

비에이치 (090460)

어려운 영업환경

비용 통제 어려움

목표주가를 기존 21,500원에서 15,000원으로 하향한다. 사업 정상화를 가정한 2H25~1H26 EPS에 10년 평균 12MF P/E 7.2배를 적용했다. 주가는 YTD -27% 하락했고 Trailing P/B 기준 0.55배로 역사적 최하단 수준에 도달했다. 주된 우려는 ① 관세로 인해 하반기 수요 불확실성이 커졌다는 점, ② 고객사의 평가 인하 요구가 강해졌다는 점이다. 특히 평가 인하 압력으로 인해 영업이익률과 ROE가 낮아지고 있다[그림1, 2]. 이를 반영하여 '25년과 '26년 영업이익 추정치를 각각 -55%, -16% 낮춘 503억원, 1,072억원으로 전망한다. 통상 4월~5월은 신모델에 대한 기대감이 형성되는 시기다. 그러나 비우호적 매크로 환경과 수익성 악화로 단기 모멘텀은 부재하다. 당사가 당초 기대했던 업사이드 요소와 현재 상황을 아래와 같이 정리했다.

① **LTPO 평가 인상폭:** 당초 2H25 FPCB Blended ASP 개선을 기대했다. iPhone 17 시리즈는 전부 LTPO를 탑재할 전망이다. 다만 개선폭은 예상보다 크지 않을 것으로 보인다. 기존 레거시 모델형 FPCB에 대한 평가 인하도 예상보다 강했다. SDC에 대한 Apple의 평가 인하 압력이 동사에게 전가되는 모양새다. 한편, iPhone 16e형 물동이 예상보다 견조했으나, 이에 대한 PCB 평가는 낮은 것으로 파악된다. 구모델에 탑재되던 패널이 그대로 적용되기 때문이다. ② **SDC-BOE 간 분쟁:** SDC의 BOE 제조 결과도 아쉬웠다. BOE 제품에 대한 미국 내 판매 금지 판결을 얻지 못했다. 다만, 미-중 무역 전쟁 격화로 인해 최근 Apple이 중국산 부품에 대한 비중 확대를 재고하는 분위기가 감지되고 있다. 향후 동사 고객사인 SDC에 긍정적일 수 있다. ③ **폴더블 아이폰 기대:** 애플의 폴더블 폼팩터는 2H26 출시될 전망이다. 이는 여전히 동사에게 기회다. 아직 PCB 공급망, 사양이 확정되지 않았다. 다만 SDC가 폴더블 패널에 대한 독점적 지위를 갖게 될 전망이고, 동사가 SDC의 메인 벤더로 확고한 지위를 차지하고 있다는 점에서 주목한다. 삼성전자의 사례를 보면, 폴더블 폼팩터의 PCB 평가는 기존 대비 1.5~2.0배 높다.

1분기 실적 리뷰 및 2분기 실적 전망

1분기 실적은 매출 3,324억원(+11% YoY, -32% QoQ), 영업이익 -253억원 (적전 YoY, -7.6%)으로 시장 기대치인 -111억원을 크게 하회했다. 대부분의 적용처가 적자 전환했다. 모바일용 FPCB는 평가 인하, IT용 및 전기차용 PCB는 수요 부진에 따른 가동률 저하 때문이었다. 한편, 동사는 여타 공급망과 달리 관세와 관련된 선형 비축 수요가 없다는 입장이다. 신모델형 FPCB의 양산은 통상 4~5월로 여타 컴포넌트보다 빠른 편이다. 따라서 제품 라이프 사이클 상 필요한 iPhone 16형 PCB는 기 공급되었을 가능성이 높다. 2분기 실적은 매출 4,173억원(-11% YoY, +26% QoQ), 영업이익 107억원(-66% YoY, 영업이익률 2.6%)으로 전망된다. iPhone 17형 PCB 공급이 시작되며 전분기 대비 흑자 전환할 전망이다. 다만 기존 추정치 대비 영업이익 -51% 하향한다. 이는 지난 분기와 마찬가지로 레거시 PCB에 대한 평가 인하, 예상보다 큰 IT OLED용 고정비 부담이 이어질 것으로 전망하기 때문이다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	15,000원(하향)
증가(2025.05.02)	12,460원
상승여력	20.4%

Stock Indicator

자본금	17십억원
발행주식수	3,446만주
시가총액	429십억원
외국인지분율	10.9%
52주 주가	11,160~27,150원
60일평균거래량	214,439주
60일평균거래대금	3.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.0	-17.4	-23.7	-39.8
상대수익률	-6.8	-19.4	-23.0	-35.4

