



하나금융그룹

2020년 8월 4일 | Equity Research

# 비에이치 (090460)

## 5G로 밸류에이션 할증 정당화

### 2Q20 Review: 모두가 알고 있는 부진

비에이치의 20년 2분기 매출액은 1,055억원(YoY -5%, QoQ -29%), 영업이익 -23억원(YoY, QoQ 적자전환)을 기록했다. 북미 고객사향 물량 부족으로 2분기는 항상 실적이 부진한데, 올해는 코로나19로 인해 국내 거래선향 매출액도 둔화되어 전년동기대비 외형이 축소되었다. 국내 고객사 관련 매출액은 전년동기대비 24% 감소된 것으로 추정된다. 컨센서스 자체가 영업손실 7억원이었기 때문에 실적에 의한 주가 실망은 제한적일 것으로 판단된다.

### 모두가 기대하는 하반기 호실적

비에이치의 20년 하반기 매출액, 영업이익은 전년동기대비 각각 34%, 53% 증가할 것으로 전망된다. 20년 3분기 매출액만 보면 전년동기대비 1%의 미미한 감소폭을 시현할 전망이다. 이는 북미 고객사의 신규 모델 출시가 지연될 가능성이 높기 때문이다. 다만, 관련된 여타 업체들보다 3분기 매출액의 전년동기대비 감소폭이 미미한데, 이는 비에이치의 RF-PCB가 모듈단 제품보다는 공급 자체가 1~2개월 이상 빠르기 때문이다. 국내 거래선의 3분기 스마트폰 출하량 전망치를 기준대비 상향한 것에 기인해 비에이치의 관련 매출액도 상향 조정한다.

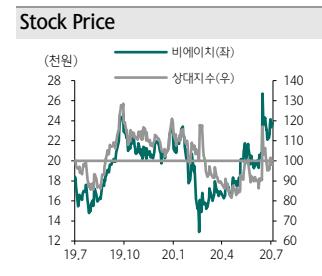
### 디스플레이에 5G가 가세, 전기차도 기대감 상존

비에이치에 대한 투자의견 ‘BUY’를 유지하고, 목표주가를 32,000원으로 기존대비 33% 상향한다. 2020년, 2021년 영업이익 전망치를 기준대비 각각 7%, 8% 상향했고, Target PER을 12배로 기준대비 20% 할증했기 때문이다. 멀티플 할증의 이유는 Qualcomm으로부터 5G mmWave향 안테나 케이블을 승인받아 관련 외형 성장 가능성이 명확해졌기 때문이다. OLED용 RF-PCB 의존도가 너무 높아 2~3년 후의 성장성이 불투명한 시점에 신규 성장동력을 확보한 점은 고무적이다. 또한 EV용 2차전지향 공급 확대도 타진중에 있어 성장 잠재력 높은 전방산업향으로 매출처가 다변화될 가능성도 상존한다. 2021년 기준 PER 8.7배로 단기 실적 모멘텀과 중장기 성장 가능성을 감안하면 밸류에이션 매력 확보했다는 판단이다.

Update	
BUY	

| TP(12M): 32,000원(상향) | CP(8월 3일): 23,750원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSDAQ 지수 (pt)	827.57		
52주 최고/최저(원)	26,700/12,900	매출액(십억원)	795.4 917.3
시가총액(십억원)	783.3	영업이익(십억원)	78.5 103.0
시가총액비중(%)	0.25	순이익(십억원)	73.1 88.8
발행주식수(천주)	33,428.7	EPS(원)	2,223 2,650
60일 평균 거래량(천주)	1,556.5	BPS(원)	11,460 14,326
60일 평균 거래대금(십억원)	34.7		
20년 배당금(예상,원)	0		
20년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	14.19		
주요주주 지분율(%)			
이경환 외 2 인	22.33		
국민연금공단	5.41		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	20.3 13.6 35.3		
상대	9.3 (11.2) 0.7		



Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	767.9	654.9	836.4	976.0	1,116.8
영업이익	십억원	91.0	62.6	81.4	110.2	129.8
세전이익	십억원	102.2	66.5	91.3	110.7	129.7
순이익	십억원	83.9	56.6	73.8	89.7	105.1
EPS	원	2,682	1,770	2,248	2,730	3,199
증감률	%	80.8	(34.0)	27.0	21.4	17.2
PER	배	6.26	12.40	10.56	8.70	7.43
PBR	배	2.22	2.18	1.93	1.58	1.30
EV/EBITDA	배	4.99	7.93	7.16	5.30	4.24
ROE	%	49.27	24.22	23.33	22.52	21.21
BPS	원	7,579	10,079	12,274	15,004	18,202
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 김록호

