



하나금융그룹

2020년 5월 11일 | Equity Research

비에이치 (090460)

결국 중요한 것은 하반기

1Q20 Review: 매출액대비 영업이익 부진

비에이치의 20년 1분기 매출액은 1,480억원(YoY +36%, QoQ -13%), 영업이익은 35억원(YoY -13%, QoQ -71%)을 기록했다. 매출액은 컨센서스를 16% 상회한 반면 영업이익은 51% 하회했다. 우려보다 양호한 매출액을 시현한 것은 1) 국내 거래선향 셀인 물량이 예정대로 진행되었고, 2) 감소할 것으로 예상되었던 북미 고객사향 물량이 3월에도 양호했기 때문이다. 매출액대비 영업이익이 부진했던 것은 코로나19 영향으로 중국 생산법인의 가동률이 극도로 저조해 고정비 커버가 어려웠기 때문이다.

2Q20 Preview: 국내, 북미 고객사 모두 감소

비에이치의 20년 2분기 매출액은 992억원(YoY -11%, QoQ -33%), 영업이익은 19억원(YoY -70%, QoQ -47%)으로 전망한다. 코로나19 영향으로 인해 국내 및 북미 고객사 모두 스마트폰 판매량이 감소할 것으로 우려되며, 1분기에 부품 공급이 원활하게 진행된 반대 급부로 매출액 감소폭이 클 것으로 추정된다. 분기 말에는 북미 거래선의 신모델 및 노트 신규 시리즈향 부품의 생산이 개시될 것으로 예상되는데, 물량은 미미할 것으로 판단된다.

관건은 하반기 누적 실적

비에이치에 대한 투자의견 'BUY'와 목표주가 24,000원을 유지한다. 20년 상반기 코로나19에 의한 실적 부진으로 20년 연간 영업이익을 기준대비 13% 하향하지만, 12개월 선행 EPS로 산정하기 때문에 목표주가를 유지한다. 현재 추정치에서 변수가 있다면, 신규 iPhone 중 일부 모델의 출시가 지연될 수 있다는 점이다. 현재 시점에서 여전히 불확실성이 높지만, 하나금융투자는 일부 모델이 지연되더라도 1개월 내외로 예상하고 있다. 즉, 현재 3분기 전망치를 하회하더라도 4분기는 상회할 것으로 판단된다. 2분기 실적 부진은 모두가 아는 코로나19 영향 때문이고, 3, 4분기 실적 변동성은 있지만, 하반기 누적으로 보면 변동폭은 제한적일 것으로 추정된다. 실적 하회에 의한 주가 하락은 비중확대의 기회가 될 것으로 판단된다.



| TP(12M): 24,000원 | CP(5월 8일): 17,750원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSDAQ 지수 (pt)	682.30		
52주 최고/최저(원)	24,700/12,900	매출액(십억원)	840.3 945.8
시가총액(십억원)	583.1	영업이익(십억원)	95.5 114.4
시가총액비중(%)	0.23	순이익(십억원)	80.9 96.0
발행주식수(천주)	32,850.9	EPS(원)	2,481 2,936
60일 평균 거래량(천주)	830.0	BPS(원)	11,628 14,797
60일 평균 거래대금(십억원)	14.9		
20년 배당금(예상, 원)	0		
20년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	15.31		
주요주주 지분율(%)			
이경환 외 2인	22.42		
국민연금공단	7.29		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	4.4 (17.4) (19.1)		
상대	(7.1) (19.6) (11.7)		

Stock Price	
(천원)	비에이치(작) 상대지수(우)

Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	767.9	654.9	777.3	898.9	946.5
영업이익	십억원	91.0	62.6	73.3	106.5	112.2
세전이익	십억원	102.2	66.5	79.4	112.5	118.5
순이익	십억원	83.9	56.6	64.3	91.1	96.0
EPS	원	2,682	1,770	1,957	2,774	2,921
증감률	%	80.8	(34.0)	10.6	41.7	5.3
PER	배	6.26	12.40	9.07	6.40	6.08
PBR	배	2.22	2.18	1.48	1.20	1.00
EV/EBITDA	배	4.99	7.93	5.80	3.99	3.31
ROE	%	49.27	24.22	20.63	23.41	19.87
BPS	원	7,579	10,079	11,983	14,758	17,679
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 김록호

