



IT탐방왕
비에이치(090460KQ)

2017년 급성장이 기대되는
삼성디스플레이의 핵심 부품사

휴대폰/전기전자/통신장비. 박형우 | 3773-8889, hyungwou@sk.com
R.A. 홍승일 | 3773-8497, seungil@sk.com

SK COMPANY Analysis



후대폰/전기전자
박형우/홍승일(R.A)
hyungwou@sk.com
02-3773-8899

Company Data

자본금	78 억원
발행주식수	1,563 만주
자사주	160 만주
액면가	500 원
시가총액	1,712 억원
주요주주	
이경환(외7)	23.48%
비에이치 자사주	9.92%
외국인지분율	7.10%
배당수익률	N/A

Stock Data

주가(16/11/21)	10,950 원
KOSDAQ	609.33 pt
52주 Beta	0.98
52주 최고가	12,200 원
52주 최저가	4,400 원
60일 평균 거래대금	37 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	14%	8.5%
6개월	122.1%	149.7%
12개월	100.6%	125.5%

비에이치 (090460/KQ | 매수(신규편입) | T.P 18,300 원(신규편입))

2017년 급성장이 기대되는 삼성디스플레이의 핵심 부품사

지난 2년간 부품산업 내 구조조정으로 다수의 FPCB 업체들이 도산했습니다. 이런 와중에 비에이치는 안정적인 공급물량을 배정받으며 살아남은 삼성디스플레이의 FPCB 메인 벤더입니다. 비에이치의 강점은 수년간 자속해 온 고객사와의 신뢰관계라고 생각합니다. 전방 Flexible OLED 시장의 개화가 눈앞입니다. 2017년 출하량 증가와 판가 상승 효과를 누릴 비에이치를 휴대폰/전기전자 섹터 내 중소형주 Top Pick으로 제시합니다.

비에이치의 세 가지 투자포인트

비에이치는 급성장이 임박한 부품사다. ① 2017년, 미주 스마트폰 제조사의 Flexible OLED 채용에 따라 비에이치가 주력 생산하는 디스플레이 FPCB 매출이 크게 증가할 전망이고, ② 삼성디스플레이(SDC)의 핵심 벤더 위치를 수년 간 유지하고 있으며, ③ 대다수의 부품사들이 설비투자를 축소한 과거 3년 동안에도 베트남 공장을 중심으로 자속적으로 생산능력을 증설해왔기 때문이다.

2017년 실적 전망 : 매출액 YoY +114% 증가 전망

비에이치는 2017년에 매출액 8,132 억원 (YoY+114%), 영업이익 411 억원 (YoY 흑자 전환)을 기록할 것으로 추정한다. 비에이치의 '17년 실적개선은 ① 주요 고객사(SDC)가 주도하는 OLED 시장의 개화로 FPCB 출하량 증가가 기대되고, ② 디스플레이의 디자인 및 성능 개선으로 FPCB 판가 상승이 예상되며, ③ 비에이치의 전사 매출에서 수익성이 양호한 디스플레이 비중이 증가하기 때문이다.

휴대폰/전기전자 섹터 내 중소형주 Top Pick으로 제시

비에이치에 대해 투자의견 매수, 목표주가 18,300 원으로 신규편입한다. 2017년 EPS 기준, 현재주가와 목표주가는 각각 PER 6.0 배, 10.0 배다. 목표주가까지 주가 상승여력은 68%다. 부품사의 PER 10 배는 고평가라고 인식되지만, 동사는 2017년에 이어 2018년에도 실적개선이 지속될 것으로 예상되기에 2017년 기준 PER 10 배의 목표주가는 합당하다고 판단한다. 동사는 과거 안정적인 실적을 이어가는 저평가 가치주로 분류됐었지만, 이제는 성장주로 주목한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	3,791	3,159	3,646	3,802	8,132	9,979
yoY	%	64.9	-16.7	15.4	4.3	113.9	22.7
영업이익	억원	314	190	94	-129	411	613
yoY	%	27.3	-39.5	-50.3	적전	흑전	49.3
EBITDA	억원	532	396	289	58	615	842
세전이익	억원	275	167	97	-183	330	543
순이익(지배주주)	억원	221	127	87	-156	287	429
영업이익률%	%	8.3	6.0	2.6	-3.4	5.1	6.1
EBITDA%	%	14.0	12.6	7.9	1.5	7.6	8.4
순이익률	%	5.8	4.0	2.4	-4.1	3.5	4.3
EPS	원	1,440	813	556	-997	1,836	2,745
PER	배	8.3	9.7	9.9	N/A	6.0	4.0
PBR	배	2.1	1.2	0.8	1.9	1.4	1.1
EV/EBITDA	배	5.0	5.6	7.9	56.9	5.5	3.7
ROE	%	27.7	13.3	8.3	-15.7	27.2	30.5
순차입금	억원	785	955	1,372	1,528	1,598	1,306
부채비율	%	159.2	159.7	208.6	249.5	302.0	209.6

Contents

1. 디스플레이 FPCB 산업에 대한 이해	3
2. 비에이치의 세 가지 투자포인트	5
3. 비에이치의 리스크: 높은 부채비율 & 유상증자 가능성	8
4. 2017년 전망 및 밸류에이션	9

1. 디스플레이 FPCB 산업에 대한 이해

1. FPCB 서플라이체인에 대한 이해

FPCB 업체를 분석할 때는 먼저 해당 기업이 어떤 고객사의 서플라이체인에 포함되고, 주력으로 생산, 공급하는 FPCB가 무엇인지를 분별해야 한다.

