

# 비에이치 (090460/KS)

## 실적 반등보다 더 중요한 경쟁구도 변화

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 20,500 원(유지)

현재주가: 14,850 원

상승여력: 38.0%



Analyst  
박형우

hyungwoo@sks.co.kr  
02-3773-9035



Analyst  
권민규

mk.kwon@sks.co.kr  
02-3773-8578

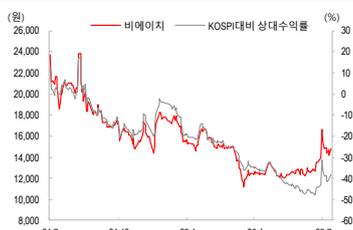
#### Company Data

발행주식수	3,446 만주
시가총액	512 십억원
주요주주	
이경환(외6)	21.37%
자사주	10.59%

#### Stock Data

주가(25/08/04)	14,850 원
KOSPI	3,147.75 pt
52주 최고가	23,850 원
52주 최저가	11,160 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

#### 주가 및 상대수익률



### 2분기 리뷰 & 3분기 전망: 실적 서프라이즈

우려를 뒤엎고 호실적을 달성했다.

2분기 영업이익은 160 억원(-49%, 이하 YoY)을 기록했다. 북미고객사의 신모델 부품과 국내 폴더블 업그레이드 및 차량용무선충전이 호실적을 견인했다. 반면, 대규모 투자를 단행했던 IT 태블릿과 전장용 EV 케이블에서는 적자가 지속됐다.

3분기 영업이익은 492 억원(-6%)으로 전망된다. ① 북미고객사 내 점유율을 기존 85%에서 90%로 상향해 가정했다. ② 북미제조사는 2분기와 마찬가지로 하반기에도 적극적인 판매 프로모션을 단행한다. 국내제조사와는 차별화되는 전략이다. ③ 무선충전 매출은 전장수요둔화와 재고조정으로 감소가 예상된다.

### 2026년의 세 가지 변화 포인트

실적의 저점을 확인했다. 하반기와 2026년을 주목한다.

대외 불확실성은 여전히 높은 상황이다. 관세 부과가 본격화되며, 판가와 수익성 압박에 더해 수요 둔화 및 재고 조정 가능성도 변수로 부각될 것이다. 그러나 2026년은 구조적 변화가 기대되는 시점이다. ① 북미 제조사의 폴더블 출시가 예정되어 있으며, 기존 대비 약 2.5 배의 높은 공급단가가 적용된다. ② 태블릿 및 노트북의 OLED 전환 확대가 가시화되고 있다. 현재 한 모델에만 OLED를 적용하고 있다. 그러나 2026년에는 세 모델로 확대될 예정이다. 향후 5년여간 성장이 지속될 분야다. ③ 사업 축소 및 철수에 나서는 경쟁사들로 인해, 과점 체제가 더욱 견고해질 가능성이 높다.

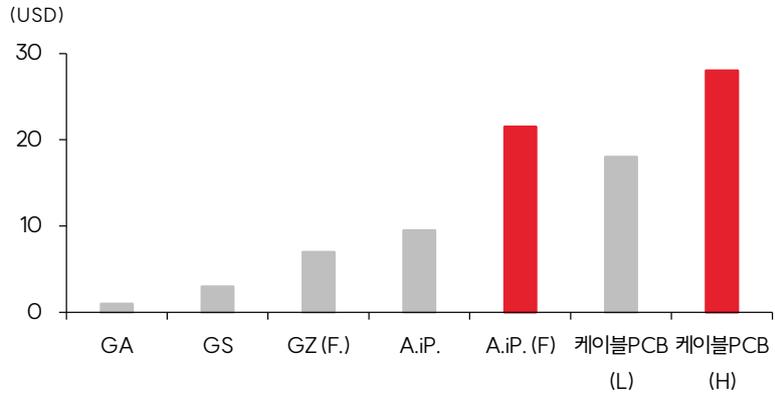
### 목표주가 20,500 원 유지, FPCB의 수요와 공급

FPCB 산업 내 공급 제약으로 동사의 시장지배력이 더 강화될 수 있다. 지난 8년간 경쟁해왔던 네 개 업체는 모두 FPCB 사업을 축소, 철수했거나 또는 대주주가 지분매각을 결정했다. 이는 전방의 불확실성에도 불구하고 업황이 우호적일 것으로 보는 주요 배경이다. 2026년 '디스플레이 케이블 (FPCB)' 시장에 주목하며, 목표주가와 매수 의견을 유지한다.

