



| 반도체 |

비에이치(090460.KQ)

비에이치 최고점? 묻고 BUY로 가

FPCB 부문 업계 1위의 위엄 비에이치

1999년 설립된 비에이치는 연성회로기판(FPCB)을 주사업으로 영위하는 기업이다. 4Q21 별도기준 영업이익은 YoY +1442.9% 상승하여 769억 원을 기록했고 매출액 역시 YoY +37% 상승하여 4,431억 원을 기록했다. 4Q20 코로나19의 영향과 아이폰 중저가모델 납품으로 인한 수익성 감소로 당기순이익 적자를 면치 못했으나 21년 4분기 743억원의 당기순이익을 기록하며 흑자 전환에 성공하는 모습을 보였다. 이번 22년 1분기는 전장산업 인수와 전방산업의 호재가 겹쳐 사상 최대 실적을 갱신할 것으로 보인다.

[Investment Points]

1. FPCB 산업, 이제 성장할 일만 남았다

국내를 비롯한 세계 FPCB 시장은 점차 코로나19로 인한 경기 침체 영향을 극복하는 것으로 보인다. 팬데믹으로 인한 공급 물량의 감소는 20년도 FPCB 시장 규모에 있어 미약한 역성장의 원인이 됐다. 그러나 최근 비대면 수요증가로 인한 5G네트워크 상용화와 중국 향 제조사의 잇따른 폴더블 스마트폰 출시 예정으로 FPCB 수요가 급증하며 양호한 회복세를 보이고 있다. 스마트폰 기기 뿐 아니라 다양한 첨단기기에 FPCB가 적용되면서 산업 규모와 동사의 수익성이 양의 상관관계를 가지며 증가할 것으로 보인다.

2. 트리플 콤보! 겹 경사 맞은 FPCB 사업 수요

동사의 주요 매출처 삼성디스플레이와 애플의 프리미엄 스마트폰이 판매 호조를 지속하고 있다. 지난해 출시된 삼성 Z시리즈 폴더블폰의 판매량은 이전 시리즈보다 4배 이상 성장하며 가파른 상승세를 보였다. 아이폰13 역시 출시 6개월이 지났음에도 견고한 출하량을 보이며 계속해서 호재를 이어 나갔다. 연이어 애플기업 FPCB 납품의 주요 경쟁사 삼성전기가 관련 사업을 철수하면서 동사의 점유율이 70%까지 확대될 것으로 기대되어 FPCB 수요는 전례 없는 경사를 맞고 있다.

3. 신사업에 박차를, 차고 넘치는 성장재료

주력 시장이었던 모바일 시장 외에 5G안테나, 전장부품, EV배터리 시장으로 사업을 다각화하면서 장래 유망 산업과 기업의 성장 방향성이 일치하는 모습을 보여준다. 5G스마트폰 점유율 확대가 안테나용 FPCB 수요를 견인하고 있으며 친환경 정책에서 비롯한 전기차 규모의 확대는 동사의 FPCB 기술력을 요하고 있다. 또한 동사의 자회사 BH EVS가 지난 27일 LG전자의 차량용 무선 충전사업을 인수를 발표하면서 주요 신성장 동력인 전장 시장에 있어 4분기부터 뚜렷한 실적 가시화가 예상된다.

[Valuation]

동사는 고성장 산업을 영위하고 있고 주가에 미치는 실적의 영향이 지대하므로 수익가치를 기준으로 한 PER Valuation 방법을 사용하여 주가를 추정하였다. 동사와 비교 가능한 국내 및 해외 상장 기업의 부재로 Tomson Reuter에서 제공하는 12M Forward PER을 사용하여 Target PER을 산정하였다.

22E 목표가는 27,000원, 상승여력 11.1% 제시한다.

투자 의견

BUY

목표주가

27,000원

현재주가(04.01)

24,300원

상승여력

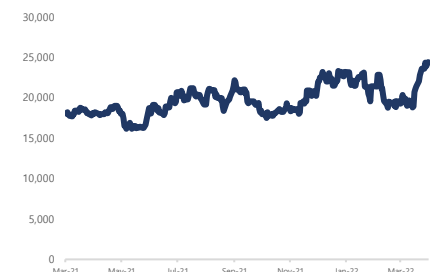
11.1%

Stock Data

KOSPI(3/24)	2729.56
KOSDAQ	927.11
시가총액	8233억원
발행주식수(주)	33,810,072
52주 최고/최저가(원)	24,350/16,150
외국인지분율(%)	14.27%
주요주주(%)	이경환 외 6인 22.2%

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
	26.2%	23.6%	30.4%

Stock Price



Investment Fundamentals (십억원%)					
FYE Dec	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E
매출액	768	655	721	1037	1953
영업이익	91	63	34	71	91
순이익	84	57	26	83	123
EPS(원)	2682	1770	782	2428	3412
PER(x)	6.4	12.4	28.1	10.03	7.61
PBR(x)	2.8	2.6	2.3	1.86	2.9
OPM	11.9	9.6	4.7	6.9	6.7
ROE	49.3	24.2	8.7	23.4	25.9

Research Team 3

34기 김건희	kkhjjang0000@naver.com
34기 김유진	yujin116017@gmail.com
32기 김지윤	cosmosjiyun0506@gmail.com
30기 송미정	ela1014@naver.com
34기 이윤호	dldbsgh135@gmail.com
33기 정기정	nakjj1997@gmail.com

I. 기업개요

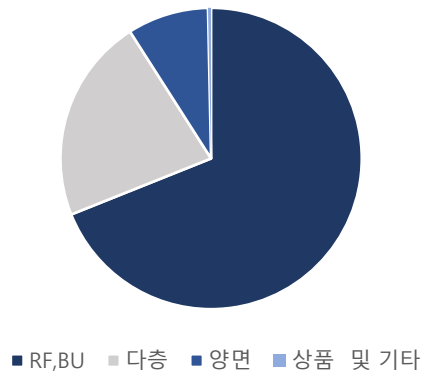
비에이치

연성회로기판
(FPCB)

업계 1위의위력

동사는 첨단 IT산업의 핵심부품인 연성회로기판(FPCB)을 제조 및 공급하는 사업을 영위하고 있으며 FPCB 단일 사업 부문으로 구성되어 있다. 주요 고객사는 LG전자, 삼성디스플레이, APPLE 등 국내 및 글로벌 IT제조업체들이며 스마트폰 및 가전용TV, 전장부품 시장 등을 목표로 한다. 국내 FPCB업체 중 유일하게 베트남에 전 공정 생산라인을 구축하였으며 OLED패널과 주 기판을 연결하는 RF-PCB 생산에 있어 최대 양산 노하우를 보유하고 있다. 동사는 국내 FPCB업계에서 전체 매출액의 70% 안팎을 차지하는 기업으로 작년 하반기 기준 매출 비중은 RF, BU품목이 68.94%, 다층품목이 22.01%, 양면품목이 8.72% 그 외 상품 및 기타가 0.33%를 기록했다.

4Q21 매출액 비중



출처: 사업보고서, RFS Team 3

연성회로기판 FPCB

FPCB란 Flexible Printed Circuits Board의 약자로 10 μ m 두께의 얇은 절연필름 위에 유연한 구리막을 입힌 회로 기판의 원판이다. 전자제품의 부품 간 회로를 연결할 때 전선을 사용하지 않고 보드에 회로를 그려 전기를 통할 수 있게 만든 것으로 딱딱한 경성기판(PCB)과 달리 얇고 유연해 소형화된 전자제품에 적합한 것이 특징이다. 내열성, 내굴곡성, 내약품성이 뛰어나 스마트폰 및 태블릿은 물론 의료장비, 자동차(전장)분야로도 확대 적용되고 있다. 동사는 2022년 자동차 전자장비용 연성회로기판 생산라인 증설에 300억 원을 투자하여 사업 분야를 다각화하고 있다. FPCB 산업은 고객사가 FPCB를 설계하고 수주하는 완전 주문자 생산방식으로, 다품종 소량생산의 특성을 지니고 있어 전방산업의 업황 변화에 매우 민감하다. 고도의 기술을 요하는 산업 특성 상 전 공정이 설비에 의존하는 대규모 장치산업이다.