02-3771-7523

roko.kim@hanafn.com

RA 이준민

02-3771-7743

joonmin.lee@hanafn.com

하나금융투자

표 1. 비에이치의 분기별 실적 추정 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	108.4	111.2	264.4	170.8	148.0	99.2	237.9	292.3	654.8	777.3	898.9
YoY	-19.0%	-18.0%	-3.0%	-24.3%	36.5%	-10.8%	-10.0%	71.2%	-14.7%	18.7%	15.6%
QoQ	-51.9%	2.6%	137.7%	-35.4%	-13.4%	-32.9%	139.9%	22.9%			
삼성디플 (국내/중국)	40.5	40.6	41.2	38.3	51.7	34.8	47.3	44.6	160.6	178.4	206.7
삼성디플 (북미)	44.0	36.0	183.6	94.7	61.6	35.6	144.3	209.1	358.2	450.6	551.6
노트북	0.0	0.0	24.3	16.0	5.4	5.1	18.1	13.3	40.3	41.9	34.3
삼성무선	2.2	6.5	2.0	2.8	4.7	3.8	4.6	4.2	13.4	17.2	20.9
배터리	11.9	17.7	9.2	10.5	15.1	10.5	13.5	12.2	49.3	51.3	42.2
LG전자	1.7	3.1	1.3	1.8	2.5	3.1	2.2	2.2	7.9	10.1	13.4
증학권	6.0	5.0	2.0	5.1	4.4	4.2	5.7	5.3	18.1	19.6	26.3
기타	2.1	2.3	0.8	1.6	2.6	2.0	2.2	1.5	6.8	8.3	3.3
영업이익	4.0	6.2	40.5	11.9	3.5	1.9	30.8	37.1	62.6	73.3	106.5
영업이익률	3.7%	5.6%	15.3%	6.9%	2.4%	1.9%	13.0%	12.7%	9.6%	9.4%	12.0%
YoY	-56.9%	-34.9%	0.1%	-62.5%	-12.8%	-69.5%	-23.9%	212.6%	-31.2%	17.2%	45.2%
QoQ	-87.3%	54.2%	555.0%	-70.7%	-70.6%	-46.7%	1536.0%	20.3%			

자료: 비에이치, 하나금융투자

표 2. 비에이치의 분기별 실적 추정 (수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	108.4	111.2	264.4	170.8	137.8	102.4	295.7	274.3	654.8	810.1	892.9
YoY	-19.0%	-18.0%	-3.0%	-24.3%	27.1%	-8.0%	11.8%	60.7%	-14.7%	23.7%	10.2%
QoQ	-51.9%	2.6%	137.7%	-35.4%	-19.3%	-25.7%	188.8%	-7.2%			
삼성디플 (국내/중국)	40.5	40.6	41.2	38.3	47.0	22.3	45.8	44.1	160.6	159.1	183.0
삼성디플 (북미)	44.0	36.0	183.6	94.7	61.9	49.9	206.1	192.4	358.2	510.3	561.3
노트북	0.0	0.0	24.3	16.0	6.2	5.4	18.1	13.3	40.3	43.0	43.0
삼성무선	2.2	6.5	2.0	2.8	3.0	2.8	3.0	3.1	13.4	11.9	11.9
배터리	11.9	17.7	9.2	10.5	10.5	12.7	12.4	12.4	49.3	48.0	52.8
LG전자	1.7	3.1	1.3	1.8	2.2	2.4	2.4	2.3	7.9	9.3	9.3
증학권	6.0	5.0	2.0	5.1	4.4	4.8	5.7	5.3	18.1	20.2	23.2
기타	2.1	2.3	0.8	1.6	2.6	2.0	2.2	1.5	6.8	8.3	8.3
영업이익	4.0	6.2	40.5	11.9	7.9	3.6	45.2	27.3	62.6	84.0	107.1
영업이익률	3.7%	5.6%	15.3%	6.9%	5.8%	3.5%	15.3%	9.9%	9.6%	10.4%	12.0%
YoY	-56.9%	-34.9%	0.1%	-62.5%	97.8%	-42.1%	11.7%	129.7%	-31.2%	34.3%	27.5%
QoQ	-87.3%	54.2%	555.0%	-70.7%	-33.1%	-54.9%	1164.4%	-39.7%			

