

# 비에이치 (090460)

## 중국의 iPhone 배제 vs. 미국의 BOE 배제?

### 4분기 컨센서스 하회 및 2025년 추정치 하향

투자 의견 Buy를 유지하나, 목표주가를 기존 26,000에서 21,500원으로 -17% 조정한다. 12MF EPS 2,923원에 기존과 같이 10년 평균 12MF P/E 7.3배를 적용했다. '25년 영업이익 추정치를 -17% 조정한 1,115억원으로 전망한다. 3개월 컨센서스 1,245억원 대비 -18% 하회하는 것이다.

**수요 부진의 여파:** 4Q24 실적은 매출 4,937억원(-5% YoY, -1% QoQ), 영업이익 101억원(-34% YoY, 영업이익률 2%)으로 추정된다. 기존 추정치 대비 매출과 영업이익 각각 -4%, -72% 하회하는 것이다. IT용 PCB는 지난해 연말까지도 공급하지 못했다. 메인 벤더인 경쟁사가 대부분의 물동을 대응한 것으로 파악된다. BH EVS 또한 주요 고객사의 수요 부진으로 기존 계획에 미달한 것으로 보인다. 매출 대비 영업이익 하회폭이 더 큰 이유는, 앞서 언급하였듯 IT용 PCB 공급이 없었던 영향으로 선행 확보하였던 재고 등 일부 자산을 비용처리 한 것으로 파악하기 때문이다.

**25년 하향의 이유:** 수요 부진을 이유로 패널 고객사로부터의 판가 인하 압력이 거세졌다. 아울러, 최근 구체화된 중국의 스마트폰 보조금 정책은 사실상 동사의 최종 고객사인 Apple을 배제하는 모양새다. 1월 20일부터 6,000위안 미만 세트를 대상으로 최대 500위안의 구매보조금이 지급되는데, 이 기준에 따르면 iPhone 16 (128GB) 모델만 간신히 보조금을 받을 수 있다 [그림4, 5]. 단기적으로 전방 수요에 먹구름이 짙어질 수 있겠다. 물론, Siri가 궁극적으로는 모바일 AI Agent를 지향하며 발전할 것이라는 점, 그리고 이에 따라 중장기적으로 iOS 점유율이 확대될 것이라는 생각은 유효하다 [당사 이전 Apple 보고서 링크]. 다만, 지금 상황은 반갑지 않은 소나기라 할 수 있다.

### 기회요인: LTPO 확대, Apple 폴더블, BOE 제재 가능성

앞선 요인들로 인해, 현재 동사 주가는 단기 급락세를 보였고, 12MF P/E 5.3배까지 조정 받았다. 향후 기대할 수 있는 기회요인을 탐색해본다.

① **전모델 LTPO 적용:** 하반기 신규 iPhone에는 모든 모델에 LTPO가 적용될 것이며, 동사 FPCB의 Blended ASP는 +5% 내외 개선될 전망이다. 중국 패널 업체의 진입도 지난해 대비 제한적일 것이라는 점도 긍정적이다. 다만, 판가 인하 압력으로 인해 당초 예상 대비 ASP 개선폭이 제한됨은 아쉽다.

② **애플 폴더블 기대:** '26년 9월 출시될 전망인 Apple의 폴더블 폼팩터도 동사에겐 기회 요인이다. 공급망, ASP는 미정이나, 동사가 SDC의 메인 벤더로서 확고한 지위를 차지하고 있다는 점, 일반적으로 폴더블 폼팩터의 PCB 판가가 바-타입 대비 높다는 점은 '26년 이후 실적의 잠재 업사이드 요인이다.

③ **BOE 제재 가능성:** BOE에 대한 미국의 제재 가능성도 잠재적인 기회요인이다. Tencent를 포함한 주요 중국 기술 기업은 미국의 국방수권법에 의거하여 중국 군사 기업(Chinese Military Companies, 이하 CMC)으로 지정되었다.