(1) 다층 FPCB

여러 장의 FCCL¹을 적층 하여 더 많은 회로와 부품을 탑재할 수 있게 한 품목이다. 양면 FPCB보다 많은 부품을 탑재할 수 있어 스마트폰의 메인 부품으로 사용된다. 동사는 레이저

부품 탑재를

극대화 하는

다층과

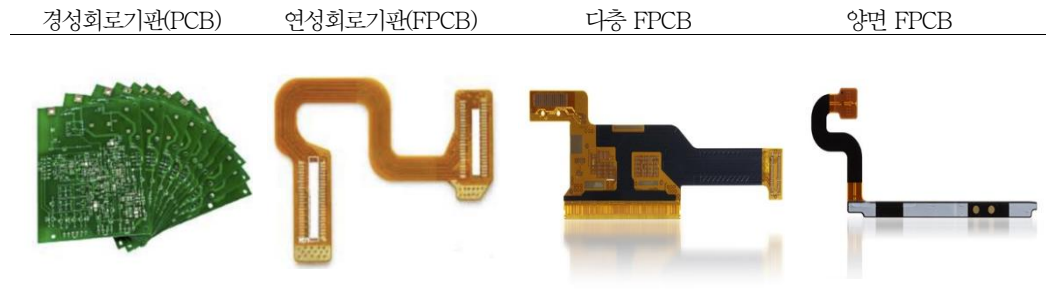
양면 FPCB

¹ 연성회로기판 FPCB의 원재료로 구리+폴리이미드+구리결합 원자재로 구성.

직접화상장치(Laser Direct Imaging System)를 양산에 적용하여 회로 품질을 향상시키고 있다.

(2) 양면 FPCB

전자기기의 소형화 및 경량화로 제한된 면적에 패턴 수를 요구된 수만큼 배열하지 못할 때 이용하는 품목이다. Base Film의 양쪽 면에 회로가 형성되며 단면 FPCB보다는 더 많은 기능을 하는 칩을 실장할 수 있다.



단점은 줄이고

장점은 늘리고

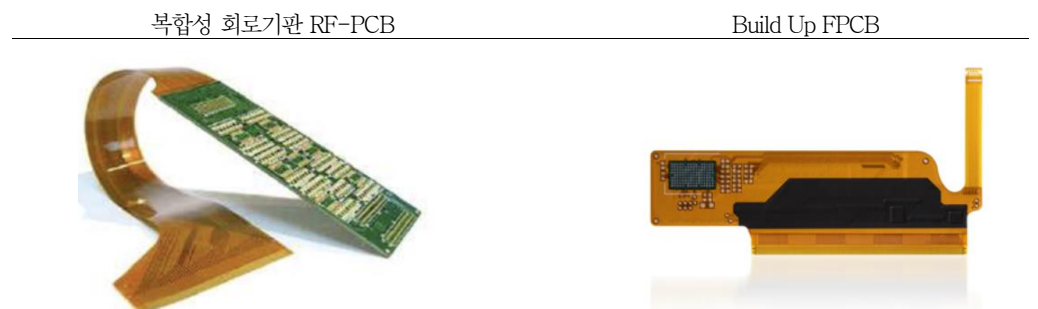
고부가가치 FPCB

(3) 복합성 회로기판 RF-PCB

동사는 RF-PCB기판 제조의 선도업체로 Flexible OLED를 장착한 폴더블 스마트 기기용 RF-PCB를 생산하고 있다. RF-PCB는 FPCB보다 고부가가치 산업으로 경성(Rigid)기판의 장점인 표면 실장과 연성(Flexible)기판의 유연성을 모두 갖고 있다. FPCB의 부품 탑재 단점을 효과적으로 보완함과 동시에 굴곡성을 살릴 수 있어 한정된 공간 안에서 많은 양의 데이터 처리가 가능해진다. 동사는 RF-PCB 시장에서 경쟁사 대비 특화된 기술(RF Laser Build-up multi 8-12층)을 확보한 후 그 기술을 인정받아 고객사로부터 신규 모델 양상을 진행 중이다. 2022년 6월까지 베트남 공장 생산설비 증설에 200억 원의 투자 역시 진행 중에 있다.

(4) Build Up (BU) FPCB

RF-PCB와 함께 최대 매출액 비중을 보이는 빌드 업 FPCB는 도금, Print 등에 의해 차례로 도체층-절연층을 쌓아 올리는 빌드업 다층 인쇄 기판 기법을 사용한다. 빌드업 인쇄기판 제조 방식은 층마다 각각 비아(via)²를 생성하여 층간 신호연결을 수행하는 방식으로 제조공정이 까다로우나 고속 신호대응이 가능한 장점이 있다. 동사는 모바일 스마트폰 뿐만 아니라 최첨단 고밀도 기기로 그 적용분야를 확대해 나가고 있다.



출처: 비에이치 홈페이지, RFS Team 3

² 반도체에서 금속과 금속을 연결시키는 공정.

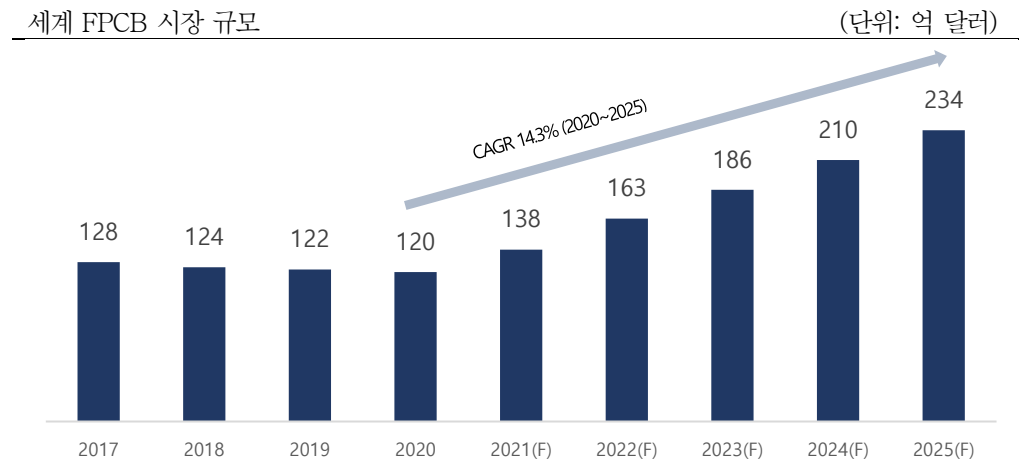
II. Investment Point

1. FPCB 산업, 이제 성장할 일만 남았다

PCB 산업은 전후방 연관산업인 반도체, 자동차, 전자기기 산업의 영향을 받고 있고, 관련 사업의 수요가 증가함에 따라, 시장 성장은 계속될 것으로 보인다. PCB 내에는 양면 및 단면 PCB, 다층 PCB, HDI(High Density Interconnection), 패키징(PKG), FPCB 등이 있고, 현재는 FPCB가 그 중 18.9%를 차지하고 있다. PCB 내에서 경성 PCB산업이 정체 상태에 있는 것과는 대조적으로 FPCB 산업은 전자제품의 경박 단소화에 따른 적용 제품군의 확대에 따라 그 시장 규모가 지속적으로 증가하고 있다. 일반 PCB가 무게나 부피, 특히 그 경직성으로 인하여 갖는 한계성을 극복하는데 있어 사용범위가 확대되고 있고, 극소 경량화 추세에 따라 큰 폭의 성장세를 보일 것으로 보고 있다.

1-(1) 세계 FPCB 시장의 회복

글로벌 시장 조사 기관 프리스마크에 따르면, 2020년 120억 달러 규모의 FPCB 시장은 그 규모가 연평균 14.3% 증가한 2025년 234억 달러까지 성장할 것으로 전망되었다. 다만, 2020년 기록했던, 전년대비 1.6%의 FPCB시장의 역성장은 2017년 이후 전세계 스마트폰 보유율이 포화상태가 됨에 따라 스마트폰 보급률의 감소가 영향을 미친 것으로 보인다. 그러나, 2022년 폴더블 스마트폰 시장의 확대, 코로나 19 유행 이후의 경기 회복, 5G 보급에 따른 스마트폰 교체 수요가 증가함에 따라, 세계적으로 FPCB의 수요도 그에 맞추어 증가할 것으로 보고 있다. 또한, 최근 FPCB 적용이 확대되고 있는 자동차 산업, 의료기기, 미래 로봇 산업에도 멀티 FPCB, Rigid FPCB 등의 고부가가치 FPCB 사용이 점점 늘고 있어, 그 수요는 더욱 증가할 것으로 보인다.



