

비에이치(090460)

매수(유지)

목표주가: 19,000원(유지)

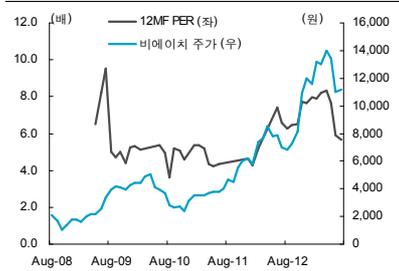
Stock Data

KOSPI(7/26)	1,911
주가(7/26)	11,200
시가총액(십억원)	175
발행주식수(백만)	16
52주 최고/최저가(원)	14,550/6,310
일평균거래대금(6개월, 백만원)	5,712
유동주식비율/외국인지분율(%)	72.4/1.5
주요주주(%)	이경환 외 4인 23.5

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	11.4	(10.0)	62.1
상대주가(%p)	4.3	(8.2)	54.9

12MF PER 추이



자료: WISEIn 컨센서스

2013 Preview: 호실적 달성해 이병헌(BH)만큼 행복한 시기

2분기 사상 처음으로 분기 매출액 1천억원 돌파 예상

비에이치는 2분기에 매출액 1,025억원(+38.6%QoQ, +87.0%YoY), 영업이익 91억원(+57.7%QoQ, +105.2%YoY)으로 매출액 1천억원을 처음 돌파하며 분기 사상 최대 실적을 달성할 전망이다. 이는 기존의 우리 추정치(매출액 851억원, 영업이익 73억원)를 20% 이상 상회하는 수준이다. 긍정적인 실적이 예상되는 이유는 1) 최대 고객사의 신규 주력 스마트폰 네 번째 버전의 부품 오더가 1분기 대비 약 26.7% 증가, 2) SDC內 TSP와 LCD 모듈용 FPCB 공급 점유율이 기존의 35%에서 50%까지 확대되며 1위 협력업체의 지위 유지, 그리고 3) 이미 상반기에 연간 목표치 캐파 증설 완료에 기인한다. 비에이치는 달러 기준 원화로 매출을 인식해서 원화 약세 또한 2분기 호실적 달성의 주요 요인 중 하나로 판단된다. 기존 2분기 실적 추정 시 적용 환율 1,064원/\$, 금번 적용 환율은 1,123원/\$이다.

공급과잉도 아니고 실적 부진도 아닌 긍정적인 상황의 3분기

시장의 우려는 크게 두 가지로 압축된다. 1) 대부분의 FPCB 업체들이 대규모 증설을 했는데 산업 공급과잉에 따른 출혈 경쟁과 2) 세계 1위 휴대폰 업체의 신규 High-end 스마트폰 네 번째 버전의 판매 부진으로 부품 발주 감소에 따른 실적 하락이다. 물론 이러한 이유로 3분기 실적이 역성장하는 부품업체들이 있겠지만 동사는 예외이다. 비에이치가 1차 벤더로서 물량을 수주한 제품은 증설을 통해 경쟁사들이 2차 또는 3차 벤더로 승인을 받아도 일단 최대 고객사의 전체적인 물량이 감소하면 1차 벤더가 아닌 후발 업체들의 물량을 먼저 줄인다. 그리고 최대 고객사의 신규 펠기인식 스마트폰의 TSP FPCB 오더가 7월부터 본격적으로 시작되어 1) 물량 증가, 2) 제품믹스 개선, 그리고 3) 환율 약세 등 우호적인 영업환경이 3분기에 이어질 전망이다.

