

# 비에이치 (090460)

## 12MF PER 4.5배에 불과

### 공포감은 크지만, 여전히 고객사 내 압도적인 점유율

'25년 EPS를 -4% 하향하고 목표주가를 기존 27,500원에서 26,000원으로 조정한다. 12MF EPS 3,649원에 지난 10년간 12MF P/E 평균인 7.2배를 목표로 한다. 현재 주가는 12MF P/E 4.5배로 크게 저평가되어 있다. 단기 모멘텀은 부재하나 향후 6개월을 바라보면 최소 지금의 주가는 아닐 것으로 판단한다.

3Q24 실적은 매출과 영업이익 컨센서스를 각각 -5%, -7% 하회했다. 북미향 FPCB 물동은 부합했고, 국내 세트사와 완성차 수요는 부진했다.

① **독보적 FPCB 점유율 지속:** 북미세트사는 원가 절감을 위해 멀티 벤더 전략을 강화하고 있다. 동사 패널 고객사의 점유율이 낮아진 점도 같은 맥락이다. 다만 고객사 내 동사의 점유율은 여전히 견고하다. 2021년 삼성전기의 RFPCB 사업 철수, 2022년 이후 지속되었던 바 있는 영풍전자의 수출 이슈를 거치며, 동사는 현재 패널 고객사를 통해 북미 세트사로 공급되는 FPCB 물동의 대부분을 담당하고 있다. EMS, 카메라, 디스플레이 등에서 비롯된 멀티 벤더에 대한 공포가 커지고 있으나, FPCB는 동사 외 대안이 보이지 않는다. 3Q24 북미향 FPCB 물동 역시 눈높이에 부합하였다.

② **국내 세트사의 슬럼프:** 2H24 출시된 국내 세트사의 폴더블 스마트폰 수요는 계획 대비 부진한 것으로 파악된다. 이번 실적에서 동사 매출이 기대치를 하회한 원인 중 하나다. 수익성 역시 과거 대비 하락했다. 5년 전에는 MSD% 이상의 수익성을 기대할 수 있었으나, 이제는 BEP~LSD% 수준에 그치고 있다. 기술 진보가 제한된 상황에서 판가 인하가 지속되고 있기 때문이다. 국내 세트사향 실적은 '25년에도 유의미한 반등을 기대하기 어려울 전망이다.

③ **EV의 단기 부진 vs. 견고한 수주:** 완성차 수요가 둔화되면서 BH EV의 매출도 예상을 소폭 밑돌았다. 다만 수익성은 9% 수준을 달성하여 안정적인 HSD% 수준에 안착했다. 수주 활동도 눈에 띈다. '22년 인수 당시 2조원이었던 수주잔고(10년치)는, 현재 3조원 후반에 근접한 것으로 파악된다. 돌이켜보면 LG전자로부터 영업 양수 당시 사업경쟁력 유지와 관련된 걱정도 많았는데, 이제는 확실한 성장 동력으로 자리잡았다.

④ **IT의 아쉬운 수요 부진:** 동사의 또 다른 포인트는 IT 제품으로의 OLED 확장이다. 다만 아직까지도 북미세트사의 OLED 태블릿 수요는 기대를 밑돌고 있다. 연간 생산량은 당초 계획 대비 40% 축소된 것으로 파악된다. 동사는 이원화 벤더이므로 양산 시점이 밀리고 있다. 메인 벤더의 물동만으로도 충분하기 때문일 것이다. 결국, 관련 매출은 3분기에 발생하지 않았으며, 4분기에 200억원 수준이 인식될 전망이다.

⑤ **4Q24 및 '25년 전망 관전포인트:** 4Q24 실적은 매출 5,120억원, 영업이익 357억원으로 추정한다. 매출은 유지하되 영업이익은 -7% 조정할 것이다. 일회성 비용 발생 가능성을 좀더 보수적으로 가정했다. 아직 고객사로부터의 감산은 파악되지 않는다. 중국 광군제 이후 물동에 변화가 생길 가능성이 있다.

