

2019. 1. 14



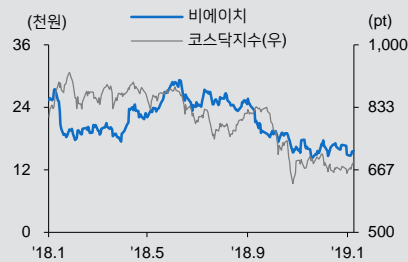
▲ **가전/전기전자**
 Analyst **주민우**
 02. 6098-6677
 minwoo.ju@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	19,000 원
현재주가 (1.11)	15,600 원
상승여력	21.8%
KOSDAQ 시가총액	686.33pt / 4,895억원
발행주식수	3,138만주
유동주식비율	68.29%
외국인비중	16.14%
52주 최고/최저가	29,250원/14,350원
평균거래대금	105.9억원
주요주주(%)	
이경환 외 2인	23.47

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.5	-39.5	-43.3
상대주가	2.6	-29.1	-29.5

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	691.3	75.7	46.4	1,483	-289.3	4,885	11.3	3.4	7.2	35.8	240.3
2018E	770.7	89.1	72.3	2,115	42.6	6,389	7.4	2.4	7.5	41.0	157.1
2019E	823.0	97.1	72.9	2,131	0.8	8,726	7.3	1.8	5.2	30.9	115.0
2020E	980.4	118.3	92.1	2,693	26.4	11,672	5.8	1.3	4.2	28.9	99.7
2021E	1048.8	123.6	97.1	2,838	5.4	14,776	5.5	1.1	19.9	23.5	73.4

비에이치 090460

4Q18 Preview: 여전히 좋다

- ✓ 4Q18 매출액과 영업이익은 2,284억원과 298억원 예상
- ✓ 19년 OLED 모델수 변경과 아이폰 수요부진을 추가 반영해 2019년 매출을 기존대비 18% 하향 조정. 19년 아이폰 출하량은 1.7억대 (-18% YoY) 예상
- ✓ 신규 및 배터리 매출이 견조하게 증가할 전망임에 따라 19년 역성장 가능성은 낮음
- ✓ 19년 실적에 대한 가시성이 떨어지는 상황에서 밸류에이션 저점에 대한 기대보다는 실적 가시성 확보가 선행되어야함

4Q18 preview: 예견된 컨센서스 하회

4Q18 매출과 영업이익은 2,284억원과 298억원으로 컨센서스를 각각 11.3%, 20.7% 하회할 전망이다. 북미 및 국내 고객사의 스마트폰 판매 부진에 따른 영향이다.

2019 preview: OLED 모델수 증가에 대한 불확실성

당사는 19년 OLED를 채용한 아이폰 모델을 3종으로 예상했었으나, 애플은 2종의 OLED 모델 출시를 검토중인 것으로 파악된다. 19년 OLED 모델수 변경과 아이폰 수요부진을 추가 반영해, 2019년 매출을 기존대비 18% 하향 조정했다. 이로써 19년 기준 전체 아이폰 출하량 중 OLED 모델의 비중은 54%(기존 67%)로 예상된다. 애플은 20년부터 LCD 모델을 더 이상 생산하지 않을 전망임에 따라, 이 비중은 20년 75%(기존 93%)로 확대될 전망이다. 19년 아이폰 출하량은 1.7억대(신규모델 6천만대)로 전년대비 18% 하락을 예상한다. 그럼에도 신규매출과 배터리향 매출이 견조하게 증가할 전망임에 따라 19년 매출이 역성장 할 가능성은 낮다고 판단한다.

투자의견 Buy, 적정주가 19,000원으로 하향

19년 추정치 하향조정을 반영해 비에이치 적정주가를 기존 대비 13.6% 하향 조정한다. OLED 모델수 증가가 20년으로 미뤄지긴 했지만, 여전히 유효한 투자포인트라는 점에서 투자의견 Buy는 유지한다. 18년 11월 15일 최종적인 전환가액 조정분을 반영한 전환가능 주식수는 293만주다. 이를 반영한 19년도 PER은 7.3배다. 시장 컨센서스 기준으로는 5.5배다. 지금과 같이 19년 실적에 대한 가시성이 뚜렷하지 않은 시점에서 밸류에이션은 무의미하다. 밸류에이션 저점에 대한 기대감보다는 실적 가시성 확보가 선행되어야 한다고 판단한다.