#### 영업실적 및 투자지표

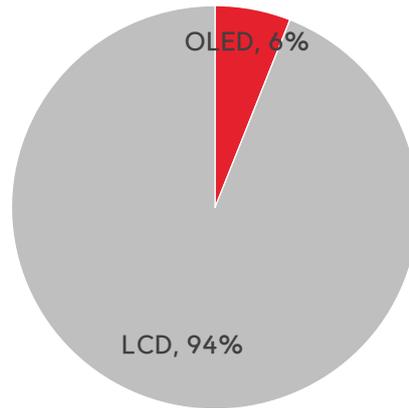
구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	1,681	1,592	1,754	1,688	2,079	2,412
영업이익	십억원	131	85	87	60	134	172
순이익(지배주주)	십억원	144	91	67	61	144	180
EPS	원	4,176	2,631	1,945	1,783	4,183	5,210
PER	배	5.4	8.0	8.9	8.3	3.5	2.9
PBR	배	1.3	1.0	0.8	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	배	4.8	5.8	4.4	3.2	1.5	0.6
ROE	%	29.7	15.1	9.9	8.3	17.3	18.2

비에이치 RFPCB & PCB 판가 비교



자료: SK 증권 추정

애플, 아이패드 & 맥북 내 패널 채용률 (2024년 기준)



자료: SK 증권 추정

비에이치, 신규 사업군 시나리오별 매출 증분

(단위: 억원)		연간 폴더블 아이폰 출하량 가정 (만대)							
		250	500	750	1,000	1,250	1,500	1,750	2,000
복미제조사, IT OLED 채용 디바이스 수 (만대)	1,000	1,500	2,500	3,500	4,500	5,500	6,500	7,500	8,500
	2,000	2,000	3,000	4,000	5,000	6,000	7,000	8,000	9,000
	3,000	2,500	3,500	4,500	5,500	6,500	7,500	8,500	9,500
	4,000	3,000	4,000	5,000	6,000	7,000	8,000	9,000	10,000
	5,000	3,500	4,500	5,500	6,500	7,500	8,500	9,500	10,500
	6,000	4,000	5,000	6,000	7,000	8,000	9,000	10,000	11,000
	7,000	4,500	5,500	6,500	7,500	8,500	9,500	10,500	11,500
	8,000	5,000	6,000	7,000	8,000	9,000	10,000	11,000	12,000
	9,000	5,500	6,500	7,500	8,500	9,500	10,500	11,500	12,500
	10,000	6,000	7,000	8,000	9,000	10,000	11,000	12,000	13,000