한편, '25년을 바라보면 고객사의 패널 점유율, 동사의 FPCB 점유율은 유지되는 가운데 ① 전 모델 LTPO 적용에 따른 판가 상승, ② 풍부한 수주 잔고를 바탕으로 한 BH EV의 성장, ③ AI 기능이 충실해진 북미 세트사 신규 모델의 판매 호조 가능성 등을 기대한다.

### Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	26,000원(하향)
증가(2024.11.01)	16,440원
상승여력	58.2%

Stock Indicator	
자본금	17십억원
발행주식수	3,446만주
시가총액	567십억원
외국인지분율	13.4%
52주 증가	15,600~27,150원
60일평균거래량	567,792주
60일평균거래대금	11.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.9	-20.8	-20.6	-16.8
상대수익률	-4.1	-15.8	-15.6	-24.1

### Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	1,592	1,779	1,885	1,985
영업이익(십억원)	85	128	134	147
순이익(십억원)	91	119	127	142
EPS(원)	2,631	3,444	3,695	4,109
BPS(원)	18,561	21,664	24,971	28,693
PER(배)	8.0	4.8	4.4	4.0
PBR(배)	1.1	0.8	0.7	0.6
ROE(%)	15.1	17.1	15.8	15.3
배당수익률(%)	1.2	1.5	1.8	1.8
EV/EBITDA(배)	5.7	3.1	2.5	1.7

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)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24p	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	3,139	3,053	4,561	5,167	2,989	4,685	4,992	5,120	15,920	17,786	18,854
%YoY	-14.3%	-10.0%	-3.6%	2.8%	-4.8%	53.5%	9.5%	-0.9%	-5.3%	11.7%	6.0%
%QoQ	-37.5%	-2.7%	49.4%	13.3%	-42.2%	56.8%	6.6%	2.6%			
A사향 매출 비중	53.3%	50.7%	73.5%	73.4%	45.6%	58.1%	73.7%	71.0%	61.9%	63.4%	62.5%
영업이익	89	97	508	154	84	313	526	357	848	1,280	1,337
%YoY	-60.2%	-59.6%	-13.9%	-40.5%	-5.5%	222.9%	3.5%	132.5%	-35.4%	51.0%	4.4%
%QoQ	-65.4%	8.9%	423.5%	-69.8%	-45.2%	272.1%	67.8%	-32.1%			
%영업이익률	2.8%	3.2%	11.1%	3.0%	2.8%	6.7%	10.5%	7.0%	5.3%	7.2%	7.1%

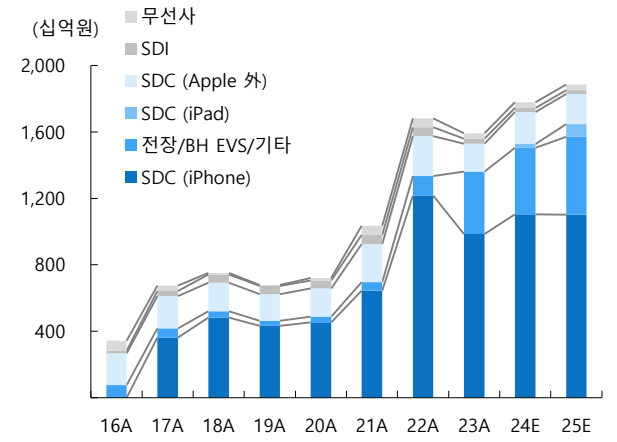
자료: iM증권 리서치본부

표2. 비에이치 실적추정 변경

(십억원, %)	신규추정		기존추정		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	1,779	1,885	1,719	1,833	3.5	2.9
영업이익	128	134	127	140	0.8	-4.5
영업이익률	7.2	7.1	7.4	7.6		
세전이익	156	167	155	174	0.7	-3.8
세전이익률	8.8	8.9	9.0	9.5		
지배주주순이익	119	127	118	132	0.5	-3.6
지배주주순이익률	6.7	6.7	6.9	7.2		
EPS	3,441	3,690	3,415	3,840	0.8	-3.9

