



비에이치 (090460)

2021년 실적대비 저평가

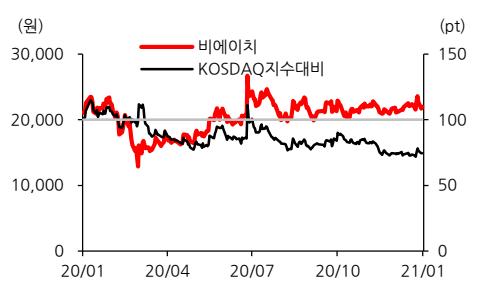
Buy (유지)

목표주가(유지): 29,000원

현재 주가(1/20)	22,900원
상승여력	▲ 26.6%
시가총액	7,665억원
발행주식수	33,473천주
52 주 최고가 / 최저가	26,700 / 12,900원
90 일 일평균 거래대금	193.56억원
외국인 지분율	12.8%
주주 구성	
이경환 (외 3인)	22.0%
자사주 (외 1인)	7.7%
국민연금공단 (외 1인)	5.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.3	0.0	-5.8	8.8
상대수익률(KOSDA)	2.1	-18.6	-30.8	-34.3
(단위: 십억 원, 원, %, 배)				
재무정보	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	768	655	795	935
영업이익	91	63	55	91
EBITDA	120	94	88	130
지배주주순이익	84	57	53	82
EPS	2,683	1,748	1,604	2,457
순차입금	70	29	6	-72
PER	6.3	12.6	13.9	9.3
PBR	2.8	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	5.0	7.9	8.6	5.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	49.3	24.2	17.0	21.2

주가 추이



4 분기 실적은 컨센서스를 하회할 전망입니다. 주요 고객사의 단가 인하 및 환율의 부정적인 영향이 주요 원인입니다. 2021년 성장 스토리는 여전히 유효하므로 기존의 목표주가 29,000원을 유지합니다.

4분기 실적은 부진할 전망

비에이치의 2020년 4분기 실적으로 매출액 2,725억 원, 영업이익 232억 원을 전망한다. 컨센서스 영업이익 364억 원을 하회할 전망이다. 북미 고객사향 CR 및 부정적인 환율 영향이 컸다. 또한, ASP가 낮은 6.1인치 북미 스마트폰 모델 판매 호조 및 국내 주요 고객사의 중저가 스마트폰 수주 확대에 따라 전반적인 제품 믹스가 악화되었다. 반면 2021년 1분기 실적은 ASP가 높은 6.7인치 북미 스마트폰 모델 판매 호조에 따라 전년대비 152.8% 증가한 영업이익 88억 원이 예상된다.

2021년 실적 개선을 기대하는 이유

2021년 실적으로 매출액 9,351억 원, 영업이익 910억 원을 전망한다. 이유는 다음과 같다. 1) 북미 고객사향 매출 증가가 여전히 가능하다. 경쟁사 사업 철수 가능성에 높아짐에 따라 현재 약 60% 내외의 북미 고객사향 OLED RF-PCB 시장 점유율이 70% 이상으로 확대되기 때문이다. 2) 5G용 MPI FPCB는 5G 스마트폰 출하 확대로 2020년 약 200억 원에서 1,000억 원으로 매출 확대가 예상된다. 향후 글로벌 고객사로도 공급 확대가 가능하다. 3) 마지막으로 전장용 FPCB 공급 확대이다. 자동차 OEM 업체로 공급이 시작되며, 전체 매출 내 약 5% 내외의 비중으로 시작하여 점진적인 확대가 예상된다.

목표주가 29,000원과 투자의견 BUY를 유지

비에이치에 대한 목표주가와 투자의견을 유지한다. 북미 업체향 스마트폰 중심의 사업 구조에서 전장, 5G로의 영역 확대가 기대된다. 반면 12MF 기준 PER 8.3배는 IT 업종 12.7배 대비 여전히 저평가 구간이라는 판단이다.