동사 고객사인 SDC의 경쟁사인 BOE는 여기에 포함되지 않았는데, 지난해 9월 이래로 미국 하원은 'BOE가 군사 및 방위 공급업체로 설립되어 인민해방군의 계약자임'을 강조하며 CMC 등재를 위한 노력을 지속하고 있다. 지난 12월에는 ITC에 BOE 제품이 미국에 들어오는 것을 금지할 것을 촉구하기도 했다 [그림8]. 이 같은 움직임은 신장 위구르 인권 침해 문제와 맞물려 Apple 공급망에서 탈락한 중국의 O-Film을 떠올리게 한다.

### Company Brief

## Buy (Maintain)

|                |             |
|----------------|-------------|
| 목표주가(12M)      | 21,500원(하향) |
| 증가(2025.01.17) | 15,400원     |
| 상승여력           | 39.6%       |

| Stock Indicator |                |
|-----------------|----------------|
| 자본금             | 17십억원          |
| 발행주식수           | 3,446만주        |
| 시가총액            | 531십억원         |
| 외국인지분율          | 13.9%          |
| 52주 주가          | 14,410~27,150원 |
| 60일평균거래량        | 391,167주       |
| 60일평균거래대금       | 6.5십억원         |

| 주가수익률(%) | 1M    | 3M   | 6M    | 12M   |
|----------|-------|------|-------|-------|
| 절대수익률    | -15.5 | -9.5 | -39.8 | -14.6 |
| 상대수익률    | -17.1 | -6.8 | -29.2 | -18.1 |

### Price Trend



| FY           | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(십억원)     | 1,592  | 1,760  | 1,837  | 1,953  |
| 영업이익(십억원)    | 85     | 102    | 111    | 127    |
| 순이익(십억원)     | 91     | 87     | 99     | 115    |
| EPS(원)       | 2,631  | 2,524  | 2,887  | 3,327  |
| BPS(원)       | 18,561 | 20,746 | 23,249 | 26,193 |
| PER(배)       | 8.0    | 6.1    | 5.3    | 4.6    |
| PBR(배)       | 1.1    | 0.7    | 0.7    | 0.6    |
| ROE(%)       | 15.1   | 12.8   | 13.1   | 13.5   |
| 배당수익률(%)     | 1.2    | 1.6    | 1.9    | 1.9    |
| EV/EBITDA(배) | 5.7    | 3.5    | 2.9    | 2.1    |

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  | 4Q24E  | 1Q25E  | 2Q25E  | 3Q25E  | 4Q25E  | 2023   | 2024E  | 2025E  |
|-----------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 2,989  | 4,685  | 4,992 | 4,937  | 3,021  | 4,246  | 5,635  | 5,472  | 15,920 | 17,602 | 18,374 |
| %YoY      | -4.8%  | 53.5%  | 9.5%  | -4.5%  | 1.1%   | -9.4%  | 12.9%  | 10.8%  | -5.3%  | 10.6%  | 4.4%   |
| %QoQ      | -42.2% | 56.8%  | 6.6%  | -1.1%  | -38.8% | 40.6%  | 32.7%  | -2.9%  |        |        |        |
| A사향 매출 비중 | 45.6%  | 58.1%  | 73.7% | 71.3%  | 45.5%  | 61.5%  | 72.4%  | 70.0%  | 61.9%  | 63.4%  | 64.7%  |
| 영업이익      | 84     | 313    | 526   | 101    | 51     | 217    | 583    | 263    | 848    | 1,025  | 1,115  |
| %YoY      | -5.5%  | 222.9% | 3.5%  | -34.1% | -40.0% | -30.6% | 10.9%  | 160.5% | -35.4% | 20.8%  | 8.8%   |
| %QoQ      | -45.2% | 272.1% | 67.8% | -80.8% | -50.0% | 330.0% | 168.2% | -54.8% |        |        |        |
| %영업이익률    | 2.8%   | 6.7%   | 10.5% | 2.0%   | 1.7%   | 5.1%   | 10.4%  | 4.8%   | 5.3%   | 5.8%   | 6.1%   |

