

# 비에이치 (090460)

## 2Q26에 쏠려 있는 변곡점

### 폴더블 아이폰으로의 시선 변화

목표주가를 기존 20,000원에서 25,000원으로 +25% 상향한다. '26년과 '27년의 평균 EPS인 2,858원에 기존과 같이 PER 8.5배를 목표로 한다. '26년과 '27년의 평균 EPS를 기준으로 삼은 이유는, ① 2Q26 중 폴더블 아이폰향 FPCB 양산이 시작되며 투자자들의 시선이 온기 반영 시점인 '27년을 향할 것으로 판단하고, ② 마찬가지로 IT OLED용 PCB의 적자가 2Q26 이후 최소 '27년까지 개선될 것으로 전망하기 때문이다. 당장의 1Q26은 비수기이므로 실적에 대한 기대치는 높지 않으나, 오히려 2Q26의 변곡점을 더 중요하게 바라본다

'26년, '27년의 영업이익은 각각 1,016억원 (+88% YoY), 1,425억원 (+40% YoY)으로 전망하며, 이는 기존 전망치를 유지하는 것이다 [표3]. '26년, '27년 P/E는 각각 8.3배, 6.0배로 절대적으로 저평가 받고 있다.

### DRAM 가격 급등 속에서 폴더블은 안전한 대안

4Q25 실적은 매출 5,080억원 (+4% YoY, -10% QoQ), 영업이익 288억원 (흑전 YoY, 영업이익률 5.7%)으로 컨센서스 대비 매출은 부합, 영업이익은 +7% 상회했다. iPhone 17 프로맥스 중심의 제품 믹스 개선과 BHEVS 관세 관련 환급이 있었다.

동사에 대한 '26년 관전포인트로서, ① IT OLED용 PCB 적자 개선, ② 폴더블 아이폰용 FPCB 양산, ③ DRAM 원가 부담 속 폴더블 아이폰 부각 가능성 등에 주목한다.

① 결과적으로 '25년 실적은 매출 1.8조원 (+2% YoY), 영업이익 539억원 (-38% YoY, 영업이익률 3.0%)으로 마무리되었다. 매출이 '24년 대비 소폭 성장했음에도 영업이익이 크게 감소한 이유는 IT OLED용 PCB에서의 대규모 적자 때문이다. 수요 부진, 낮은 수율로 이종고를 겪었는데, 만약 동 부문에서의 적자가 없었다면 '24년 대비 증익이 가능했을 것이다. 다만, 올해는 '25년 대비 적자폭이 크게 개선될 전망이다. 북미 IT OLED용 PCB 매출이 '25년 210억원→'26년 600억원으로 성장할 것으로 전망하는데, 특히 태블릿 신제품용 PCB 양산이 시작될 2Q26 이후 유의미한 적자폭 개선을 기대한다. 아울러 북미 IT OLED 채택 로드맵 ('27년 패드 에어, '28년 맥북 에어 등)을 감안할 때, 이러한 개선은 '28년까지 이어질 전망이다.

② 당사는 SDC의 폴더블 디스플레이 생산이 6월부터 개시될 것으로 가정하며, 리드타임 감안 시 동사 FPCB 양산은 5월부터 시작될 전망이다. '26년과 '27년 폴더블 아이폰향 FPCB 매출은 2,080억원, '5,350억원으로 전망하는데, 이는 기존 추정치를 유지하는 것이다. 세부적으로, '26년과 '27년의 세트 출하량을 각각 700만대, 1800만대로 가정했으며, SDC의 폴더블 패널 (내부 디스플레이) 공급 점유율 100%, 동사의 SDC 내 FPCB 공급 점유율 90%를 가정한 것이다 [그림3].