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	1,754	1,806	1,903	1,960
영업이익(십억원)	87	50	107	116
순이익(십억원)	67	38	87	96
EPS(원)	1,945	1,113	2,520	2,772
BPS(원)	20,748	22,328	25,315	28,554
PER(배)	8.9	11.2	4.9	4.5
PBR(배)	0.8	0.6	0.5	0.4
ROE(%)	9.9	5.2	10.6	10.3
배당수익률(%)	1.4	2.4	2.4	2.4
EV/EBITDA(배)	4.2	3.5	1.7	1.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[전기전자]

고의영 2122-9179 ey.ko@imfnsec.com

[IT RA]

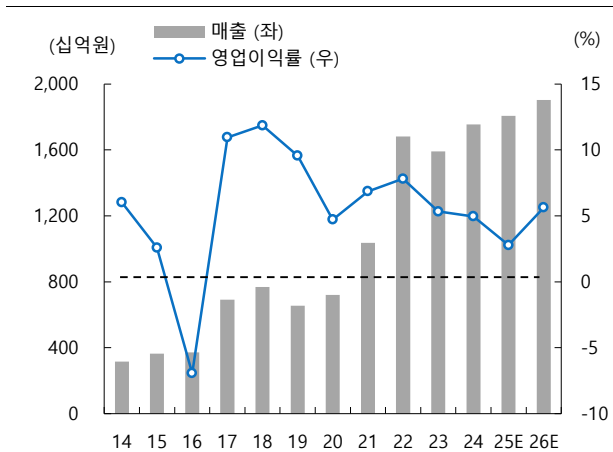
손우성 2122-9785 useong@imfnsec.com

표1. 비에이치 영업실적 추이 및 전망

(억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25p	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	2,989	4,685	4,992	4,879	3,324	4,173	5,409	5,153	17,544	18,059	19,032
%YoY	-4.8%	53.5%	9.5%	-5.6%	11.2%	-10.9%	8.3%	5.6%	10.2%	2.9%	5.4%
%QoQ	-42.2%	56.8%	6.6%	-2.3%	-31.9%	25.5%	29.6%	-4.7%			
A사향 매출 비중	45.6%	58.1%	73.7%	72.2%	42.7%	61.7%	72.5%	70.9%	63.4%	66.5%	66.5%
영업이익	84	313	526	97	-254	107	454	196	1,021	503	1,072
%YoY	-5.5%	222.9%	3.5%	-36.8%	적전	-66.0%	-13.6%	101.4%	20.4%	-50.7%	113.2%
%QoQ	-45.2%	272.1%	67.8%	-81.5%	적전	흑전	326.1%	-57.0%			
%영업이익률	2.8%	6.7%	10.5%	2.0%	-7.6%	2.6%	8.4%	3.8%	5.8%	2.8%	5.6%

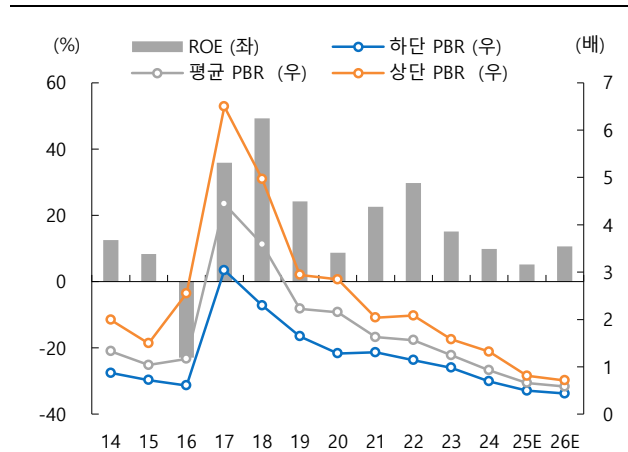
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 비에이치의 연간 매출 및 영업이익률 추이



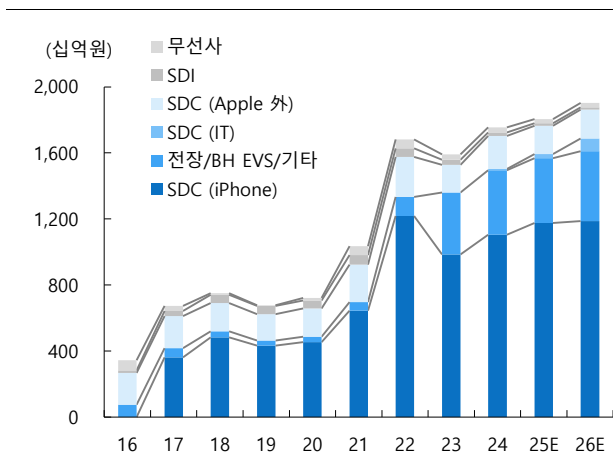
자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