02-3771-7523

roko.kim@hanafn.com

RA 김정현

02-3771-7056

Junghyun.kim@hanafn.com

표 1. 비에이치의 별류에이션

20F EPS	21F EPS	12-month fwd EPS	
W 2,466	W 2,853	W 2,660	
비고			
EPS (원)	2,660		12m forward EPS
비교 P/E (x)	10.0		IT부품 평균 PER
할인율 (%)	20%		고수익성 시현증. 5G 수혜 확인. 2차전지 잠재력 상존
적정 P/E (x)	12.0		
적정주가 (원)	31,916		
<b>목표주가 (원)</b>	<b>32,000</b>		
현재주가 (원)	23,400		2020.08.03 종가 기준
상승여력 (%)	36.8		

자료: 하나금융투자

표 2. 비에이치의 분기별 실적 추정 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>148.0</b>	<b>105.5</b>	<b>261.2</b>	<b>321.8</b>	<b>176.3</b>	<b>128.9</b>	<b>297.6</b>	<b>373.2</b>	<b>654.8</b>	<b>836.4</b>	<b>976.0</b>
YOY	36.5%	-5.1%	-1.2%	88.4%	19.2%	22.1%	13.9%	16.0%	-14.7%	27.7%	16.7%
QoQ	-13.3%	-28.7%	147.4%	23.2%	-45.2%	-26.9%	130.9%	25.4%			
삼성디플 (국내/중국)	51.7	35.0	49.4	45.4	56.7	43.7	48.8	44.5	160.6	181.5	193.7
삼성디플 (북미)	61.6	39.7	156.9	231.8	71.4	42.8	188.8	279.0	358.2	490.0	581.9
노트북	5.4	7.0	18.4	13.5	4.1	4.4	14.9	10.9	40.3	44.3	34.3
삼성무선	4.6	4.0	11.4	8.5	16.1	14.1	17.5	13.1	13.4	28.6	60.7
배터리	15.1	10.5	13.5	12.2	15.9	11.0	14.2	12.8	49.3	51.3	53.9
LG전자	2.5	3.1	3.6	3.5	3.6	4.5	4.4	4.3	7.9	12.7	16.8
증화권	4.4	4.2	5.7	5.3	6.0	6.4	6.8	7.2	18.1	19.6	26.3
기타	2.6	2.0	2.2	1.5	2.6	2.0	2.2	1.5	6.8	8.3	8.3
<b>영업이익</b>	<b>3.5</b>	<b>-2.3</b>	<b>37.7</b>	<b>42.5</b>	<b>9.7</b>	<b>5.7</b>	<b>45.0</b>	<b>49.8</b>	<b>62.6</b>	<b>81.4</b>	<b>110.2</b>
<b>영업이익률</b>	<b>2.4%</b>	<b>-2.2%</b>	<b>14.5%</b>	<b>13.2%</b>	<b>5.5%</b>	<b>4.4%</b>	<b>15.1%</b>	<b>13.3%</b>	<b>9.6%</b>	<b>9.7%</b>	<b>12.0%</b>
YOY	-13.1%	-137.9%	-6.8%	258.0%	179.7%	-342.8%	19.1%	17.2%	-31.2%	30.0%	35.4%
QoQ	-70.6%	-167.2%	-1711.1%	12.6%	-77.1%	-41.6%	690.3%	10.7%			

자료: 비에이치, 하나금융투자

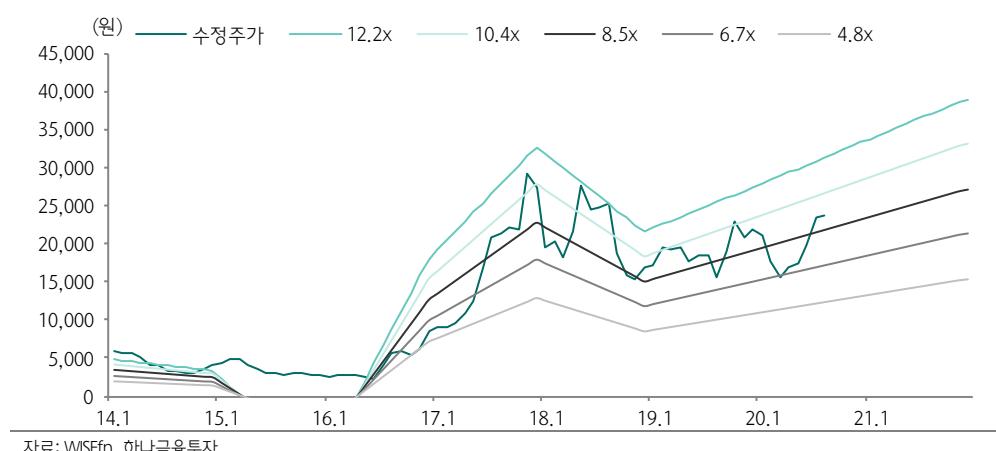
표 3. 비에이치의 분기별 실적 추정 (수정 전)