출처: 프리스마크(2020), RFS Team 3

세계 FPCB 시장의
회복 전망

당사의 국내 FPCB
시장 침체 극복

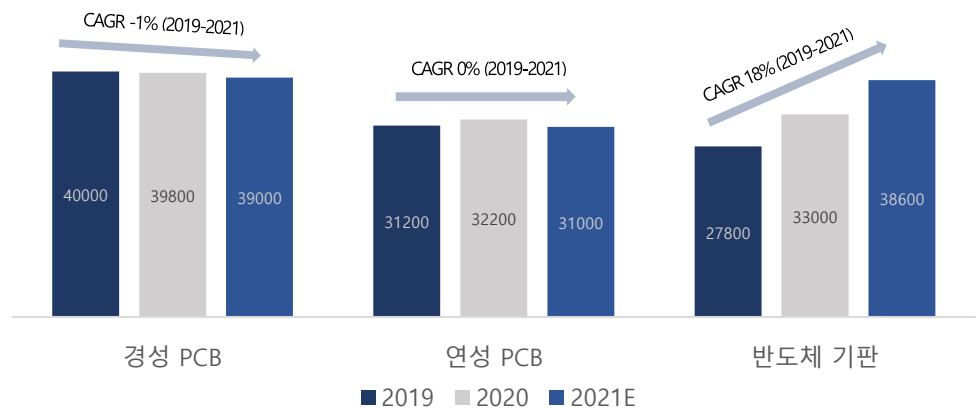
1-(2) 국내 FPCB 시장의 침체, 그리고 비에이치

한국 PCB & 반도체패키징산업협회(KPCA)에 따르면, 2021년 국내 PCB 시장의 규모는 전년보다 3.4% 성장한 10조 8,600억원 정도였던 것으로 추정하고 있다. 전반적인 PCB시장의 규모는 커지고 있다. 그러나 FPCB(연성 PCB)는 전년대비 3.7% 감소한 3조 1,000억원으로 경성과 FPCB의 합계 매출 역시 7조원으로 전년대비 2.8% 감소하였다. 중국, 동남아 국가에서는 저가제품을 기반으로 점유율을 높여가고 있고, 일본과 미국은 선진기술을 앞세워 제품 시장을 선점하면서 FPCB 시장의 경쟁이 가속화되고 있었다. 또한, 코로나 19로 인해 국내와 중국 향 공급 물량이 감소함에 따라 기대만큼 OLED 디스플레이용 PCB제품의 매출 성과가 나타나지 않은 것으로 보인다.

그럼에도 동사의 FPCB 매출액은 2021년 전년대비 43.8% 증가한 10,369억원의 매출액을 기록하였다. 국내 FPCB 경쟁 주요 업체들보다도 큰 증가폭을 보였으며, 독보적인 시장점유율을 보였다. 이는 국내 FPCB시장의 침체에 대한 사업 다각화 등의 발 빠른 대응이 성공적으로 작용한 것으로 보인다. 또한, 올해는 엔데믹에 대한 기대감과 더불어 삼성전자, 화웨이를 비롯한 스마트폰 제조사에서 폴더블 스마트폰의 잇따른 출시가 예정되면서 국내 FPCB 수요에 다시금 활력을 가져올 것으로 기대하고 있다. 이에 더해 동사의 경우, 삼성전기가 FPCB 사업에서 철수하면서 삼성 디스플레이 내에서의 점유율 증가로 인해 오는 반사 이익 역시 상당할 것으로 보인다.

국내 PCB 시장 규모

(단위: 억 원)



출처: KPCA, RFS Team 3

5G, 전기차
시장의 성장으로
FPCB 수요 증대

1-(3) FPCB 수요의 든든한 지원군 5G+폴더블폰, 전기차 시장

고전하는 스마트폰, 피어나는 5G+폴더블폰 점유율

동사의 주요제품인 FPCB는 주로 일반 스마트폰에 편중된 수요가 대부분이었다. 글로벌 시장조사업체 IDC에 따르면, 2021년 전세계 스마트폰의 출하량은 전년대비 7.4% 성장한 13억 7천만대 정도이고, 2025년까지 연평균 3.4%정도 성장할 것으로 내다보았다. 사실상, 스마트폰 출하량은 보급의 포화로 인해 정체가 시작되었고, 성장성이 크지 않음을 알 수 있다.

그러나, 최근 고심하던 FPCB 시장에서 FPCB의 수요를 확대시켜줄 든든한 지원군이 생긴 모양새다. 스마트폰에서 FPCB 방식의 5G 안테나 전환, 전장 디스플레이 및 전기차 시장 확대, 고용량 및 고속 배터리 수요 확대 등으로 FPCB의 수요 확대가 예상되고 있다.

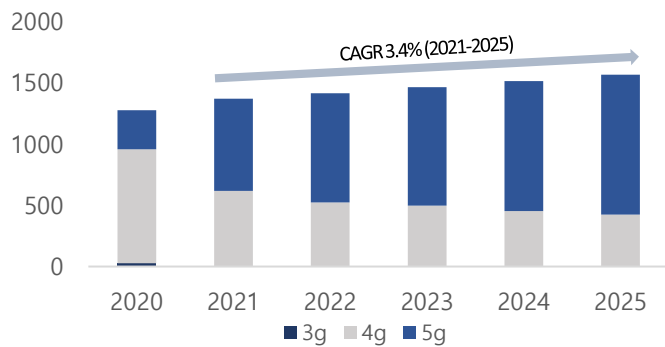
2022년 5G 스마트폰이 8억 7백만대로 전체 스마트폰 출하량의 54%를 차지할 것이며, 점

차 그 비율을 올려갈 것으로 전망된다. 이러한 스마트폰 시장 내 5G 점유율의 증가는 점차 성장이 둔화되고 있는 스마트폰 시장에 새 바람을 일으킬 것으로 보인다. 또한, 이는 최근 동사가 5G 안테나 사업으로 다각화를 진행하고 있다는 점에서 특히 눈 여겨 보아야 할 부분이다. 동사의 5G 안테나 사업에 대한 내용은 3번째 투자포인트에서 좀 더 다루어 보겠다.

스마트폰 시장의 반등을 가져다 줄 폴더블 폰의 성장도 흥미롭다. 폴더블 폰은 기기가 폴더처럼 접혀야 하기 때문에 Flexible한 기판이 반드시 필요하다. 또한, 기존 스마트폰보다 화면이 커지면서 FPCB제품이 예전보다 많이 들어갈 수 있어 FPCB 제품 수요의 증가를 기대해 볼 수 있는 분야다. 시장 조사업체 유비 리서치에 따르면, 소형 OLED 디스플레이 시장에서 폴더블 폰이 2022년 2.8%를 점유할 것으로 내다보았다. 또한, 2026년까지 1억대를 돌파하여 9.7%를 점유할 것으로 폴더블 폰의 성장을 내다보기도 했다.

