

Company Visit

Analyst 이 건 재

02) 6915-5676

aeoniaelee83@ibks.com

Not Rated

현재가 (6/1)	1,700원
시가총액	51억원
발행주식수	3,000천주
액면가	100원
52주 최고가	1,700원
최저가	1,650원

한국거래소 코넥스 기업분석보고서 발간 지원사업(Konex Research Project)에 따라 선정되어 작성된 보고서입니다.

비엔에프코퍼레이션(271780)

기초 소재 독립에 앞장서다

- 합금 주조부터 완제품 생산까지 수직계열화 완료된 솔더 사업 영위
- 베트남 JV 사업 성장궤도 올랐으나 코로나로 인한 실적 감소 나타날 가능성 상존
- 일본 화이트 리스트 제외 이슈로 국내 소재 업체 중요성 부각

무난한 2019년 실적

2019년 동사 실적은 매출액 310억원(+3.1%, YoY), 영업이익 5억원(-7.4%, YoY), 당기순이익 2억원(-2%, YoY)으로 2018년 대비 매출액은 소폭 증가 이익은 소폭 하락.

매출액 증가는 2016년 호치민에 설립한 BNF VINA의 본격적 영업활동 및 수출 증가에 기인한 것으로 판단되며 이익률 하락은 본격 영업을 시작한 베트남 법인의 비용 증가 + 신규 성장동력으로 준비 중인 3D 프린터용 금속 파우더 개발 비용 때문인 것으로 판단됨.

COVID-19로 인한 영향은 하반기 나타날 것으로 전망

동사의 국내 사업장과 베트남 사업장은 코로나 바이러스로 인한 직접적 피해를 입진 않았지만 전방 산업이 IT, 가전, 자동차 산업인 점을 고려했을 때 간접적 피해가 나타날 가능성이 높은 것으로 예상됨.

베트남의 코로나 확진자 숫자는 5월 27일 기준 327명으로 인접 국가인 태국 보다 50%이상 낮은 수준. 이는 확산 초기 베트남 정부가 강력한 통제력으로 확진자 유입을 효과적으로 막았기 때문.

정부의 강력한 규제에 베트남 제조 시스템이 받은 타격은 미미하지만 글로벌 팬데믹으로 인한 수요 감소는 점진적으로 나타날 것으로 예상됨.

(단위:십억원배)	2017	2018	2019
매출액	31	30	31
영업이익	1	1	1
세전이익	0	0	0
당기순이익	0	0	0
EPS(원)	59	53	55
증가율(%)	-74.5	-9.0	2.3
영업이익률(%)	3.2	3.3	3.2
순이익률(%)	0.0	0.0	0.0
ROE(%)	3.6	3.2	3.2
PER	0.0	30.9	31.2
PBR	0.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	3.2	11.5	13.5

자료: Company data, IBK투자증권

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

회사 개요

솔더 제품 전반 생산

2018년 11월 30일 KONEX에 상장한 비엔에프코퍼레이션은 지난 2013년 (주)서울 합금으로부터 솔더 생산시설 일체를 인수해 솔더류 제품 전반을 제작, 판매하고 있다. 동사의 핵심 고객사는 삼성전자와 현대모비스이며 국내의 전자제품 및 자동차 산업이 동사의 주요 타겟 시장이다.

2019년 기준 동사 실적은 매출액 310억원(+3.1%, YoY), 영업이익 5억원(-7.4%, YoY), 당기순이익 2억원(-2%, YoY)으로 전년동기 대비 매출액 볼륨이 일부 증가했지만 이익 측면에선 소폭 하락한 모습을 나타내고 있다.

이익이 감소한 원인은 연간 1억원 수준을 유지하던 경상 개발비가 2019년 2.6억원으로 100% 이상 증가하며 비용이 추가 되었기 때문이며 이는 신규 성장동력인 3D프린터용 금속 파우더 개발 및 신규 솔더 페이스트 개발을 위한 것이라 판단된다.

메인 사업인 솔더는 무엇인가?

