

2025. 2. 18



▲ 전기전자/IT부품

Analyst **양승수**
02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **20,000 원**

현재주가 (2.17) **16,580 원**

상승여력 **20.6%**

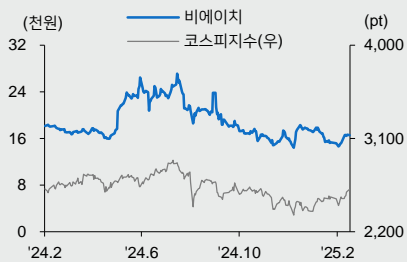
KOSPI	2,610.42pt
시가총액	5,714억원
발행주식수	3,446만주
유동주식비율	68.14%
외국인비중	14.78%
52주 최고/최저가	27,150원/14,410원
평균거래대금	57.1억원

주요주주(%)

이경환 외 6 인	21.28
국민연금공단	7.19
신영자산운용	5.04

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.7	-21.0	-7.0
상대주가	4.1	-18.4	-5.6

주가그래프



비에이치 090460

깊어지는 고민

- ✓ 4Q24 영업적자 53억원(적전 YoY)으로 당사 추정치인 170억원을 크게 하회
- ✓ 평년 대비 강한 CR + IT OLED 매출 부진에 따른 고정비 부담 심화 영향
- ✓ 2025년 연결 매출액 1.7조원(-3.5% YoY), 영업이익 1,001억원(+15.0% YoY) 전망
- ✓ 고객사 출하 성장에 대한 우려가 해소될 수 있는 WWDC 전후 주가 반등 예상
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 20,000원으로 -9.1% 하향 제시

4Q24 Review: 반복되는 4분기 부진

4Q24 연결 실적은 매출액 4,878억원(-5.6% YoY), 영업적자 53억원(적전 YoY)으로 영업이익 기준 당사 추정치인 170억원을 크게 하회했다. 이는 북미 고객사로부터 평년 대비 강한 CR이 진행됨과 동시에 IT OLED 매출 부진에 따른 고정비 부담이 심화되었기 때문이다. 특히 북미 고객사는 지난해 2~3분기 진행한 선제적인 재고 확충 대비 부진한 신모델 판매로 채널 재고 부담이 가중된 것으로 파악된다. 이에 따른 부정적인 영향이 올해 상반기까지 불가피할 것으로 예상된다.

2025년 영업이익 1,001억원(+15.0% YoY) 전망

2025년 매출액 1조 6,931억원(-3.5% YoY), 영업이익 1,001억원(+15.0% YoY)을 전망한다. 올해 기대 요인은 아이폰 전 모델의 LTPO 적용으로 인한 점유율 상승과 IT OLED향 매출 확대다. 특히, 중국 디스플레이 패널 경쟁사는 LTPO 구현에 어려움을 겪고 있는 것으로 파악되며, 올해 모델에서 탈락할 경우 이는 추가적인 실적상향 요인으로 작용할 수 있다. 반면, 국내 고객사향 매출과 차량용 매출은 부진할 것으로 예상된다. 국내 고객사향 매출은 A시리즈 물량 감소의 부정적인 영향이 예상되며, 차량용 매출은 전방 시장 침체로 인한 어려움이 불가피한 상황이다.

투자의견 Buy, 적정주가 20,000원 제시

오랜 기간 주가 부진이 지속되고 있다. 동사의 실적 부진도 원인 중 하나지만, 고객사의 출하 성장에 대한 시장의 의구심이 주가에 반영되고 있기 때문이다. 따라서 고객사 출하 성장에 대한 우려가 해소되는 시점이 주가 반등의 변곡점이 될 것으로 판단된다. 당사는 그 시점을 고객사의 시 경쟁력에 대한 의문이 해소될 수 있는 올해 WWDC 전후로 예상한다. '25년과 '26년 영업이익 추정치 하향 조정(표3)을 반영하여 적정주가를 20,000원으로 -9.1% 하향하나, 투자의견 Buy를 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	1,592.0	84.8	90.7	2,631	-40.1	18,561	8.0	1.1	5.8	15.1	67.4
2024P	1,754.4	87.1	77.4	2,225	-15.4	20,561	7.8	0.8	4.4	11.4	80.2
2025E	1,693.1	100.1	89.9	2,609	17.3	22,946	6.4	0.7	3.3	12.0	70.0
2026E	1,839.0	125.1	114.6	3,325	27.4	26,047	5.0	0.6	2.3	13.6	64.7
2027E	1,885.0	128.2	113.1	3,283	-1.3	29,106	5.1	0.6	1.5	11.9	59.0

