

Company Brief

2021-11-19

NR

액면가	500 원
종가(2021/11/18)	11,800 원

Stock Indicator	
자본금	1십억원
발행주식수	285만주
시가총액	33십억원
외국인자본율	0.0%
52주 주가	5,630~13,550 원
60일평균거래량	81 주
60일평균거래대금	0.0십억원

블루탑(191600)

2022년의 반등포인트

자동차용 PCB 전문 업체

95년 8월 설립된 PCB 전문회사로 2016년 코넥스 상장한 뒤, 2021년 블루탑으로 사명을 변경(기존 티케이씨)했다. 주요 어플리케이션별 매출 비중은 자동차용 PCB 70%, 네트워크/모바일/메디컬 등 자동차 외 매출 비중 30%로 구성되어 있다. 차량용 PCB는 주로 정션박스, 램프용으로 생산 중이다. 유라코퍼레이션, 에스엘 등 국내 주요 Tier-1 자동차 부품 업체들이 고객사이며, 최종 고객사는 현대/기아차, 스바루, 지엠, 크라이슬러 등이다. N/W 용 PCB는 KT, LGU+, SKT 등 통신사향으로 고다층 PCB를 공급 중이며, 모바일의 경우 배터리 충전기용 PCB를 공급 중이다.

회사의 경영 전략은 Auto 부문으로 외형을 키우고 N/W, 모바일, 메디컬/보안 부문으로 수익성을 끌어올리는 방향이다.

대외환경이 아쉬웠던 2021년

연초 당시 전사 매출 계획은 400 억원이었으나, 실제로는 320 억원으로 마감될 것으로 보인다. 여느 제조업체와 마찬가지로 코로나 19와 반도체 수급난 영향이 컸다. ① 전장 PCB는 전방 완성차 업체들의 생산 차질 영향이 가장 커졌던 것으로 보인다. ② 모바일로 분류되는 S 사향 충전기용 PCB 역시 어려웠다. 베트남을 중심으로 한 코로나 19 확산으로 엔드 고객사 생산 사이트의 정상적인 가동이 어려웠으며, 이후 AP 수급 불안정으로 다시 완제품 생산 차질이 발생했기 때문이다. 이는 동사 매출 부진으로 이어졌던 것으로 파악된다.

전반적으로 대외 변수에 의해 성과 차질이 발생했던 아쉬운 한 해였다.

2022년의 반등포인트

다만 2022년은 개선될 것으로 보인다. 반도체 수급난은 단기적으로 해결되기 어려울 것으로 보이나, 그 강도는 올해를 점점으로 점진적으로 안정화될 것으로 보이기 때문이다. 모바일 부문 엔드 고객사의 AP 수급 이슈 역시 최근 점진적으로 해소되고 있는 것으로 파악된다.

기존 사업에 더해 신규 사업도 추진 중이다. 이미 매출이 일부 발생하고 있는 웨어러블용 기판은 물론, 모바일 스마트폰에 충전기 번들이 제외되는 트렌드에 대응하기 위해 노트 PC 용 배터리 충전기 PCB를 개발 중이다. 제조비용은 비싸나 품질의 균일성이 높다는 장점이 부각될 수 있을 것이다. 전장 PCB의 경우 아직 비중은 미미하나 기존 FR4 기반 제품에서 메탈 기반 PCB 기판에 대응하기 위한 준비 중이라는 점도 주목할 필요가 있어 보인다.

▶ 본 분석보고서는 한국거래소 코넥스 기업분석보고서 발간 지원사업(KONEX Research Project)에 따라 선정되어 작성된 보고서입니다.

[전기전자] 고의영
(2122-9179) ey.ko@hi-ib.com

FY	2017	2018	2019	2020
매출액(십억원)	20	24	32	28
영업이익(십억원)	-1	0	1	-1
순이익(십억원)	-1	1	0	-1
EPS(원)	-209	230	168	-468
BPS(원)	4,066	4,101	5,275	4,704
PER(배)		151.6	183.4	
PBR(배)	5.4	8.5	5.8	1.3
ROE(%)	-5.1	5.6	3.6	-9.6
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	68.9	51.5	30.7	32.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

I. 기업개요

블루탑은 95년 8월 설립된 PCB 전문회사로 2016년 코넥스 상장한 뒤, 2021년 블루탑으로 사명을 변경(기존 티케이씨)했다. 생산 사이트는 인천 남동과 경기 안산에 위치해있으며, 주요 어플리케이션별 매출 비중은 자동차용 PCB 70%, 네트워크/모바일/메디컬 등 자동차 외 매출 비중 30%로 구성되어 있다.

