

비에이치 (090460)

2027년 폴더블 아이폰 추정치 신규 반영

장기 가시성 확보에 따른 목표 배수 상향

목표주가를 기존 15,000원에서 20,000원으로 상향한다. 목표 배수를 기존 7.2배에서 8.3배로 올렸다(8.3배는 10년 평균 12MF P/E 7.2배 대비 +15%의 할증).

아울러 '27년 매출과 영업이익 추정치를 각각 +14%, +16% 상향 조정한 2.24조원, 1,350억원으로 전망한다. 본업은 여전히 어렵고, 단기 실적도 부진하지만 시장의 시선이 예상보다 빠르게 '26년 이후의 폴더블 아이폰을 향하기 시작했다.

당사 테크팀은 SDC 공급망 내에서 덕산네오룩스의 상대적 아웃퍼폼을 전망하고 있으나 [링크](#), 유사한 투자포인트 및 방향성에도 불구하고 비에이치의 언더퍼폼이 심화됨에 따라 이러한 괴리가 축소되어야 할 것으로 판단한다.

동사의 '26년, '27년 P/E는 각각 5.9배, 4.4배에 불과하다.

벌써 2026년 이후를 향하는 시선

동사의 '25~'27년 연간 매출은 1.74조원, 1.99조원, 2.25조원으로 성장할 전망이며, 동기간 영업이익은 각각 310억원, 1,007억원, 1,350억원으로 전망된다.

① **폴더블 아이폰 관련 기대:** 폴더블 아이폰 주식의 상승세가 무섭다. SDC는 폴더블 아이폰용 내부 디스플레이 독점 업체이며, 비에이치는 SDC 내 사실상의 독점 FPCB 공급 업체일 것으로 추정된다. 동사의 '26년, '27년 폴더블 아이폰용 FPCB 매출은 각각 1,950억원, 5,010억원으로 전망된다. 주요 가정으로, (a) 폴더블 아이폰용 FPCB 판가가 내부, 외부를 합쳐 기존 아이폰용 FPCB 대비 2배 이상일 것이고, (b) FPCB 기준 출하량이 '26년 850만개, '27년 2,200만개(레거시+신규 합산)에 이를 것이며, (c) SDC의 내부 디스플레이 공급 점유율 100%(외부 디스플레이 60%), 동사의 SDC 내 공급 점유율 90%로 독점에 가까울 것이라는 점 등이다 [그림3]. 잠재위험은 폴더블 아이폰과 프로맥스 모델 간 자기잠식이다. 다만 안드로이드의 사례를 보면 기존 bar 타입과는 소비층이 다른 만큼 영향은 제한적일 전망이다.

② **'26년 IT OLED 관련 손실폭 개선:** 1Q25 IT OLED용 PCB 사업에서 120억원의 영업적자가 발생했고, 2Q25 100억원의 적자가 추정되며, '25년 연간 440억원의 적자를 전망한다. 아이패드 프로 판매량은 전년과 유사한 600만대에 그칠 전망이다.

다만 '26년에는 유의미하게 개선될 전망이다. Omdia에 따르면, 맥북 프로 및 아이패드 미니에 OLED가 탑재될 것이기 때문이다. 맥북 프로의 연간 판매량은 500만대로, 아이패드 프로의 80% 수준이다. 당사는 '26년 연간 동사의 IT용 PCB 매출을 570억원(vs. '25년 260억원)으로 전망하며[그림4], 이 경우 동 사업이 BEP에 근접할 것으로 추정한다. 해당 사업의 분기 BEP는 150억원으로 파악된다.

③ **SDC 내 추가 점유율 확보 가능성:** 동사는 아이폰에 공급되는 SDC의 패널 내에서 FPCB 공급 점유율 80% 이상을 확보 중이다. 최근 SDC 내 경쟁사의 매각 이슈로 동사의 점유율이 추가 확대될 가능성이 높아졌다. 점유율이 +10%p 확대될 경우 매출은 약 +1,500억원 증가할 것으로 추산된다. 따라서, 고객사인 SDC가 LGD 등 패널 경쟁사로부터 일부 점유율을 잃는 부분을 상쇄할 수 있을 것으로 판단한다.