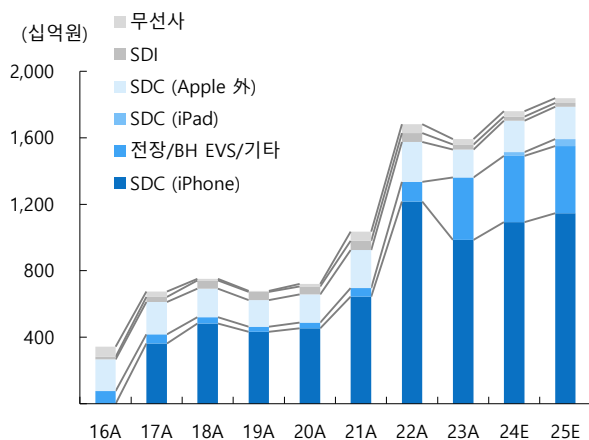
자료: 비에이치, iM증권 리서치본부

표2. 비에이치 실적추정 변경

| (십억원, %) | 신규추정  |       | 기존추정  |       | 변동률   |       |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|          | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E |
| 매출액      | 1,760 | 1,837 | 1,779 | 1,885 | -1.1  | -2.5  |
| 영업이익     | 102   | 111   | 128   | 135   | -20.0 | -17.4 |
| 영업이익률    | 5.8   | 6.1   | 7.2   | 7.2   |       |       |
| 세전이익     | 114   | 131   | 156   | 169   | -26.6 | -22.5 |
| 세전이익률    | 6.5   | 7.1   | 8.8   | 9.0   |       |       |
| 지배주주순이익  | 87    | 99    | 110   | 128   | -20.9 | -22.3 |
| 지배주주순이익률 | 4.9   | 5.4   | 6.2   | 6.8   |       |       |
| EPS      | 2,524 | 2,887 | 3,444 | 3,720 | -26.7 | -22.4 |

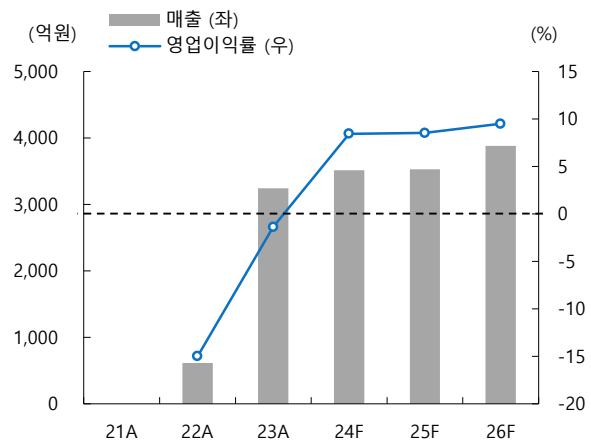
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 비에이치의 부문별 매출 추이 및 전망



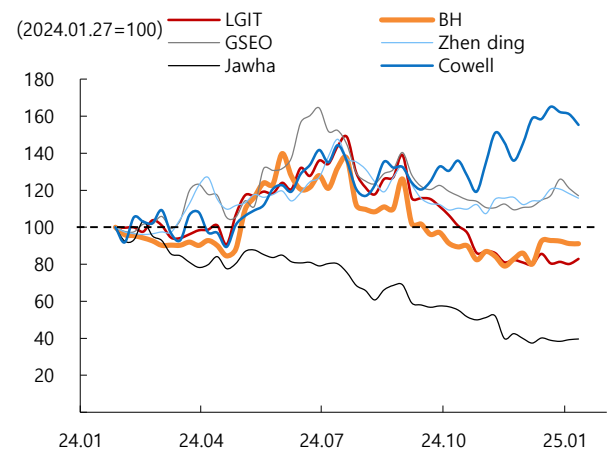
자료: 비에이치, iM증권 리서치본부

그림2. BH EVS의 매출, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 비에이치, iM증권 리서치본부

