별 실적 추정(수정 후)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	102.6	118.4	190.1	280.2	134.0	135.7	287.0	373.2	691.3	929.9	1,114.3
YoY	-7%	35%	100%	255%	31%	15%	51%	33%	86%	35%	19.8%
QoQ	30%	15%	61%	47%	-52%	1%	111%	30%			
국내 고객	79.8	78.5	63.0	45.0	79.3	61.9	49.1	40.9	266.4	231.2	793.9
해외 고객		17.2	110.1	225.4	45.5	64.1	227.1	323.7	352.7	660.5	847.8
터치 업체	3.8	2.9	2.0	0.9	1.5	1.4	1.6	0.8	9.5	5.3	64.9
LG전자	3.7	3.0	2.1	2.3	1.9	1.9	2.0	1.4	11.1	7.2	71.1
기타	15.3	16.8	12.9	6.6	5.8	6.4	7.1	6.4	51.6	25.7	91.9
영업이익	2.2	10.0	23.2	40.3	9.3	9.5	35.9	48.5	75.7	103.2	127.1
영업이익률	2%	8%	12%	14%	7%	7%	13%	13%	11%	11%	11.4%
YoY	-224%	-221%	-1006%	-406%	324%	-5%	54%	20%	-394%	36%	23.2%
QoQ	-117%	356%	132%	73%	-77%	2%	277%	35%			

자료: 비에이치, 하나금융투자

표 2. 비에이치의 분기별 실적 추정(수정 전)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	102.6	118.4	190.1	280.2	134.0	135.7	325.3	454.9	691.3	1,049.9	1,297.7
YoY	-7%	35%	100%	255%	31%	15%	71%	62%	86%	52%	23.6%
QoQ	30%	15%	61%	47%	-52%	1%	140%	40%			
국내 고객	79.8	78.5	63.0	45.0	79.3	61.9	61.1	45.6	266.4	247.8	578.3
해외 고객		17.2	110.1	225.4	45.5	64.1	253.5	400.7	352.7	763.9	996.6
터치 업체	3.8	2.9	2.0	0.9	1.5	1.4	1.6	0.8	9.5	5.3	60.0
LG전자	3.7	3.0	2.1	2.3	1.9	1.9	2.0	1.4	11.1	7.2	66.7
기타	15.3	16.8	12.9	6.6	5.8	6.4	7.1	6.4	51.6	25.7	67.0
영업이익	2.2	10.0	23.2	40.3	9.3	9.5	38.1	63.7	75.7	120.6	153.6
영업이익률	2%	8%	12%	14%	7%	7%	12%	14%	11%	11%	11.8%
YoY	-224%	-221%	-1006%	-406%	324%	-5%	64%	58%	-394%	59%	27.4%
QoQ	-117%	356%	132%	73%	-77%	2%	301%	67%			

자료: 비에이치, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	372.0	691.3	929.9	1,114.3	1,225.7
매출원가	371.6	581.0	783.7	937.4	1,031.2
매출총이익	0.4	110.3	146.2	176.9	194.5
판관비	26.1	34.6	43.0	49.7	54.7
영업이익	(25.8)	75.7	103.2	127.1	139.9
금융순익	(6.8)	(13.9)	30.7	(5.9)	(6.3)
종속/관계기업순익	0.0	6.7	0.8	(3.4)	(3.4)
기타영업외순익	4.3	(9.8)	(25.7)	6.3	6.3
세전이익	(28.2)	58.7	109.0	124.2	136.4
법인세	(3.7)	12.3	21.3	26.1	28.7
계속사업이익	(24.5)	46.4	87.6	98.1	107.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(24.5)	46.4	87.6	98.1	107.8
비지배주주지분					
순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(24.5)	46.4	87.6	98.1	107.8
지배주주지분포괄이익	(16.4)	42.8	87.6	98.1	107.8
NOPAT	(22.4)	59.8	83.0	100.4	110.5
EBITDA	(7.0)	98.0	131.9	159.2	174.8
성장률(%)					
매출액증가율	2.0	85.8	34.5	19.8	10.0
NOPAT증가율	적전	흑전	38.8	21.0	10.1
EBITDA증가율	적전	흑전	34.6	20.7	9.8
영업이익증가율	적전	흑전	36.3	23.2	10.1
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	88.8	12.0	9.9
EPS증가율	적전	흑전	89.0	12.0	9.8
수익성(%)					
매출총이익률	0.1	16.0	15.7	15.9	15.9
EBITDA이익률	(1.9)	14.2	14.2	14.3	14.3
영업이익률	(6.9)	11.0	11.1	11.4	11.4
계속사업이익률	(6.6)	6.7	9.4	8.8	8.8

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(783)	1,483	2,803	3,138	3,447
BPS	3,444	4,885	7,687	10,825	14,272
CFPS	71	3,609	4,826	5,117	5,615
EBITDAPS	(223)	3,133	4,217	5,091	5,589
SPS	11,895	22,109	29,737	35,635	39,199
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	18.4	7.4	6.6	6.0
PBR	2.5	5.6	2.7	1.9	1.5
PCFR	120.3	7.6	4.3	4.1	3.7
EV/EBITDA	N/A	9.9	5.8	4.5	3.7
PSR	0.7	1.2	0.7	0.6	0.5
재무비율(%)					
ROE	(22.9)	35.8	47.6	37.1	29.3
ROA	(7.6)	11.2	14.4	13.0	11.9
ROIC	(9.2)	22.8	26.6	27.5	27.2
부채비율	192.9	240.3	222.4	159.1	136.0
순부채비율	129.0	77.3	55.3	21.5	(1.9)
이자보상배율(배)	(4.4)	11.7	22.4	25.0	26.0