삼성 IM 사업부의 FPCB 벤더들과
삼성디스플레이의 FPCB 벤더들은
각각 개별적인 서플라이체인

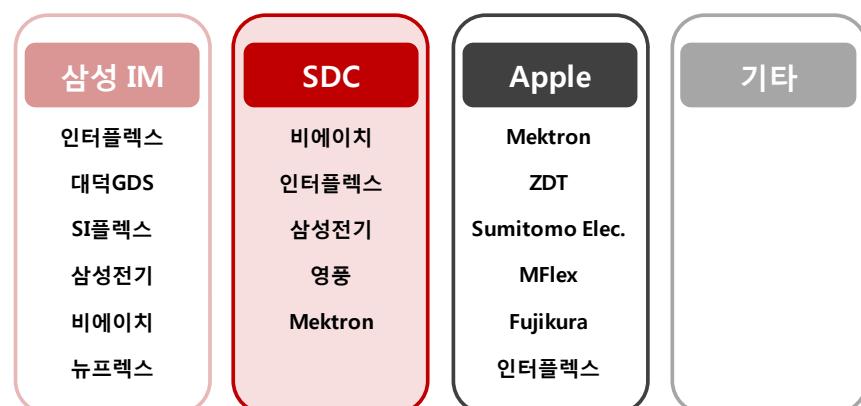
삼성전자 무선(삼성 IM)사업부의 FPCB 서플라이체인과 삼성디스플레이(SDC)의 FPCB 서플라이체인은 혼동될 수 있다. 그러나 두 사업부의 벤더들은 염밀히 구분된다. 삼성 IM은 스마트폰 제조에 필요한 [카메라용, 키버튼용과 각종 센서 및 모듈용] FPCB를 필요로 한다. 그리고 SDC는 [패널용, TSP 용, 디지타이저용] FPCB를 공급받는다. 두 삼성 사업부에 속해 있는 FPCB 벤더들은 고객사의 요구에 따라 주력 아이템이 차별화된다. 업체별로 살펴보면, **비에이치는 디스플레이**, 대덕 GDS는 카메라모듈, 인터플렉스는 디지타이저, 플렉스컴(과거)은 배터리와 키버튼, 뉴프렉스(삼성향 기준)는 무선충전 FPCB에 각각 특화돼 있다.

2017년 FPCB 산업 급성장
수혜는 SDC 벤더들에게 집중될 것

2017년 FPCB 산업은 급성장할 것으로 전망된다. 그러나 수혜는 일부 FPCB 업체들에 제한적으로 나타날 것이다. 산업 성장이 SDC의 모바일 OLED 공급 확대에 기인하기 때문이다. 따라서 이번 **FPCB 산업 성장 수혜는 SDC의 서플라이체인 업체인 비에이치, 인터플렉스, 삼성전기에 집중될 것**으로 보여진다. 반면, 삼성 IM과 Apple의 FPCB 공급사들에게 나타나는 수혜는 제한적일 것이다.

FPCB 업체를 분석할 때는
선제적으로 삼성 IM, SDC, Apple
서플라이체인에 대한 분별이 요구됨

향후 고객사별 주요 FPCB 서플라이체인 : 2017년 FPCB 산업 성장 수혜는 SDC 벤더들에게 집중



자료 : SK증권

2. 디스플레이용 FPCB 산업구조와 SMT 매출증가 효과

SDC의 FPCB 메인벤더 :

비에이치와 인터플렉스

SDC의 FPCB 메인벤더는 비에이치와 인터플렉스다. 비에이치는 프리미엄 스마트폰에 패널용과 TSP 용 FPCB 를 과점 공급 중이고, 인터플렉스는 갤럭시노트에서 펜기능을 구현하는 디지타이저(FPCB)를 담당한다. 추가로 Mektron, SI 플렉스, 삼성전기 등이 중저가 스마트폰 및 태블릿 향 디스플레이 FPCB 물량 일부를 공급해왔다.

삼성전기의 디스플레이 FPCB

공급 확대 가능성이 대두되고 있음

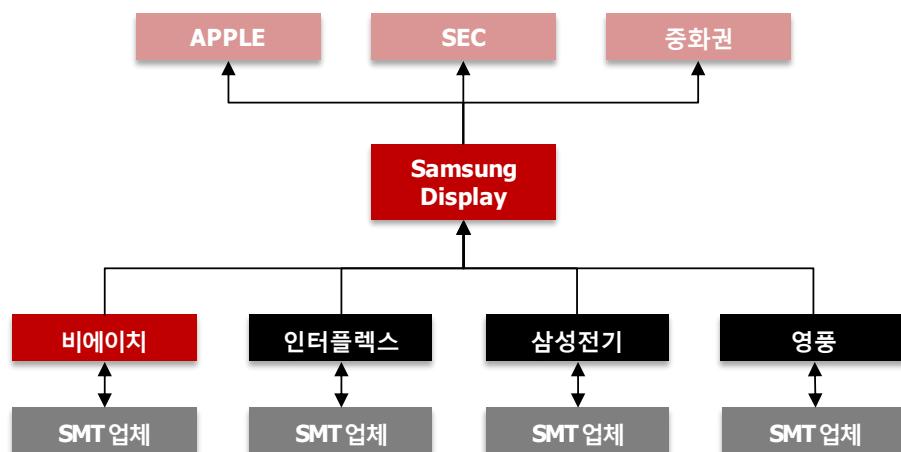
최근 2017년 삼성전기의 디스플레이용 FPCB 공급 확대 가능성이 대두되고 있다. SDC의 FPCB 수요가 대폭 증가함에 따라 R-FPCB 생산이 가능한 추가 메인벤더 선정이 불가피한 것이다. 삼성전기의 시장진입으로 일각에서는 비에이치와 인터플렉스의 물량 감소를 우려한다. 그러나 SDC의 디스플레이용 FPCB 수요가 '17년과 '18년 각각 9,050 억원, 8,000 억원 이상 성장할 것으로 예상되기에 추가 경쟁사의 진입에도 SDC FPCB 공급사들의 동반성장에는 무리가 없을 것으로 분석된다.