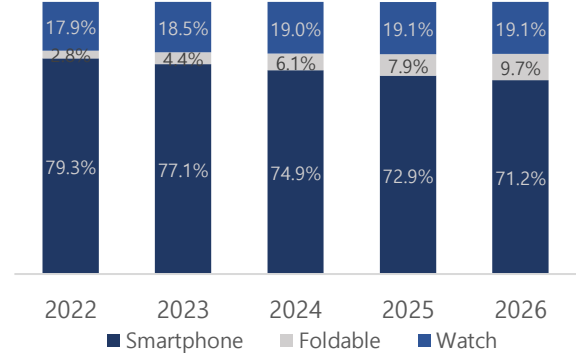
세계 스마트폰 출하 규모 전망

(단위: 백만 대)



출처: IDC(2021), RFS Team 3

소형 OLED 디스플레이 시장 트랙터 전망



출처: 유비리서치, RFS Team 3

FPCB 산업의 새로운 먹거리, 전기차 수요 확대

FPCB 수요 증대를 위한 또 하나의 지원군이 있다. 바로, 전기차 시장이다. 전기차 내부에서 다양한 용도로 FPCB가 활용될 것이며, 무엇보다 전기차 배터리에 들어가는 와이어링 하네스가 FPCB로 대체되면서, FPCB의 수요를 늘려줄 시장으로 꼽히고 있다. 최근, 주요국가들의 그린 환경 정책으로 탄소를 크게 줄이고 있는 상황에서, 기존 내연기관 자동차의 전기차 전환이 불가피해졌다. 전기차 수요확대를 위한 정부의 규제와 지원제도가 강화됨에 따라, 전기차 시장 또한 점차 확대될 것으로 보인다. 글로벌 시장조사기관 Ideal Solution&Incorporation에 따르면, 2020년 전기차가 전체 자동차 시장 수요량은 8.5백만대로 9%를 차지했는데, 2030년에는 전체 자동차 시장의 31%까지 그 점유율을 높일 것으로 전망된다. 전기차 시장의 성장은 주로 FPCB가 활용되는 전기차 배터리뿐만 아니라 차량 내부에 더 많은 FPCB의 수요를 이끌어줄 시작점이 될 것으로 보인다. 동사도 발빠르게 전기차 사업으로의 다각화를 준비하고 있는 모습이다. 이 역시 3번째 투자포인트에서 좀 더 다루어 보겠다.

2. 호재가 겹친다! FPCB 사업 수요증가

폴더블폰 성장에

따른 수요 확대

2- (1) 삼성 폴더블폰 흥행몰이를 통한 동사의 수요 증가

동사의 최대 주력상품인 RF PCB는, 삼성디스플레이와 공급계약을 맺고 삼성전자에 납품하는 구조로 삼성전자 스마트폰의 수요 및 전망이 삼성디스플레이와 공급계약을 체결한 동사에게 영향을 끼치는 구조이다. 최근, 전방산업인 스마트폰 시장이 프리미엄 폰 위주로 판매 호조를 이어나가며 폴더블 스마트폰 출시 움직임을 전 세계 스마트폰 제조사에서 보이고 있다. 그 중 삼성이, 전년대비 2배 증가한 약 1690만대의 폴더블폰 판매량에서 74%의 점유율(약 1250만대)를 차지해 폴더블폰 1등 자리를 유지할 것으로 예상된다. 특히, 삼성전자에서 출시하는 갤럭시 Z시리즈를 보면, 지난 8월 출시된 갤럭시 Z플립 3, 갤럭시 Z 폴드 3의 판매량은 지난 시리즈보다 4배이상 상승하며 폴더블폰의 가파른 상승세를 보여준다. 추가적으로 하반기 삼성전자가 4세대 폴더블 폰을 출시하는 가운데 새로운 폴더블 스마트폰 공개 가능성을 제시하며 삼성에서의 폴더블폰 성장은 앞으로도 지속될 예정이다. 이처럼 폴더블폰 수요가 증가하면 폴더블폰에 FPCB를 공급하는 동사의 수요도 증가하게 된다. 폴더블폰이 기존 스마트폰보다 화면이 커지는 만큼 기판 면적도 필요하게 되어, 궁극적으로 삼성은 동사의 실적 증가를 기인할 것으로 기대된다.

2- (2) 애플의 신형 폰 판매 물량 증가에 따른 동사 호재

기대되는

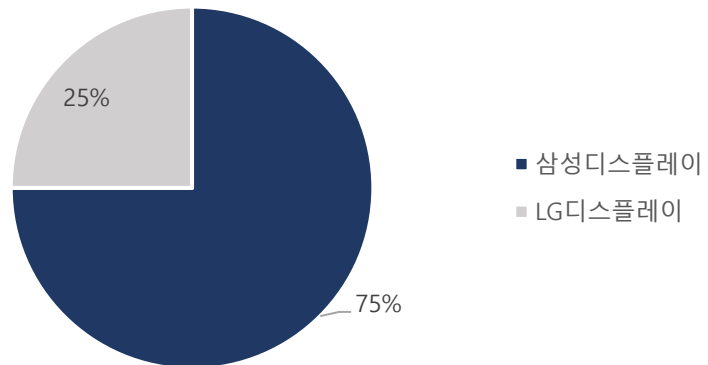
아이폰14 출하량

전망

동사의 최대 주력상품인 RF PCB인 경우, 삼성디스플레이와 공급계약을 맺고 이 기업이 고객사에 납품하는 구조로 2017년 계약을 맺은 후 애플은 동사의 주요 납품처로 떠오르게 되었다. 이에 애플의 플래그쉽 스마트폰이 동사의 실적에 큰 영향을 주게 되었고, 이번에 출시될 신형폰 역시 동사 실적에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 최근 부품 부족난 속에서도 iPhone 13 시리즈의 첫 1-2월 합산 출하량은 3,200만대로 아이폰12 시리즈의 전년 동기 2,310만대를 크게 넘어서며 전방사업부분에서의 견고한 매출을 애플이 유지했다. 이때 아이폰13에 들어가는 디스플레이를 삼성디스플레이가 75%(1억 2천만대)를 애플에 공급했고 이때 필요한 완제품을 동사가 제공하며 동사는 큰 호재를 누리게 되었다. 이러한 아이폰 13의 높은 기저에 따라, 하반기 출시 예정인 아이폰 14의 흥행 여부가 걱정된다는 시각도 있지만 동사의 하반기 실적은 아이폰 14출시 후, 더욱더 개선될것으로 기대된다.

중국 내 플래그쉽 경쟁폰의 부재, 경쟁사 대비 부각되는 칩 성능 등 다양한 근거 중 가장 주된 이유는 바로 Notch 축소에 따른 폼팩터 변화이다. 고급모델에 노치대신 펀치홀을 아이폰에 사용하며 이미 삼성향 폰에서 펀치홀 도입한 경험을 가지고 있는 삼성디스플레이가 아이폰 14프로에서도 지배력을 유지할 수 있을 것으로 예상되기에 삼성디스플레이와 공급 계약을 체결한 동사가 호재를 누릴 것으로 예상된다. 또한, 삼성디스플레이는 최근 디스플레이 제조 장비 업체(필옵틱스)와 펀치홀 디스플레이 구현을 위한 269억원의 장비 공급 계약을 맺으며 펀치홀 공급에 기대가 되는 상황이다. 경쟁사 중 BOE 역시 펀치홀 디스플레이 개발 및 양산 경험이 있지만 OLED 기술력에서는 상대적으로 뒤쳐져 있고 LG디스플레이는 아직 해당 기술을 확보하고 있지 않다는 점 역시 동사에게는 긍정적인 포인트가 될 예정이다.

애플향 디스플레이 점유율



출처: RFS Team 3

2- (3) 경쟁사 사업철수로 인한 시장점유율 확대

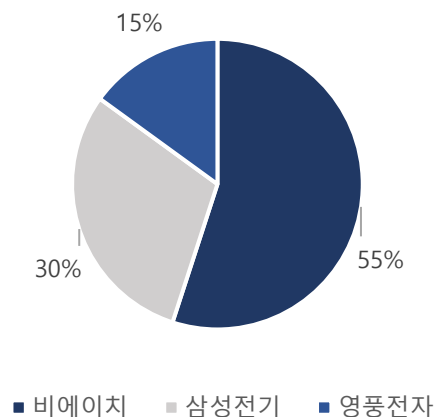
삼성전기의

RF PCB 사업 철수

최근 국내 FPCB 산업은 스마트폰 수요 둔화, 업체 간 경쟁 심화로 다소 부진한 흐름을 작년까지 보였지만, LG 이노텍의 사업 중단에 이어 애플 향 주요 경쟁사였던 삼성전기도 사업을 중단하기로 결정하면서 동사는 FPCB 시장점유율 확대 및 규모의 경제 효과를 누릴 수 있을 것으로 예상된다.