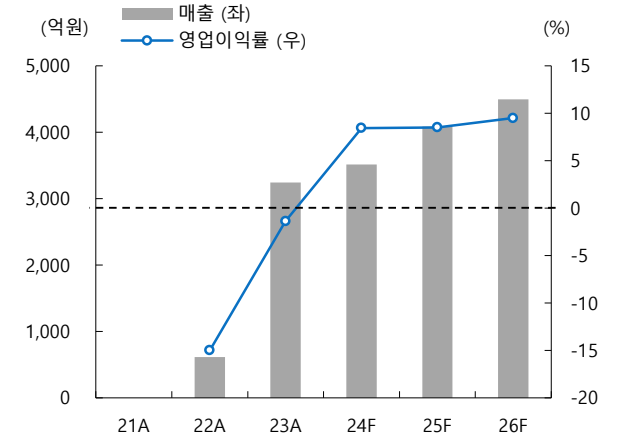
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 비에이치의 부문별 매출 추이 및 전망



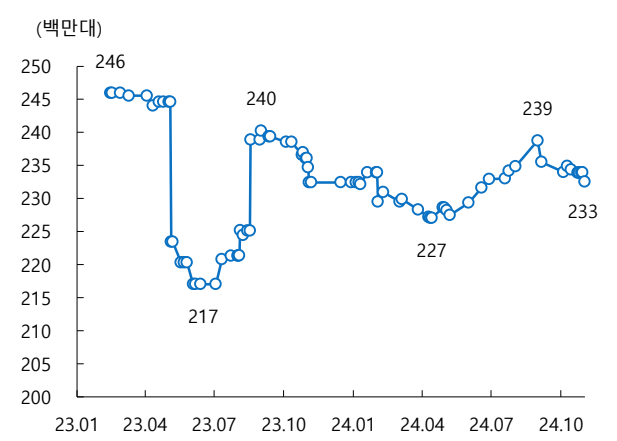
자료: iM증권 리서치본부

그림2. BH EVS의 매출, 영업이익률 추이 및 전망



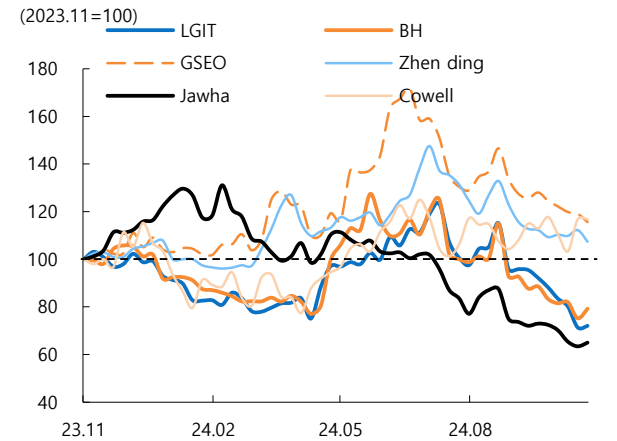
자료: 비에이치, iM증권 리서치본부

그림3. FY25 iPhone 판매량에 대한 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림4. 주요 iPhone 공급망의 상대 추가 추이



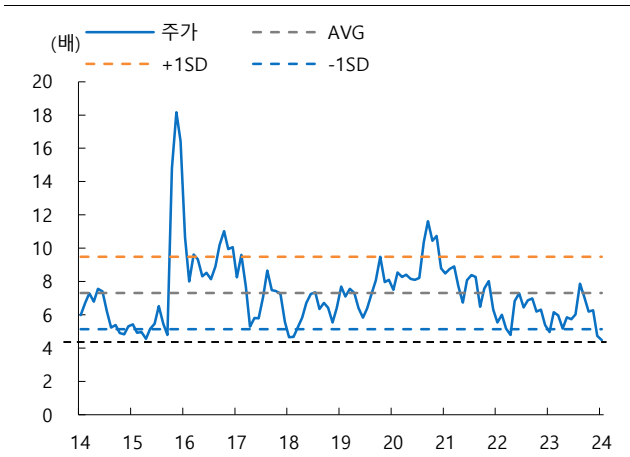
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표3. 비에이치 Valuation Table