단기 실적은 부진하다. 2Q25 실적은 매출 3,831억원, 영업이익 81억원으로 1개월 컨센서스를 103억원을 하회할 것으로 추정한다. 신규 아이폰용 부품에 대한 고객사의 납기 조정으로 약 400만대의 물량이 3Q25로 이연되었고, IT OLED용 PCB에서의 적자가 여전하기 때문이다. 그러나 '26년, '27년의 숫자를 얼마나 선반영 하느냐가 중요해진 상황에서, 이제는 3Q25 중 마무리될 벤더 리스트 확정에 더 주목한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	20,000원(상향)
증가(2025.07.21)	13,910원
상승여력	43.8 %

Stock Indicator

자본금	17십억원
발행주식수	3,446만주
시가총액	479십억원
외국인지분율	10.5%
52주 주가	11,160~25,950원
60일평균거래량	220,082주
60일평균거래대금	2.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.6	12.1	-9.7	-46.4
상대수익률	1.3	-16.9	-37.2	-61.3

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	1,754	1,740	2,000	2,245
영업이익(십억원)	87	31	101	135
순이익(십억원)	67	26	82	108
EPS(원)	1,945	759	2,372	3,136
BPS(원)	20,748	22,019	24,858	28,416
PER(배)	8.9	18.3	5.9	4.4
PBR(배)	0.8	0.6	0.6	0.5
ROE(%)	9.9	3.6	10.1	11.8
배당수익률(%)	1.4	1.8	2.2	2.5
EV/EBITDA(배)	4.2	4.5	2.3	1.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[전기전자]

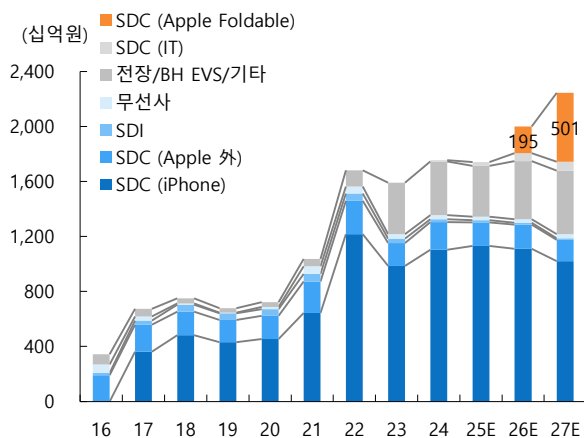
고익영 2122-9179 ey.ko@imfnsec.com

표1. 비에이치 영업실적 추이 및 전망

(억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,989	4,685	4,992	4,879	3,324	3,831	5,356	4,887	17,544	17,398	19,999	22,449
%YoY	-4.8%	53.5%	9.5%	-5.6%	11.2%	-18.2%	7.3%	0.2%	10.2%	-0.8%	14.9%	12.3%
%QoQ	-42.2%	56.8%	6.6%	-2.3%	-31.9%	15.3%	39.8%	-8.8%				
A사향 매출 비중	45.6%	58.1%	73.7%	72.2%	55.8%	57.0%	74.7%	72.0%	63.4%	66.5%	68.1%	70.6%
영업이익	84	313	526	-53	-254	81	440	43	871	310	1,007	1,345
%YoY	-5.5%	222.9%	3.5%	적전	적전	-74.2%	-16.4%	흑전	2.7%	-64.4%	224.8%	33.6%
%QoQ	-45.2%	272.1%	67.8%	적전	적지	흑전	443.5%	-90.2%				
%영업이익률	2.8%	6.7%	10.5%	-1.1%	-7.6%	2.1%	8.2%	0.9%	5.0%	1.8%	5.0%	6.0%