표1 비에이치 4Q18 Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	228.4	280.2	-18.5%	272.6	-16.2%	257.6	-11.3%
영업이익	29.8	40.3	-26.0%	40.5	-26.4%	37.6	-20.7%
세전이익	20.0	22.7	-11.7%	38.6	-48.2%	38.3	-47.8%
지배순이익	26.2	13.7	91.1%	21.8	19.9%	26.6	-1.5%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 비에이치 추정치 변경 내역

(십억원)	New			Old			차이(%)		
	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E
매출액	228.4	770.7	823.0	250.6	805.4	1,001.9	-8.8%	-4.3%	-17.9%
영업이익	29.8	89.1	97.1	23.4	78.4	122.4	27.3%	13.6%	-20.6%
영업이익률 (%)	13.0%	11.6%	11.8%	9.3%	9.7%	12.2%			
세전이익	20.0	87.2	86.3	17.4	88.4	122.1	15.0%	-1.4%	-29.3%
순이익	26.2	72.3	72.9	12.0	73.4	102.6	118.4%	-1.4%	-28.9%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 비에이치 실적 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
환율 (원)	1,072	1,079	1,122	1,128	1,100	1,100	1,085	1,075	1,130	1,100	1,090
매출액	134.0	135.7	272.6	228.4	161.0	165.6	260.8	235.7	691.3	770.7	823.0
(% QoQ)	-52.2%	1.3%	100.9%	-16.2%	-29.5%	2.9%	57.5%	-9.6%			
(% YoY)	30.6%	14.6%	43.4%	-18.5%	20.1%	22.0%	-4.3%	3.2%	85.9%	11.5%	6.8%
Display RFPCB (북미)	50.0	62.0	215.0	163.9	83.3	87.8	173.2	151.7	362.0	490.9	496.0
Display RFPCB (국내)	51.9	44.7	41.7	39.5	45.4	45.3	38.8	35.4	192.2	177.8	164.9
Key-PBA FPCB	3.5	3.3	1.8	0.7	2.0	2.0	2.0	1.9	30.9	9.3	7.9
CCM 매출	1.7	2.3	2.2	1.3	1.2	1.7	1.6	0.9	7.6	7.5	5.4
SDI 매출 (battery)	13.7	11.1	12.2	13.3	14.6	14.5	15.5	15.3	30.8	50.3	60.0
LGE 매출	1.0	0.9	1.2	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	6.2	3.9	3.3
LGI 매출	1.3	1.7	1.1	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	4.7	4.9	3.1
Tablet 매출	1.7	1.8	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	7.8	5.1	2.7
해외 매출	6.7	6.5	5.5	5.2	5.7	5.5	5.8	6.4	36.9	23.9	23.5
자동차 및 기타	2.5	2.4	2.5	2.2	6.4	6.5	21.6	21.8	12.2	9.6	56.3
영업이익	9.3	9.5	40.5	29.8	16.5	16.9	34.5	29.3	75.7	89.1	97.1
(% QoQ)	-76.9%	1.7%	327.8%	-26.4%	-44.6%	2.3%	104.1%	-15.1%			
(% YoY)	323.2%	-5.5%	74.3%	-26.0%	77.3%	78.3%	-14.9%	-1.8%	-393.6%	17.6%	9.0%
영업이익률 (%)	6.9%	7.0%	14.9%	13.0%	10.3%	10.2%	13.2%	12.4%	11.0%	11.6%	11.8%

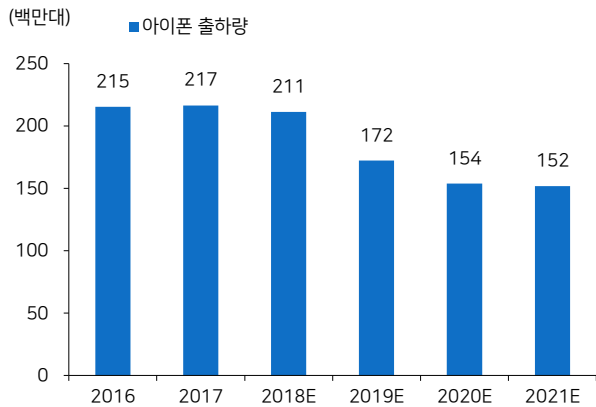
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 아이폰 모델별 출하량 예상