그림3. 주요 Apple 부품 공급망의 1년 간 상대 주가 추이



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

그림4. 중국은 6,000위안 미만 스마트폰에 대해 보조금을 지급

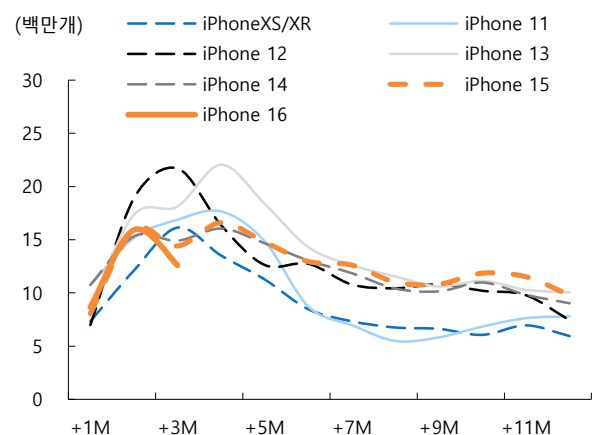
| 구분      | 세부 내용                                                                                            |
|---------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 대상품목    | - 스마트폰, 태블릿, 스마트워치                                                                               |
| 가격제한    | - 품목당 6,000위안 (820달러) 미만 제품<br>- 이통사 한일 혜택 차감 후 소비자 최종 판매가 기준                                    |
| 보조금상한   | - 최종 판매가의 15% 지급, 최대 500위안                                                                       |
| 지급방식    | - 결제 시 즉시 할인                                                                                     |
| 추가 정부지침 | - 국내외 브랜드 및 다양한 경제 주체의 공정한 참여 지원<br>- "가격 인상 후 보조" 등 불법 행위 금지<br>- 중앙에서 할당된 자금 소진 시 지방 자금을 통해 지원 |

자료: iM증권 리서치본부

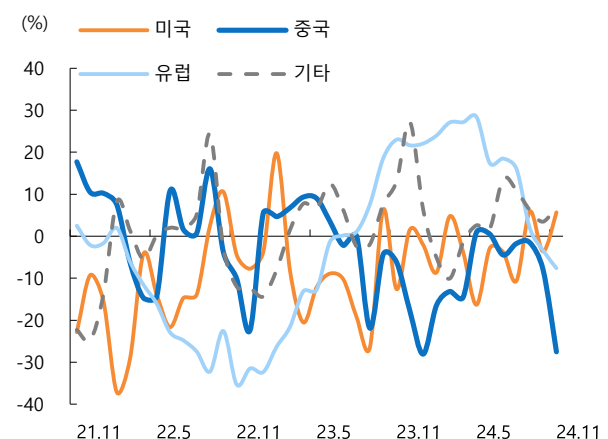
그림5. Apple은 iPhone 16 128GB 모델을 제외하면 중국 정부의 보조금 수령 불가. 반면 HOVX 제품은 대부분 보조금 대상 (분홍색 음영)

| (단위: 위안) | Apple |         |        |            | Huawei  |             | Xiaomi    |               | Oppo  |        | Vivo  |          |
|----------|-------|---------|--------|------------|---------|-------------|-----------|---------------|-------|--------|-------|----------|
|          | 16 기본 | 16 Plus | 16 Pro | 16 Pro Max | Mate 70 | Mate 70 Pro | Xiaomi 15 | Xiaomi 15 Pro | X8    | X8 Pro | X200  | X200 Pro |
| 128GB    | 5,999 | 6,999   | 7,999  |            |         |             |           |               |       |        |       |          |
| 256GB    | 6,999 | 7,999   | 8,999  | 9,999      | 5,499   | 6,499       | 4,499     | 5,299         | 4,199 | 5,299  | 4,299 | 5,299    |
| 512GB    | 8,999 | 9,999   | 10,999 | 11,999     | 5,999   | 6,999       | 4,999     | 5,799         | 4,699 | 5,999  | 4,399 | 5,999    |
| 1TB      |       |         | 12,999 | 13,999     | 6,999   | 7,999       | 5,499     | 6,499         |       | 6,499  | 5,199 | 6,499    |