자료: SK 증권 추정

RFPCB & 케이블 PCB, 국내 Peer

비에이치

SI 플렉스

영풍전자

인터플렉스

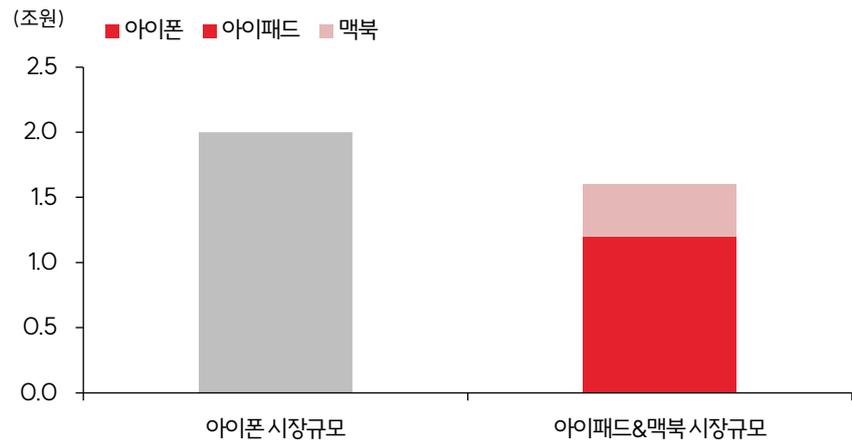
뉴플렉스

대덕전자

코리아써킷

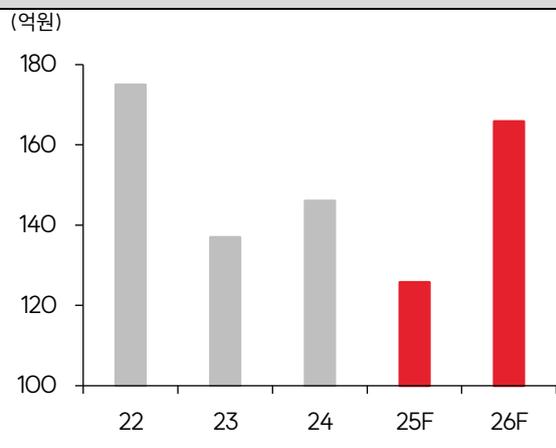
자료: SK 증권 추정

애플 디바이스, 제품별 패널용 케이블(기판) 시장규모



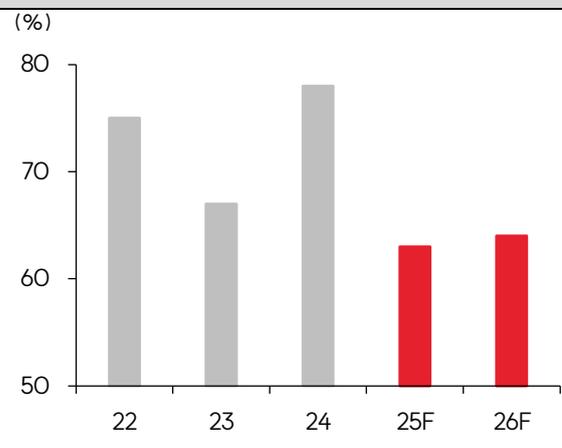
자료: SK 증권 추정 / 주: 보수적 평가 가정

비에이치 EBITDA 추이 및 전망



자료: QuantiWise, SK 증권

비에이치 부채비율 추이 및 전망



자료: QuantiWise, SK 증권

비에이치 제품별 실적 추정											
(단위: 억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
<b>매출액</b>	2,989	4,685	4,992	4,879	3,324	3,897	5,035	4,628	17,544	16,884	20,786
QoQ %	-42	57	7	-2	-32	17	29	-8	-	-	-
YoY %	-5	53	9	-6	11	-17	1	-5	10	-4	23
RFPCB, Display (Kor.)	497	430	118	370	305	103	115	315	1,415	838	1,051
RFPCB, Foldable	33	275	210	70	120	500	165	120	588	905	1,287
RFPCB, Display (Int.)	1,335	2,654	3,645	3,400	1,820	2,150	3,747	3,198	11,034	10,915	12,868
RFPCB, Tablet (Int.)	0	0	0	72	30	35	63	75	72	203	1,012
SEC (Key-PBA & 5G Cable)	29	83	32	28	30	40	35	31	172	136	150
Samsung SDI (Battery)	62	82	35	28	40	50	34	27	207	152	149
EV (BMS Cable)	110	149	85	40	25	7	7	8	384	48	38
기타	9	15	9	5	15	20	12	12	38	59	52
EVs (무선충전모듈)	895	946	818	830	894	924	815	790	3,489	3,423	3,980
<b>영업이익</b>	84	313	526	-53	-254	160	492	205	871	604	1,337
OPM %	3	7	11	-1	-8	4	10	4	5	4	6
YoY %	-6	194	3	-133	-401	-49	-6	-487	1	-31	121