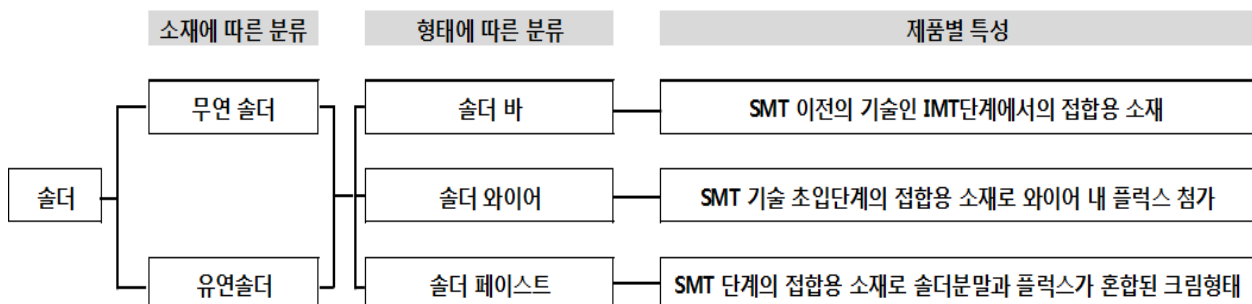
솔더는 소재와 형태에 따라 구분되며 최근 친환경 이슈에 따라 무연제품 사용이 보다 확대되고 있음.

솔더(Solder)란 금속을 접합시키는 용점이 450℃ 이하의 재료를 일컫는 말로 일반적으로 땀납이라 불리는 금속재료다.

솔더를 사용하는 솔더링(Soldering)은 용점이 낮은 금속을 사용해 모재(접합하는 금속)를 용융시키지 않고 용접하는 것을 말하며 전자제품 제작과 자동차 제작을 위해 필수적으로 거쳐야 하는 공정 중 하나다.

솔더는 주로 주석을 주성분으로 납, 은, 구리 등을 혼합한 합금형태로 제작하며 제품 제작을 위해 고객사가 요구하는 조성비율 합금 제작이 선행적으로 진행되어야 한다.

그림 1. 당사가 제작, 판매중인 솔더 제품



자료: Company Data, IBKS

동사가 제작, 공급하는 솔더류 제품은 납(Pb)성분 포함 여부에 따라 무연과 유연으로 구분되며 완제품 형태에 따라 솔더 바, 솔더 와이어, 솔더 페이스트로 분류할 수 있다. 제품 이익률은 페이스트 > 와이어 > 바 순이며 현재 동사 매출 중 페이스트 제품이 차지하는 매출 비중은 약 19.8% 가량으로 향후 페이스트 제품 판매 확대에 따른 이익률 개선이 나타날 가능성이 존재한다.

용해로 내재화로 고객 대응력 강화

동사는 고정비 부담에도 불구하고 인천 본사에 합금 용해로를 직접 운용하고 있다. 용해로를 직접 가동하면 고객사가 원하는 비율의 합금을 신속하게 제작할 수 있고 품질 관리에 용이하기 때문이다.

동사와 유사한 규모의 국내 경쟁사들은 용해로를 구비하지 않고 외주 업체를 활용해 고정비를 절감하고 있지만 고객 대응 측면에선 용해로를 직접 운영하고 있는 동사가 비교우위 경쟁력을 보유하고 있는 것으로 판단된다.

솔더 페이스트 비중 확대 필수적




전자제품 기능이 고도화되고 자동차 부품 집적도가 높아짐에 따라 전자제품 제작에 사용되는 보편적 솔더링 방식이 SMT(Surface Mounter Technology)로 변해가고 있다.

SMT는 표면 실장 기술을 뜻하는 Surface Mounter Technology의 약어로서 PCB(인쇄 회로 기판)의 단면 혹은 양면에 반도체, MLCC등과 같은 부품을 접합하여 전기적 특성을 유지, 회로 제작에 사용되는 접합 기술의 총칭이다.

SMT공법 확산에 따라 글로벌 솔더 페이스트 시장 또한 빠르게 성장하고 있으며 솔더

표 1. 제품별 매출 비중

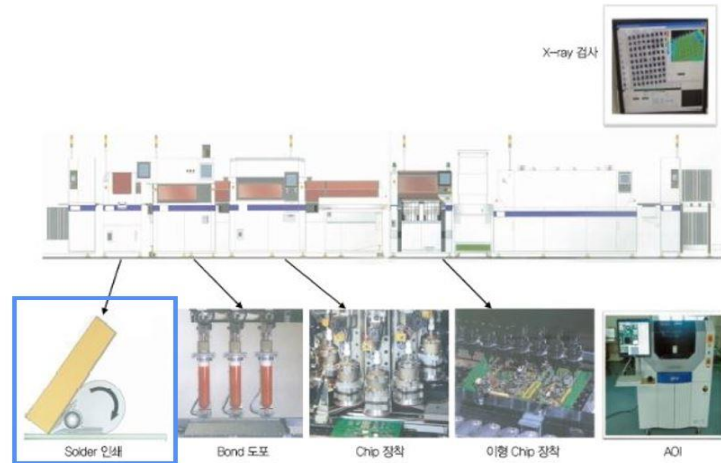
(단위 : 억원, %)

	Bar, Wire	Paste	기타
제 품			
사 용 처	Wave Soldering	Manual & Robot Soldering	SMT Soldering
매 출 액	236	61	13
비 중	76.2%	19.8 %	4 %

자료: Company Data, IBK투자증권

산업에서의 시장 지배력을 높이기 위해선 다양한 종류의 솔더 페이스트 개발이 필요하다. 2019년 기준 솔더 페이스트의 매출 비중은 19.8% 수준이며 향후 비중이 증가하며 동사 실적 개선을 견인할 가능성이 높을 것으로 전망된다.

