

SK COMPANY Analysis



Analyst

박형우/홍승일(RA)
hyungwou@sk.com
02-3773-8889

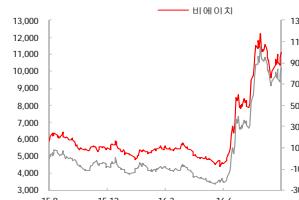
Company Data

자본금	78 억원
발행주식수	1,563 만주
자사주	160 만주
액면가	500 원
시가총액	1,735 억원
주요주주	
이경환(외7)	23.48%
자사주	10.24%
외국인지분률	9.70%
배당수익률	N/A

Stock Data

주가(16/09/28)	11,100 원
KOSDAQ	686.76 pt
52주 Beta	0.92
52주 최고가	12,200 원
52주 최저가	4,400 원
60일 평균 거래대금	76 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-11.5%	-12.5%
6개월	99.3%	97.9%
12개월	81.5%	80.1%

비에이치 (090460/KQ | Not Rated)

3Q16 Preview : 3Q16 보다는 2017년 실적성장 가능성에 주목

2016년 3분기 매출액 921 억원, 영업손실 -8 억원 전망

- ① 노트 7의 품질 이슈로 배터리용 FPCB 매출이 예상 대비 감소했고,
- ② 고객사의 3분기 중저가 스마트폰 생산량이 기대를 하회했으며,
- ③ 일부 적자성 FPCB 생산/공급이 지속되고 있음

그러나 비에이치는 2016년에도 생산능력(Capa.) 증설 전망. 2017년 성장성 유망

3Q16 Preview : 3분기 실적은 컨센서스를 하회할 전망

비에이치는 3Q16에 매출액 921 억원 (YoY-10%), 영업손실 -8 억원 (YoY 적자전환)을 기록할 것으로 추산된다. 당초 3분기 실적은 영업이익률 2%로 흑자전환이 기대됐었으나, 예상치 대비 다소 부진할 전망이다. 이는 ① 노트 7의 품질 이슈로 배터리용 FPCB 매출이 감소했고, ② 고객사의 3분기 중저가 스마트폰 생산량이 기대치를 하회했으며, ③ 일부 적자성 FPCB 생산/공급이 지속 중이기 때문이다. 노트 7 품질이슈로 인한 배터리 FPCB 수요 감소는 아쉽다. 그러나 플래그십 스마트폰의 패널용 FPCB 시장에서 높은 점유율을 유지중인 점은 긍정적이다.

OLED 산업의 성장은 비에이치의 성장

비에이치는 패널용 FPCB 시장의 강자이다. 주요 고객사에 플래그십 스마트폰의 패널용 FPCB 와 R-FPCB 를 공급중인 메인 벤더이고, 고객사 내 점유율은 60%를 상회하는 것으로 예상된다. 향후 모바일 패널 시장에서는 OLED 의 LCD 대체로 비에이치 고객사의 시장지배력이 확대될 것으로 전망된다. 그리고 중소형 OLED 시장성장의 수혜는 비에이치에게도 나타날 것으로 기대된다.

비에이치의 2017년은 그 동안의 투자가 이익으로 실현되는 시기

최근 1~2년간, 스마트폰 산업의 성장 정체로 다수의 부품사들은 설비투자를 축소시켰다. 반면, 비에이치는 지속적으로 생산 Capa.를 늘리고 있는 점을 주목한다. 동사는 고객사와 긴밀히 협력해 온 핵심벤더로 자리잡았다고 평가된다. 2017년 비에이치의 매출 성장과 이익률 개선을 전망한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2011	2012	2013	2014	2015
매출액	억원	1,529	2,298	3,791	3,159	3,646
yoY	%	-	50.3	64.9	-16.7	15.4
영업이익	억원	130	247	314	190	94
yoY	%	-	89.5	27.3	-39.5	-50.3
EBITDA	억원	188	321	532	396	289
세전이익	억원	96	157	275	167	97
순이익(지배주주)	억원	86	141	221	127	87
영업이익률%	%	8.5	10.7	8.3	6.0	2.6
EBITDA%	%	12.3	14.0	14.0	12.6	7.9
순이익률	%	5.6	6.1	5.8	4.0	2.4
EPS	원	721	954	1,440	813	556
PER	배	8.6	12.6	8.3	9.7	9.9
PBR	배	1.5	2.4	1.9	1.1	0.7
EV/EBITDA	배	7.7	7.8	5.0	5.5	7.7
ROE	%	-	21.5	27.7	13.3	8.3
순차입금	억원	584	705	785	955	1,372
부채비율	%	147.3	156.9	159.2	159.7	208.6