자료 : SK 증권 추정

비에이치 PER (12MF)



자료 : QuantilWise, SK 증권 / 빨간 점선은 현재 밸류에이션, 회색 점선은 과거의 저점과 고점

비에이치 Trailing PBR (TTM)



자료 : QuantilWise, SK 증권 / 빨간 점선은 현재 밸류에이션, 회색 점선은 과거의 저점과 고점

비에이치 EV/EBITDA (12MF)



자료 : QuantilWise, SK 증권 / 빨간 점선은 현재 밸류에이션, 회색 점선은 과거의 저점과 고점

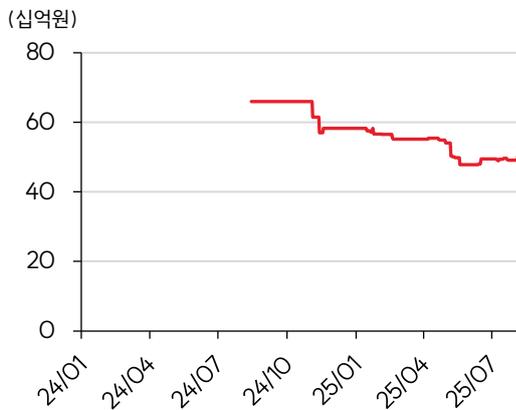
비에이치 분기 실적 리뷰 테이블

(단위: 억원)

구분	2Q24	1Q25	2Q25P			3Q25 (E)		2024	2025 (F) 컨센	2026(F) 컨센
			SK	컨센	확정치	컨센	추정치			
매출액	4,685	3,324		4,043	3,897	5,168	5,035	17,544	17,325	18,926
영업이익	313	(254)		131	160	492	492	871	504	1,022
순이익(지배)	265	(283)		131		382		670	396	867