(백만대)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
아이폰 7	21.5	16.9	10.2	6.3	5.6	4.8	4.2	2.1	1.1	0.5	0.3	0.1	55	17	2
아이폰 7+	17.4	15.1	8.5	4.4	3.8	3.0	2.7	1.4	0.7	0.3	0.2	0.1	45	11	1
아이폰 8			10.0	14.4	12.5	9.0	9.0	6.3	4.8	3.9	2.3	1.4	24	37	12
아이폰 8+			9.3	12.3	8.3	7.9	7.7	5.4	4.2	3.5	2.1	1.3	22	29	11
아이폰 X				32.0	16.0	11.8	6.3	4.4	3.7	3.4	2.7	1.6	32	39	11
아이폰 XR								20.0	11.0	8.3	5.8	4.0	0	20	29
아이폰 XS							5.1	10.4	5.7	4.3	3.0	2.1	0	16	15
아이폰 XSmax							8.8	19.3	10.6	8.0	5.6	3.9	0	28	28
아이폰2019 (1)											5.0	16.2	0	0	21
아이폰2019 (2)											3.5	11.6	0	0	15
아이폰2019 (3)											5.7	18.5	0	0	24
전체 출하량	50.8	41.0	47.5	77.3	52.2	41.3	46.9	70.9	42.6	32.5	36.3	60.9	217	211	172

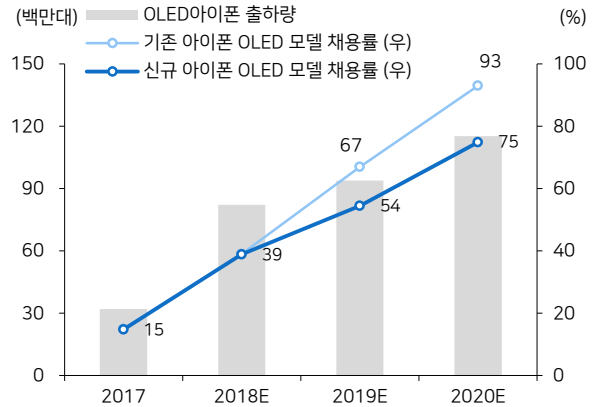
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 아이폰 출하량



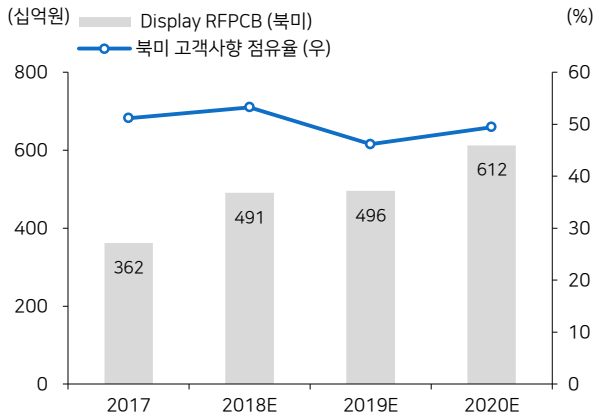
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 아이폰 OLED 모델 출하량 및 비중



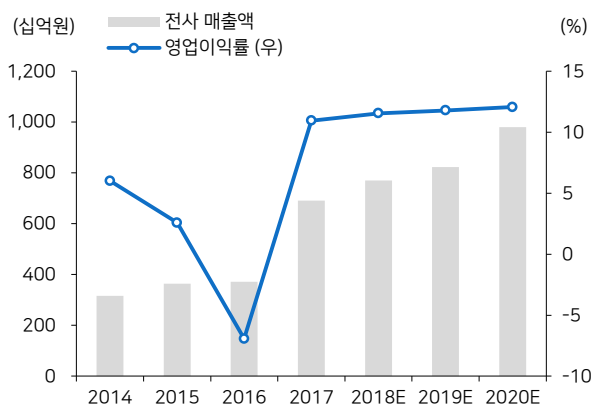
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 북미 고객사 향 매출