패널용 FPCB 시장의 강자, 미래는 밝다

**경쟁 끝에 살아남은 비에이치 등은
고객사로부터 FPCB 공급물량을
추가로 배정받아 시장점유율을 상승**

2015년과 2016년 상반기 플렉스컴을 비롯한 다수의 FPCB 경쟁사들은 경영난으로 정상적인 부품 공급이 어려워졌다. 그리고 치열한 경쟁 끝에 살아남은 비에이치, 인터플렉스, 대덕 GDS, 뉴프렉스 등은 고객사로부터 FPCB 공급물량을 추가로 배정받아 시장점유율을 끌어올렸다. 다만, 수년간 지속된 단가인하로 다수의 FPCB는 공급량이 늘수록 적자가 커지는 기형적 구조가 만들어졌다.

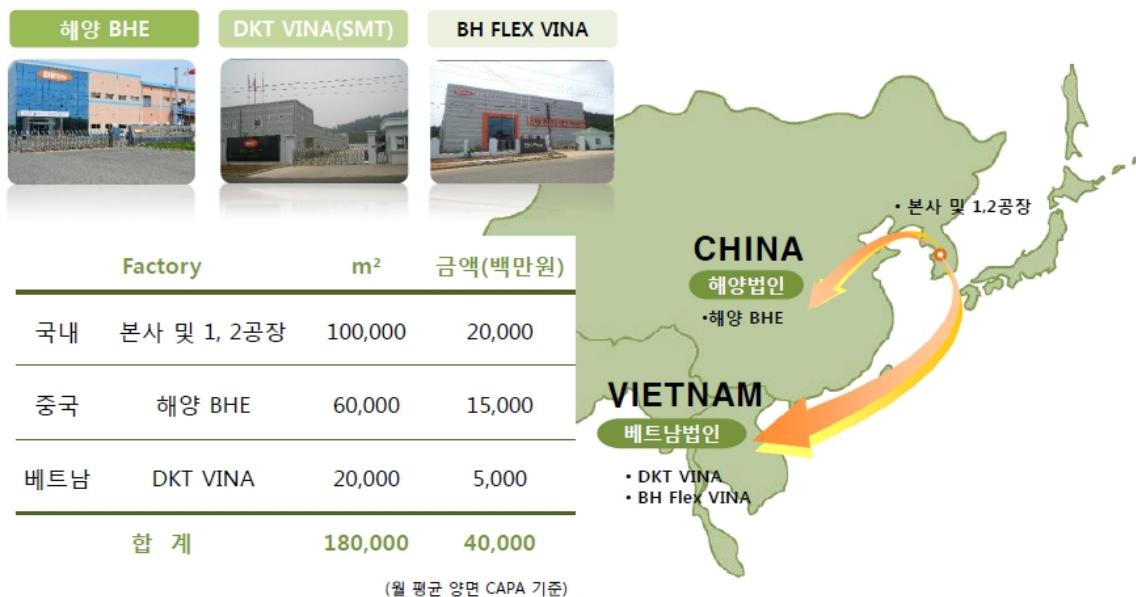
**향후 모바일 패널은 OLED 가
LCD를 대체 전망. OLED 성장수혜는
비에이치에게도 발생 예상**

현재 FPCB 중 5% 이상의 수익성이 기대되는 어플리케이션은 패널용, 디지타이저용, 카메라모듈용 등 소수에 국한된다. 비에이치는 이 중 패널용 FPCB의 강자이다. 주요 고객사의 플래그십 스마트폰에 독과점적으로 패널용 FPCB를 공급하고 있고, 고객사 내 점유율은 60%를 상회하는 것으로 예상된다. 향후 모바일 패널 시장에서는 OLED의 LCD 대체로 고객사의 시장지배력이 확대될 것이다. 그리고 중소형 OLED 시장 성장의 수혜는 비에이치에게도 나타날 것으로 기대된다.