(십억원)	4Q24P	4Q23	(% YoY)	3Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	487.8	516.7	-5.6%	487.8	0.0%	492.4	-0.9%	485.0	0.6%
영업이익	-5.3	15.4	nm	-5.3	nm	18.3	nm	17.0	nm
세전이익	7.1	15.2	-53.6%	0.0	-85.5%	18.1	-61.1%	10.7	-34.0%
지배주주 순이익	-2.5	12.7	nm	0.0	nm	10.5	nm	10.5	nm
영업이익률(%)	-1.1%	3.0%		-1.1%		3.7%		3.5%	
지배주주 순이익률(%)	-0.5%	2.5%		0.0%		2.1%		2.2%	

자료: 비에이치, 메리츠증권 리서치센터

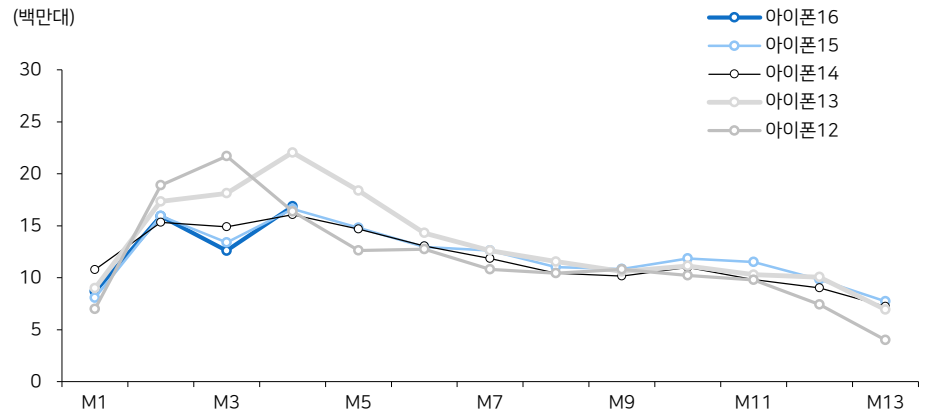
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E
환율 (원)	1,325	1,370	1,359	1,397	1,425	1,410	1,380	1,350	1,306	1,363	1,391
매출액	298.9	468.4	499.2	487.8	298.7	398.6	514.3	481.6	1,592.0	1,754.4	1,693.1
(% QoQ)	-42.2%	56.7%	4.1%	0.0%	-38.8%	33.5%	29.0%	-6.4%			
(% YoY)	-4.8%	53.4%	7.0%	-5.6%	-0.1%	-14.9%	5.4%	-1.3%	-5.3%	10.2%	-3.5%
Display (애플)	133.5	265.4	364.5	348.2	157.4	246.0	373.9	342.3	984.8	1,127.4	1,178.1
Display (애플 외)	53.0	70.5	32.8	44.0	41.3	48.4	45.7	40.9	167.2	200.3	176.3
안테나	2.9	8.3	3.2	2.8	4.9	4.5	5.6	5.3	30.5	17.2	19.2
Battery(SDI, PCM)	6.2	8.2	3.5	2.8	5.9	8.6	3.7	2.7	30.5	20.7	20.8
전장(EV, BMS Cable)	11.0	14.9	8.5	4.0	7.1	7.2	10.2	11.3	47.3	38.4	35.7
BH EVS	89.5	94.6	81.8	83.0	77.8	79.2	71.1	75.1	324.1	348.8	303.1
기타 매출	2.8	6.5	4.9	3.0	4.3	4.7	4.2	4.0	6.3	17.2	18.7
영업이익	8.4	31.3	52.6	-5.3	5.4	15.1	55.3	24.3	85.6	87.1	100.1
(% QoQ)	-45.2%	272.1%	적전	0.0%	흑전	181.7%	266.3%	-56.0%			
(% YoY)	-5.5%	222.9%	적전	적전	-36.4%	-51.8%	흑전	흑전	-34.8%	1.7%	15.0%
영업이익률 (%)	2.8%	6.7%	10.5%	-1.1%	1.8%	3.8%	10.8%	5.1%	5.4%	5.0%	5.9%