자료: 각 사, iM증권 리서치본부

그림6. iPhone 시리즈별 출시 이후 누적 12개월 판매 추이:  
iPhone 16 시리즈는 출시 3개월 차에 판매 페이스가 크게 꺾임

자료: Counterpoint, iM증권 리서치본부

그림7. iPhone 지역별 판매 YoY 성장률 추이:  
중국 시장에서의 판매 성장률 부진이 크게 눈에 띈다

자료: Counterpoint, iM증권 리서치본부

그림8. 중국군사기업 (CMC) 등재 관련 개요와 BOE 관련 뉴스플로우

| 항목                     | 세부내용                                                                                                                                                                                                                                             |
|------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 중국군사기업(CMC)란?          | - 미국방수권법에 근거, 해당 기업이 개발한 첨단 기술이 인민해방군의 현대화 목표를 지원한다고 판단되는 경우 지정                                                                                                                                                                                  |
| CMC로 지정된 주요 업체         | - Tencent (복합IT기업), Huawei (통신장비, 스마트폰), CXMT (DRAM), YMTC (NAND), SMIC (파운드리), Sugon (데이터센터), Dauha (영상감시장비), CETC (레이더, 통신장비) 등                                                                                                                |
| 주요 제재 내용               | - 국방부는 (A) CMC와 재화, 서비스, 기술에 대한 조달 계약을 맺을 수 없으며, (B) CMC가 생산/개발한 재화, 서비스, 기술에 대한 조달 계약을 체결할 수 없음. (A)는 CMC와 직접 계약을 의미하고, (B)는 생산물의 우회조달 (간접계약)을 의미. (A) 조항은 '26년 6월 30일, (B) 조항은 '27년 6월 30일 발효될 예정                                              |
| 행정명령 제재                | - 법적 규제와 별개로 행정명령 제재도 있음. 트럼프-바이든 정부 모두 행정명령을 통해 특정 중국 기업에 대한 미국인들의 투자 금지 조치 명령. '21년 6월 3일, 바이든 정부는 트럼프 행정부 당시의 투자 금지 행정명령을 계승해 투자 금지 기업 명단을 확대                                                                                                 |
| BOE에 대한 CMC 등재 관련 뉴스흐름 | - BOE는 아직 CMC에 등재되지 않았으나, '24년 9월, 미국 하원 중국공산당 위원회 존 몰리니 위원장은 서한을 통해 BOE와 Tianma의 CMC 등재 요청. 존 위원장은 BOE가 1993년 군사 및 방위 공급업체로 설립되어 인민해방군의 최소 2nd Tier 계약자라는 점을 강조.<br>- 이어서 '24년 12월, 마찬가지로 존 몰리니 위원장은 국제무역위원회(ITC)에 BOE 제품이 미국에 들어오는 걸 금지할 것을 촉구 |

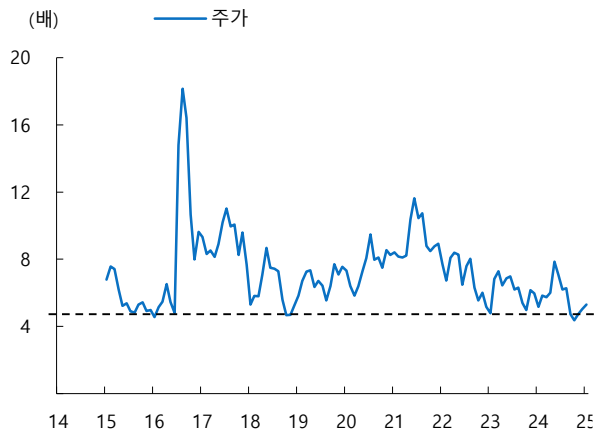
자료: iM증권 리서치본부

표3. 비에이치 Valuation Table

| (단위: 원, 배)        |        | 비고             |
|-------------------|--------|----------------|
| ① EPS             | 2,923  | 12개월 선행        |
| ② Target Multiple | 7.3    | 10년 평균 12MFP/E |
| - 적정주가            | 21,340 | ① * ②          |
| ③ 목표주가            | 21,500 |                |
| ④ 현재주가            | 15,400 |                |
| 상승여력              | 40%    | ③ / ④ - 1      |