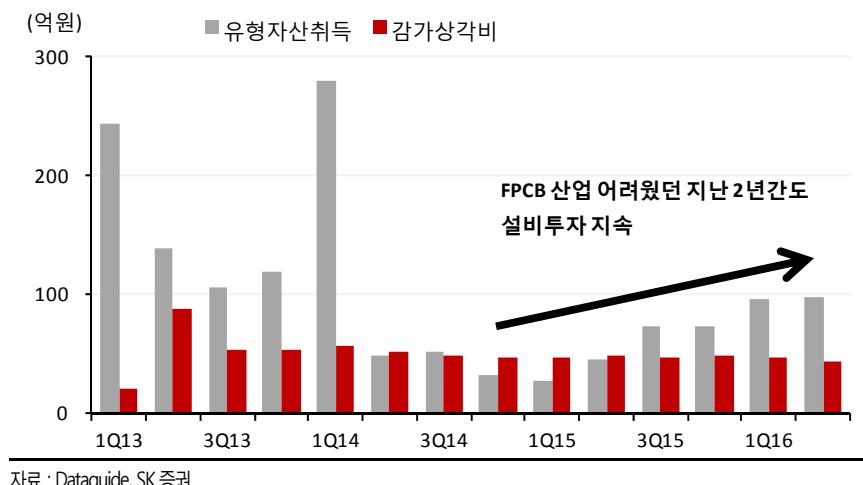
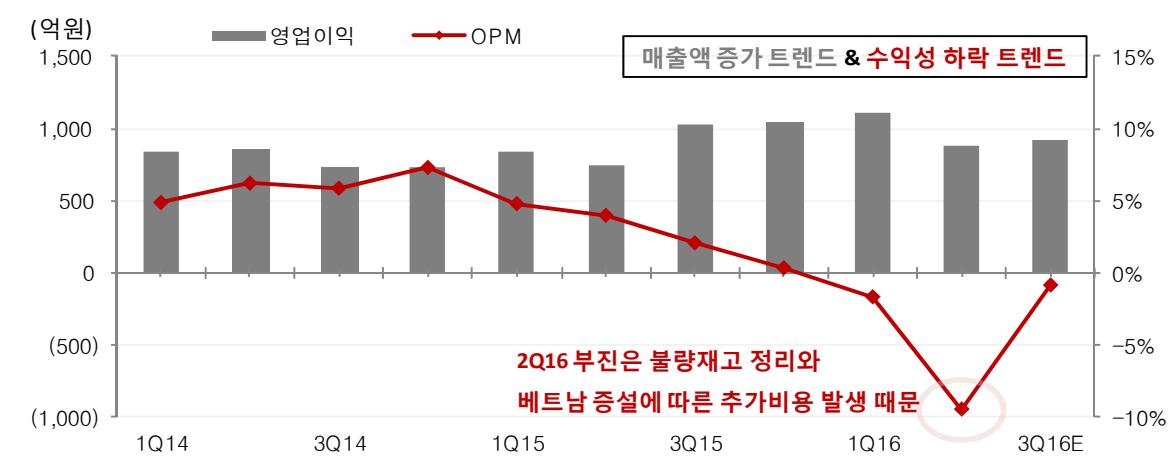
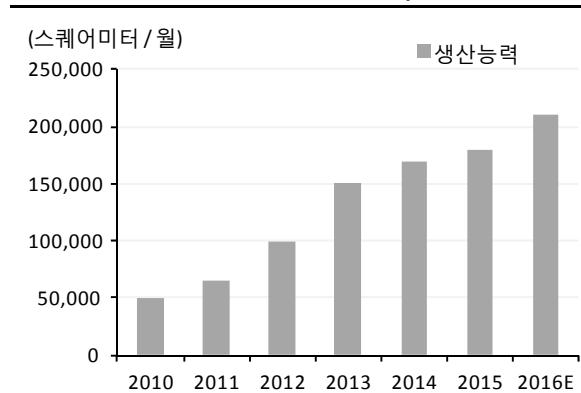
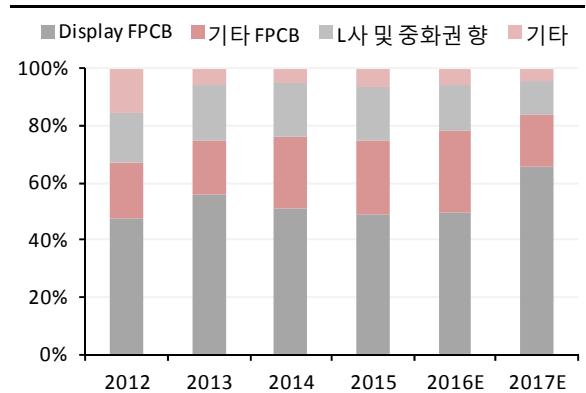
**비에이치는 지속적으로 생산
Capa.를 증설 중. 고객사의
핵심벤더로 자리잡았다고 판단**