향후 FPCB는 Bare FPCB 가 아닌

FPCB 모듈형태로 공급 가능성 높음

한편, 앞으로 디스플레이용 FPCB는 센서 또는 칩을 실장한 FPCB 모듈(SMT 포함) 형태로 공급하게 될 가능성이 높다. FPCB 모듈의 판가는 기존의 Bare FPCB(SMT 제외) 대비 2 배에 달할 전망이다. 단, 이러한 형태로의 공급이 FPCB 벤더들에게 긍정적이지 만은 않다. ① SMT 업체 관리를 위한 추가투자가 발생할 것이고, ② FPCB 모듈 불량 발생 시, 책임이 SMT 업체가 아닌 FPCB 업체로 전가되며, ③ SMT 공정은 상대적으로 수익성이 낮은 공정이기 때문이다. SMT 공정을 포함한 FPCB 모듈로의 공급이 FPCB 업체들에게 끼칠 영향에 대한 분석은 조금 더 추이를 지켜봐야 한다.

삼성디스플레이 FPCB 서플라이체인 전망



자료 : SK 증권

2. 비에이치의 세 가지 투자포인트

1. OLED 시장의 개화 → 비에이치의 디스플레이 FPCB 수요 증가

2017년, SDC의 Flexible OLED 출하량 증가로 비에이치의 성장이 기대된다.

미주 스마트폰 제조사를 중심으로
Flexible OLED 채용 확대.
비에이치의 FPCB 출하량 증가 전망

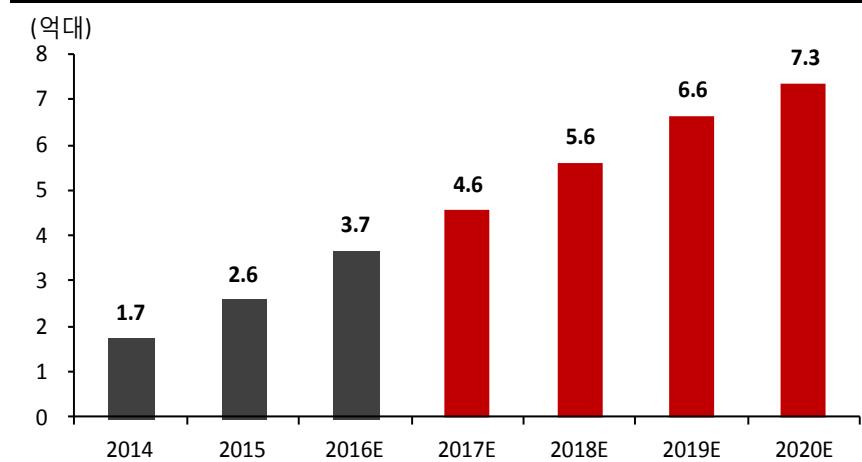
시장조사기관 IHS는 2017년 모바일 OLED 글로벌 시장 출하량을 전년대비 24% (+8,800만대) 성장한 4.6억대로 전망한다. 그러나 우리는 2017년 모바일 OLED 산업의 성장률이 IHS의 전망치를 상회할 것으로 추산한다. 2017년 ① 미주 스마트폰 업체의 Flexible OLED 신규 수요가 8,000만대에 달하고, ② 삼성전자 중저가 스마트폰과 ③ 중화권 업체들의 프리미엄 스마트폰에서도 OLED 채용률이 추가 상승하기 때문이다. **미주 스마트폰 제조사의 Flexible OLED 디스플레이 수요는 17년 8,000만대 → 18년 1.5억대 → 19년 2.2억대로 연이은 성장이 전망된다.** 성장하는 2017년 모바일 OLED 시장에서 비에이치의 주요 고객사인 SDC는 독과점적 공급이 유력하다. 그리고 **비에이치는 고객사의 Flexible OLED 디스플레이에 지금까지처럼 퍼스트벤더로서 FPCB를 과점 공급할 것으로 예상한다.**

Flexible OLED 성능 개선으로
디스플레이 FPCB 판가상승 기대됨

OLED 시장의 개화가 FPCB 산업에 긍정적인 또 하나의 이유는 Flexible OLED 성능 개선에 따라 **디스플레이용 FPCB의 판가 상승이 기대되기 때문이다.** 과거 디스플레이 FPCB는 패널용(양면형)과 TSP-용(멀티형 또는 R-FPCB)으로 2개를 채택했다. 그러나 2017년에는 2개의 FPCB가 1개로 통합(일체형)되고, **고다층 R-FPCB 제품**이 트렌드가 될 전망이다. 따라서, 일체형 R-FPCB를 SDC에 먼저 공급하는 업체들의 경쟁 우위 확보가 예상되고, 이러한 업체들은 기존 제품 대비 두 배 가까운 큰 폭의 판가 상승효과를 누릴 것이다.