그림 2. SMT 공정 도식도



자료: Company Data, IBK투자증권

전량 수입하던 FLUX → 자체 생산

합금 직 생산
극미분 기술 내재화
안정적 플렉스 공급위해
자체 개발 시설 확보

솔더류 제품 제작 시 납땜이 잘 되도록 첨가하는 수지를 플렉스(FLUX)라 한다. 플렉스는 금속 또는 합금이 용해할 때 대기와 닿는 것을 방해할 목적으로 사용하는 혼합염으로 납땜 용접시 접착면의 산화를 방지해 접합이 완전하게 되도록 염화물, 플루오린 화물/수지 등을 사용해 제작한다.

고품질 솔더 페이스트를 제작하기 위해선 고품질 합금 파우더와 플렉스를 적정 비율로 혼합 하는데 동사는 제품에 사용하는 합금 파우더를 직접 생산 하지만 플렉스는 전량 일본 테레사 연구소를 통해 수입하고 있다.

테레사 연구소는 비엔에프코퍼레이션과 지분 스왑을 통해 전략적 제휴를 맺은 플렉스 공급 업체로 동사가 사업을 영위한 이래로 큰 문제 없이 플렉스 공급 체인으로서 역할을 수행했다. 하지만 최근 일본 정부가 한국을 화이트 리스트 국가에서 제외하는 정치적 문제가 부각되며 안정적인 플렉스 공급망이 훼손될 가능성이 높아진 상황이다. 동사는 일본 공급망 단절시 대응 방안으로 자체 플렉스 생산 시설을 확보중에 있다.

동사가 준비하고 있는 플렉스 생산시설은 현재 고객사 검수가 완료되어 가동 준비에 들어갔으며 플렉스 내재화를 통해 솔더 페이스트 제작에 필요한 필수 소재 두 가지 전부를 자체 생산할 수 있는 능력을 확보했다. 최근 국내 소재산업은 필수 소재 국산화 바람이 불고 있으며 동사는 이러한 트렌드에 부합한 모습을 나타내고 있어 고객사 대응력이 한단계 올라갈 것으로 보인다.

그림 3. 솔더 페이스트 제작 방법



자료: 언론종합, IBK투자증권

국내시장에서의 안정적
성장을 기반으로 베트남
시장으로 진출 중

국내를 기반으로 베트남 시장으로 진출

글로벌 솔더 시장은 과거 선진국 위주로 시장이 발전했지만 현재는 전세계 생산 시설이 집중되어 있는 중국을 포함한 아시아 태평양지역을 중심으로 성장하고 있다.

아시아 태평양 지역에 속해 있는 국내 시장은 현재 글로벌 시장의 10%를 차지하고 있으며 이는 삼성, LG, 현대, 기아차와 같은 글로벌 수준의 제조기업과 이들을 서포트하는 밸류체인이 발달되어 있기 때문인 것으로 판단된다.

동사의 주요 고객사 또한 1위가 삼성전자, 2위가 현대모비스일 정도로 국내 대기업들의 경영성과는 동사 실적과 밀접한 연관성을 나타내고 있다. 결론적으로 동사의 실적 개선이 나타나기 위한 전제 조건은 전방산업인 전자제품 및 자동차 산업의 성장 사이클 진입과 동 시점에 고부가가치 제품의 판매 비중이 얼마큼 확대 될 수 있는지가 핵심 포인트인 것으로 판단한다.

동사 매출 중 수출이 차지하는 비중은 약 8% 정도로 국내 시장 매출이 압도적인 수준이다. 현재 발생하고 있는 수출 물량 또한 국내 기업들이 보유하고 있는 해외공장에 대한 매출이기 때문에 사실적으로 수출에 대한 큰 의미를 두기는 어려운 상황이다.