삼성전기 RF PCB는 주로 OLED용으로 공급이 되고 있고 동사와 같이, 삼성디스플레이를 통해 삼성전자 스마트폰이나 애플 아이폰 등에 탑재되는 구조이다. 최근까지 Apple에 납품되는 RF PCB는 동사가 50-60%, 삼성전기가 약 30%, 영풍전자가 10-20%의 점유율을 구성하고 있었다. 하지만, 삼성전기가 적자를 내고 있는 RF PCB 사업을 반도체 기판에 집중하기 위해 철수하기로 결정하며 그 물량이 FPCB 주요 고객사들로 옮겨가게 되었다. 이에 동사의 점유율은 60-70%까지 늘어날 것으로 기대된다. 삼성디스플레이가 신규 협력사를 선정할 가능성도 배제할 수 없지만, 신속한 대체와 공급망 안정화를 위해 기존 파트너와 협력을 확대할 가능성이 더 크기 때문이다. 특히 동사는 삼성디스플레이 핵심 협력사로 기술력, 양산능력에서 가장 앞선 것으로 평가되며 동사의 베트남 공장이 전체 제조공정에 대한 공급망 관리(SCM)이 가능하다는 점에서 사업철수가 본격화되는 22년 상반기부터 점유율 확대가 기대된다.

애플향 삼성디스플레이 내 장비주 점유율



출처: RFS Team 3

3. 사업 부문 다각화

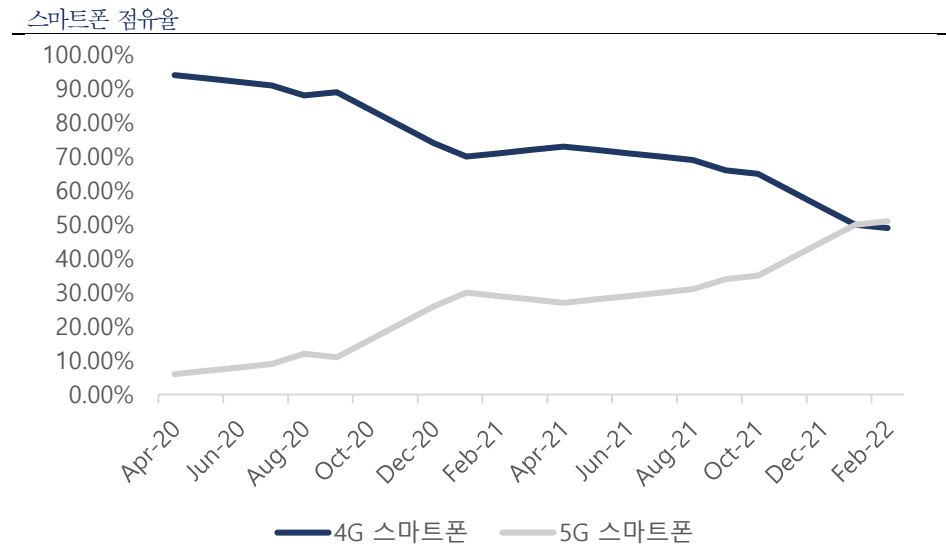
3-(1) 5G 스마트폰 판매 증가에 따른 성장 기대

5G 스마트폰 출하
증가로 5G 안테나
매출 비중 확대

비에이치는 신사업 동력으로 5G 스마트폰 사업을 결정했다. 5G 보급이 확대되면서, 기존 4G 스마트폰에 적용되던 LDS방식 대신 1대 부품에 수십 개의 신호 전달 회로를 구현하고 휘거나 접는 등의 기술을 적용한 안테나용 FPCB를 적용하고 있다. 즉, 다시 말해 FPCB의 적용 범위가 점점 넓어짐에 따라, 비에이치의 사업 부문도 증가한다는 것이다. 또한, 당사는 퀄컴에서 출시될 차세대 5G모뎀과의 호환성 및 적합성을 인정받아 5G의 환경에서 최적의 성능을 구현할 수 있는 케이블을 개발했다. 이는 밀리미터파(mmWave) 주파수에 대응하는 케이블로, 디케이티와 공동 연구를 통해 퀄컴의 5G 안테나 사용 승인에 따라 사업이 본격화되었다.

5G 스마트폰 점유율 증가

5G 스마트폰의 판매는 2019년 4월 시작되었고, 2022년 3월 처음으로 5G 스마트폰의 판매량이 전체 판매된 스마트폰의 판매량의 51%를 차지했다. 향후, 점차 점유율이 늘어날 것으로 기대되며, 비에이치의 신사업의 경우 이에 따른 매출 증가로 이어질 것으로 보인다.



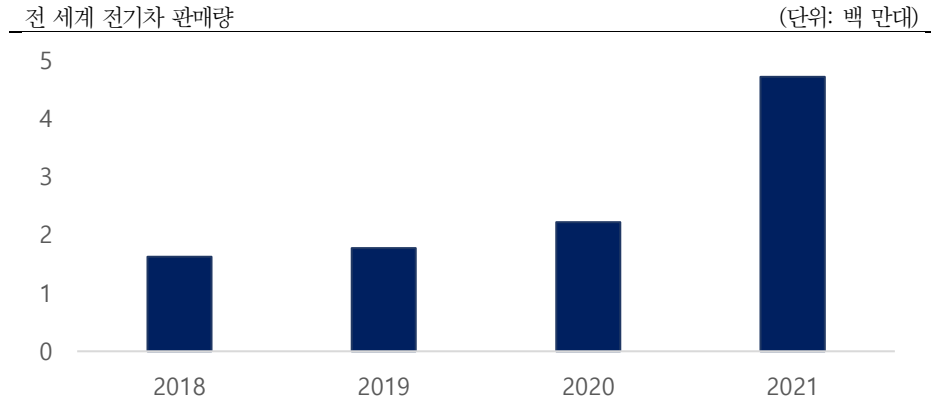
출처: Counterpoint Research, RFS Team 3

3-(2) 전기차 산업 전장용 FPCB 공급

전기차 시장의 밝은 전망

전기차 수요 확대에
따른 전장부품
매출 증대

전기차 시장은 Ideal Solution & Incorporation(2020)에 따르면, 전기차 수요량은 2020년 전기차 수요량은 8.5백만대로 총 자동차 시장의 9%를 차지할 것으로 전망되었으며, 2021년 전기차 신차 판매량은 472만대로 전년 대비 2배 이상 증가하였고, 반도체 공급난과 원자재 가격 상승에도 불구하고 회복세로 전환되었다.



출처: SNE리서치, RFS Team 3

뿐만 아니라, 미국은 바이든 정부 출범과 함께 환경 변화가 뚜렷하다. 친환경차 산업의 주도권을 확보하기 위한 행정명령에 서명했고, 30년 신차 중 ZEV 비중을 50%로 높여 잡았으며, 26년 이후 신차에 대한 연비, 온실가스, 질소산화물 규제를 신설해 친환경차 생산 확대를 유도한다는 방침이다. 유럽은 가장 적극적인 친환경 정책을 실행하고 있고, 연간 전기차 침투율이 13.2%였다. 올해 글로벌 전기차 시장은 40% 성장한 880만대로 전망된다.

전장 부품을 어떻게 공급하는가?

다품종 소량생산이 특징인 FPCB 사업에서 전장부품은 차량 조명용, 전기차 배터리, 네비게이션 FPCB 등 다양하게 적용될 수 있다. 전장용 FPCB의 가장 대표적인 사례는, 동사는 2021년 6월 총 500억원 규모의 신규시설 투자를 단행하기로 밝힌 것이다. 이 중 300억원의 규모가 전기차 배터리 생산에 필요한 전장용 FPCB를 위한 생산시설 확보에 투입된다. 투자지역은 베트남 소재 빈푹성 빈옌시 카이광 지구다. 기존에도 전장용 FPCB를 생산해왔으나 그 규모가 미미한 수준이라 매출 규모에는 큰 영향을 주지 못했던 반면 이번 생산시설 투자는 다품종 소량생산을 위한 하나의 설비투자로 향후 매출 규모에 유의미한 영향을 줄 것으로 보인다.

이 투자가 의미 있는 이유는, 하네스(전선용치)는 보통 일반적인 소재인 구리나 알루미늄으로 되어 있는데, 최근 자동차 업계에서는 이것을 FPCB화 하려는 움직임을 보이고 있기 때문이다. 자동차의 신경망이라고 불리는 와이어링 하네스는 자동차 및 전자제품의 각 부위에서 발생하는 전기적 신호 및 전류를 부품 상호간에 전달하여 각 시스템이 제 역할을 수행할 수 있도록 하는 배선의 총 집합체이다. FPCB화 된 하네스를 사용하게 되면 기존 와이어 하네스보다 20% 정도 무게를 줄일 수 있으며 공간도 절약할 수 있다. 또한 과충전 방지 센서를 FPCB에 직접 설치할 수 있어 배터리 효율성도 높다는 평가를 받는다. 특히나 전기차의 경우 경량화에 대한 이슈가 크기 때문에 하네스의 FPCB화 시장은 전망이 밝은 것으로 보인다.