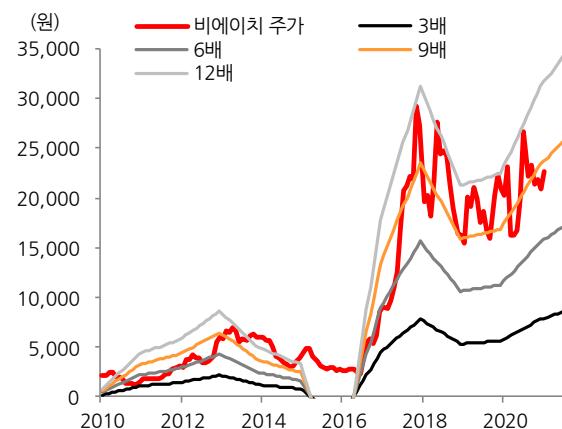
[표1] 비에이치의 분기 및 연간 실적 전망 (변경 후)

(단위: 십억 원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	148.0	105.5	236.1	272.5	165.9	138.3	323.7	307.2	654.8	762.1	935.1
%YoY	36.5	(5.1)	(10.7)	59.6	12.1	31.0	37.1	12.7	(14.7)	16.4	22.7
%QoQ	(13.3)	(28.7)	123.7	15.4	(39.1)	(16.7)	134.1	(5.1)			
북미고객사항	48.6	44.2	161.0	217.1	88.0	87.2	262.5	241.0	427.3	470.8	678.7
(%) Sales	32.9	41.9	68.2	79.6	53.1	63.0	81.1	78.4	65.3	61.8	72.6
삼성전자향	42.5	23.9	41.4	33.9	52.5	19.9	38.9	36.0	163.0	141.6	147.2
(%) Sales	28.7	22.6	17.5	12.4	31.6	14.4	12.0	11.7	24.9	18.6	15.7
기타	56.9	37.4	33.7	21.6	25.4	31.2	22.3	30.3	64.6	149.6	109.3
(%) Sales	38.4	35.5	14.3	7.9	15.3	22.6	6.9	9.9	9.9	19.6	11.7
영업이익	3.5	(2.3)	30.3	23.2	8.8	6.2	43.7	32.3	62.5	54.7	91.0
%OPM	2.4	(2.2)	12.8	8.5	5.3	4.5	13.5	10.5	9.6	7.2	9.7
%YoY	(12.7)	(137.3)	(25.2)	95.8	152.8	(369.7)	44.1	39.3	(31.3)	(12.6)	66.5
%QoQ	(70.5)	(166.1)	(1,414.5)	(23.6)	(61.9)	(29.5)	602.3	(26.2)			

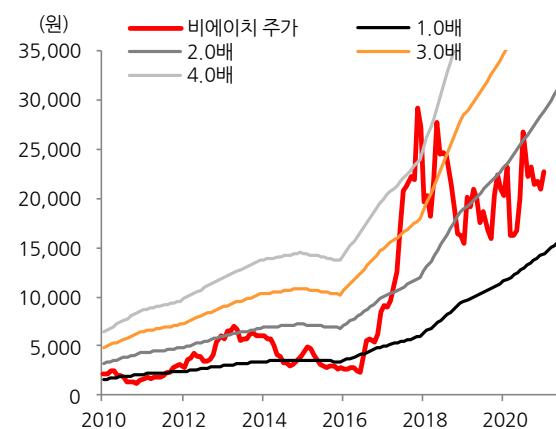
자료: 비에이치, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 비에이치의 12개월 Forward PER 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 비에이치의 12 개월 Forward PBR 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 벨류에이션 및 실적 (컨센서스 기준)