IHS는 '17년 모바일 OLED 출하량,
전년대비 8,800만대 증가 전망.
우리는 이 역시 상회할 것으로 예상

글로벌 OLED 디스플레이 출하량



자료 : IHS, SK증권

2. 비에이치는 삼성디스플레이와 삼성전자의 핵심 FPCB 벤더

**비에이치의 실적개선 가능성의
근간은 고객사 SDC와 수년간
지속해온 신뢰 관계**

**최근 2년간, 비에이치는 삼성 IM
향 FPCB 공급도 지속적으로 늘고
있음**

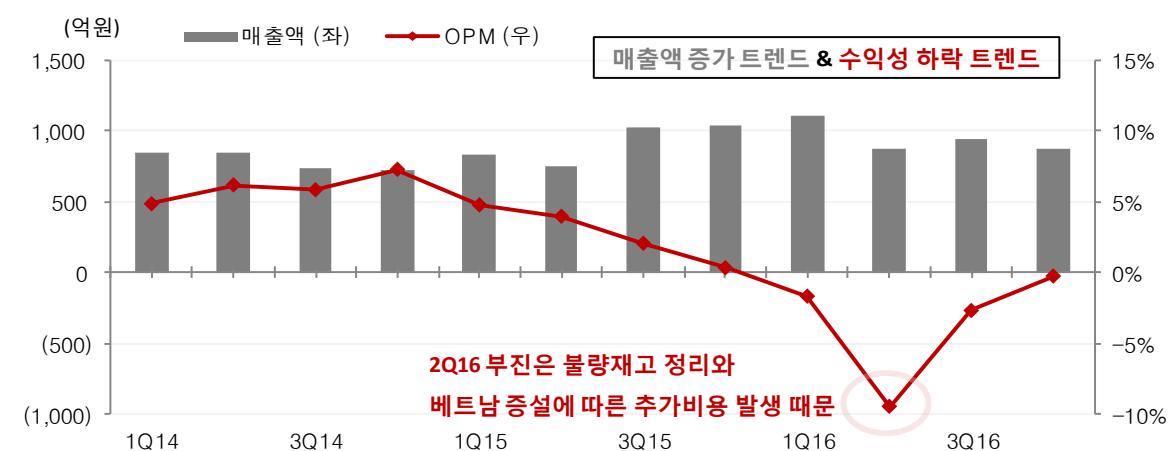
2017년, 삼성디스플레이(SDC)의 핵심 부품사인 비에이치의 대폭적인 실적 성장을 전망한다. 비에이치는 과거 6년 동안 SDC를 통해서 갤럭시 프리미엄 모델들로 패널용 FPCB와 TSP 용 FPCB를 과점 공급해 왔다. 현재 SDC 내 비에이치의 FPCB 점유율은 60%를 상회하는 것으로 추정된다. 비에이치의 실적개선 가능성의 근간은 고객사와 다년간 이어온 신뢰 관계이다.

최근 2년을 살펴보면, 비에이치의 삼성 IM 향 FPCB 공급도 지속적으로 늘고 있다. 플렉스컴을 비롯한 다수의 FPCB 경쟁사들이 경영난 심화로 정상적인 생산/공급이 어려워지며 해당 업체들이 담당했던 FPCB(Key-PBA 용 등) 물량이 비에이치로 배정됐다. 해당 FPCB들은 낮은 판가의 적자성 물량이었기에 비에이치는 3Q15 이후 매출액이 증가했지만 수익성은 오히려 훼손됐다. 비에이치 입장에서는 가동률이 상승했고, 추가 증설을 단행했으며, 출하량이 증가했음에도, 손익이 적자전환한 것이다. 그러나 이 같은 과정을 통해 비에이치는 고객사의 더욱 긴밀한 협력사가 된 것으로 판단된다.

비에이치의 R-FPCB 매출비중 :
2010년, 24% → 2015년, 27%

일부 투자자들은 비에이치가 고객사의 중요 벤더이기는 하나 R-FPCB(Rigid FPCB) 생산 경험이 적다고 우려한다. 이는 사실이 아니다. 비에이치 매출 내 R-FPCB 비중은 2010년 24% → 2015년 27%로 견조하다.

비에이치 영업이익/손실 & OPM 추이 : 매출액은 증가함에도 수익성이 하락한 이유는 삼성전자 IM 향 적자성 FPCB 공급비중 증가



자료 : Dart, SK증권

3. 2013~2016년에도 생산능력(Capacity) 증설 지속

비에이치는 부품 산업이 어려웠던 2013~2016년에도 베트남 공장을 중심으로 생산 Capa. 증설

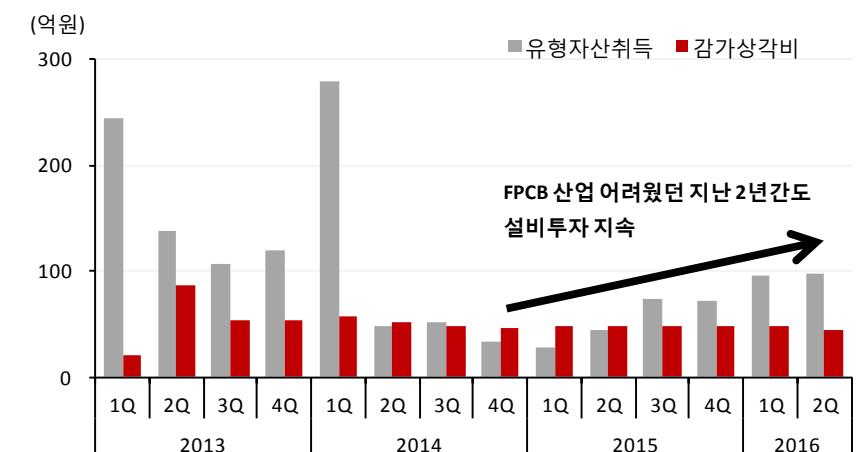
월 생산능력을 4Q15, 18만 m² → 1Q17, 22만 m²로 증설계획
2017년 추가 투자 가능성 존재

2013~2016년, 스마트폰 산업의 성장 정체로 다수의 부품사들은 설비투자를 축소시켰다. 반면, 비에이치는 베트남 공장을 중심으로 생산능력(Capa.)을 늘리고 있다. 이와 같은 지속적인 증설은 동사의 안정적인 FPCB 공급 상황에 대한 증거로 보여진다.

그러나 여전히 비에이치의 현재 생산능력은 향후 3년간 크게 증가할 미주 스마트폰 제조사의 OLED 수요를 대응하기에 역부족이다. 비에이치는 현재 고객사의 수요에 안정적으로 대응하기 위해 월 생산능력을 4Q15, 18만 m² → 1Q17, 22만 m²로 늘릴 계획이다. 그리고 2017년 내 추가 투자 가능성도 존재한다.