또한, 동사는 현대자동차의 아이오닉5의 실내 디스플레이에 OLED 디스플레이용 FPCB를 적용하였다. 사이드 미러를 얇은 카메라로 대체하여 운전자가 실내에서 디스플레이를 통해 후측방 교통상황을 파악할 수 있도록 설계하는 것이다. 아우디에는 뒷좌석에 각종 정보를 표시하는 디스플레이를 공급하고 있다. 특히, 전장용 디스플레이의 경우 스마트폰 디스플레이 대비 10배 이상 큰 대형 제품이 사용되고, 전류효율과 내구성에서 더 높은 신뢰성이 필요하여 고부가가치 산업으로 분류할 수 있다.

이처럼 동사의 스마트폰을 통해 인정받은 OLED 디스플레이용 FPCB 기술력이 자연스럽게 전장부품 시장으로 확대되고 있다. 전기차와 기존 내연기관 자동차 할 것 없이 OLED 디스플레이의 확산되는 바람을 타고 적용 완성차 브랜드가 자연스럽게 늘어나고 있다.

LG전자 무선충전모듈

사업 양수는 큰 호재

3-3) LG전자 무선충전모듈 사업 양수 호재

2022년 3월 25일 기준으로 동사는 LG전자 VS부문의 차량용 무선충전 모듈 사업을 2022년 8월 24일당사의 자회사가 양수하기로 결정했다. 양수금액은 1,367억원으로 자산 총액의 17%에 해당하며, 2022년 무선충전 모듈의 연간 매출액 규모는 2천억원 수준으로 추정된다. 뿐만 아니라 차량의 앞 좌석과 뒷좌석에도 무선충전 모듈을 탑재하려는 흐름이 진행되고 있어 향후 성장성도 양호하다고 보인다. 또한, 인수하는 무선 충전 사업부는 시장 내 점유율 1위로 시장 성장의 직접적 수혜가 가능하며, 차량용 부품 수주 특성상 장기간에 걸친 안정적인 매출 인식이 가능할 것으로 예상된다. 따라서 해당 사업부의 본격적인 매출은 양수 예정일자 이후 다음 년도부터 추정 가능할 것으로 판단된다.

III. Risk

폴더블폰 시장의 성장폭 둔화 가능성

중장기적으로는

폴더블폰 시장의

성장폭이 둔화될

가능성 존재

현재 당사에 호재로 작용하고 있는 주요 요인 중 하나로 폴더블폰 시장의 성장세를 꼽을 수 있다. 위에서 언급한 대로 폴더블폰에는 2배의 OLED가 들어가기 때문에 더 많은 FPCB 수요가 생기고 매출이 증가하게 되는 것이다.

그러나 폴더블폰 시장 전망을 더 자세히 들여다보면 2021년의 경우 2020년 대비 성장률이 400%로 큰 폭으로 증가하였으나 장기적(5년) 추세를 보았을 때는 연 평균 53% 증가할 것으로 보인다. (출처: 시장조사업체 카날리스) 즉 지금까지와 같은 성장폭이 지속되지 않을 것이라는 의미이다. 따라서 폴더블폰 시장의 성장세에 따른 매출액 증가 효과가 점차 둔화될 가능성이 있다고 볼 수 있다.

삼성디스플레이의 시장 점유율 감소 추세

주요 고객사인

삼성디스플레이의

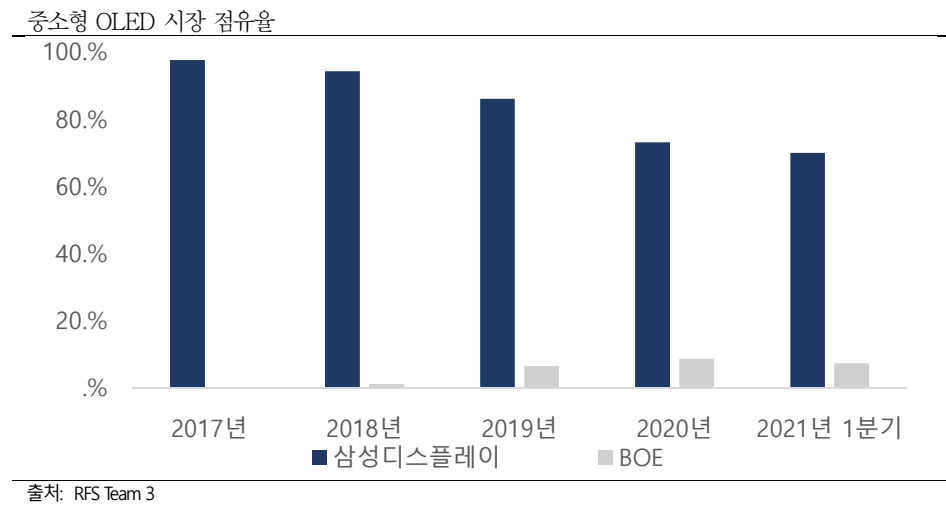
시장 점유율

감소 추세

동사의 고객사인 삼성디스플레이는 삼성전자, 애플 등의 고객사를 두고 있어 주요한 매출처이다. 하지만 2017년 중소형 OLED 시장에서 97.58%에 달하는 점유율을 차지했던 것에 반해 2021년 1분기에 70%까지 하락하는 모습을 보였다. 이는 경쟁사로 볼 수 있는 LG디스플레이의 점유율이 소폭 상승한 이유도 있지만 중국 디스플레이 업체인 BOE의 점유율이 상승하고 있기 때문이기도 하다.

중국이 OLED 스마트폰을 가장 많이 만들어내면서 중국 스마트폰 업체는 중국 OLED 패널을 사용하는 쪽으로 움직이고 있기 때문에 이러한 양상을 보인 것으로 판단된다. 2021년에는 OPPO, 아너, 리얼미, iQOO 등 여러 브랜드가 BOE 디스플레이를 사용한 제품을 발표하기도 했다.

그러나 중국 OLED 패널의 대부분이 아직은 중저가, 저가형 스마트폰에 탑재되는 것으로 알려졌다. 중국 스마트폰 브랜드들도 고가 라인업에는 한국산 패널을, 판매량이 높은 중저가 스마트폰에는 현재 패널사 제품을 주로 쓴다는 것이다. 또한 BOE가 올해 2~3월 반도체가 부족해 아이폰 OLED 생산량을 큰 폭으로 줄여야 하는 상황이다. 알려진 바에 따르면 BOE에 상반기 물량으로 배정된 것으로 알려진 900~1000만대의 20~30%인 2~300만대에 대해 차질을 빚을 것으로 예상된다. 따라서 올해 BOE의 점유율이 20%에 육박할 수 있다는 예상이 나오기도 했지만 10% 중반대를 넘기기는 힘들 것으로 보인다.



IV. 재무분석

전방산업의 호재로 웃음 띤 손익계산서

비에이치 손익계산서 요약

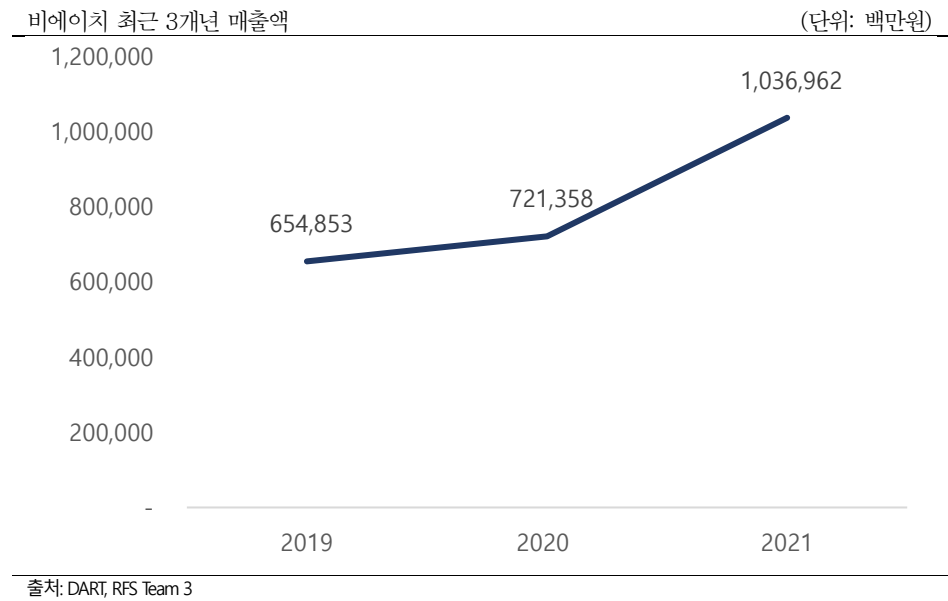
(단위: 백만원)