(단위: 원, 배)		비고
① EPS	3,649	12개월 선행
② Target Multiple	7.2	10년 평균 12MFP/E
- 적정주가	26,272	① * ②
③ 목표주가	26,000	
④ 현재주가	16,440	
상승여력	58%	③ / ④ - 1

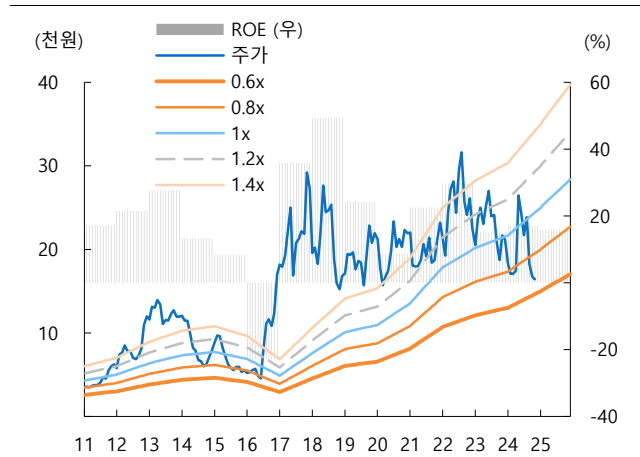
자료: iM증권 리서치본부

그림5. 비에이치 12개월 선행 PER 추이



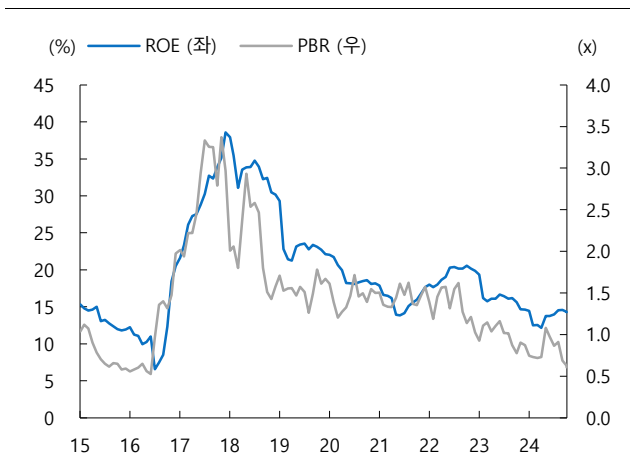
자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

그림6. 비에이치 12개월 선행 PBR 밴드



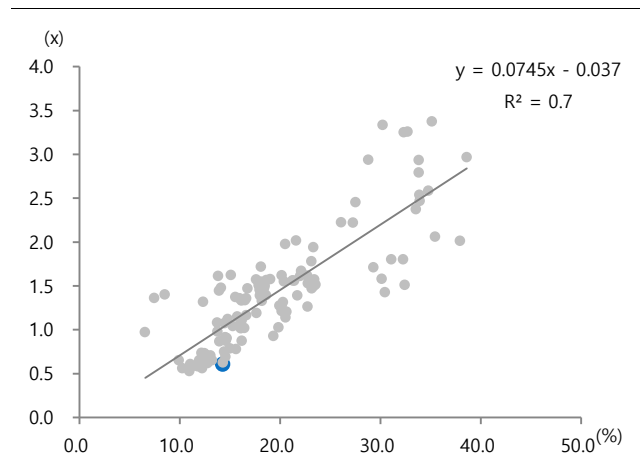
자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