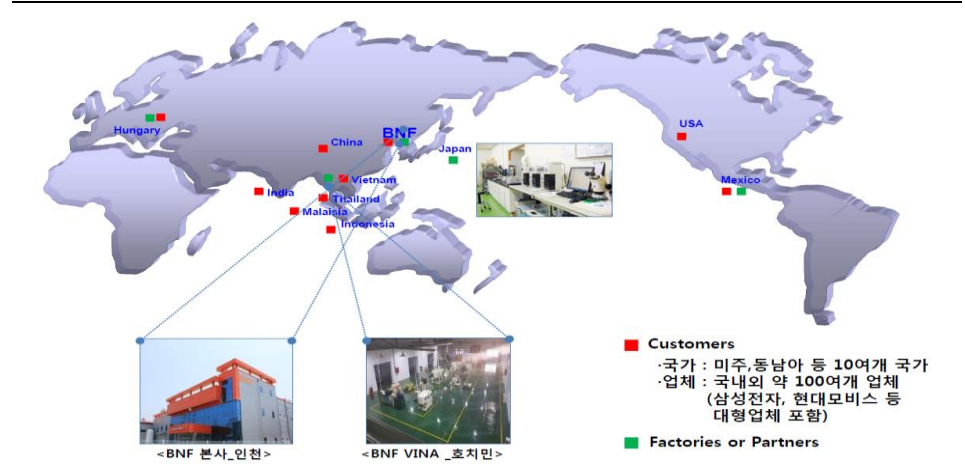
베트남 시장 진출 효과가
조만간 나타날 것으로 기대

동사 매출이 국내 매출로 한정되어 있는 이유는 글로벌 솔더 시장 1, 2위 업체인 알파 메탈과 센주사가 글로벌 시장 50%를 차지하고 있어 사실상 동사와 중소 기업이 독자적으로 해외 시장을 개척하기엔 무리가 따르기 때문이다.

하지만 새롭게 떠오르는 글로벌 생산기지인 베트남 시장은 현재 국내 대기업이 다수 진출해 있고 추가 공장 확충이 예상되고 있다. 특히 최대 고객사인 삼성전자가 대규모 생산기지를 운영 확장하고 있어 동사의 베트남 진출은 큰 무리가 없을 것으로 판단된다.

동사는 베트남에 진출한 국내 기업 대상으로 솔더 제품을 공급하기 위해 2016년 호치민에 JV(Joint Venture)형식으로 BNF VINA를 설립했으며 JV를 통해 가파르게 성장하는 베트남 제조업 시장에서 실적 개선을 위한 성장동력을 찾고 있으며 올해를 기점으로 변화되는 모습이 나타날 것으로 전망된다.

그림 4. 생산시설 및 고객사 분포도



자료: Company Data, IBK투자증권

베트남 전기, 전자 시장의 폭발적 성장

과거 베트남의 전통적 1위 수출산업은 섬유, 의류 분야였다. 대표적인 국내 섬유 가공 업체인 한세와 세아상역은 베트남 시장에 초기 진출해 사업을 성장 시켰으며 글로벌 섬유 가공 업체들이 진행한 투자에 기인해 2013년 이전까지 베트남의 수출 1위 사업은 섬유, 의류 분야였다.

하지만 2013년 이후 베트남 1위 수출 산업은 휴대폰과 같은 전자제품으로 전환 되었으며 2018년 상반기 베트남 1위, 3위 수출품목은 각각 휴대폰(226억 1천만 달러 +16%, YoY), 전자부품(134억 4천만 달러, +15.6% YoY)를 기록했다.

베트남 중앙경제관리연구소 CIEM에 따르면 2017년말 기준 베트남의 전기, 전자 제품 수출량은 전 세계 12위, 아세안 국가 중 3위이며 2005년 250여개에 불과했던 전기 전자 분야 기업수가 2017년 기준 약 1,300개까지 증가하며 전기, 전자 사업분야에서 폭발적 성장을 나타내고 있는 상황이다.

금속 3D 프린팅용 파우더

동사가 제작하고 있는 솔더 페이스트는 주조한 합금을 마이크로 미터 단위의 분말 (Powder) 형태로 변환한 후 크림형태의 플렉스와 배합함으로써 제품이 완성된다. 고품질의 솔더 페이스트를 제작하기 위해선 합금을 원하는 크기로 일괄 생산할 수 있는 극미분 기술이 필수적이며 동사는 이 기술을 자체 개발해 내재화한 상황이다.