(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
증권	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

그림 1. 비에이치의 PER 밴드



자료: WISEfn, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>767.9</b>	<b>654.9</b>	<b>836.4</b>	<b>976.0</b>	<b>1,116.8</b>
매출원가	614.5	566.4	687.9	791.2	902.0
<b>매출총이익</b>	<b>153.4</b>	<b>88.5</b>	<b>148.5</b>	<b>184.8</b>	<b>214.8</b>
판관비	62.3	25.9	67.2	74.7	85.1
<b>영업이익</b>	<b>91.0</b>	<b>62.6</b>	<b>81.4</b>	<b>110.2</b>	<b>129.8</b>
금융손익	0.2	(6.4)	(3.5)	(2.4)	(1.8)
종속/관계기업손익	2.3	5.4	10.1	(1.1)	(2.0)
기타영업외손익	8.6	4.9	3.4	4.1	3.8
<b>세전이익</b>	<b>102.2</b>	<b>66.5</b>	<b>91.3</b>	<b>110.7</b>	<b>129.7</b>
법인세	18.2	9.9	17.5	21.0	24.6
<b>계속사업이익</b>	<b>83.9</b>	<b>56.6</b>	<b>73.8</b>	<b>89.7</b>	<b>105.1</b>
<b>중단사업이익</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>당기순이익</b>	<b>83.9</b>	<b>56.6</b>	<b>73.8</b>	<b>89.7</b>	<b>105.1</b>
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>83.9</b>	<b>56.6</b>	<b>73.8</b>	<b>89.7</b>	<b>105.1</b>
지배주주지분포괄이익	83.5	65.7	73.8	89.7	105.1
NOPAT	74.8	53.2	65.8	89.2	105.1
EBITDA	119.8	94.1	116.1	148.7	171.2
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	11.1	(14.7)	27.7	16.7	14.4
NOPAT증가율	25.1	(28.9)	23.7	35.6	17.8
EBITDA증가율	22.2	(21.5)	23.4	28.1	15.1
영업이익증가율	20.2	(31.2)	30.0	35.4	17.8
(지배주주)순익증가율	80.8	(32.5)	30.4	21.5	17.2
EPS증가율	80.8	(34.0)	27.0	21.4	17.2
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	20.0	13.5	17.8	18.9	19.2
EBITDA이익률	15.6	14.4	13.9	15.2	15.3
영업이익률	11.9	9.6	9.7	11.3	11.6
계속사업이익률	10.9	8.6	8.8	9.2	9.4
<b>투자지표</b>					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,682	1,770	2,248	2,730	3,199
BPS	7,579	10,079	12,274	15,004	18,202
CFPS	4,214	3,541	4,049	4,390	5,035
EBITDAPS	3,829	2,942	3,535	4,526	5,211
SPS	24,542	20,481	25,470	29,710	33,997
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	6.3	12.4	10.6	8.7	7.4
PBR	2.2	2.2	1.9	1.6	1.3
PCFR	4.0	6.2	5.9	5.4	4.7
EV/EBITDA	5.0	7.9	7.2	5.3	4.2
PSR	0.7	1.1	0.9	0.8	0.7
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	49.3	24.2	23.3	22.5	21.2
ROA	17.0	11.9	13.1	12.7	12.6
ROIC	26.6	18.6	19.5	21.9	23.3
부채비율	150.0	71.0	83.8	73.2	64.0
순부채비율	37.3	10.2	13.6	1.2	(10.5)
이자보상배율(배)	11.2	11.2	33.3	43.0	52.0