비에이치는 FPCB 불황의 시기였던 2015~2016년에도 설비투자 지속

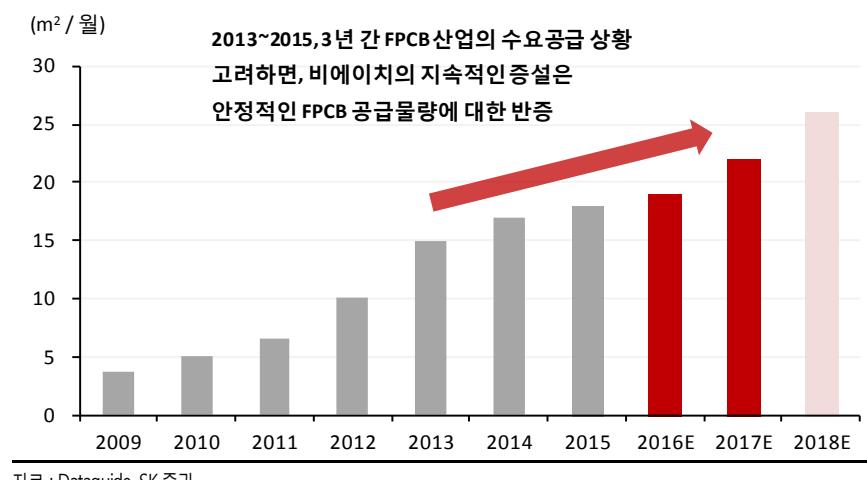
비에이치 분기별 유형자산취득 규모 및 감가상각비 추이



자료 : Dataguide, SK 증권

비에이치의 지속적인 증설은 안정적인 FPCB 공급물량에 대한 반증이라 판단

비에이치 FPCB 생산캐파 (Capacity) : '16년과 '17년에도 증설 지속 전망



자료 : Dataguide, SK 증권

3. 비에이치의 리스크 : 높은 부채비율 & 유상증자 가능성

비에이치의 부채비율 :

- 4Q14, 160%
- 4Q15, 209%
- 3Q16, 252%

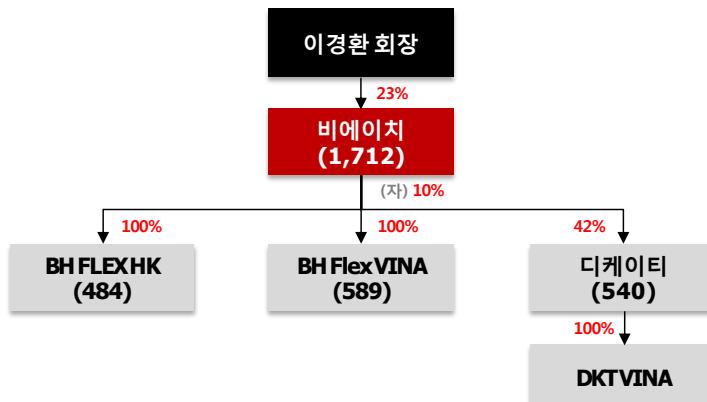
비에이치의 **부채비율**은 4Q14, 160% → 4Q15, 209% → 3Q16, 252%로 높아졌다. 2013~2014년에는 설비투자를 지속하면서도 안정적인 EBITDA를 바탕으로 재무구조를 개선시켰다. 그러나 2015년부터는 적자성 FPCB 생산 증가로 현금흐름이 감소했고, 설비투자를 위해 차입 확대가 불가피해졌다. 부채비율은 이익이 안정화되는 2018년 초부터 하락할 것으로 전망한다.

2017년 수요 증가 대응을 위한 설비투자는 끝남. 그러나 2018년 투자 위한 유상증자 가능성 존재

2018년 또 한번의 성장을 위해서는 추가적 자금조달 가능성을 배제할 수 없다. 그러나 대주주의 지분 회석을 고려하면, 현 주가 수준에서 **유상증자** 결정은 쉽지 않을 것이다. 또한 2017년 실적 개선에 성공할 경우, 연간 EBITDA는 600억 원에 달할 것이므로 유상증자 필요성이 낮아진다. 사업 확장을 위해 부득이 자본조달이 필요할 경우, 2017년 실적 개선이 가시화되는 시점에서 추가 성장을 담보로 한 증자 진행이 예상된다.

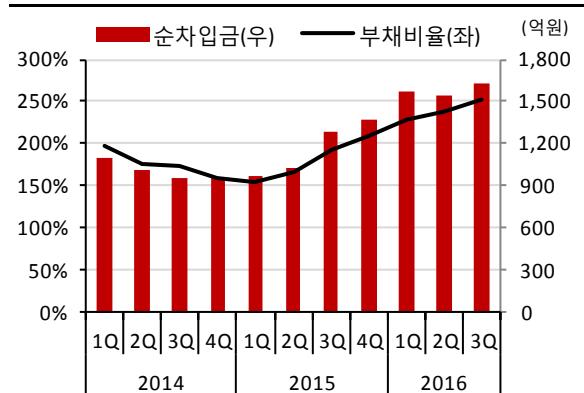
대주주의 지분 회석을 고려하면, 현 주가 수준에서 유상증자 결정은 쉽지 않을 것

비에이치 지배구조도



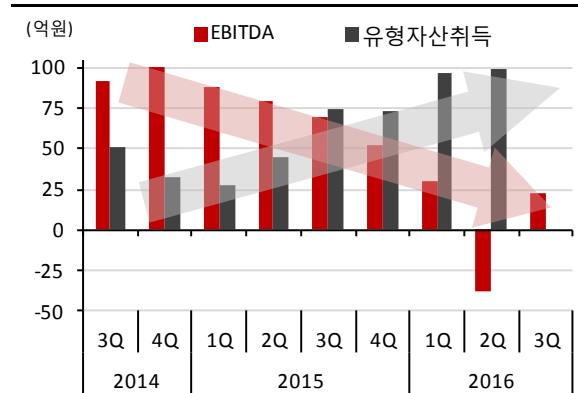
자료 : Dart, SK 증권

부채비율 및 순차입금 추이



자료 : Dataguide, Dart, SK 증권

EBITDA vs 유형자산취득액 추이



자료 : Dataguide, Dart, SK 증권

4. 2017년 전망 및 밸류에이션

1. 실적전망

2017년에 실적 전망 :

매출액 8,132 억원 (YoY+114%),

영업이익 411 억원 (YoY 흑자전환)

비에이치는 2017년에 매출액 8,132 억원 (YoY+114%), 영업이익 411 억원 (YoY 흑자전환)을 기록할 것으로 추정한다. 비에이치의 '17년 급성장은 ① 고객사 SDC의 미주 스마트폰 제조사향 OLED 공급 시작으로 FPCB 수요 증가가 기대되고, ② 디스플레이의 디자인 및 성능 개선으로 FPCB 판가 상승이 예상되며, ③ 비에이치의 전사 매출에서 수익성이 양호한 디스플레이 비중이 증가하기 때문이다.