③ 메모리 가격 급등에 따라 세트 업체들의 BOM Cost 부담 가중 및 세트 수요 둔화에 대한 우려가 크지만, 폴더블 아이폰과 같은 초프리미엄 제품은 이러한 우려로부터 상대적으로 자유로울 것으로 판단한다. (a) 폴더블 스마트폰 제조 원가에서 메모리가 차지하는 비중이 바 타입 스마트폰 대비 상대적으로 높지 않고, (b) 고가 세그먼트 특성상 수요의 키 팩터는 가격보다는 제품 자체의 완성도이기 때문이다. 예컨대, 지난해 출시된 갤럭시폴드7의 경우 약 15만원의 가격 인상에도 불구하고 전작 대비 무려 +77% 더 많이 팔렸다. (Counterpoint 기준, GF7 6개월간 412만대 vs. GF6 6개월간 232만대 판매). 따라서 폴더블 아이폰도 제품의 완성도만 높다면, 메모리 가격 급등이라는 파고 속에서 상대적으로 안전할 것으로 판단된다.

## Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	25,000원(상향)
증가(2026.02.09)	19,890원
상승여력	25.7%

Stock Indicator	
자본금	17십억원
발행주식수	3,371만주
시가총액	671십억원
외국인지분율	23.0%
52주 추가	11,160~19,890원
60일평균거래량	316,815주
60일평균거래대금	5.5십억원

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	20.8	18.3	29.9	29.1
상대수익률	5.3	-15.7	-35.1	-81.0

### Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	1,754	1,793	2,004	2,329
영업이익(십억원)	87	54	102	143
순이익(십억원)	67	38	82	115
EPS(원)	1,945	1,107	2,392	3,324
BPS(원)	20,748	22,367	25,225	28,972
PER(배)	8.9	18.0	8.3	6.0
PBR(배)	0.8	0.9	0.8	0.7
ROE(%)	9.9	5.1	10.1	12.3
배당수익률(%)	1.4	1.3	1.5	1.8
EV/EBITDA(배)	4.2	5.4	3.5	2.4

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[전기전자]

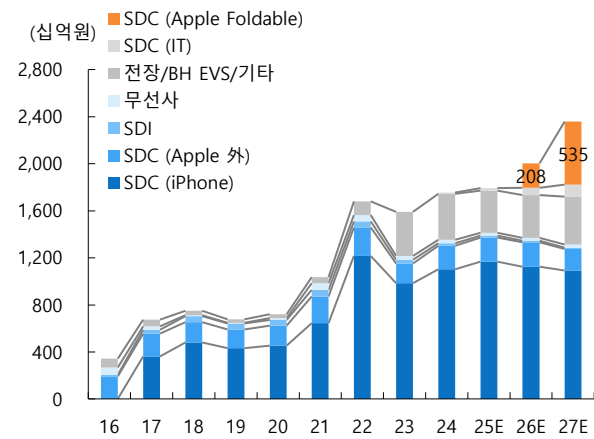
고의영 2122-9179 ey.ko@imfnsec.com

표1. 비에이치 영업실적 추이 및 전망

(억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25p	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	3,324	3,897	5,625	5,080	3,405	4,363	5,778	6,494	17,544	17,926	20,039	23,285
%YoY	11.2%	-16.8%	12.7%	4.1%	2.4%	11.9%	2.7%	27.8%	10.2%	2.2%	11.8%	16.2%
%QoQ	-31.9%	17.2%	44.3%	-9.7%	-33.0%	28.1%	32.4%	12.4%				
A시항 매출 비중	55.8%	56.3%	70.6%	79.0%	55.6%	59.8%	75.8%	77.9%	63.4%	66.3%	69.6%	73.0%
영업이익	-254	160	345	288	32	47	512	425	871	540	1,016	1,425
%YoY	적전	-48.8%	-34.4%	흑전	흑전	-70.7%	48.5%	47.6%	2.7%	-38.0%	88.2%	40.3%
%QoQ	적지	흑전	115.1%	-16.4%	-89.0%	47.9%	989.2%	-16.9%				
%영업이익률	-7.6%	4.1%	6.1%	5.7%	0.9%	1.1%	8.9%	6.5%	5.0%	3.0%	5.1%	6.1%