차량용 PCB는 주로 정션박스, 램프용으로 생산 중이다. 상대적으로 저부가이나 동사 외형성장의 주축이 되어왔다. 주요 고객사는 유라코퍼레이션, 에스엘 등 국내 Tier-1 자동차 부품 업체들로 구성되어 있으며, 최종 고객사는 현대/기아차, 스바루, 지엠, 크라이슬러 등 완성차 업체들이다.

한편, N/W 전송장비용 어플리케이션의 경우 코위버, 텔레필드 등의 벤더를 통해 KT, LGU+, SKT 등 통신사향으로 고다층 PCB를 공급 중이며, 20층 이상의 Multi Layer 기판에 대한 생산 능력을 보유하고 있다. 국내 Peer로는 기관투자자들에게도 잘 알려져 있는 대덕전자, 이수페타시스 등이다.

마지막으로, 모바일의 경우 배터리 충전기용 PCB를 공급 중이다. 전장 PCB 대비 외형은 크지 않으나 마진이 높은 편으로, 동사 수익성 확대 전략의 주축으로 볼 수 있다. 최종 고객사는 삼성전자이며, 동양이엔피 및 솔루엠 등 주로 파워 부품을 주력으로 하는 1차 벤더를 통해 공급하고 있다.

그림 1. 회사의 연역 및 주요 생산 사이트

연도	주요 연혁	생산 사이트
1995년	태광 써كي트 설립	
1999년	UL 인증	
2000년	ISO9001 인증	
2002년	SQ 인증 (HKMC Supplier Quality)	
2006년	ISO14001 / TS16949 인증	
2007년	기업 부설연구소 설립	
2007년	특허 출원 (High Thermal Conductivity Metal)	
2014년	TKC 인수합병 (대표이사 변경)	
2015년	천만 불 수출의 탑 수상	
2016년	KONEX 신규 상장 (한국거래소)	
2018년	SQ 사후심사 인증 (A Rank)	
2019년	특허 출원 (기판 이송 장치)	
2020년	특허 출원 (다층 기판 외형 가공 장치)	
2020년	특허 출원 (다층 코일 내층 불량 마킹 장치)	
2020년	베트남 법인 설립 (BlueTop Vina)	
2021년	BlueTop (블루탑) 사명 변경	
		<p>■ HQ & Plant #1 (인천 남동)</p> <ul style="list-style-type: none"> · 대지 3,300m² · 건물 6,906m² 
		<p>■ Plant #2 (경기 안산)</p> <ul style="list-style-type: none"> · 대지 1,530m² · 건물 1,820m² 

자료: 블루탑, 하이투자증권

그림 2. 블루탑의 주요 PCB 제품군

구분	분류	용도
일반	양면(D/S) PCB	Engine Room Junction Box
		FATC(Full Automatic Temperature Control)
		Multi Terminal
	다층(MLBPCB)	Indoor Junction Box AVNT(Audio, Video, Navigation, Telematics)
전장 제품		FATC: Full Automatic Temperature Control ABS: Anti-Lock Brake System BCM: Body Control Module TPMS: Tire Pressure Monitoring

자료: 블루탑, 하이투자증권

그림 3. 어플리케이션별 고객사: N/W는 주요 통신사, 전장은 현기자, 모바일은 삼성전자를 주력 고객으로 삼고 있다

구분	Network		Automotive		Mobile Trans
Product					
End-Customer	SKT / KT / LG U+		HKMC		삼성무선 (事)
Application	Optical Transport Network		Junction Box		Battery Charger
Layer	22L	22L	4L	4L	10L
Thick.	3.2T	2.6T	1.6T	1.6T	1.6T
Finish	ENIG	ENIG	TIN	OSP	OSP
Material	Low Dk (MEG6)	Low Dk (MEG4)	FR-4	FR-4	FR-4
Hole Tol.	±0.1mm	±0.1mm	+0.03 / -0.05mm	+0.03 / -0.05mm	±0.1mm
Key Technology	L/S (100/125um)	L/S (120/150um)	Copper Thick. (2/2/2/2 Oz.)	Copper Thick. (2/12/12/2 Oz.)	Copper Thick. (All 2 Oz.)