그림2. 비에이치의 연간 ROE 및 PBR 추이



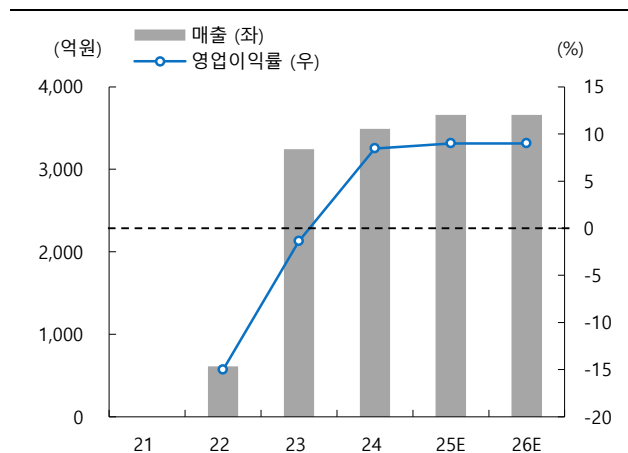
자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

그림3. 비에이치의 부문별 매출 추이 및 전망



자료: 비에이치, iM증권 리서치본부

그림4. BH EVS의 매출, 영업이익률 추이 및 전망



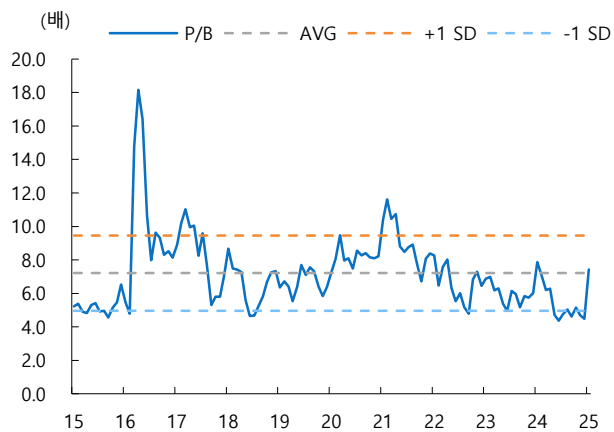
자료: 비에이치, iM증권 리서치본부

표3. 비에이치 Valuation Table

(단위: 원, 배)		비고
① EPS	2,016	2H25~1H26 EPS
② Target Multiple	7.2	10년 평균 12MFP/E
- 적정주가	14,517	① * ②
③ 목표주가	15,000	
④ 현재주가	12,460	
상승여력	20%	③ / ④ - 1

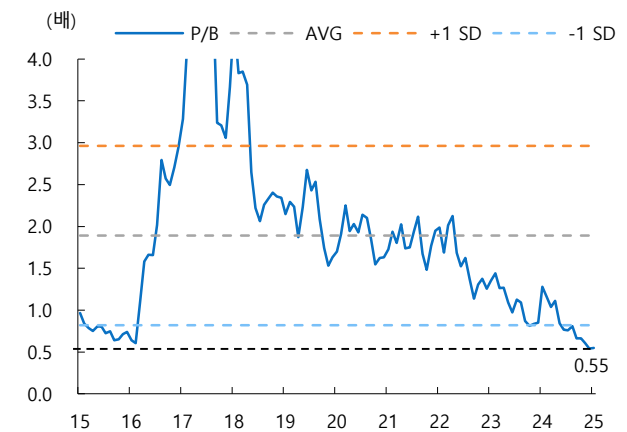
자료: iM증권 리서치본부

그림8. 비에이치 12개월 선행 PER 추이



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

그림9. 비에이치 12개월 트레일링 PBR 추이



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

표2. 비에이치 실적추정 변경

(십억원, %)	신규추정		기존추정		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	1,806	1,903	1,837	1,953	-1.7	-2.5
영업이익	50	107	111	127	-54.7	-15.6
영업이익률	2.8	5.6	6.0	6.5		
세전이익	60	121	131	151	-54.2	-20.1
세전이익률	3.3	6.3	7.1	7.7		
지배주주순이익	38	87	99	115	-61.2	-24.4
지배주주순이익률	2.1	4.6	5.4	5.9		
EPS	1,113	2,521	2,887	3,327	-61.4	-24.2