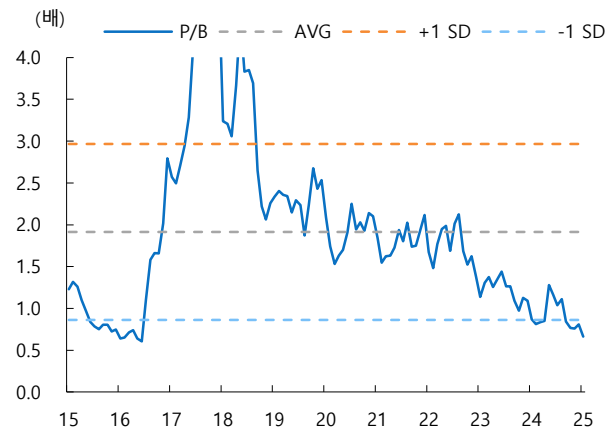
자료: iM증권 리서치본부

그림8. 비에이치 12개월 선행 PER 추이



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

그림9. 비에이치 12개월 트레일링 PBR 추이



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

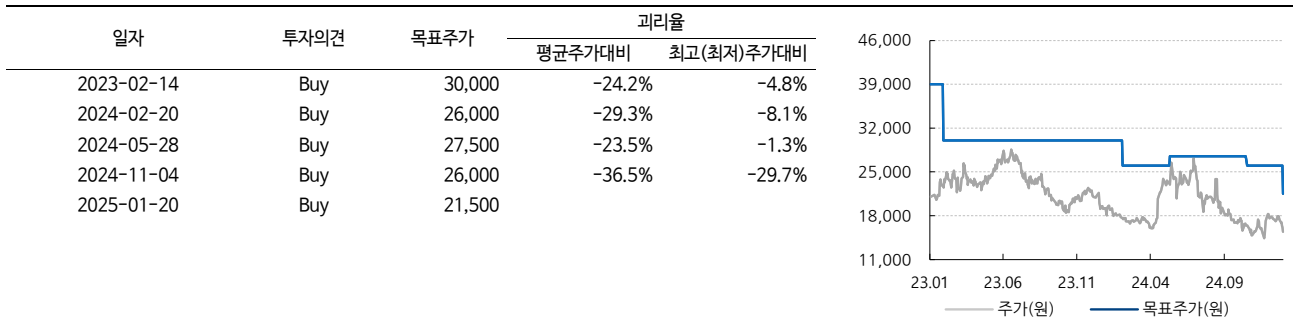
| 재무상태표      |       |       |       |       | 포괄손익계산서     |       |       |       |       |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원)      | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E | (십억원,%)     | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
| 유동자산       | 575   | 654   | 649   | 722   | 매출액         | 1,592 | 1,760 | 1,837 | 1,953 |
| 현금 및 현금성자산 | 139   | 172   | 147   | 191   | 증가율(%)      | -5.3  | 10.6  | 4.4   | 6.3   |
| 단기금융자산     | 2     | 2     | 2     | 2     | 매출원가        | 1,436 | 1,578 | 1,639 | 1,729 |
| 매출채권       | 207   | 229   | 239   | 254   | 매출총이익       | 156   | 182   | 198   | 224   |
| 재고자산       | 137   | 158   | 165   | 176   | 판매비와관리비     | 71    | 79    | 87    | 97    |
| 비유동자산      | 514   | 528   | 540   | 541   | 연구개발비       | 4     | 5     | 5     | 5     |
| 유형자산       | 272   | 286   | 298   | 297   | 기타영업수익      | -     | -     | -     | -     |
| 무형자산       | 128   | 120   | 113   | 107   | 기타영업비용      | -     | -     | -     | -     |
| 자산총계       | 1,089 | 1,182 | 1,189 | 1,263 | 영업이익        | 85    | 102   | 111   | 127   |
| 유동부채       | 419   | 436   | 351   | 316   | 증가율(%)      | -35.4 | 20.8  | 8.8   | 13.9  |
| 매입채무       | 171   | 189   | 197   | 210   | 영업이익률(%)    | 5.3   | 5.8   | 6.1   | 6.5   |
| 단기차입금      | 194   | 194   | 97    | 48    | 이자수익        | 4     | 6     | 5     | 7     |
| 유동성장기부채    | -     | -     | -     | -     | 이자비용        | 10    | 10    | 5     | 3     |
| 비유동부채      | 20    | 16    | 16    | 17    | 지분법이익(손실)   | 4     | 7     | 7     | 8     |
| 사채         | -     | -     | -     | -     | 기타영업외손익     | 17    | 13    | 15    | 15    |
| 장기차입금      | 1     | 1     | 1     | 1     | 세전계속사업이익    | 97    | 114   | 131   | 151   |
| 부채총계       | 439   | 452   | 368   | 333   | 법인세비용       | 12    | 23    | 26    | 30    |
| 지배주주지분     | 640   | 715   | 801   | 903   | 세전계속이익률(%)  | 6.1   | 6.5   | 7.1   | 7.7   |
| 자본금        | 17    | 17    | 17    | 17    | 당기순이익       | 85    | 92    | 105   | 121   |
| 자본잉여금      | 91    | 91    | 91    | 91    | 순이익률(%)     | 5.3   | 5.2   | 5.7   | 6.2   |
| 이익잉여금      | 572   | 651   | 741   | 846   | 지배주주귀속 순이익  | 91    | 87    | 99    | 115   |
| 기타자본항목     | -40   | -44   | -48   | -52   | 기타포괄이익      | -4    | -4    | -4    | -4    |
| 비지배주주지분    | 11    | 15    | 21    | 27    | 총포괄이익       | 81    | 88    | 101   | 117   |
| 자본총계       | 651   | 730   | 822   | 929   | 지배주주귀속총포괄이익 | -     | -     | -     | -     |