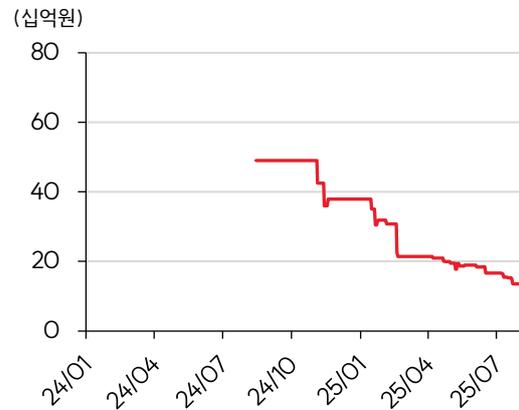
자료: Quantiwise, SK 증권 추정

비에이치 2Q25F 영업이익 컨센서스 추이



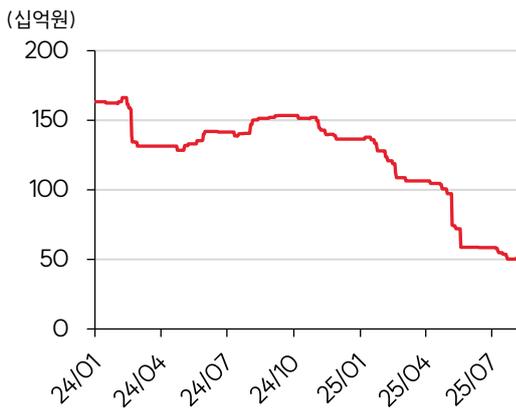
자료: QuantiWise, SK 증권

비에이치 3Q25F 영업이익 컨센서스 추이



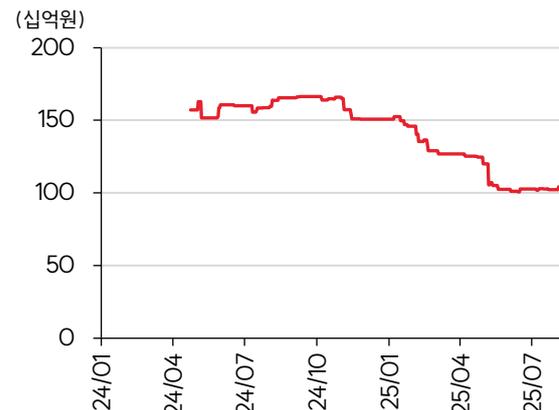
자료: QuantiWise, SK 증권

비에이치 2025F 영업이익 컨센서스 추이



자료: QuantiWise, SK 증권

비에이치 2026F 영업이익 컨센서스 추이



자료: QuantiWise, SK 증권

비에이치 투자자별 누적순매수 추이



자료: QuantiWise, SK 증권

비에이치 실적추정 변경표

구분	변경전		변경후		변경율 (%)	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	1,672	1,938	1,688	2,079	1.0	7.3
영업이익	69	116	60	134	(13.0)	15.5
순이익	69	128	61	144	(11.6)	12.5
OPM (%)	4.1	6.0	3.6	6.4	-	-
NPM	4.1	6.6	3.6	6.9	-	-

자료: SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>유동자산</b>	575	752	752	955	1,154
현금및현금성자산	139	227	354	439	591
매출채권 및 기타채권	206	247	234	303	331
재고자산	137	171	162	210	229
<b>비유동자산</b>	514	568	555	562	552
장기금융자산	18	7	7	7	8
유형자산	272	320	314	306	294
무형자산	128	130	126	118	110
<b>자산총계</b>	1,089	1,320	1,308	1,516	1,706
<b>유동부채</b>	419	472	443	524	556
단기금융부채	195	161	158	158	158
매입채무 및 기타채무	174	257	256	332	362
단기충당부채	1	1	1	1	1
<b>비유동부채</b>	20	107	82	87	89
장기금융부채	4	88	64	64	64
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	5	9	9	12	13
<b>부채총계</b>	439	579	525	611	646
<b>지배주주지분</b>	640	715	763	899	1,071
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	91	94	94	94	94
기타자본구성요소	-55	-67	-70	-70	-70
자기주식	-55	-67	-70	-70	-70
이익잉여금	572	627	681	817	989
비지배주주지분	11	26	20	6	-11
<b>자본총계</b>	651	741	783	906	1,060
<b>부채외자본총계</b>	1,089	1,320	1,308	1,516	1,706

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>영업활동현금흐름</b>	112	187	117	165	213
당기순이익(손실)	85	78	55	130	162
비현금성항목등	77	99	93	94	95
유형자산감가상각비	45	51	55	54	52
무형자산상각비	7	8	9	8	7
기타	24	40	29	32	36
운전자본감소(증가)	-34	41	2	-30	-12
매출채권및기타채권의감소(증가)	-54	-28	51	-69	-28
재고자산의감소(증가)	-39	-11	7	-48	-19
매입채무및기타채무의증가(감소)	18	57	-51	76	30
기타	-30	-45	-62	-55	-66
법인세납부	-14	-15	-29	-27	-33
<b>투자활동현금흐름</b>	-53	-89	-57	-72	-53
금융자산의감소(증가)	17	-2	-0	-0	-0
유형자산의감소(증가)	-64	-77	-55	-45	-40
무형자산의감소(증가)	-7	-10	-4	0	0
기타	-0	0	2	-26	-13
<b>재무활동현금흐름</b>	-10	-10	-35	-8	-8
단기금융부채의증가(감소)	-1	-47	-9	0	0
장기금융부채의증가(감소)	-1	52	-24	0	0
자본의증가(감소)	0	3	0	0	0
배당금지급	-8	-8	0	-8	-8
기타	-1	-11	-3	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	49	89	126	85	152
기초현금	90	139	227	354	439
기말현금	139	227	354	439	591
FCF	48	110	62	120	173