역사적 최저점 수준의 Valuation 매력 보유, 투자의견 '매수' 유지

2013년에는 매출액 3,820억원(+69.4%YoY), 영업이익 332억원(+79.7%YoY)으로 연초 가이던스 매출액을 12.4% 상회하며 사상 최대 실적 달성이 예상된다. 이는 1) 판매량과 상관 없이 최대 고객사가 올해 출시하는 주력 High-end 스마트폰에서 공급 점유율 1위를 유지하고, 2) 하반기에 양면이나 다층보다 고기술, 고부가가치 제품인 RF PCB를 출시하고, 3) 국내 2위 휴대폰 업체향 연간 목표 매출액 350억원을 이미 상반기에 달성해 업사이드가 있기 때문이다. 2013F PER 5.7배로 2007년 상장 이후 최저점 수준이며 확실한 저평가 메리트가 발생한 지금이 적절한 매수 시점으로 판단된다. 따라서 투자의견 '매수'와 목표주가 19,000원(12MF EPS에 KIS 휴대폰부품업종 PER 8.4배 적용)을 유지한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2011A	153	11	8	9	752	754.9	15	8.3	8.5	1.5	18.4
2012A	226	18	14	14	934	24.1	24	12.8	9.4	2.4	21.5
2013F	382	33	33	29	1,982	112.3	39	5.7	5.8	1.7	34.2
2014F	450	40	39	34	2,250	13.5	47	5.0	4.7	1.3	28.9
2015F	535	49	47	39	2,582	14.8	57	4.3	3.7	1.0	25.3

<표 1> K-IFRS 별도기준 분기별 실적전망

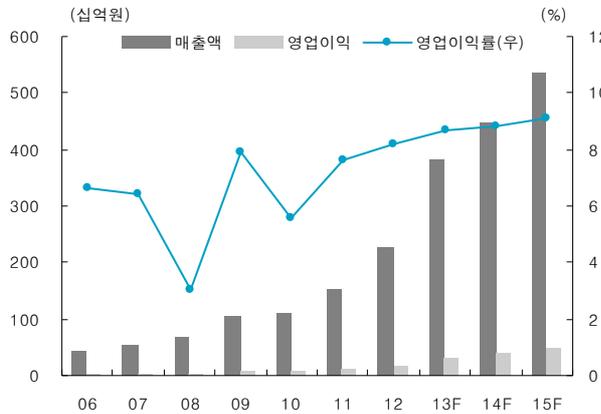
(단위: 십억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2011	2012	2013F
매출액	41.7	54.8	64.9	64.1	73.9	102.5	105.6	100.0	153.4	225.6	382.0
스마트폰	29.8	40.4	46.3	44.1	54.3	80.6	84.2	81.0	79.5	160.7	300.1
태블릿PC	3.2	4.1	13.9	14.1	12.4	15.2	15.6	15.4	17.9	35.3	58.7
피쳐폰	3.4	4.9	1.9	1.9	0.8	0.4	0.4	0.3	33.8	12.1	1.9
PDP	3.7	4.1	1.2	0.9	1.7	2.0	2.0	2.2	20.1	10.0	8.0
기타	1.6	1.3	1.6	3.0	4.7	4.3	3.4	1.0	2.0	7.5	13.3
영업이익	3.6	4.4	5.7	4.7	5.8	9.1	9.4	8.9	11.7	18.5	33.2
영업이익률(%)	8.7	8.1	8.8	7.3	7.8	8.9	8.9	8.9	7.6	8.2	8.7
세전이익	3.4	2.9	5.1	3.1	6.8	8.7	9.0	8.5	7.7	14.4	33.1
세전이익률(%)	8.1	5.4	7.8	4.8	9.2	8.5	8.5	8.5	5.0	6.4	8.7
순이익	2.9	2.8	4.5	2.5	6.1	7.8	7.9	7.4	6.7	12.8	29.2
순이익률(%)	7.1	5.1	7.0	3.9	8.3	7.6	7.5	7.4	4.4	5.7	7.6

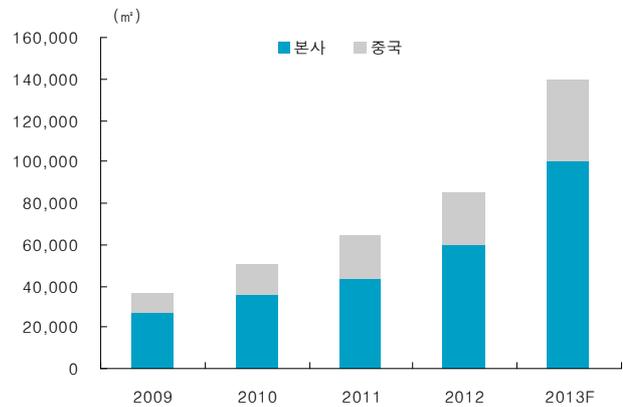
자료: 비에이치, 한국투자증권

[그림 1] FPCB산업에서 보기 드물게 지속적으로 성장하는 업체

[그림 2] 캐파 현황



자료: 비에이치, 한국투자증권



자료: 비에이치, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

비에이치는 1999년에 설립된 FPCB 전문제조업체로 2007년에 상장. 주요 제품으로 휴대폰 및 태블릿PC용 TSP(Touch Screen Panel) FPCB 제조