자료: 비에이치, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	New			Old			차이(%)		
	1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E
매출액	298.7	1,693.1	1,839.0	324.1	1,756.7	1,981.8	-7.9%	-3.6%	-7.2%
영업이익	5.4	100.1	125.1	9.1	115.5	135.7	-41.3%	-13.4%	-7.8%
영업이익률 (%)	1.8%	5.9%	6.8%	2.8%	6.6%	6.8%			
세전이익	5.5	100.5	128.3	9.4	116.5	139.4	-41.7%	-13.7%	-8.0%
순이익	1.4	89.9	114.6	3.1	104.2	124.5	-55.7%	-13.7%	-8.0%

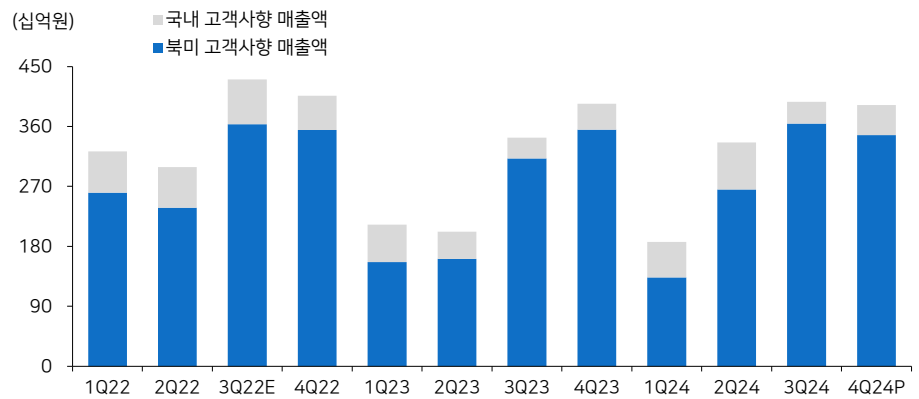
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 애플 모델별 월별 판매량 추이



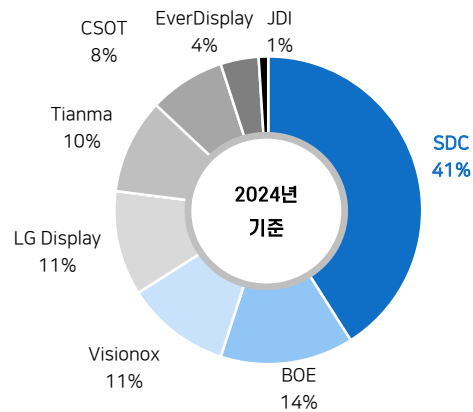
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 비에이치 디스플레이용 RF-PCB 매출액 추이



자료: 비에이치, 메리츠증권 리서치센터

그림3 2024년 출하량 기준 OLED 시장 점유율



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

표4 비에이치 적정주가 산정표

(원)	Fair Value(원)	비고
EPS	2,719	12개월 선행 EPS
적정배수 (배)	7.2	2021년 평균 멀티플
적정가치	19,705	
적정주가	20,000	
현재주가	16,580	
상승여력 (%)	20.6%	

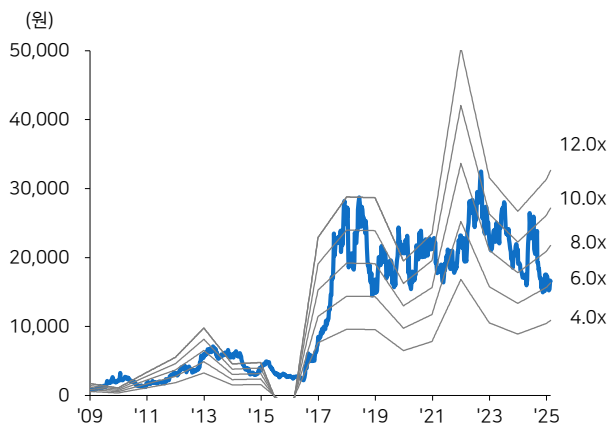
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 비에이치 밸류에이션 테이블