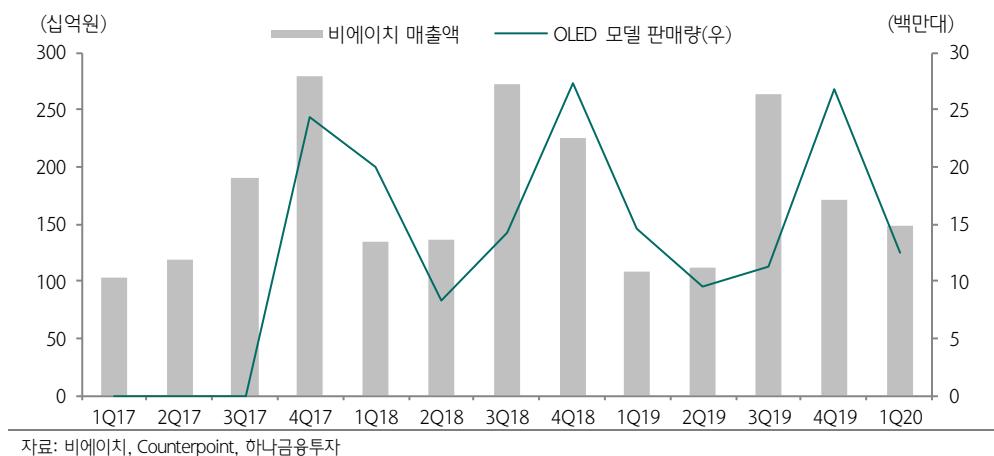
자료: 비에이치, 하나금융투자

표 3. 비에이치의 밸류에이션

20F EPS	21F EPS	12-month fwd EPS	
W 2,055	W 2,915	W 2,399	
			비고
EPS (원)		2,399	12m forward EPS
비교 P/E (x)		10.0	IT부품 평균 PER
할인율 (%)		0.0	성장을 둔화되었지만, 폴더블, 5G 수혜 잠재력 상존. 고수익성 시현
적정 P/E (x)		10.0	
적정주가 (원)		23,990	
목표주가 (원)	24,000		
현재주가 (원)	17,750		2020.05.08 종가 기준
상승여력 (%)	35.2		