- FPCB: Flexible Printed Circuit Board(연성인쇄회로기판)
- TSP FPCB: Touch Screen Panel FPCB(터치패널용 연성인쇄회로기판)
- RF PCB: Rigid Flex PCB(경연성회로기판)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	65	93	135	152	183
현금성자산	4	5	8	10	19
매출채권및기타채권	31	53	76	87	99
재고자산	25	26	34	36	43
비유동자산	64	68	81	102	118
투자자산	26	20	22	35	41
유형자산	37	45	52	60	68
무형자산	1	2	3	3	4
자산총계	129	161	215	254	301
유동부채	57	71	83	87	95
매입채무및기타채무	15	25	40	45	53
단기차입금및단기사채	34	37	38	37	36
유동성장기부채	6	5	5	5	5
비유동부채	11	17	31	32	32
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	9	16	29	29	29
부채총계	68	89	114	119	127
자본금	7	8	8	8	8
자본잉여금	25	28	28	28	28
자본조정	0	(5)	(5)	(5)	(5)
이익잉여금	29	41	70	104	142
자본총계	61	72	101	135	173
조정자본총계	60	71	100	134	172

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	7	4	11	32	34
당기순이익	7	13	29	34	39
유형자산감가상각비	4	5	6	7	8
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(6)	(20)	(26)	(9)	(13)
기타	2	6	2	0	0
투자활동현금흐름	(12)	(12)	(20)	(30)	(25)
유형자산투자	(10)	(14)	(14)	(15)	(16)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(2)	2	(2)	(13)	(7)
무형자산순증	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
기타	0	1	(3)	(1)	(1)
재무활동현금흐름	9	9	14	(1)	(1)
자본의증가	11	3	0	0	0
차입금의순증	(2)	11	14	(1)	(1)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	(5)	0	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	3	1	4	2	8

주: 1. K-IFRS (별도) 기준
 2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

손익계산서

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	153	226	382	450	535
매출원가	136	200	340	400	476
매출총이익	17	26	42	50	59
판매관리비	6	8	9	10	11
영업이익	11	18	33	40	49
금융수익	0	2	3	3	2
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	4	3	5	4	4
이자비용	3	3	4	4	4
기타영업외손익	1	(3)	2	1	(0)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	8	14	33	39	47
법인세비용	1	2	4	5	8
당기순이익	7	13	29	34	39
기타포괄이익	(0)	(1)	0	0	0
총포괄이익	7	12	29	34	39
EBITDA	15	24	39	47	57
조정당기순이익	9	14	29	34	39

주요 투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	752	934	1,982	2,250	2,582
BPS	4,294	5,017	6,698	8,855	11,332
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	38.0	47.1	69.4	17.7	19.1
영업이익증가율	101.9	68.7	79.7	19.4	23.4
순이익증가율	898.5	63.0	107.4	15.7	14.8
EPS증가율	754.9	24.1	112.3	13.5	14.8
EBITDA증가율	80.1	58.2	66.0	18.6	21.8
수익성(%)					
영업이익률	7.1	8.2	8.7	8.8	9.1
순이익률	5.6	6.2	7.6	7.5	7.2
EBITDA Margin	9.7	10.5	10.3	10.4	10.6
ROA	5.8	8.8	15.5	14.4	14.0
ROE	18.4	21.5	34.2	28.9	25.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	41	49	56	51	40
차입금/자본총계비율(%)	79.8	81.4	71.3	52.8	40.5
Valuation(X)					
PER	8.3	12.8	5.7	5.0	4.3
PBR	1.5	2.4	1.7	1.3	1.0
PSR	0.5	0.8	0.5	0.4	0.3
EV/EBITDA	8.5	9.4	5.8	4.7	3.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
비에이치(090460)	2012.03.27	NA	-
	2013.03.28	매수	19,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2013년 7월 29일 현재 비에이치 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.