자료: 하나금융투자

대차대조표

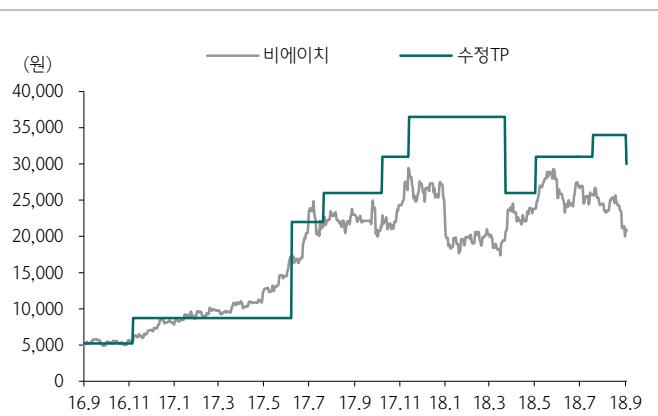
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	154.4	336.1	488.9	586.5	752.0
금융자산	13.7	85.3	154.8	186.1	311.6
현금성자산	10.5	83.3	152.2	183.0	308.2
매출채권 등	65.8	166.9	222.3	266.4	293.0
재고자산	66.4	58.7	78.2	93.7	103.1
기타유동자산	8.5	25.2	33.6	40.3	44.3
비유동자산	156.3	183.7	205.6	225.8	242.3
투자자산	1.8	8.5	11.3	13.5	14.9
금융자산	1.8	2.1	2.8	3.3	3.6
유형자산	145.3	163.8	183.2	201.3	216.6
무형자산	2.9	4.3	4.5	4.3	4.1
기타비유동자산	6.3	7.1	6.6	6.7	6.7
자산총계	310.6	519.8	694.6	812.3	994.3
유동부채	126.9	256.0	368.9	385.0	457.0
금융부채	78.4	105.6	181.5	161.1	211.1
매입채무 등	43.8	129.4	172.3	206.5	227.2
기타유동부채	4.7	21.0	15.1	17.4	18.7
비유동부채	77.7	111.1	110.3	113.8	116.0
금융부채	72.0	97.7	92.4	92.4	92.4
기타비유동부채	5.7	13.4	17.9	21.4	23.6
부채총계	204.6	367.0	479.2	498.8	573.0
지배주주지분	106.0	152.8	215.4	313.6	421.3
자본금	7.8	15.6	15.6	15.6	15.6
자본잉여금	33.0	27.6	27.6	27.6	27.6
자본조정	(0.7)	0.8	(24.2)	(24.2)	(24.2)
기타포괄이익누계액	6.2	3.7	3.7	3.7	3.7
이익잉여금	59.7	105.0	192.7	290.8	398.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	106.0	152.8	215.4	313.6	421.3
순금융부채	136.7	118.0	119.1	67.4	(8.1)

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	0.6	59.0	72.1	102.3	125.2
당기순이익	(24.5)	46.4	87.6	98.1	107.8
조정	20.2	57.1	26.7	30.4	33.2
감가상각비	18.8	22.2	28.7	32.1	34.9
외환거래손익	(0.8)	6.9	(6.9)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	(6.7)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
기타	2.2	34.7	6.8	0.2	0.2
영업활동 자산부채 변동	4.9	(44.5)	(42.2)	(26.2)	(15.8)
투자활동 현금흐름	(12.3)	(37.8)	(48.6)	(50.8)	(49.8)
투자자산감소(증가)	(0.0)	(6.7)	(0.9)	(0.3)	0.6
유형자산감소(증가)	(12.4)	(39.2)	(49.3)	(50.0)	(50.0)
기타	0.1	8.1	1.6	(0.5)	(0.4)
재무활동 현금흐름	5.3	53.1	39.0	(20.5)	50.0
금융부채증가(감소)	(10.0)	52.8	70.6	(20.5)	50.0
자본증가(감소)	3.4	2.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	11.9	(2.1)	(31.6)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(5.9)	72.9	68.9	30.8	125.1
Unlevered CFO	2.2	112.8	150.9	160.0	175.6
Free Cash Flow	(21.6)	(9.5)	20.3	52.3	75.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

비에이치



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.9.20	BUY	30,000		
18.8.6	BUY	34,000	-28.92%	-21.47%
18.5.21	BUY	31,000	-15.73%	-5.65%
18.4.10	BUY	26,000	-11.38%	-5.58%
17.12.1	BUY	36,500	-40.17%	-22.74%
17.10.26	BUY	31,000	-24.17%	-5.16%
17.8.8	BUY	26,000	-14.63%	-4.04%
17.6.26	BUY	22,000	-8.94%	12.95%
16.11.24	BUY	8,750	12.99%	96.57%
16.7.20	BUY	5,250	-1.93%	16.19%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.3%	4.8%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 9월 20일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 09월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2018년 09월 20일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.