(배)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
주가 (원)											
High	10,300	17,300	31,750	29,750	25,150	26,950	24,600	33,900	29,350	29,350	
Low	4,945	4,100	14,850	13,750	14,050	12,150	15,750	18,600	18,200	18,200	
Average	7,141	7,935	21,696	21,482	19,046	20,393	19,633	25,424	23,091	23,091	
확정치 기준 PER											
High	37.1	nm	21.4	11.1	14.2	34.5	10.1	8.1	11.2	9.7	
Low	17.8	nm	10.0	5.1	7.9	15.5	6.5	4.4	6.9	5.1	
Average	25.7	nm	14.6	8.0	10.8	26.1	8.1	6.0	8.8	6.9	
확정치 EPS (원)											
	278	-783	1,483	2,682	1,770	782	2,428	4,206	2,631	2,225	2,609
EPS Growth (%)	-31.7	적전	흑전	80.8	-34.0	-55.8	210.6	73.2	-37.4	-15.4	17.3
컨센서스 기준 PER											
High	25.9	nm	16.6	12.4	10.5	16.6	12.6	7.6	9.1	8.5	
Low	12.4	nm	7.8	5.7	5.9	7.5	8.1	4.2	5.7	4.5	
Average	17.9	nm	11.3	9.0	8.0	12.5	10.0	5.7	7.2	6.0	
컨센서스 EPS (원)											
	398	-458	1,912	2,399	2,390	1,625	1,955	4,449	3,216	2,659	3,065
EPS growth (%)	-2.1	적전	흑전	61.7	-10.9	-8.2	150.1	83.2	-23.5	1.1	37.8

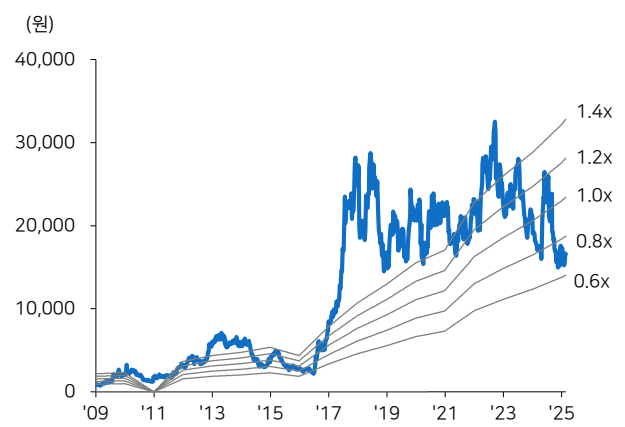
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 비에이치 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 비에이치 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

비에이치 (090460)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,592.0	1,754.4	1,693.1	1,839.0	1,885.0
매출액증가율(%)	-5.3	10.2	-3.5	8.6	2.5
매출원가	1,436.3	1,581.4	1,526.3	1,639.9	1,680.9
매출총이익	155.7	172.9	166.8	199.2	204.1
판매관리비	70.9	85.9	66.7	74.1	75.9
영업이익	84.8	87.1	100.1	125.1	128.2
영업이익률(%)	5.3	5.0	5.9	6.8	6.8
금융손익	-8.3	-9.1	-8.6	-5.9	-1.2
중속/관계기업손익	3.9	3.9	3.9	3.9	0.0
기타영업외손익	16.7	4.9	5.1	5.2	0.0
세전계속사업이익	97.2	86.7	100.5	128.3	127.0
법인세비용	12.3	15.0	16.4	21.1	21.2
당기순이익	84.9	71.8	84.1	107.2	105.9
지배주주지분 손이익	90.7	77.4	89.9	114.6	113.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	90.5	101.6	138.3	133.0	150.2
당기순이익(손실)	84.9	71.8	84.1	107.2	105.9
유형자산상각비	45.2	51.9	49.3	46.9	46.6
무형자산상각비	7.5	4.2	3.9	3.7	3.5
운전자본의 증감	-55.5	-19.8	7.5	-17.9	-5.7
투자활동 현금흐름	-53.3	-60.4	-35.8	-39.4	-2.0
유형자산의증가(CAPEX)	-64.8	-60.0	-45.0	-40.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-20.3	-6.7	2.5	-6.1	-1.9
재무활동 현금흐름	11.2	102.2	-17.8	-7.6	-7.7
차입금의 증감	23.0	110.1	-10.1	0.1	0.0
자본의 증가	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	48.7	143.3	84.7	86.0	140.6
기초현금	89.9	138.6	281.9	366.7	452.7
기말현금	138.6	281.9	366.7	452.7	593.3