(단위: 십억 원, %)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
PER(12M Fwd)											
최대	8.04	6.79	8.33	8.73	8.91	9.10	19.87	13.20	8.96	8.19	
평균	5.16	4.94	6.69	6.55	5.88	5.90	8.53	9.23	6.43	6.60	8.25
최소	3.56	3.71	5.05	4.74	4.14	4.59	4.25	7.29	4.39	4.66	
PBR(12M Fwd)											
최대	1.77	1.29	1.82	2.04	1.49	1.20	2.17	4.03	2.76	2.03	
평균	0.98	1.09	1.37	1.60	1.02	0.83	1.02	2.71	1.98	1.62	1.52
최소	0.67	0.90	1.05	1.23	0.70	0.59	0.56	1.96	1.27	1.27	
ROE(%)	2.75	18.44	21.54	27.68	13.34	8.31	(22.94)	35.84	49.27	32.59	19.76
실적											
매출액	111.1	152.9	229.9	379.1	315.9	364.6	372.0	691.3	767.9	654.9	784.0
YoY (%)	4.5	37.6	50.3	64.9	(16.7)	15.4	2.0	85.9	11.1	(14.7)	19.7
영업이익	4.4	13.0	24.7	31.4	19.0	9.4	(25.8)	75.7	91.0	62.6	68.7
YoY (%)	(47.3)	193.9	89.6	27.3	(39.5)	(50.3)	격전	흑전	20.2	(31.3)	9.7
순이익	0.9	8.6	14.1	22.1	12.7	8.7	(24.5)	46.4	83.9	56.6	61.3
YoY (%)	(80.3)	903.5	62.9	57.3	(42.5)	(31.7)	격전	흑전	80.9	(32.6)	8.4
영업이익률 (%)	4.0	8.5	10.7	8.3	6.0	2.6	격자	11.0	11.9	9.6	8.8
순이익률 (%)	0.8	5.6	6.1	5.8	4.0	2.4	격자	6.7	10.9	8.6	7.8

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 주요 이벤트



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서						재무상태표					
12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E	12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	691	768	655	795	935	유동자산	336	242	233	268	348
매출총이익	110	153	88	105	181	현금성자산	85	70	73	82	160
영업이익	76	91	63	55	91	매출채권	167	123	102	127	128
EBITDA	98	120	94	88	130	재고자산	59	25	44	34	34
순이자순익	-6	-7	-4	-4	-7	비유동자산	184	228	245	254	298
외화관련손익	-14	7	5	6	0	투자자산	16	29	36	37	38
지분법손익	7	2	5	4	4	유형자산	164	196	206	214	257
세전계속사업손익	59	102	67	66	93	무형자산	4	5	3	3	3
당기순이익	46	84	57	53	82	자산총계	520	470	478	522	647
지배주주순이익	46	84	57	53	82	유동부채	256	232	174	151	193
증가율(%)						매입채무	121	57	61	50	91
매출액	85.9	11.1	-14.7	21.5	17.6	유동성이자부채	106	119	92	81	81
영업이익	흑전	20.2	-31.3	-12.6	66.5	비유동부채	111	50	24	24	24
EBITDA	흑전	22.3	-21.5	-6.6	47.9	비유동이자부채	98	21	10	8	8
순이익	흑전	80.9	-32.6	-5.8	54.2	부채총계	367	282	198	175	217
이익률(%)						자본금	16	16	16	17	17
매출총이익률	16.0	20.0	13.5	13.2	19.3	자본잉여금	28	29	54	70	70
영업이익률	11.0	11.9	9.6	6.9	9.7	이익잉여금	105	189	253	306	389
EBITDA 이익률	14.2	15.6	14.4	11.0	13.9	자본조정	4	-46	-44	-46	-46
세전이익률	8.5	13.3	10.2	8.2	10.0	자기주식	0	-50	-50	-50	-50
순이익률	6.7	10.9	8.6	6.7	8.8	자본총계	153	188	279	347	429
현금흐름표						주요지표					
12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E	12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	59	162	71	28	158	주당지표					
당기순이익	46	84	57	53	82	EPS	1,483	2,683	1,748	1,604	2,457
자산상각비	22	29	31	33	39	BPS	4,885	5,988	8,551	10,369	12,826
운전자본증감	-45	41	-13	-11	40	DPS	0	0	0	0	0
매출채권 감소(증가)	-220	50	202	-41	-1	CFPS	3,609	4,215	3,496	1,174	3,519
재고자산 감소(증가)	-16	35	-18	10	0	ROA(%)	11.2	17.0	11.9	10.7	14.1
매입채무 증가(감소)	212	-68	-185	-9	41	ROE(%)	35.8	49.3	24.2	17.0	21.2
투자현금흐름	-38	-66	-58	-25	-80	ROIC(%)	23.6	29.4	20.1	14.5	24.4
유형자산처분(취득)	-39	-59	-44	-40	-82	Multiples(x, %)					
무형자산 감소(증가)	-1	0	-1	0	0	PER	18.4	6.3	12.6	13.9	9.3
투자자산 감소(증가)	2	-6	-14	12	0	PBR	5.6	2.8	2.6	2.2	1.8
재무현금흐름	53	-111	-20	18	0	PSR	1.2	0.7	1.1	0.9	0.8
차입금의 증가(감소)	49	-61	-20	2	0	PCR	7.6	4.0	6.3	19.0	6.5
자본의 증가(감소)	5	0	0	16	0	EV/EBITDA	9.9	5.0	7.9	8.6	5.3
배당금의 지급	0	0	0	0	0	배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
총현금흐름	113	132	113	39	118	안정성(%)					
(-)운전자본증가(감소)	8	-41	18	39	-40	부채비율	240.3	150.0	71.0	50.4	50.6
(-)설비투자	69	67	56	43	82	Net debt/Equity	77.3	37.3	10.2	1.9	-16.7
(+)자산매각	29	8	11	3	0	Net debt/EBITDA	120.5	58.5	30.3	7.3	-55.3
Free Cash Flow	65	114	50	-40	76	유동비율	131.3	104.4	133.4	177.1	180.3
(-)기타투자	36	2	-6	-30	-3	이자보상배율(배)	11.7	11.2	11.2	10.5	11.4
잉여현금	29	112	56	-10	78	자산구조(%)					
NOPLAT	60	75	53	44	80	투하자본	72.4	71.2	72.4	73.4	62.5
(+) Dep	22	29	31	33	39	현금+투자자산	27.6	28.8	27.6	26.6	37.5
(-)운전자본투자	8	-41	18	39	-40	자본구조(%)					
(-)Capex	69	67	56	43	82	차입금	57.1	42.7	26.7	20.3	17.0
OpFCF	5	78	11	-5	77	자기자본	42.9	57.3	73.3	79.7	83.0