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 비에이치 전사 매출 및 영업이익률



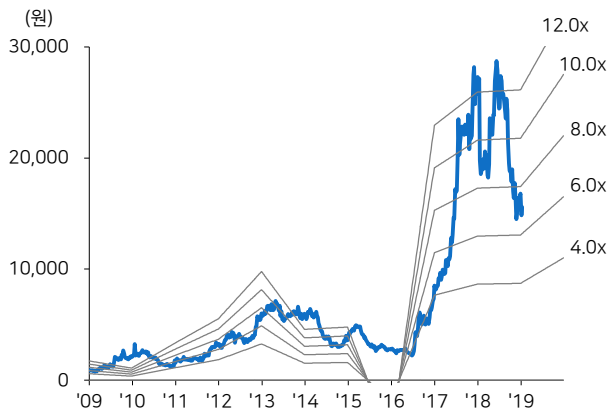
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

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	29,250		
Low	680	1,365	2,170	2,890	5,590	9,130	5,650	4,945	4,100	14,850	14,350		
Average	1,940	2,973	3,837	4,330	7,937	12,157	8,647	7,141	7,935	21,696	21,468		
확정치 기준 PER													
High	nm	11.9	56.0	19.3	26.0	20.7	31.8	37.1	nm	21.4	13.8		
Low	nm	2.9	17.4	8.0	11.7	12.7	13.9	17.8	nm	10.0	6.8		
Average	nm	6.4	30.7	12.0	16.6	16.9	21.3	25.7	nm	14.6	10.2		
확정치 EPS (원)													
EPS Growth (%)	-517	463	125	361	477	720	407	278	-784	1,483	2,115	2,131	2,693
				189.0	32.2	50.9	-43.5	-31.7	nm	nm	42.6	0.8	26.4
컨센서스 기준 PER													
High	nm	38.1	77.7	24.8	26.9	18.3	34.0	25.9	nm	16.6	11.6		
Low	nm	9.4	24.1	10.3	12.1	11.2	14.8	12.4	nm	7.8	5.7		
Average	nm	20.5	42.6	15.5	17.2	14.9	22.7	17.9	nm	11.3	8.5		
컨센서스 EPS (원)													
EPS growth (%)		145	90	280	461	815	381	398	-458	1,912	2,517	3,118	3,636
		nm	-80.6	124.3	27.8	70.9	-47.1	-2.2	nm	nm	69.7	23.9	16.6

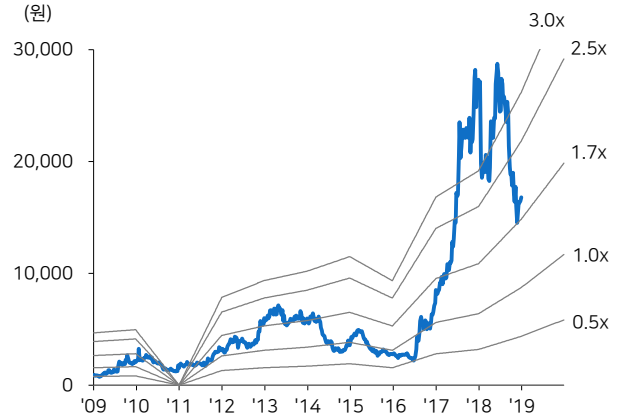
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 비에이치 PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 비에이치 PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표6 비에이치 적정주가 산정표

(원)	2019E	비고
EPS	2,131	2019년 EPS
적정배수 (배)	8.5	전방산업이 부진했던 2018년 평균 멀티플 적용
적정가치	18,178	
적정주가	19,000	
현재주가	15,600	
상승여력 (%)	21.8%	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