계정과목	2019	2020	2021
매출액	654,853	721,358	1,036,962
매출원가	566,414	658,519	936,506
매출총이익	88,438	62,839	100,456
판관비	25,870	28,793	29,371
영업이익	62,568	34,045	71,085

출처: DART, RFS Team 3

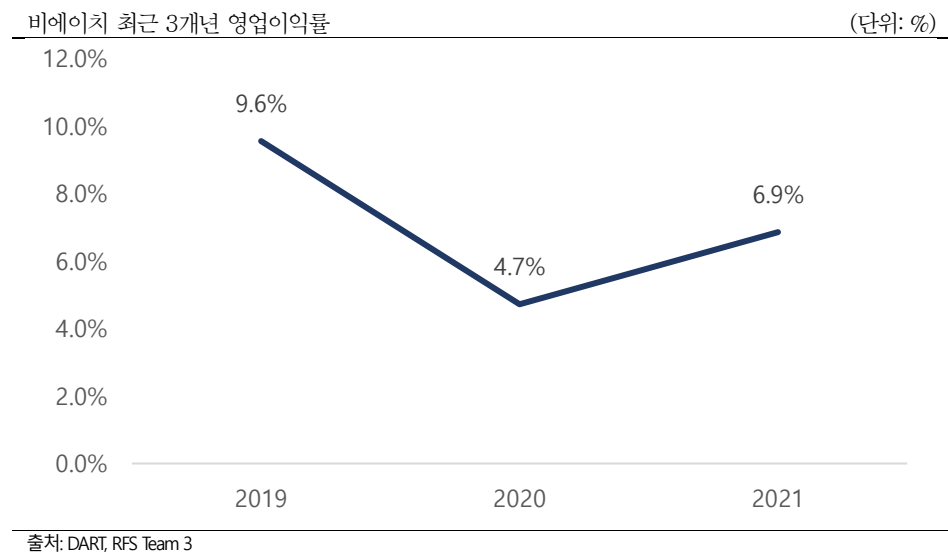
동사의
고공행진 중인
매출액 상승률

위 비에이치 손익계산서 요약표에 따르면, 2020년 대비 2021년 매출액은 약 3000억원 증가하였다. 이는 2020년 매출액 상승률이 약 10%를 기록했던 반면에, 2021년 매출액 상승률은 무려 약 44%를 달성하였다. 이는 2020년 동사의 주고객인 삼성전자 폴더블 스마트폰 등 프리미엄 폰 호조에 따른 매출 개선을 시작으로, 2021년에도 호조가 지속되며 9월 당사의 주고객 중 하나인 아이폰13 출시로 인한 애플의 역대급 실적 기록에 기인한 것으로 판단된다.



상승하는 매출액에 발맞춰 개선되고 있는 영업이익과 영업이익률

영업이익은 고공행진
영업이익률은
원가부담으로
소폭 하락했지만
다시 상승세



동사의 영업이익은 2019년 626억, 2020년 340억 그리고 2021년 711억을 기록하였다. 2020년 원재료 값 상승의 부담으로 인해 매출의 상승에도 불구하고 영업이익의 하락으로 이어진 것으로 판단된다.

이러한 영향은 같은 기간 영업이익률에서도 확인할 수 있다. 2019년 영업이익률은 9.6%에 달했지만, 2020년 매출증가에도 불구하고 매출액 영업이익률이 4.7%로 저하되었다. 이는 주요 원재료인 CCL, C/L, B/S 등의 가격이 증가함에 기인한 것으로 판단된다. 2021년에도 마찬가지로 원가 부담이 요인으로 작용하여 2019년 영업이익률을 하회하는 수치인 6.9%를 기록하

였다. 하지만, 당사의 주요 원재료의 평균가격상승폭이 2020년에 무려 17.8%나 달했던 것에 반면에, 2021년에는 1.8%를 기록하면서 2021년 영업이익률 상승에 큰 역할을 하였다. 2020년 코로나의 여파로 주요 원재료의 평균가격이 급등했던 것을 고려할 때, 전 세계적으로 엔데믹을 기대하고 있는 2022년에는 원재료의 가격 상승폭이 예년과 크게 다르지 않을 것으로 판단된다. 이에 따라 2022년 영업이익률 또한 상승세에 있는 매출액과 맞 맞추어 크게 상승할 것으로 예상된다.

동사의 양호한 재무안정성은 꾸준히 지속된다

동사의 양호한
자기자본비율과
부채비율

2019년 동사는 유상증자와 주식발행초과금 유입으로 인한 자기자본 확충과 차입금 상환 등에 힘입어 자기자본비율 58.5%, 부채비율 71%를 기록하였다. 이는 2018년 자기자본비율 40%, 부채비율 150%를 기록했던 것에 비해 크게 개선된 수치이다. 이후 2020년 단기차입금, 유동부채, 매입채무 증가 등의 영향으로 자기자본비율 56.5%, 부채비율 77%를 기록하였다. 이는 전년 대비 소폭 저하된 수치이나, 꾸준히 건전한 재무안정성 지표를 유지하고 있는 것으로 판단된다. 또한, 2021년 동사의 공장이 위치한 베트남 지역 내 전기자동차 2차전지 시장에 대응하기 위한 생산 시설 및 주력 사업의 시설 투자 활동에 필요한 자금을 차입금으로 조달하면서 차입 부담이 증가하여 부채비율이 94.5%를 기록하며 전년 대비 저하되었다. 하지만, 최근 3개년 동안 지속적으로 양호한 수익성을 유지하고 있다는 것을 고려하였을 때, 동사의 이자비용 총당에는 무리가 크지 않을 것으로 예상된다.

V. Valuation

1. 매출액 추정

1-(1). P 추정

동사는, FPCB의 단일 사업을 영위하지만 다품종생산을 해 단면, 양면, 다층, RF, BU 등 다양한 FPCB로 매출을 내는 기업이다. 하지만 그 비율은 각기 상이한데, 매출액 대비 차지하는 비중을 3개년 추정결과 단면은 0%, 다층+RF, BU는 85-91%로, 그 남은 비율을 양면이 흡수하는 형태이다. 이에 다층+RF, BU를 중간 값이자 최빈값인 89%를 보수적으로 추정하였다. 그리고 RF, BU와 다층의 비율은 최근 북미향 FPCB의 평균 판매단가가 개선될것으로 예상되는 이유가 multiple FPCB에서 RF PCB로 옮겨가며 RF PCB의 성장세가 최근 OLED 시장에서 두드러지는 점을 근거로, 모바일 oled 패널 수요 대수의 성장세를 총 매출액 대비 RF PCB 매출 비중 성장세에 적용하였다.

동사는 매출액에서 수출, 내수 비중이 99%1%를 차지함으로 수출가격을 비중과 가중평균하여 P를 산출하였다. 이때 수출가격은, 단면과 양면은 매출액에서 차지하는 비율이 미비하고 가격변화가 뚜렷하지 않기에 이동평균을 하였다. 다층FPCB의 가격은 장기적으로 점차 증가하는 추세로, 성장률을 구해 1%의 성장세를 전분기 대비 가격에 고려해주었다. RF FPCB는 가격 변동추이가 드러나지 않았고 성장률 역시 0%에 수렴함을 고려해 판매 단가를 결정하였다.

분기	1Q 22	2Q 22	3Q 22	4Q 22
(원)	3313.61	3324.2	3354.2	3379.86

1-(2). Q 추정

전방산업 호재를 반영해 성장률을 계속 반영해주었고, 삼성전기 철수 수혜에 따른 점유율 확대, 애플 신제품 출시, 삼성 폴더블폰 수요 증가를 고려해 Q를 추정하였다.