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	575.1	762.9	830.9	956.9	1,110.1
현금및현금성자산	138.6	281.9	366.7	452.7	593.3
매출채권	180.1	198.5	191.6	208.1	213.3
재고자산	137.2	151.2	145.9	158.5	162.5
비유동자산	514.3	525.0	514.2	509.7	461.6
유형자산	272.0	280.2	275.9	269.0	222.5
무형자산	127.6	123.5	119.5	115.9	112.4
투자자산	80.7	87.4	84.9	90.9	92.8
자산총계	1,089.4	1,287.9	1,345.1	1,466.6	1,571.7
유동부채	419.2	552.1	533.5	554.1	560.6
매입채무	170.9	188.4	181.8	197.5	202.4
단기차입금	194.0	304.0	294.0	294.0	294.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	19.6	21.2	20.6	22.0	22.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
부채총계	438.8	573.3	554.1	576.1	583.1
자본금	17.2	17.2	17.2	17.2	17.2
자본잉여금	91.1	91.1	91.1	91.1	91.1
기타포괄이익누계액	14.7	14.7	14.7	14.7	14.7
이익잉여금	571.6	640.5	722.7	829.6	935.0
비지배주주지분	10.9	5.9	0.2	-7.2	-14.5
자본총계	650.6	714.6	791.0	890.5	988.6

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	46,192	50,901	49,127	53,360	54,694
EPS(지배주주)	2,631	2,225	2,609	3,325	3,283
CFPS	4,685	4,165	4,466	5,111	5,171
EBITDAPS	3,988	4,148	4,449	5,095	5,171
BPS	18,561	20,561	22,946	26,047	29,106
DPS	250	250	250	250	250
배당수익률(%)	1.2	1.4	1.5	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	8.0	7.8	6.4	5.0	5.1
PCR	4.5	4.2	3.7	3.2	3.2
PSR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	1.1	0.8	0.7	0.6	0.6
EBITDA(십억원)	137.4	143.0	153.3	175.6	178.2
EV/EBITDA	5.8	4.4	3.3	2.3	1.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.1	11.4	12.0	13.6	11.9
EBITDA 이익률	8.6	8.1	9.1	9.5	9.5
부채비율	67.4	80.2	70.0	64.7	59.0
금융비용부담률	0.6	0.7	0.9	0.8	0.8
이자보상배율(x)	8.9	6.7	6.5	8.2	8.5
매출채권회전율(x)	10.3	9.3	8.7	9.2	8.9
재고자산회전율(x)	13.4	12.2	11.4	12.1	11.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간 종가대비 3등급	Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일	Overweight (비중확대)
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)
	Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

2024년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

비에이치 (090460) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.02.14	기업브리프	Buy	34,000	양승수	-30.5	-22.5	
2023.05.25	Indepth	Buy	35,000	양승수	-24.3	-18.9	
2023.07.04	기업브리프	Buy	38,000	양승수	-38.3	-24.9	
2023.10.24	기업브리프	Buy	31,000	양승수	-35.5	-27.6	
2024.02.20	기업브리프	Buy	25,000	양승수	-25.5	0.0	
2024.05.31	산업분석	Buy	29,000	양승수	-17.8	-8.8	
2024.07.15	기업브리프	Buy	30,000	양승수	-21.6	-9.5	
2024.08.02	기업브리프	Buy	31,000	양승수	-38.9	-23.1	
2024.11.01	기업브리프	Buy	27,000	양승수	-38.7	-32.3	
2025.01.15	기업브리프	Buy	22,000	양승수	-28.5	-24.3	
2025.02.18	기업브리프	Buy	20,000	양승수	-	-	