주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice]

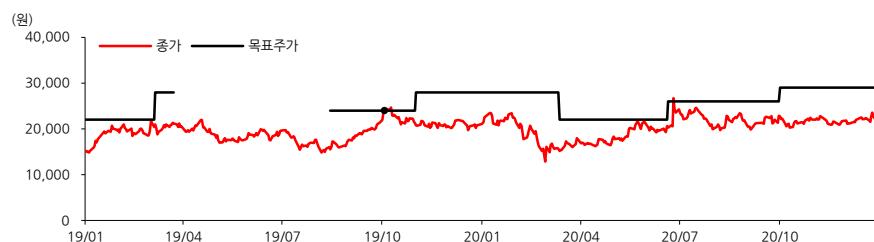
(공표일: 2021년 01월 21일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간접없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김준환)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자의 증권투자를 돋기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[비에이치 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시 투자의견 목표가격	2016.08.12 투자등급변경	2019.03.26 Buy 28,000	2019.09.03 담당자변경 김준환	2019.09.03 Buy 24,000	2019.10.07 Buy 24,000	2019.11.21 Buy 28,000
일 시 투자의견 목표가격	2020.02.18 Buy 28,000	2020.04.01 Buy 22,000	2020.05.11 Buy 22,000	2020.06.04 Buy 22,000	2020.07.10 Buy 26,000	2020.08.04 Buy 26,000
일 시 투자의견 목표가격	2020.10.21 Buy 29,000	2020.11.10 Buy 29,000	2021.01.21 Buy 29,000			

[목표주가 변동 내역별 고리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	고리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.03.26	Buy	28,000	-33.51	-21.61
2019.09.03	Buy	24,000	-16.02	2.92
2019.11.21	Buy	28,000	-28.01	-16.07
2020.04.01	Buy	22,000	-16.79	-1.14
2020.07.10	Buy	26,000	-14.93	2.69
2020.10.21	Buy	29,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15%+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률을 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%