비에이치 (090460)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	691.3	770.7	823.0	980.4	1,048.8
매출액증가율 (%)	85.9	11.5	6.8	19.1	7.0
매출원가	581.0	641.5	696.8	829.1	889.8
매출총이익	110.4	129.2	126.3	151.3	159.0
판매관리비	34.6	40.1	29.1	33.0	35.4
영업이익	75.7	89.1	97.1	118.3	123.6
영업이익률	11.0	11.6	11.8	12.1	11.8
금융손익	-13.9	-10.0	-13.5	-12.8	-12.2
중속/관계기업손익	6.7	4.5	5.1	5.9	5.9
기타영업외손익	-9.8	3.7	-2.4	-2.4	-2.4
세전계속사업이익	58.7	87.2	86.3	109.0	114.9
법인세비용	12.3	14.8	13.4	16.9	17.8
당기순이익	46.4	72.3	72.9	92.1	97.1
지배주주지분 순이익	46.4	72.3	72.9	92.1	97.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	59.0	99.1	217.5	214.3	155.7
당기순이익(손실)	46.4	72.3	72.9	92.1	0.0
유형자산상각비	22.0	27.2	28.5	26.9	25.4
무형자산상각비	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-44.5	-51.5	-12.6	-50.3	-21.1
투자활동 현금흐름	-37.9	-159.5	-157.8	-157.8	-157.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-68.5	-35.0	-20.0	-20.0	-20.0
투자자산의 감소(증가)	-0.3	-6.9	-0.1	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	53.1	-50.9	-8.7	8.4	-1.6
차입금의 증감	19.2	-21.8	-8.7	8.4	-1.6
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	72.9	-46.6	51.8	50.8	71.7
기초현금	10.5	83.3	36.7	88.5	139.3
기말현금	83.3	36.7	88.5	139.3	211.0

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	336.1	291.2	366.5	508.2	579.8
현금및현금성자산	83.3	36.7	88.5	139.3	211.0
매출채권	156.6	157.1	160.5	221.4	202.3
재고자산	58.7	33.1	51.5	74.1	96.7
비유동자산	183.7	222.4	220.3	220.6	221.6
유형자산	163.8	184.8	176.3	169.4	169.4
무형자산	4.3	5.3	6.0	6.7	7.3
투자자산	8.5	20.3	25.5	31.5	31.5
자산총계	519.8	513.7	586.7	728.8	801.4
유동부채	256.0	240.2	232.0	273.5	304.8
매입채무	111.3	117.2	125.2	158.2	140.9
단기차입금	90.4	75.1	60.0	62.0	65.0
유동성장기부채	15.1	12.7	12.7	12.7	62.7
비유동부채	111.1	73.7	81.9	90.3	34.5
사채	25.3	28.1	39.1	50.0	0.0
장기차입금	38.8	31.9	27.3	22.8	18.2
부채총계	367.1	313.9	313.9	363.9	339.3
자본금	15.6	15.6	15.6	15.6	15.6
자본잉여금	27.6	27.6	27.6	27.6	27.6
기타포괄이익누계액	3.8	3.4	3.5	3.5	3.5
이익잉여금	105.0	177.4	250.3	342.4	439.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	152.8	199.8	272.8	365.0	462.1

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	22,109	22,529	24,058	28,659	30,657
EPS(지배주주)	1,483	2,115	2,131	2,693	2,838
CFPS	2,330	-1,362	1,514	1,484	2,096
EBITDAPS	2,622	2,803	3,672	4,245	3,613
BPS	4,885	6,389	8,726	11,672	14,776
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	11.3	7.4	7.3	5.8	5.5
PCR	7.2	-11.5	10.3	10.5	7.4
PSR	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
PBR	3.4	2.4	1.8	1.3	1.1
EBITDA	82	96	126	145	124
EV/EBITDA	7.2	7.5	5.2	4.2	19.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	35.8	41.0	30.9	28.9	23.5
EBITDA 이익률	56.6	75.4	58.0	63.4	78.5
부채비율	240.3	157.1	115.0	99.7	73.4
금융비용부담률	0.9	0.7	0.7	0.5	0.4
이자보상배율(x)	11.7	13.8	15.6	18.5	18.9
매출채권회전율(x)	6.3	4.9	5.2	5.1	5.0
재고자산회전율(x)	9.3	14.0	16.5	13.2	10.4

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 1월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 1월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 1월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:주민우)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

비에이치 (090460) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