자료 : 비에이치, SK증권 추정

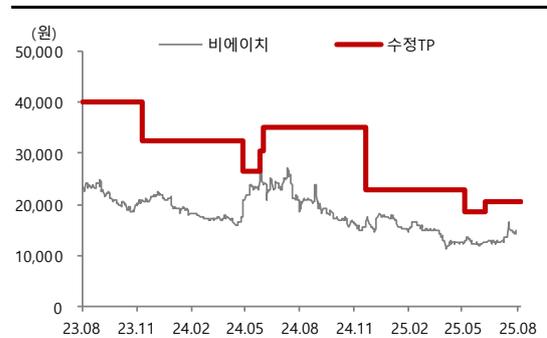
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>매출액</b>	1,592	1,754	1,688	2,079	2,412
<b>매출원가</b>	1,436	1,588	1,507	1,780	2,068
<b>매출총이익</b>	156	166	181	298	344
매출총이익률(%)	9.8	9.5	10.7	14.3	14.3
<b>판매비와 관리비</b>	71	79	121	165	172
<b>영업이익</b>	85	87	60	134	172
영업이익률(%)	5.3	5.0	3.6	6.4	7.1
<b>비영업손익</b>	12	18	13	23	23
순금융손익	-6	-8	-5	-2	1
외환관련손익	12	21	-1	-1	-1
관계기업등 투자손익	4	3	-1	-1	-1
<b>세전계속사업이익</b>	97	105	73	157	195
세전계속사업이익률(%)	6.1	6.0	4.3	7.5	8.1
<b>계속사업법인세</b>	12	28	18	27	33
<b>계속사업이익</b>	85	78	55	130	162
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	85	78	55	130	162
순이익률(%)	5.3	4.4	3.3	6.3	6.7
<b>지배주주</b>	91	67	61	144	180
지배주주귀속 순이익률(%)	5.7	3.8	3.6	6.9	7.4
<b>비지배주주</b>	-6	11	-6	-14	-17
총포괄이익	81	103	52	130	162
지배주주	87	92	57	143	178
비지배주주	-6	11	-5	-12	-16
<b>EBITDA</b>	137	146	124	195	231

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-5.3	10.2	-3.8	23.1	16.0
영업이익	-35.4	2.7	-30.6	121.4	28.5
세전계속사업이익	-40.9	8.6	-30.7	114.4	24.5
EBITDA	-21.6	6.2	-14.9	57.2	18.3
EPS	-37.0	-26.1	-8.3	134.6	24.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	8.1	6.4	4.2	9.2	10.1
ROE	15.1	9.9	8.3	17.3	18.2
EBITDA마진	8.6	8.3	7.4	9.4	9.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	137.2	159.4	169.9	182.3	207.4
부채비율	67.4	78.1	67.0	67.5	60.9
순차입금/자기자본	9.1	2.7	-17.0	-24.1	-35.0
EBITDA/이자비용(배)	14.4	11.1	10.4	18.3	21.7
배당성향	8.7	11.7	12.5	5.3	4.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,631	1,945	1,783	4,183	5,210
BPS	20,155	22,697	24,164	28,124	33,111
CFPS	4,159	3,654	3,635	5,971	6,930
주당 현금배당금	250	250	250	250	250
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	8.0	8.9	8.3	3.5	2.9
PBR	1.0	0.8	0.6	0.5	0.4
PCR	5.1	4.8	4.1	2.5	2.1
EV/EBITDA	5.8	4.4	3.2	1.5	0.6
배당수익률	1.2	1.4	1.7	1.7	1.7

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.06.13	매수	20,500원	6개월		
2025.05.09	매수	18,500원	6개월	-31.88%	-26.92%
2024.11.25	매수	23,000원	6개월	-34.00%	-20.48%
2024.06.05	매수	35,000원	6개월	-42.51%	-22.43%
2024.05.30	매수	30,500원	6개월	-17.87%	-13.28%
2024.05.03	매수	26,500원	6개월	-13.20%	-7.55%
2023.11.16	매수	32,500원	6개월	-42.45%	-30.92%
2023.10.27	매수	40,000원	6개월	-50.15%	-47.63%



### 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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 08월 05일 기준)

매수	94.94%	중립	5.06%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------