최근 1~2년간, 스마트폰 산업의 성장 정체로 다수의 부품사들은 설비투자를 축소시켰다. 반면, 이와 상반되게 비에이치는 지속적으로 생산 Capa.를 늘리고 있는 점을 주목해야 한다. 동사는 고객사내 핵심벤더로 자리잡았다고 평가된다. 2017년 비에이치의 매출 성장과 이익률 개선을 전망한다.

비에이치 해외 생산기지 및 생산능력 (2015년 연말 기준) : 비에이치는 현재 베트남에서 생산능력을 증설 중



자료 : 비에이치, SK증권

비에이치 분기별 유형자산취득 규모 및 감가상각비 추이 : FPCB 불황의 시기에도 설비투자 지속비에이치 영업이익/손실 & OPM 추이 : 매출증가 트렌드에 수익성 하락 이유는 경쟁사들의 사업철수로 저마진 매출비중 증가 때문비에이치 FPCB 생산능력 추이 : 2016년에도 Capa. 증설비에이치 고객사별 매출 비중 : 패널용 FPCB 생산경쟁력 보유

비에이치 3Q16 실적 Preview : 3 분기 적자지속 전망

(단위: 억원 %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	2013	2014	2015
매출액	835	747	1,022	1,042	1,105	875	921	3,791	3,159	3,646
영업이익	40	30	21	4	-18	-83	-8	314	190	94
opm	5%	4%	2%	0%	-2%	-9%	-1%	8%	6%	3%
순이익	49	25	24	-11	-15	-87	-5	221	127	87
npm	6%	3%	2%	-1%	-1%	-10%	-1%	6%	4%	2%

자료: Dataguide, SK 증권 추정

3Q16 실적 : SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

비에이치 실적	3Q15	2Q16	3Q16 SK 추정치	3Q16 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	1,022	875	921	1,084	-15%
영업이익	21	-83	-8	19	-143%
순이익	24	-87	-5	15	-133%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

2016년 실적 : SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

비에이치 실적	2014	2015	2016 SK 추정치	2016 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	3,159	3,646	N/A	4,070	N/A
영업이익	190	94	N/A	-18	N/A
순이익	127	87	N/A	-19	N/A

자료: SK 증권 추정, Dataguide

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.09.29	Not Rated	
	2016.01.05	Not Rated	
	2015.11.23	Not Rated	
	2015.09.08	Not Rated	
	2015.04.23	Not Rated	

Compliance Notice

- 작성자(박형우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 증목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 9월 29일 기준)

매수	95.92%	중립	4.08%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
유동자산	732	972	1,074	1,199	1,784
현금및현금성자산	57	59	193	209	164
매출채권및기타채권	271	549	536	587	760
재고자산	321	276	219	280	674
비유동자산	748	844	1,235	1,441	1,535
장기금융자산	34	17	15	16	18
유형자산	666	762	1,156	1,367	1,425
무형자산	21	26	35	24	38
자산총계	1,480	1,816	2,310	2,639	3,319
유동부채	685	853	990	1,026	1,471
단기금융부채	498	549	622	636	867
매입채무 및 기타채무	105	196	224	303	482
단기증당부채					4
비유동부채	196	256	429	596	772
장기금융부채	179	241	395	567	737
장기매입채무 및 기타채무					
장기증당부채	1	2	12	8	1
부채총계	881	1,109	1,419	1,623	2,244
지배주주지분	599	707	891	1,016	1,076
자본금	70	75	78	78	78
자본잉여금	255	282	295	296	297
기타자본구성요소	1	-46	-102	-120	-123
자기주식	0	-49	-106	-129	-131
이익잉여금	275	408	627	756	841
비지배주주지분					
자본총계	599	707	891	1,016	1,076
부채와자본총계	1,480	1,816	2,310	2,639	3,319