OLED패널을 만들기 위해서는 FPCB가 필수적으로 들어가야하고, 최근 LCD대신 OLED 사용함을 고려해 FPCB시장이 성장하고 있음을 세계 FPCB 시장규모와 모바일 OLED 패널 수요를 이용해 구하였다. 3개년 추정한 결과, 0.75의 유의미한 숫자가 나왔다. 또한, OLED에 들어가는 FPCB를 만드는 동사의 매출 구조를 반영해, 모바일 OLED 수요와 동사 매출액의 상관계수를 구했을 때 0.9의 높은 양의 관계를 나타내었다. 이를 통해서 OLED 수요가 늘어날 때마다 OLED의 부품인 FPCB의 성장세도 두드러지고, 이 FPCB를 만드는 동사의 매출액도 늘어남을 알 수 있었다. 이를 상관계수로 추정했기에, 세계 FPCB 시장규모와 동사 매출액의 시장규모를 추정한 결과 0.96의 유의미한 숫자와 함께 2022년에는 분기별로 4.22%가, 2023년에는 분기별로 3.33%가 상승한다고 성장률을 추정하였다.

애플 내에서 동사의 Q증대를 고려해주기 위해, 동사와 함께 FPCB 점유율을 나눠 가지던, 삼성전기의 FPCB 사업 철수에 따른 동사의 아이폰 판매 점유율 확대 효과와 신제품 출시를 고려해주었다. 삼성전기 철수 수혜를 반영하기 위해 22년 판매량 증가율(분기) x 삼성디스플레이 점유율 x 삼성전기 철수량x 프로 라인업 판매 비중을 곱하여 계산했다. 22년 판매량 증가율은 매 해 아이폰이 새롭게 출시될 때마다, 판매량이 성장하고 있음을 애플에서 공개하는 아이폰 출하량을 근거로 산출하여 22년에는 전년대비 28%, 전년동기 대비 6.37% 성장할것이라 추정하였다. 동사는 삼성 디스플레이와 계약을 맺어 부품을 공급하고 삼성디스플레이

가 애플 등 주요 고객사에 OLED를 공급하는 구조로, 삼성 디스플레이 점유율을 추정할 결과, 2017년부터 보인 하락세를 리스크로 적용해 연평균 7% 하락세를 통해 65%로 추정하였다. 삼성전기 철수량은 10%로 보수적으로 추정하였다. 동사의 FPCB는 프로 라인업 판매 비중에 들어감으로 전체 아이폰 출하량 대비 프로라인의 점유율인 65%를 곱해주어 22년 증가할 판매량 중 삼성전기 철수로 인해 얻을 반사 점유율 4.48%를 추정했다.

22년 신제품 출시에 따른 Q증가를 반영하기 위해, 22년판매량 증가율(연)x 삼성디스플레이 점유율 x 동사 점유율 x 프로 라인업 판매비중x 매 분기 가중치를 곱하여 계산했다. 애플의 판매량은 신제품이 나오고 나서 첫 매출로 인식되는 4분기의 점유율이 가장 큼을 반영해, 총 아이폰 출하량 대비 점유율을 분기별로 추정했고, 그결과 1분기에는 22%, 2분기에는 20%, 3분기에는 21% 4분기에는 37%의 점유율을 22년 연평균 성장율에다가 곱해주어 가중치를 적용해주었다. 애플에서의 동사 점유율은 50-60%임으로 이를 보수적으로 추정한 55%를 반영하여 22 1Q에는 6.61%, 22 2Q에는 6%, 22 3Q에는 6.15%, 22 4Q에는 10.98%가 증가할 것 추정했다.

또한, 삼성에서의 폴더블폰 수요 증가함을 반영하기 위해, z플립 성장률 x z플립 비중x 폴더블폰 성장폭 둔화 가능성 리스크 x 동사 점유율로 계산했다. z플립과 같은 폴더블폰이 삼성의 스마트폰 매출액에서 차지하는 비중이 1/15임을 반영한 후, 매년 나오는 폴더블폰의 판매대수를 통해 성장률을 추정하였다. 하지만, 그 2019년 첫 폴더블폰이 단일 모델이고 프리미엄 제품이라 많이 출하하지 않았음을 근거로, 너무 고평가된 성장률의 감소추세를 리스크로 반영하여 2022년 42%의 성장률을 산출하였다. 동사 점유율은, 동사와 같은 사업구조를 영위하는 그룹들과의 4개년 시장 점유율을 추정하여 1.31%의 Q가 매 분기 증가할 것이라고 추정했다.

1-(3). 전체 매출액

그 결과, 22 1Q 매출액은 1881억원이며, 22 2Q는 2161억, 3Q 22는 3912억, 4Q 22는 4972억원이다.

분기	1Q 22	2Q 22	3Q 22	4Q 22
액수(백만원)	188,119	216,110	391,295	497,299

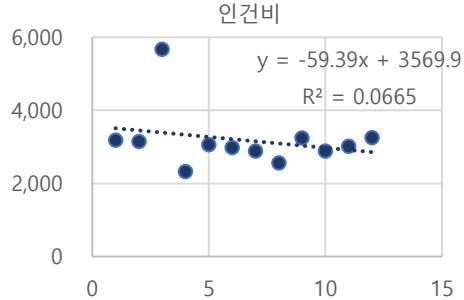
2. 비용추정

2 – (1). 매출원가추정

매출원가는 매출원가와 매출액을 통해 산정하였다. 동사의 과거 3개년 매출원가와 매출액의 상관관계를 분석해본 결과, 약 99.01%의 매우 높은 상관관계를 보였다. 이러한 관련성을 기반으로 과거 3개년 매출과 매출원가의 평균을 활용해 약 0.91의 매출원가율을 산정하였다. 이후 분기별 추정 매출액에 해당 비율을 곱하여 매출원가를 추정하였다.

분기	1Q 22	2Q 22	3Q 22	4Q 22
액수(백만원)	171,363	196,861	356,443	453,005

2 – (2). 판관비와 비영업손익 추정

항목	추정방법	근거
인건비	이동평균	 보통의 인건비 추정은 최저임금의 상승으로 인한 선형추정으로 하나, 동사의 경우 어떠한 추세를 보이지 않아 이동평균을 내었다.
유무형자산상각비	이동평균	경향성 없음
판매비	이동평균	경향성 없음
관리비	이동평균	경향성 없음
금융손익	이동평균	경향성 없음

기타손익	이동평균	경향성 없음
종속기업, 공동지 배기업및관계기업 관련손익	이동평균	경향성 없음
법인세비용	이동평균	법인세의 경우 국가의 법으로 정해져 있으며 당기법인세와 이연법인세가 있지만, 이연법인 세 추정에 한계가 있음

3. 주가 추정

동사의 경우 1) 동사가 속해 있는 FPCB 산업이 고성장산업에 속한다는 점, 2) 동사의 주가가 실적에 영향을 많이 받는 기업이라는 점, 그리고 3) 향후 순이익이 양(+)의 값을 가진다는 점을 고려하였을 때 PER Valuation 방법을 사용하여 주가를 추정하는 것이 적절하다. PER을 추정하기 위해 Group Peer를 찾고자 하였으나, 유사한 사업구조와 비슷한 수준의 시가총액을 가진 비교가능한 국내 및 해외 상장기업이 없어 Peer PER 방식을 사용하는데 어려움이 있다고 판단하였다. 따라서 Thomson Reuter에서 제공하는 동사의 12M Forward PER 수치인 7.61을 사용하여 Target PER을 산정하였다.

이에 목표 주가 27,000원으로 상승여력 11.1%를 제시한다.

예상 당기순이익(천원)				비고
1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	합계
18,811,900	21,611,000	39,129,500	49,729,900	117,494,000

3 - (1). Valuation

구분		단위	비고
22.1Q~22.4Q 당기순이익	117,494,000	(천원)	(A)
Target P/E	7.61	(배)	(B)Forwarding PER
적정 기업가치	894,129,340	(천원)	(C) = (A)*(B)
유통주식 수	33,810,072	(주)	(D)
적정주가	26,446	(원)	(E) = (C)/(D)
목표주가	27,000	(원)	12 개월 목표주가
현재주가	24,300	(원)	2022.04.01 기준 종가
상승여력	11.1%	(%)	