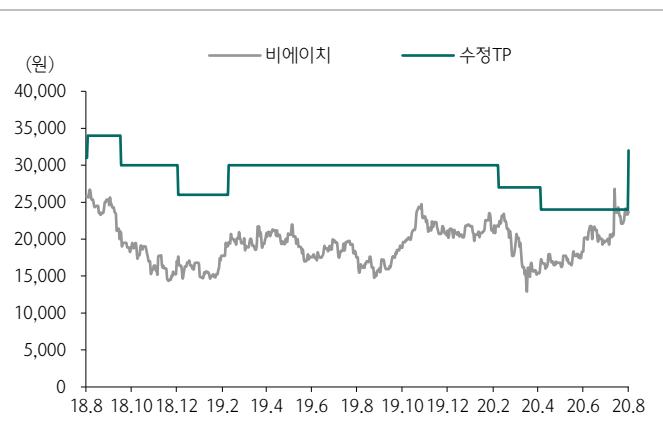
자료: 하나금융투자

대차대조표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>242.2</b>	<b>232.7</b>	<b>366.3</b>	<b>457.0</b>	<b>566.8</b>
금융자산	70.2	73.2	65.9	106.6	165.8
현금성자산	68.2	59.9	40.7	77.2	132.2
매출채권 등	122.8	102.2	192.4	224.5	256.9
재고자산	24.7	43.9	82.6	96.4	110.3
기타유동자산	24.5	13.4	25.4	29.5	33.8
<b>비유동자산</b>	<b>227.6</b>	<b>245.2</b>	<b>283.0</b>	<b>310.2</b>	<b>332.2</b>
투자자산	17.6	24.3	39.8	45.3	50.8
금융자산	2.2	1.3	2.5	2.9	3.3
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	11.3	11.4	11.4
<b>자산총계</b>	<b>469.8</b>	<b>477.9</b>	<b>649.3</b>	<b>767.2</b>	<b>899.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>232.1</b>	<b>174.4</b>	<b>259.4</b>	<b>283.3</b>	<b>305.5</b>
금융부채	119.1	91.8	104.1	102.0	98.1
매입채무 등	74.8	67.7	127.6	148.9	170.3
기타유동부채	38.2	14.9	27.7	32.4	37.1
<b>비유동부채</b>	<b>49.8</b>	<b>24.1</b>	<b>36.6</b>	<b>41.0</b>	<b>45.5</b>
금융부채	21.2	10.0	10.0	10.0	10.0
기타비유동부채	28.6	14.1	26.6	31.0	35.5
<b>부채총계</b>	<b>281.8</b>	<b>198.5</b>	<b>296.0</b>	<b>324.3</b>	<b>351.0</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>187.9</b>	<b>279.5</b>	<b>353.3</b>	<b>443.0</b>	<b>548.0</b>
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	326.8	416.5	521.6
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>187.9</b>	<b>279.5</b>	<b>353.3</b>	<b>443.0</b>	<b>548.0</b>
<b>순금융부채</b>	<b>70.1</b>	<b>28.5</b>	<b>48.1</b>	<b>5.4</b>	<b>(57.8)</b>
<b>현금흐름표</b>					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>161.5</b>	<b>70.7</b>	<b>58.9</b>	<b>102.7</b>	<b>121.2</b>
당기순이익	83.9	56.6	73.8	89.7	105.1
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 변동	40.6	(12.8)	(55.6)	(19.8)	(19.9)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(66.0)</b>	<b>(58.5)</b>	<b>(84.6)</b>	<b>(59.3)</b>	<b>(57.0)</b>
투자자산감소(증가)	(6.2)	(2.9)	(15.8)	(5.7)	(5.8)
유형자산감소(증가)	(58.8)	(43.8)	(57.0)	(60.2)	(57.8)
기타	(1.0)	(11.8)	(11.8)	6.6	6.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(110.6)</b>	<b>(19.5)</b>	<b>12.2</b>	<b>(2.0)</b>	<b>(3.9)</b>
금융부채증가(감소)	(63.0)	(38.5)	12.2	(2.0)	(3.9)
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
<b>현금의 증감</b>	<b>(15.1)</b>	<b>(8.3)</b>	<b>(19.2)</b>	<b>36.5</b>	<b>55.0</b>
Unlevered CFO	131.8	113.2	133.0	144.2	165.4
Free Cash Flow	94.2	14.4	1.9	42.5	63.3



### 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

#### 비에이치



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
20.8.4	BUY	32,000		
20.4.8	BUY	24,000	-19.09%	11.25%
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%

### 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	91.6%	8.4%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 0000년 0월 0일

### Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트()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 08월 04일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트()는 2020년 08월 04일 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.