4Q16 까지는 실적부진

1Q17부터 실적개선

3Q17부터 본격적인 반등

2018년에도 성장지속

삼성전자의 갤럭시노트 7 단종으로 4Q16 까지는 부진한 실적이 이어질 전망이다. 하지만 신규 A, J, S 향 부품공급이 확대되는 1Q17부터는 실적개선이 기대된다. 그리고 SDC를 통한 미주 제조사향 FPCB 공급은 상반기보다 2017년 하반기에 본격화될 것으로 예상한다. 고객사 SDC와 비에이치의 가파른 성장은 2018년에도 이어질 가능성이 높다. 글로벌 스마트폰 출하량은 성장을 멈췄다. 그러나 동사는 Flexible OLED 가 LCD 를 대체하는 모바일 디스플레이 트렌드에서 수혜가 가능한 부품사다.

비에이치 2017년 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
Revenue	1,105	875	949	873	1,202	1,539	2,488	2,903	3,646	3,802	8,132
QoQ %	6%	-21%	8%	-8%	38%	28%	62%	17%	-	-	-
YoY %	32%	17%	-7%	-16%	9%	76%	162%	233%	15%	4%	114%
Display FPCB	565	448	506	408	665	514	497	456	1,792	1,926	2,132
Display FPCB (New)	-	-	-	-	-	600	1,553	1,980	-	-	4,133
Key-PBA FPCB	192	152	159	130	173	137	143	117	564	633	570
CCM FPCB	52	41	43	48	49	39	40	46	159	183	174
Battery FPCB	18	14	10	17	17	13	10	16	0	58	55
LGE 향	16	13	13	15	17	13	14	16	86	57	60
LGI 향	12	10	10	12	13	10	11	12	110	44	46
Tablet FPCB	47	37	39	44	45	35	37	42	214	167	159
해외향	145	115	119	135	159	126	131	148	494	513	564
자동차 및 기타 FPCB	58	46	48	65	64	51	53	72	227	218	239
조정 및 내부거래	0	0	2	0	0	0	0	0	0	2	0
Operating Income	-18	-83	-25	-2	32	43	151	185	94	-129	411
opm (%)	-1.7%	-9.5%	-2.7%	-0.2%	2.7%	2.8%	6.0%	6.4%	2.6%	-3.4%	5.0%
QoQ %	-622%	348%	-69%	-92%	-1588%	33%	252%	23%	-	-	-
YoY %	-146%	-378%	-220%	-161%	-274%	-152%	-690%	-8695%	-50%	적전	흑전
순이익	-15	-87	-53	0	22	30	105	130	87	-156	287
npm (%)	-1.4%	-10.0%	-5.6%	0.0%	1.9%	1.9%	4.2%	4.5%	2.4%	-4.1%	3.5%

자료: Dart, SK 증권 추정

2. Valuation : RIM

비에이치 신규편입 :

투자의견 매수, 목표주가 18,300 원

2017년 실적 기준

현재주가와 목표주가는 각각

PER 6.0 배, 10.0 배 수준

비에이치를 투자의견 매수, 목표주가 18,300 원으로 신규편입한다. 목표주가 산정에는 RIM(잔여이익모델) 가치평가법을 사용했다. 2017년 EPS 기준, 현재주가와 목표주가는 각각 PER 6.0 배, 10.0 배다. 목표주가까지 주가 상승여력은 68%다. 부품사의 PER 10 배는 고평가라고 인식되지만, 동사는 2017년에 이어 2018년에도 실적개선이 지속될 것으로 예상되기에 2017년 기준 PER 10 배의 목표주가는 합당하다고 판단한다. 2018년 실적을 기준으로 할 경우, 동사의 현재주가와 목표주가는 각각 PER 4.0 배, 6.7 배에 불과하다. 동사는 과거 안정적인 실적을 이어가는 저평가 가치주로 분류되었지만, 이제는 성장주로 주목해야 한다.

비에이치 Valuation Model : RIM 모형

(단위: 억원, 배)