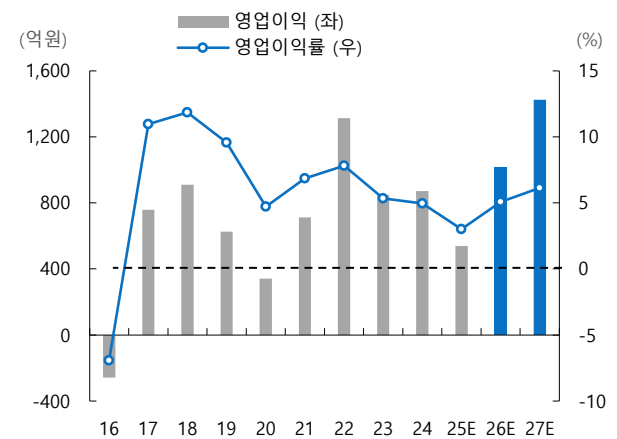
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 비에이치의 부문별 연간 매출 추이 및 전망



자료: 비에이치, iM증권 리서치본부

그림2. 비에이치 전사 영업이익 및 영업이익률 추이



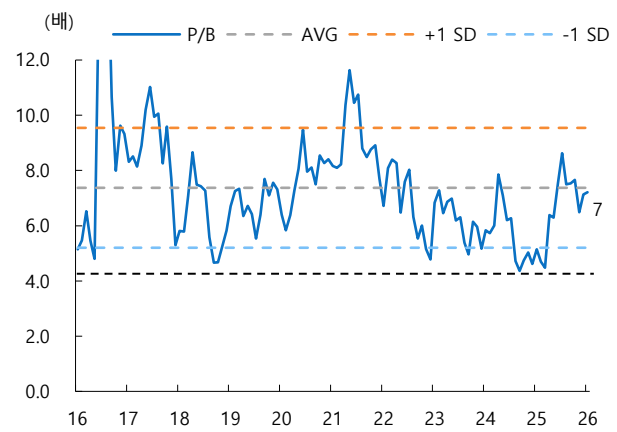
자료: 비에이치, iM증권 리서치본부

그림3. 폴더블 아이폰 출시에 따른 '26년, '27년 매출 기여분

(백만대)	2026		2027	
	내부 DP	외부 DP	내부 DP	외부 DP
① 세트 출하량	7	7	18	18
② 패널 출하량	7.7	7.7	19.8	19.8
③ SDC 점유율	100%	80%	100%	80%
④ SDC 출하량	7.7	6.2	19.8	15.8
⑤ FPCB 출하량	8.5	6.8	21.8	17.4
⑥ BH 점유율	90%	80%	90%	80%
⑦ BH 출하량	7.6	5.4	19.6	13.9
⑧ ASP (\$)	13	8	13	8
⑨ F/X	1,450	1,450	1,450	1,450
매출 (십억원)	144	64	369	166
내부+외부 매출	208		535	

자료: iM증권 리서치본부 추정

그림4. 비에이치 12개월 선행 PER 추이



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

표2. 비에이치 Valuation Table

(단위: 원, 배)		비고
① EPS	2,858	26년과 27년 추정치의 평균
② Target Multiple	8.5	10년 평균 12MFP/E 15% 할증
- 적정주가	24,293	① * ②
③ 목표주가	25,000	
④ 현재주가	19,890	
상승여력	26%	③ / ④ - 1

자료: iM증권 리서치본부

표3. 비에이치 실적추정 변경

(십억원, %)	신규추정		기존추정		변동률	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	2,004	2,329	2,048	2,352	-2.2	-1.0
영업이익	102	143	100	143	1.6	-0.3
영업이익률	5.1	6.1	4.9	6.1		
세전이익	114	159	113	159	1.3	0.1
세전이익률	5.7	6.8	5.5	6.8		
지배주주순이익	82	115	82	114	0.5	0.5
지배주주순이익률	4.1	4.9	4.0	4.8		
EPS	2,392	3,324	2,363	3,318	1.2	0.2