| 현금흐름표        |      |       |       |       | 주요투자지표                 |        |        |        |        |
|--------------|------|-------|-------|-------|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| (십억원)        | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |                        | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
| 영업활동 현금흐름    | 90   | 108   | 146   | 158   | 주당지표 (원)               |        |        |        |        |
| 당기순이익        | 85   | 92    | 105   | 121   | EPS                    | 2,631  | 2,524  | 2,887  | 3,327  |
| 유형자산감가상각비    | 45   | 46    | 49    | 51    | BPS                    | 18,561 | 20,746 | 23,249 | 26,193 |
| 무형자산상각비      | 7    | 8     | 7     | 6     | CFPS                   | 4,159  | 4,068  | 4,493  | 4,981  |
| 지분법관련손실(이익)  | 4    | 7     | 7     | 8     | DPS                    | 250    | 250    | 300    | 300    |
| 투자활동 현금흐름    | -53  | -62   | -62   | -52   | Valuation(배)           |        |        |        |        |
| 유형자산의 처분(취득) | -64  | -60   | -60   | -50   | PER                    | 8.0    | 6.1    | 5.3    | 4.6    |
| 무형자산의 처분(취득) | -    | -     | -     | -     | PBR                    | 1.1    | 0.7    | 0.7    | 0.6    |
| 금융상품의 증감     | -20  | -4    | -4    | -4    | PCR                    | 5.1    | 3.8    | 3.4    | 3.1    |
| 재무활동 현금흐름    | 11   | -9    | -106  | -59   | EV/EBITDA              | 5.7    | 3.5    | 2.9    | 2.1    |
| 단기금융부채의증감    | 20   | -     | -97   | -48   | Key Financial Ratio(%) |        |        |        |        |
| 장기금융부채의증감    | 1    | -     | -     | -     | ROE                    | 15.1   | 12.8   | 13.1   | 13.5   |
| 자본의증감        | -    | -     | -     | -     | EBITDA이익률              | 8.6    | 8.8    | 9.1    | 9.4    |
| 배당금지급        | -    | -     | -     | -     | 부채비율                   | 67.4   | 61.9   | 44.7   | 35.9   |
| 현금및현금성자산의증감  | 49   | 34    | -25   | 44    | 순부채비율                  | 8.4    | 2.9    | -6.2   | -15.5  |
| 기초현금및현금성자산   | 90   | 139   | 172   | 147   | 매출채권회전율(x)             | 8.8    | 8.1    | 7.9    | 7.9    |
| 기말현금및현금성자산   | 139  | 172   | 147   | 191   | 재고자산회전율(x)             | 13.4   | 11.9   | 11.3   | 11.5   |

자료 : 비에이치, iM증권 리서치본부

비에이치 투자 의견 및 목표주가 변동추이



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-mail등을 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 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 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 2024-12-31 기준]

| 매수    | 중립(보유) | 매도   |
|-------|--------|------|
| 92.4% | 6.9%   | 0.7% |