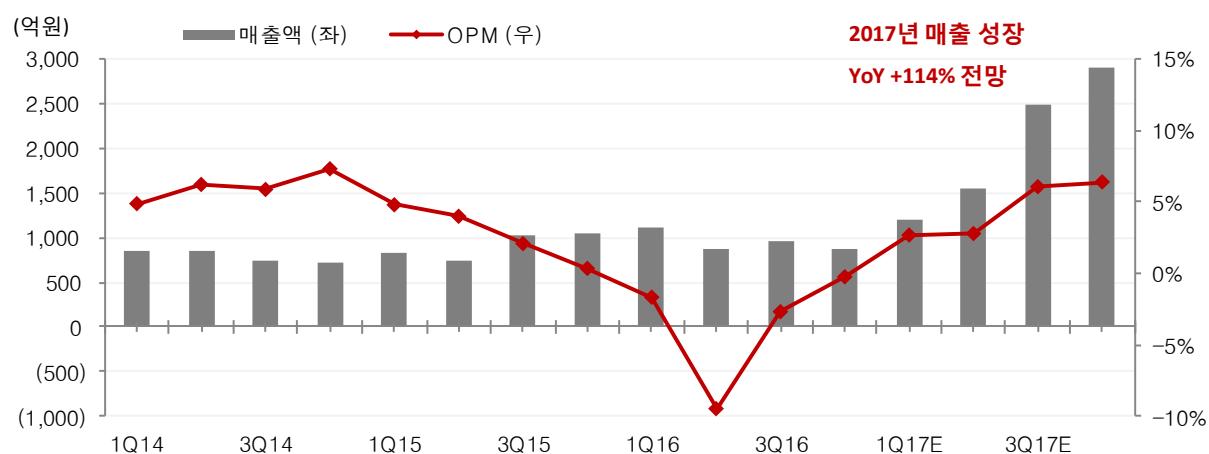
	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
당기순이익	87	-156	287	429	451	473	497	522	548	575	598	613
자기자본	1,076	914	1,196	1,619	2,065	2,533	3,025	3,542	4,084	4,654	5,247	5,856
자기자본이익률 (ROE)	8%	-17%	24%	26%	22%	19%	16%	15%	13%	12%	11%	10%
Cost of Equity (COE)	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%
ROE-COE	0.1%	-25.0%	16.1%	18.6%	13.9%	10.7%	8.5%	6.8%	5.5%	4.4%	3.5%	2.5%
잔여이익 (RI, Residual Income)		-269	147	222	225	222	215	205	194	180	161	133
잔존가치 (CV, Continuing Value)												1,671
현가계수	1.0000	0.9921	0.9191	0.8515	0.7888	0.7308	0.6771	0.6272	0.5811	0.5384	0.4988	0.4621
잔여이익의 현재가치 (PV of RI)		-267	135	189	177	162	145	129	113	97	80	61
Cost of Equity (COE)		7.9%										
베타		0.81										
시장기대수익률 (Rm)		5.5%										
무위험수익률 (Rf)		3.5%										
초기 자기자본	1,076											
잔여이익의 현재가치 합계 (NPV of RI)		961										
잔존가치의 현재가치 합계 (NPV of CV)		834										
기업가치	2,870											
상장주식수 (백만주)	15.6											
목표가	18,355											
현재가	10,950											
상승여력	68%											

자료: Dataguide, SK 증권

**비에이치 현재 주가는 2017년
실적개선 폭을 부정적으로 전망해도
PER 9.8 배 수준**

비에이치 현재 주가는 2017년 실적개선 폭을 부정적으로 전망해도 하락이 제한적이라 분석된다. 2017년 SDC로의 **신규 Display FPCB** 공급 점유율이 20%에 불과하고, 적자성 FPCB 매출액이 지속된다는 가정의 경우, 비에이치의 '17년 실적은 영업이익 235 억원, 순이익 175 억원으로 추정된다. 이러한 시나리오에서도 비에이치의 현재주가는 PER 9.8 배 수준이다. 그러나 **디스플레이 FPCB** 산업 상황을 고려하면 동사의 **신규 Display FPCB** 점유율은 견조할 것으로 전망된다.

비에이치 매출액, OPM 전망 : 2017년 실적 급성장 기대



자료 : Dart, SK증권

비에이치 각 제품 매출 시나리오 별 영업이익 전망

(단위: 억원)

제조사 내 M/S 가정	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%
Display FPCB (New) 매출	1,812억원	2,264억원	2,717억원	3,170억원	3,623억원	4,076억원	4,529억원
기타 FPCB 매출액	1,500억원	240	271	303	335	367	398
	1,600억원	239	270	302	334	366	397
	1,700억원	238	269	301	333	365	396
	1,800억원	237	268	300	332	364	395
	1,900억원	236	267	299	331	363	394
	2,000억원	235	266	298	330	362	393

자료: SK증권

주: 기존 Display FPCB의 2017년 매출 변동성은 낮다고 판단됨. 2,132 억원으로 가정

3. FPCB Peer Valuation Table

FPCB Peer Valuation Table

(단위: 억원, 십만달러)

기업명	비에이치	인터플렉스	대덕GDS	뉴프렉스	삼성전기	ZDT	Sumitomo Elec	Fujikura
시가총액	1,712	2,492	2,428	315	35,816	15,719	113,995	16,672
매출액	2014	3,159	6,428	5,898	1,378	71,437	25,058	256,500
	2015	3,646	5,295	5,231	1,206	61,763	27,007	258,066
	2016F	3,758	6,238	4,528	N/A	60,824	24,900	279,865
	2017F	5,604	10,012	4,855	N/A	63,049	26,876	265,423
영업이익	2014	190	-917	179	38	17	2,612	11,988
	2015	94	-848	76	-12	3,015	2,632	12,292
	2016F	-141	-166	376	N/A	854	1,826	13,908
	2017F	339	509	410	N/A	2,258	2,261	13,645
순이익	2014	127	-588	213	21	5,027	2,222	6,665
	2015	87	-895	210	-18	112	2,435	10,950
	2016F	-144	-278	305	N/A	576	1,532	8,700
	2017F	137	485	364	N/A	1,643	1,864	9,004
PER	2014	9.0	N/A	11.9	12.1	8.4	9.3	18.3
(x)	2015	8.9	N/A	10.7	N/A	15.3	7.7	10.4
	2016F	N/A	N/A	8.1	N/A	59.7	10.6	13.3
	2017F	11.8	6.6	6.8	N/A	22.2	8.5	12.8
								14.9
PBR	2014	1.1	0.9	0.6	0.7	0.9	2.0	1.0
(x)	2015	0.7	0.8	0.4	0.8	1.1	1.4	0.9
	2016F	1.7	1.4	0.6	N/A	0.9	1.2	0.9
	2017F	1.4	1.1	0.5	N/A	0.8	1.1	0.9
								0.9
EV/EBITDA	2014	5.3	N/A	3.4	6.0	5.3	6.1	7.7
(x)	2015	7.6	N/A	1.4	14.0	6.3	5.1	7.0
	2016F	68.1	16.6	0.8	N/A	6.5	5.2	6.2
	2017F	6.3	4.1	0.1	N/A	5.3	4.3	6.2
								6.2
ROE	2014	13%	N/A	5%	6%	11%	23%	6%
	2015	8%	-34%	4%	-5%	0%	21%	9%
	2016F	-14%	-13%	7%	N/A	2%	11%	7%
	2017F	13%	20%	7%	N/A	4%	13%	7%
								6%