자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	752	711	745	835	매출액	1,754	1,793	2,004	2,329
현금 및 현금성자산	227	193	176	188	증가율(%)	10.2	2.2	11.8	16.2
단기금융자산	2	2	2	2	매출원가	1,588	1,651	1,819	2,083
매출채권	248	234	262	304	매출총이익	166	142	185	246
재고자산	171	174	195	226	판매비와관리비	79	88	83	103
비유동자산	568	580	609	632	연구개발비	5	5	5	6
유형자산	320	337	371	396	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	130	122	115	108	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,320	1,291	1,354	1,466	영업이익	87	54	102	143
유동부채	472	386	362	349	증가율(%)	2.7	-38.0	88.2	40.3
매입채무	246	215	240	279	영업이익률(%)	5.0	3.0	5.1	6.1
단기차입금	158	108	58	8	이자수익	5	4	4	4
유동성장기부채	2	2	2	2	이자비용	13	10	7	3
비유동부채	107	103	83	67	자본법이익(손실)	3	3	4	4
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	31	6	16	16
장기차입금	85	85	64	48	세전계속사업이익	105	53	114	159
부채총계	579	490	445	416	법인세비용	28	11	23	32
자배주주지분	715	771	869	998	세전계속이익률(%)	6.0	3.0	5.7	6.8
자본금	17	17	17	17	당기순이익	78	42	92	127
자본잉여금	94	94	94	94	순이익률(%)	4.4	2.4	4.6	5.5
이익잉여금	627	657	730	834	지배주주귀속 순이익	67	38	82	115
기타자본항목	-23	2	28	53	기타포괄이익	25	25	25	25
비지배주주지분	26	30	39	52	총포괄이익	103	68	117	153
자본총계	741	801	909	1,050	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	187	74	132	158	주당지표(원)				
당기순이익	78	42	92	127	EPS	1,945	1,107	2,392	3,324
유형자산감가상각비	51	63	67	74	BPS	20,748	22,367	25,225	28,972
무형자산상각비	8	8	7	7	CFPS	3,654	3,173	4,545	5,674
지분법관련손실(이익)	3	3	4	4	DPS	250	250	300	350
투자활동 현금흐름	-89	-78	-98	-98	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-77	-80	-100	-100	PER	8.9	18.0	8.3	6.0
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	0.8	0.9	0.8	0.7
금융상품의 증감	-4	-	-	-	PCR	4.8	6.3	4.4	3.5
재무활동 현금흐름	-10	-59	-80	-77	EV/EBITDA	4.2	5.4	3.5	2.4
단기금융부채의증감	-47	-50	-50	-50	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	54	-	-21	-16	ROE	9.9	5.1	10.1	12.3
자본의증감	4	-	-	-	EBITDA이익률	8.3	7.0	8.8	9.6
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	78.1	61.1	49.0	39.6
현금및현금성자산의증감	89	-35	-17	12	순부채비율	2.1	-0.1	-6.0	-12.6
기초현금및현금성자산	139	227	193	176	매출채권회전율(x)	7.7	7.4	8.1	8.2
기말현금및현금성자산	227	193	176	188	재고자산회전율(x)	11.4	10.4	10.9	11.1

자료 : 비에이치, iM증권 리서치본부

비에이치 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-02-20	Buy	26,000	-29.3%	-8.1%
2024-05-28	Buy	27,500	-23.5%	-1.3%
2024-11-04	Buy	26,000	-36.5%	-29.7%
2025-01-20	Buy	21,500	-33.3%	-22.5%
2025-05-07	Buy	15,000	-15.2%	-7.3%
2025-07-22	Buy	20,000	-14.2%	-0.6%
2026-02-10	Buy	25,000		



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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 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 2025-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
90.6%	9.4%	-