금속 3D 프린터용
소재 개발 중

동사는 현재 내재화된 극미분 기술을 활용한 신규 사업을 준비하고 있으며 신규 사업은 효과적인 생산 방법으로 주목 받고 있는 금속 3D프린팅 분야가 될 것으로 보인다. 금속 3D프린팅 분야는 우주, 항공, 국방, 의료 분야에서 빠르게 확산되고 있는 기술로 독일의 EOS 미국의 GE, HP가 시장을 견인하고 있는 상황이다. 동사는 글로벌 기업들이 제작한 금속 3D프린터에 사용되는 금속 분말 소재를 연구 개발 하고 있어 프로젝트가 성공할 경우 소재 전문 기업으로 한 단계 성장하는 모습을 보일 것으로 전망된다.

표 2. 일반 금속재료 VS 3D 프린터용 금속재료 가격 비교

(단위: USD, KG)

유형	일반 금속재료	3D 프린터 금속재료
티타늄	USD 26 ~ 40 / KG	USD 230 ~ 270 / KG
알루미늄 합금	USD 2 ~ 3 / KG	USD 45 ~ 58 / KG
스테인리스	USD 1.5 ~ 3 /KG	USD 46 ~ 110 /KG

자료: Automotive Report, IBK투자증권

비엔에프코퍼레이션 (271780)

포괄손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	0	27	31	30	31
증가율(%)	na	na	13.5	-2.5	3.1
매출원가	0	24	28	28	28
매출총이익	0	3	3	2	3
매출총이익률 (%)	0	11.1	9.7	6.7	9.7
판매비	0	2	2	2	2
판매비율(%)	0	7.4	6.5	6.7	6.5
영업이익	0	1	1	1	1
증가율(%)	na	na	-32.1	-30.2	-7.4
영업이익률(%)	0	3.7	3.2	3.3	3.2
순금융손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	0	1	0	0	0
법인세	0	0	0	0	0
법인세율	na	0.0	na	na	na
계속사업이익	0	1	0	0	0
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	1	0	0	0
증가율(%)	na	na	-74.5	na	na
당기순이익률 (%)	0	3.7	0.0	0.0	0.0
지배주주당기순이익	0	1	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	0	0	0	0	0
EBITDA	0	1	1	1	1
증가율(%)	na	na	-25.9	-20.3	-2.2
EBITDA마진율(%)	0	3.7	3.2	3.3	3.2

투자지표

(12월 결산)	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)					
EPS	0	230	59	53	55
BPS	0	1,595	1,650	1,661	1,785
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	0.0	0.0	0.0	30.9	31.2
PBR	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	0.0	3.6	3.2	11.5	13.5
성장성지표(%)					
매출증가율	0.0	0.0	13.5	-2.5	3.1
EPS증가율	0.0	0.0	-74.5	-9.0	2.3
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	0.0	14.4	3.6	3.2	3.2
ROA	0.0	6.6	1.7	1.5	1.4
ROIC	0.0	8.1	2.2	2.1	1.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	0.0	117.8	113.5	114.7	146.4
순차입금 비율(%)	na	83.3	50.0	83.3	100.0
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	0.0	11.1	10.2	9.4
재고자산회전율	0.0	0.0	9.3	9.4	9.6
총자산회전율	0.0	0.0	2.3	2.3	2.2

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	0	8	9	9	9
현금및현금성자산	0	2	2	2	1
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	0	3	3	3	3
재고자산	0	3	3	3	3
비유동자산	0	5	5	5	5
유형자산	0	4	4	4	5
무형자산	0	0	0	0	0
투자자산	0	0	1	0	1
자산총계	0	13	13	13	15
유동부채	0	4	6	4	7
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	2	2	3	3
유동성장기부채	0	2	2	1	3
비유동부채	0	3	1	3	2
사채	0	2	1	1	1
장기차입금	0	0	0	1	1
부채총계	0	7	7	7	9
지배주주지분	0	6	6	6	6
자본금	0	0	0	0	0
자본잉여금	0	2	2	2	2
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	1
이익잉여금	0	4	4	4	3
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	0	6	6	6	6
비이자부채	0	0	2	0	2
총차입금	0	7	5	7	7
순차입금	0	5	3	5	6

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	0	0	1	1	0
당기순이익	0	1	0	0	0
비현금성 비용 및 수익	0	1	1	1	1
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	0	-2	0	0	-1
매출채권등의 감소	0	0	0	0	0
재고자산의 감소	0	-1	0	0	0
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	0	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	0	0	0	0	-1
유형자산의 증가(CAPEX)	0	0	0	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	-1
재무활동 현금흐름	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
기타 및 조정	0	1	-1	-1	0
현금의 증가	0	1	0	0	-1
기초현금	0	1	2	2	2
기말현금	0	2	2	2	1

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당 사항 없음

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2019.04.01~2020.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	134	89.9
중립	15	10.1
매도	0	0