자료: Bloomberg, SK 증권 정리

주: 국내업체들은 억원, 해외 업체들은 십만달러 / 미래 실적은 우리의 추정치가 아닌 Bloomberg 컨센서스

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.11.23	매수	18,300원
	2016.10.31	Not Rated	
	2016.10.05	Not Rated	
	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	

(원)
수정주가
목표주가

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.
- 종목별 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 11월 23일 기준)

매수	94.67%	중립	5.33%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	1,074	1,199	1,784	1,573	2,997
현금및현금성자산	193	209	164	136	173
매출채권및기타채권	536	587	760	739	1,530
재고자산	219	280	674	564	929
비유동자산	1,235	1,441	1,535	1,620	1,809
장기금융자산	15	16	18	18	18
유형자산	1,156	1,367	1,425	1,496	1,643
무형자산	35	24	38	23	19
자산총계	2,310	2,639	3,319	3,193	4,806
유동부채	990	1,026	1,471	1,463	2,580
단기금융부채	622	636	867	957	897
매입채무 및 기타채무	224	303	482	404	1,344
단기충당부채	0	0	4	3	11
비유동부채	429	596	772	817	1,031
장기금융부채	395	567	737	742	908
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
정기충당부채	12	8	1	1	2
부채총계	1,419	1,623	2,244	2,280	3,611
지배주주지분	891	1,016	1,076	914	1,196
자본금	78	78	78	78	78
자본잉여금	295	296	297	297	297
기타자본구성요소	-102	-120	-123	-123	-123
자기주식	-106	-129	-131	-133	-133
이익잉여금	627	756	841	686	973
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	891	1,016	1,076	914	1,196
부채와자본총계	2,310	2,639	3,319	3,193	4,806

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
영업활동현금흐름	570	322	-144	216	335
당기순이익(손실)	221	127	87	-156	287
비현금성항목등	372	352	278	249	328
유형자산감가상각비	217	205	193	185	203
무형자산상각비	1	1	2	2	1
기타	74	59	28	8	35
운전자본감소(증가)	21	-82	-472	127	-207
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-34	-51	-175	35	-791
재고자산감소(증가)	49	-65	-398	105	-365
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-23	148	152	-74	940
기타	29	-114	-52	59	8
법인세납부	-45	-76	-37	-4	-73
투자활동현금흐름	-597	-415	-235	-285	-346
금융자산감소(증가)	5	-5	-4	5	0
유형자산감소(증가)	-610	-413	-220	-296	-350
무형자산감소(증가)	-2	-1	-5	3	3
기타	9	3	-6	2	1
재무활동현금흐름	165	109	328	42	47
단기금융부채증가(감소)	-33	-85	85	-8	-60
장기금융부채증가(감소)	284	266	296	106	167
자본의증가(감소)	-42	-24	-6	-1	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-43	-48	-47	-55	-60
현금의 증가(감소)	134	16	-45	-28	37
기초현금	59	193	209	164	136
기말현금	193	209	164	136	173
FCF	-27	-151	-343	-163	-6

자료 : 비에이치, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	3,791	3,159	3,646	3,802	8,132
매출원가	3,265	2,749	3,310	3,674	7,420
매출총이익	525	411	337	128	712
매출총이익률 (%)	13.9	13.0	9.2	3.4	8.8
판매비와관리비	211	220	242	257	302
영업이익	314	190	94	-129	411
영업이익률 (%)	8.3	6.0	2.6	-3.4	5.1
비영업손익	-39	-23	2	-54	-81
순금융비용	41	45	44	53	59
외환관련손익	3	11	26	-12	13
관계기업투자등 관련손익	-7	-4	0	0	0
세전계속사업이익	275	167	97	-183	330
세전계속사업이익률 (%)	7.3	5.3	2.7	-4.8	4.1
계속사업법인세	54	40	10	-27	43
계속사업이익	221	127	87	-156	287
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	221	127	87	-156	287
순이익률 (%)	5.8	4.0	2.4	-4.1	3.5
지배주주	221	127	87	-156	287
지배주주구속 순이익률(%)	5.84	4.03	2.38	-4.1	3.53
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	224	143	61	-161	282
지배주주	224	143	61	-161	282
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	532	396	289	58	615

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	64.9	-16.7	15.4	4.3	113.9
영업이익	27.3	-39.5	-50.3	적전	흑전
세전계속사업이익	74.9	-39.1	-42.1	적전	흑전
EBITDA	65.6	-25.5	-27.2	-80.0	965.8
EPS(계속사업)	50.9	-43.5	-31.7	적전	흑전
수익성 (%)					
ROE	27.7	13.3	8.3	-15.7	27.2
ROA	10.7	5.1	2.9	-4.8	7.2
EBITDA마진	14.0	12.6	7.9	1.5	7.6
안정성 (%)					
유동비율	108.5	116.8	121.3	107.6	116.2
부채비율	159.2	159.7	208.6	249.5	302.0
순자금/자기자본	88.1	93.9	127.6	167.2	133.7
EBITDA/이자비용(배)	12.2	8.3	6.2	1.1	10.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,440	813	556	-997	1,836
BPS	5,699	6,501	6,879	5,844	7,647
CFPS	2,855	2,133	1,798	197	3,144
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	10.1	15.8	18.4	N/A	6.7
PER(최저)	6.6	7.0	9.4	N/A	2.4
PBR(최고)	2.6	2.0	1.5	2.1	1.6
PBR(최저)	1.7	0.9	0.8	0.8	0.6
PCR	4.2	3.7	3.1	55.5	3.5
EV/EBITDA(최고)	5.6	7.5	10.4	60.3	5.8
EV/EBITDA(최저)	4.2	4.7	7.7	39.2	3.8