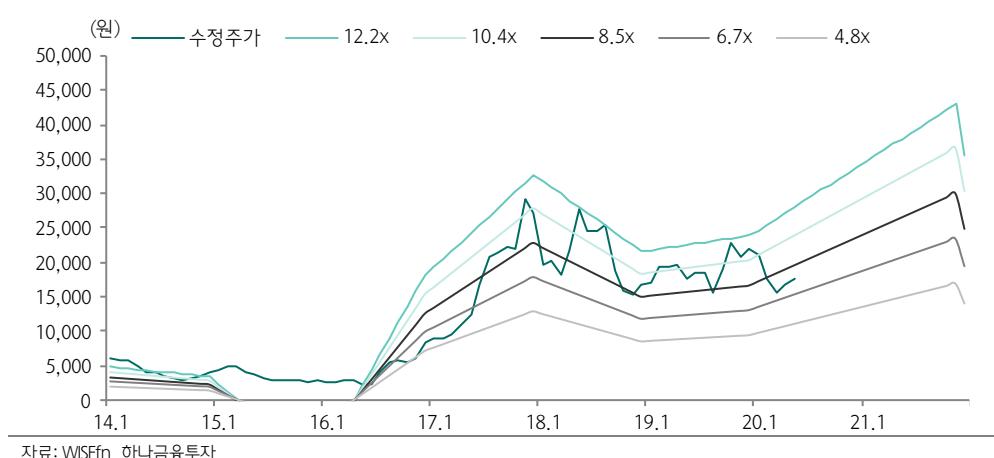
자료: 하나금융투자

그림 1. 비에이치의 매출액 vs 북미 고객사 OLED 모델 판매량



자료: 비에이치, Counterpoint, 하나금융투자

그림 2. 비에이치의 PER 밴드



자료: WISEfn, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	767.9	654.9	777.3	898.9	946.5
매출원가	614.5	566.4	641.0	723.0	761.3
매출총이익	153.4	88.5	136.3	175.9	185.2
판관비	62.3	25.9	63.0	69.4	73.1
영업이익	91.0	62.6	73.3	106.5	112.2
금융순익	0.2	(6.4)	2.4	(0.0)	0.6
종속/관계기업순익	2.3	5.4	2.1	1.9	2.0
기타영업외순익	8.6	4.9	1.6	4.1	3.8
세전이익	102.2	66.5	79.4	112.5	118.5
법인세	18.2	9.9	15.1	21.4	22.5
계속사업이익	83.9	56.6	64.3	91.1	96.0
증단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	83.9	56.6	64.3	91.1	96.0
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	83.9	56.6	64.3	91.1	96.0
지배주주지분포괄이익	83.5	65.7	64.3	91.1	96.0
NOPAT	74.8	53.2	59.4	86.3	90.9
EBITDA	119.8	94.1	108.1	145.0	153.6
성장성(%)					
매출액증가율	11.1	(14.7)	18.7	15.6	5.3
NOPAT증가율	25.1	(28.9)	11.7	45.3	5.3
EBITDA증가율	22.2	(21.5)	14.9	34.1	5.9
영업이익증가율	20.2	(31.2)	17.1	45.3	5.4
(지배주주)순익증가율	80.8	(32.5)	13.6	41.7	5.4
EPS증가율	80.8	(34.0)	10.6	41.7	5.3
수익성(%)					
매출총이익률	20.0	13.5	17.5	19.6	19.6
EBITDA이익률	15.6	14.4	13.9	16.1	16.2
영업이익률	11.9	9.6	9.4	11.8	11.9
계속사업이익률	10.9	8.6	8.3	10.1	10.1

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	2,682	1,770	1,957	2,774	2,921
BPS	7,579	10,079	11,983	14,758	17,679
CFPS	4,214	3,541	3,685	4,442	4,687
EBITDAPS	3,829	2,942	3,291	4,415	4,675
SPS	24,542	20,481	23,671	27,362	28,813
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	6.3	12.4	9.1	6.4	6.1
PBR	2.2	2.2	1.5	1.2	1.0
PCFR	4.0	6.2	4.8	4.0	3.8
EV/EBITDA	5.0	7.9	5.8	4.0	3.3
PSR	0.7	1.1	0.7	0.6	0.6
재무비율(%)					
ROE	49.3	24.2	20.6	23.4	19.9
ROA	17.0	11.9	11.7	13.5	12.2
ROIC	26.6	18.6	17.9	22.1	21.4
부채비율	150.0	71.0	80.5	68.9	57.0
순부채비율	37.3	10.2	12.7	(1.0)	(14.2)
이자보상배율(배)	11.2	11.2	30.5	42.9	47.4