자료: iM증권 리서치본부

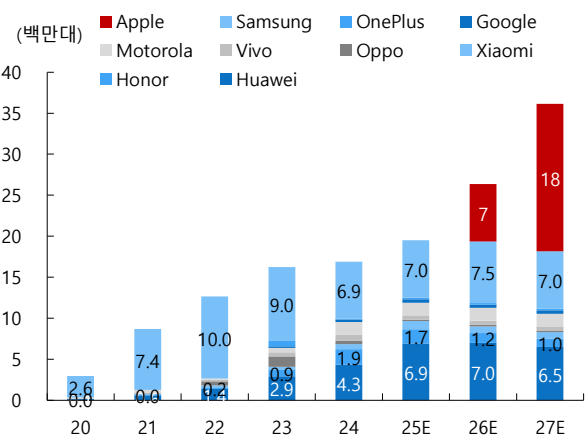
그림1. 비에이치의 부문별 연간 매출 추이 및 전망



자료: 비에이치, iM증권 리서치본부

주: 2027년의 iPhone향 매출 감소는 일부 자기감식 효과를 반영

그림2. 벤더별 폴더블 스마트폰 출하량 추이 및 전망



자료: Counterpoint, 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%	60%	100%	60%
④ SDC 출하량	7.7	4.6	19.8	11.9
⑤ FPCB 출하량	8.5	5.1	21.8	13.1
⑥ BH 점유율	90%	90%	90%	90%
⑦ BH 출하량	7.6	4.6	19.6	11.8
⑧ ASP (\$)	14	8	14	8
⑨ F/X	1,350	1,350	1,350	1,350
매출 (십억원)	144	51	370	130
내부+외부 매출		195		501

자료: iM증권 리서치본부

그림4. IT OLED향 매출 추정 (보수적으로 iPad mini 제외)

(백만대)	iPad Pro ('25년)	iPad Pro ('26년)	Mac ('26년)
① 세트 출하량	6.0	6.0	4.5
② 패널 출하량	7	7	5.0
③ SDC 점유율	40%	40%	50%
④ SDC 출하량	2.6	2.6	2.5
⑤ FPCB 출하량	2.9	2.9	2.7
⑥ BH 점유율	40%	40%	40%
⑦ BH 출하량	1.2	1.2	1.1
⑧ ASP (\$)	15	15	20
⑨ F/X	1,350	1,350	1,350
매출 (십억원)	24	24	29

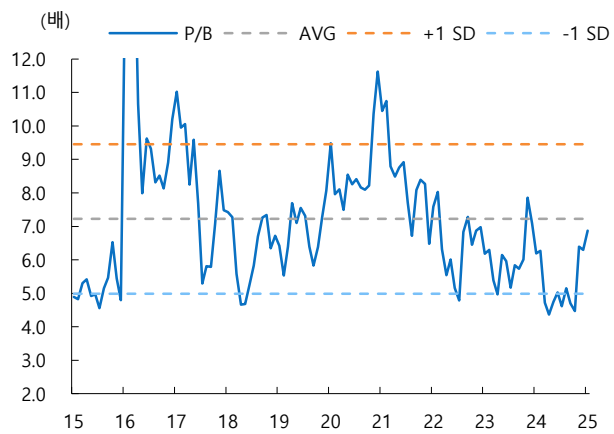
자료: iM증권 리서치본부

표2. 비에이치 Valuation Table

(단위: 원, 배)		비고
① EPS	2,372	2026년 추정치
② Target Multiple	8.3	10년 평균 12MFP/E 15% 할증
- 적정주가	19,685	① * ②
③ 목표주가	20,000	
④ 현재주가	13,910	
상승여력	44%	③ / ④ - 1