현금흐름표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
영업활동현금흐름	135	88	535	276	-189
당기순이익(순실)	86	141	221	127	87
비현금성활동등	112	196	372	352	278
유형자산감가상각비	58	74	217	205	193
무형자산상각비	0	0	1	1	2
기타	54	121	154	146	84
운전자본감소(증가)	-35	-198	21	-82	-472
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-87	-267	-34	-51	-175
재고자산감소(증가)	-7	42	49	-65	-398
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	24	96	-23	148	152
기타	-139	-603	-38	-215	-401
법인세납부	-7	-12	-45	-76	-37
투자활동현금흐름	-141	-199	-606	-418	-237
금융자산감소(증가)	17	7	5	-5	-4
유형자산감소(증가)	-157	-190	-610	-413	-220
무형자산감소(증가)	-2	-9	-2	-1	-5
기타	0				
재무활동현금흐름	47	113	208	156	375
단기금융부채증가(감소)	-6	19	-33	-85	85
장기금융부채증가(감소)	-53	114	284	266	296
자본의증가(감소)	106	29	18		
배당금의 지급					
기타	0				
현금의 증가(감소)	42	2	134	16	-45
기초현금	15	57	59	193	209
기말현금	57	59	193	209	164
FCF	N/A(IFRS)	-27	-21	-144	-384

자료 : 비에이치, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
매출액	1,529	2,298	3,791	3,159	3,646
매출원가	1,284	1,911	3,265	2,749	3,310
매출총이익	245	388	525	411	337
매출총이익률 (%)	16.0	16.9	13.9	13.0	9.2
판매비와관리비	114	141	211	220	242
영업이익	130	247	314	190	94
영업이익률 (%)	8.5	10.7	8.3	6.0	2.6
비영업수익	-34	-90	-39	-23	2
순금융비용	41	40	41	45	44
외환관련손익	7	1	3	11	26
관계기업투자등 관련손익	-2	-22	-7	-4	
세전계속사업이익	96	157	275	167	97
세전계속사업이익률 (%)	6.3	6.8	7.3	5.3	2.7
계속사업법인세	10	17	54	40	10
계속사업이익	86	141	221	127	87
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	86	141	221	127	87
순이익률 (%)	5.6	6.1	5.8	4.0	2.4
지배주주	86	141	221	127	87
지배주주기록 순이익률(%)	5.64	6.12	5.84	4.03	2.38
비지배주주					
총포괄이익	88	123	224	143	61
지배주주	88	123	224	143	61
비지배주주					
EBITDA	188	321	532	396	289

주요투자지표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
성장성 (%)					
매출액	N/A(IFRS)	50.3	64.9	-16.7	154
영업이익	N/A(IFRS)	89.5	27.3	-39.5	-50.3
세전계속사업이익	N/A(IFRS)	63.3	74.9	-39.1	-42.1
EBITDA	N/A(IFRS)	70.5	65.6	-25.5	-27.2
EPS(계속사업)	N/A(IFRS)	32.3	50.9	-43.5	-31.7
수익성 (%)					
ROE	N/A(IFRS)	21.5	27.7	13.3	8.3
ROA	N/A(IFRS)	8.5	10.7	5.1	2.9
EBITDA마진	12.3	14.0	14.0	12.6	7.9
안정성 (%)					
유동비율	106.8	114.0	108.5	116.8	121.3
부채비율	147.3	156.9	159.2	159.7	208.6
순차입금/자기자본	97.6	99.7	88.1	93.9	127.6
EBITDA/이자비용(배)	4.4	7.6	12.2	8.3	6.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	721	954	1,440	813	556
BPS	4,294	5,017	6,377	7,325	7,717
CFPS	1,207	1,458	2,855	2,133	1,798
주당 현금배당금					
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	9.5	12.8	10.1	15.8	18.4
PER(최저)	4.3	5.9	6.6	7.0	9.4
PBR(최고)	1.6	2.4	2.3	1.8	1.3
PBR(최저)	0.7	1.1	1.5	0.8	0.7
PCR	5.2	8.2	4.2	3.7	3.1
EV/EBITDA(최고)	8.2	8.0	5.6	7.5	10.4
EV/EBITDA(최저)	5.0	4.7	4.2	4.7	7.7