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	242.2	232.7	340.4	428.2	508.6
금융자산	70.2	73.2	67.4	112.7	176.4
현금성자산	68.2	59.9	44.6	86.2	148.5
매출채권 등	122.8	102.2	174.8	202.2	212.9
재고자산	24.7	43.9	75.1	86.8	91.4
기타유동자산	24.5	13.4	23.1	26.5	27.9
비유동자산	227.6	245.2	280.0	306.3	324.6
투자자산	17.6	24.3	36.7	41.4	43.3
금융자산	2.2	1.3	2.2	2.6	2.7
유형자산	195.7	206.4	228.7	250.4	266.9
무형자산	5.0	3.2	3.2	3.1	3.1
기타비유동자산	9.3	11.3	11.4	11.4	11.3
자산총계	469.8	477.9	620.3	734.5	833.3
유동부채	232.1	174.4	242.5	261.7	263.0
금융부채	119.1	91.8	101.3	98.5	91.2
매입채무 등	74.8	67.7	115.9	134.0	141.1
기타유동부채	38.2	14.9	25.3	29.2	30.7
비유동부채	49.8	24.1	34.1	37.9	39.4
금융부채	21.2	10.0	10.0	10.0	10.0
기타비유동부채	28.6	14.1	24.1	27.9	29.4
부채총계	281.8	198.5	276.6	299.6	302.4
지배주주지분	187.9	279.5	343.7	434.9	530.8
자본금	15.7	16.3	16.3	16.3	16.3
자본잉여금	29.2	54.4	54.4	54.4	54.4
자본조정	(49.3)	(49.3)	(49.3)	(49.3)	(49.3)
기타포괄이익누계액	3.4	5.0	5.0	5.0	5.0
이익잉여금	188.9	253.0	317.3	408.4	504.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	187.9	279.5	343.7	434.9	530.8
순금융부채	70.1	28.5	43.8	(4.2)	(75.2)

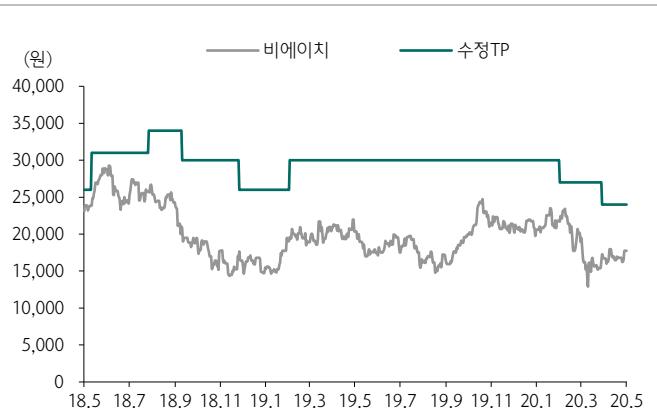
현금흐름표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	161.5	70.7	60.2	107.1	125.4
당기순이익	83.9	56.6	64.3	91.1	96.0
조정	37.0	26.9	40.7	32.8	36.0
감가상각비	28.8	31.5	34.7	38.5	41.4
외환거래손익	1.9	5.1	0.0	(10.7)	(10.8)
지분법손익	(1.7)	(5.4)	0.3	0.2	0.2
기타	8.0	(4.3)	5.7	4.8	5.2
영업활동 자산부채 변동	40.6	(12.8)	(44.8)	(16.8)	(6.6)
투자활동 현금흐름	(66.0)	(58.5)	(79.3)	(57.9)	(50.5)
투자자산감소(증가)	(6.2)	(2.9)	(12.8)	(4.9)	(2.1)
유형자산감소(증가)	(58.8)	(43.8)	(57.0)	(60.2)	(57.8)
기타	(1.0)	(11.8)	(9.5)	7.2	9.4
재무활동 현금흐름	(110.6)	(19.5)	9.4	(2.8)	(7.3)
금융부채증가(감소)	(63.0)	(38.5)	9.4	(2.8)	(7.3)
자본증가(감소)	1.7	25.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(49.3)	(6.8)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(15.1)	(8.3)	(15.3)	41.6	62.4
Unlevered CFO	131.8	113.2	121.0	145.9	154.0
Free Cash Flow	94.2	14.4	3.2	46.9	67.6



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

비에이치



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
20.4.8	BUY	24,000		
20.2.11	BUY	27,000	-31.83%	-13.33%
19.2.12	BUY	30,000	-34.65%	-17.67%
18.12.6	BUY	26,000	-38.46%	-25.19%
18.9.20	BUY	30,000	-43.03%	-35.00%
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%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현재가 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	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 5월 10일

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 2020년 05월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2020년 05월 11일 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.