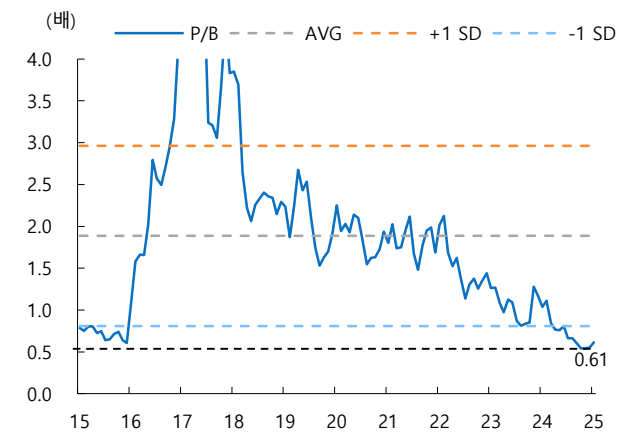
자료: iM증권 리서치본부

그림5. 비에이치 12개월 선행 PER 추이



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

그림6. 비에이치 12개월 트레일링 PBR 추이



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

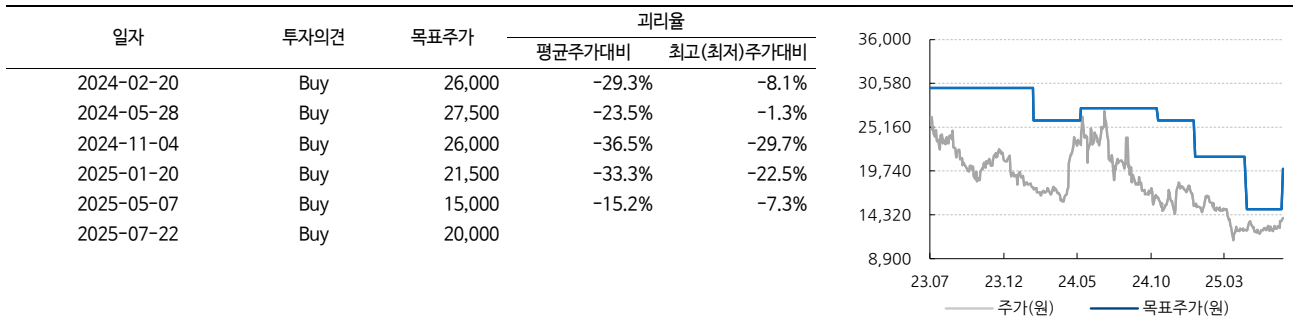
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	752	715	821	940	매출액	1,754	1,740	2,000	2,245
현금 및 현금성자산	227	209	252	312	증가율(%)	10.2	-0.8	14.9	12.3
단기금융자산	2	2	2	2	매출원가	1,588	1,622	1,813	2,010
매출채권	248	227	261	293	매출총이익	166	118	186	235
재고자산	171	169	195	218	판매비와관리비	79	87	86	100
비유동자산	568	560	564	577	연구개발비	5	5	5	6
유형자산	320	317	325	341	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	130	122	115	108	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,320	1,275	1,384	1,517	영업이익	87	31	101	135
유동부채	472	380	382	380	증가율(%)	2.7	-64.4	224.8	33.6
매입채무	246	209	240	269	영업이익률(%)	5.0	1.8	5.0	6.0
단기차입금	158	108	78	49	이자수익	5	4	5	6
유동성장기부채	2	2	2	2	이자비용	13	10	9	7
비유동부채	107	103	104	104	지분법이익(손실)	3	3	4	4
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	31	16	16	16
장기차입금	85	85	85	85	세전계속사업이익	105	41	114	150
부채총계	579	483	486	484	법인세비용	28	8	23	30
지배주주지분	715	759	857	979	세전계속이익률(%)	6.0	2.4	5.7	6.7
자본금	17	17	17	17	당기순이익	78	33	91	120
자본잉여금	94	94	94	94	순이익률(%)	4.4	1.9	4.5	5.3
이익잉여금	627	645	718	815	지배주주귀속 순이익	67	26	82	108
기타자본항목	-23	2	28	53	기타포괄이익	25	25	25	25
비지배주주지분	26	32	41	53	총포괄이익	103	58	116	145
자본총계	741	791	898	1,033	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	187	70	122	149	주당지표(원)				
당기순이익	78	33	91	120	EPS	1,945	759	2,372	3,136
유형자산감가상각비	51	63	62	64	BPS	20,748	22,019	24,858	28,416
무형자산상각비	8	8	7	7	CFPS	3,654	2,826	4,392	5,183
지분법관련손실(이익)	3	3	4	4	DPS	250	250	300	350
투자활동 현금흐름	-89	-58	-68	-78	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-77	-60	-70	-80	PER	8.9	18.3	5.9	4.4
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	0.8	0.6	0.6	0.5
금융상품의 증감	-4	-	-	-	PCR	4.8	4.9	3.2	2.7
재무활동 현금흐름	-10	-59	-39	-40	EV/EBITDA	4.2	4.5	2.3	1.5
단기금융부채의증감	-47	-50	-30	-29	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	54	-	-	-	ROE	9.9	3.6	10.1	11.8
자본의증감	4	-	-	-	EBITDA이익률	8.3	5.9	8.5	9.1
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	78.1	61.1	54.1	46.9
현금및현금성자산의증감	89	-18	43	60	순부채비율	2.1	-2.1	-10.0	-17.3
기초현금및현금성자산	139	227	209	252	매출채권회전율(x)	7.7	7.3	8.2	8.1
기말현금및현금성자산	227	209	252	313	재고자산회전율(x)	11.4	10.2	11.0	10.9

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-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 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%