그림7. 비에이치의 12MF RORE와 PBR 추이



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

그림9. 비에이치의 ROE-PBR 매트릭스



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	575	686	710	805	매출액	1,592	1,779	1,885	1,985
현금 및 현금성자산	139	200	197	267	증가율(%)	-5.3	11.7	6.0	5.3
단기금융자산	2	2	2	2	매출원가	1,436	1,571	1,662	1,740
매출채권	207	231	245	258	매출총이익	156	208	223	245
재고자산	137	160	170	179	판매비외관리비	71	80	89	98
비유동자산	514	531	547	552	연구개발비	4	5	5	5
유형자산	272	286	298	297	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	128	120	113	107	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,089	1,218	1,257	1,357	영업이익	85	128	134	147
유동부채	419	438	356	320	증가율(%)	-35.4	51.0	4.4	9.6
매입채무	171	191	202	213	영업이익률(%)	5.3	7.2	7.1	7.4
단기차입금	194	194	97	48	이자수익	4	7	7	9
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	10	10	5	3
비유동부채	20	16	16	17	지분법이익(손실)	4	10	11	12
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	17	19	19	19
장기차입금	1	1	1	1	세전계속사업이익	97	156	168	186
부채총계	439	454	373	337	법인세비용	12	31	34	37
지배주주지분	640	747	861	989	세전계속이익률(%)	6.1	8.8	8.9	9.4
자본금	17	17	17	17	당기순이익	85	125	134	149
자본잉여금	91	91	91	91	순이익률(%)	5.3	7.0	7.1	7.5
이익잉여금	572	682	800	933	지배주주귀속 순이익	91	119	127	142
기타자본항목	-40	-44	-48	-52	기타포괄이익	-4	-4	-4	-4
비지배주주지분	11	17	24	31	총포괄이익	81	121	130	145
자본총계	651	764	884	1,020	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

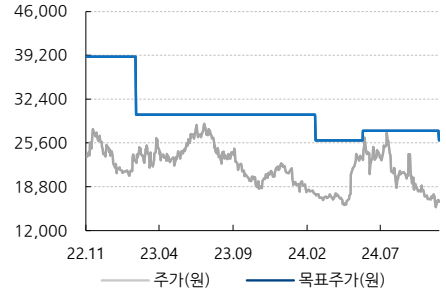
  

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	90	136	169	184	주당지표 (원)				
당기순이익	85	125	134	149	EPS	2,631	3,444	3,695	4,109
유형자산감가상각비	45	46	49	51	BPS	18,561	21,664	24,971	28,693
무형자산상각비	7	8	7	6	CFPS	4,159	4,989	5,301	5,763
지분법관련손실(이익)	4	10	11	12	DPS	250	250	300	300
투자활동 현금흐름	-53	-62	-62	-52	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-64	-60	-60	-50	PER	8.0	4.8	4.4	4.0
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	1.1	0.8	0.7	0.6
금융상품의 증감	-20	-4	-4	-4	PCR	5.1	3.3	3.1	2.9
재무활동 현금흐름	11	-9	-106	-59	EV/EBITDA	5.7	3.1	2.5	1.7
단기금융부채의증감	20	-	-97	-48	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	1	-	-	-	ROE	15.1	17.1	15.8	15.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	8.6	10.2	10.0	10.3
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	67.4	59.4	42.1	33.0
현금및현금성자산의증감	49	61	-2	70	순부채비율	8.4	-0.9	-11.5	-21.5
기초현금및현금성자산	90	139	200	198	매출채권회전율(x)	8.8	8.1	7.9	7.9
기말현금및현금성자산	139	200	198	267	재고자산회전율(x)	13.4	12.0	11.4	11.4

자료 : 비에이치, iM증권 리서치본부

비에이치 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-02-14	Buy	30,000	-24.2%	-4.8%
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		



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.

[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 2024-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	7.3%	0.7%