자료: iM증권 리서치본부

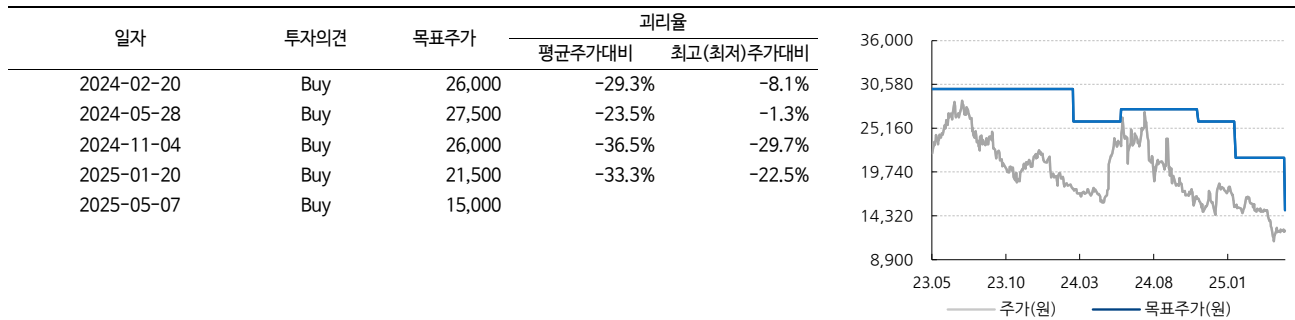
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	752	737	849	958	매출액	1,754	1,806	1,903	1,960
현금 및 현금성자산	227	198	283	376	증가율(%)	10.2	2.9	5.4	3.0
단기금융자산	2	2	2	2	매출원가	1,588	1,670	1,716	1,759
매출채권	248	254	268	276	매출총이익	166	136	187	202
재고자산	171	176	185	191	판매비와관리비	79	86	80	86
비유동자산	568	560	544	531	연구개발비	5	5	5	5
유형자산	320	317	305	296	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	130	122	115	108	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,320	1,296	1,392	1,490	영업이익	87	50	107	116
유동부채	472	388	370	346	증가율(%)	2.7	-42.3	113.2	8.1
매입채무	246	217	228	235	영업이익률(%)	5.0	2.8	5.6	5.9
단기차입금	158	108	78	49	이자수익	5	4	6	8
유동성장기부채	2	2	2	2	이자비용	13	10	9	7
비유동부채	107	103	104	104	자본이익(손실)	3	3	4	4
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	31	16	16	16
장기차입금	85	85	85	85	세전계속사업이익	105	60	121	133
부채총계	579	491	475	450	법인세비용	28	12	24	27
지배주주지분	715	770	872	984	세전계속이익률(%)	6.0	3.3	6.3	6.8
자본금	17	17	17	17	당기순이익	78	48	97	106
자본잉여금	94	94	94	94	순이익률(%)	4.4	2.7	5.1	5.4
이익잉여금	627	656	733	820	지배주주귀속 순이익	67	38	87	96
기타자본항목	-23	2	28	53	기타포괄이익	25	25	25	25
비지배주주지분	26	35	45	56	총포괄이익	103	73	122	132
자본총계	741	805	918	1,040	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	187	59	145	152	주당지표(원)				
당기순이익	78	48	97	106	EPS	1,945	1,113	2,520	2,772
유형자산감가상각비	51	63	62	59	BPS	20,748	22,328	25,315	28,554
무형자산상각비	8	8	7	7	CFPS	3,654	3,179	4,540	4,686
지분법관련손실(이익)	3	3	4	4	DPS	250	300	300	300
투자활동 현금흐름	-89	-58	-48	-48	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-77	-60	-50	-50	PER	8.9	11.2	4.9	4.5
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	0.8	0.6	0.5	0.4
금융상품의 증감	-4	-	-	-	PCR	4.8	3.9	2.7	2.7
재무활동 현금흐름	-10	-59	-41	-40	EV/EBITDA	4.2	3.5	1.7	1.0
단기금융부채의증감	-47	-50	-30	-29	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	54	-	-	-	ROE	9.9	5.2	10.6	10.3
자본의증감	4	-	-	-	EBITDA이익률	8.3	6.7	9.3	9.3
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	78.1	61.0	51.7	43.3
현금및현금성자산의증감	89	-30	85	93	순부채비율	2.1	-0.6	-13.1	-23.3
기초현금및현금성자산	139	227	198	283	매출채권회전율(x)	7.7	7.2	7.3	7.2
기말현금및현금성자산	227	198	283	376	재고자산회전율(x)	11.4	10.4	10.6	10.4

자료 : 비에이치, iM증권 리서치본부

비에이치 투자 의견 및 목표주가 변동 추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%