자료: 블루탑, 하이투자증권

II. 어려웠던 대외환경

연초 당시 전사 매출 계획은 400 억원이었으나, 실제로는 320 억원으로 마감될 것으로 보인다. 여느 제조업체와 마찬가지로 코로나 19 와 반도체 수급난 영향이 컸다. 어플리케이션별로 살펴보면,

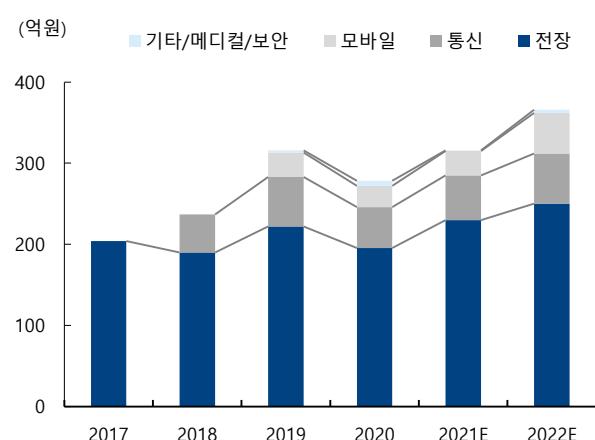
- ① 전장 PCB 는 전방 완성차 업체들의 아날로그 반도체 부족으로 인한 생산 차질 영향이 가장 커졌던 것으로 보인다.
- ② 모바일로 분류되는 S 사향 충전기용 PCB 역시 어려웠다. 베트남을 중심으로 한 코로나 19 확산으로 엔드 고객사 생산 사이트의 정상적인 가동이 어려웠으며, 이후 AP 수급 불안정으로 다시 완제품 생산 차질이 발생했기 때문이다. 이는 동사 매출 부진으로 이어졌던 것으로 파악된다.
- ③ 네트워크용 어플리케이션 역시 코로나 19 의 확산 이후 국내 통신사의 보수적인 CapEx 집행 등 인프라 투자가 부진했던 영향이 있었던 것으로 보인다.

그림 4. 블루탑 실적 테이블

(단위: 억원, %)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
전사매출	136	258	252	204	237	316	278	316	366
전장					190	222	195	230	250
통신					47	61	51	55	62
모바일						30	26	30	50
메디컬/보안/기타						3	6	1	4
영업이익	13.2	21.9	10.6	-5.6	3.8	9.0	-13.7	0.0	11.0
영업이익률	6.5	4.2	-2.8	1.6	2.8	-4.6	0.0	3.0	
세전이익	22.4	26.0	13.3	-2.4	1.6	5.6	-16.6		
당기순이익	22.4	25.9	11.5	-5.4	6.0	4.4	-13.0		
당기순이익률	16.5	10.0	4.6	-2.7	2.5	1.4	-4.7		

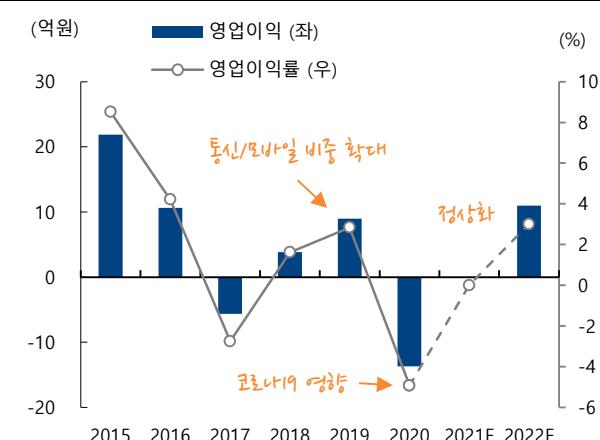
자료: 블루탑, 하이투자증권

그림 5. 블루탑의 부문별 연간 매출 추이 및 전망



자료: 블루탑, 하이투자증권

그림 5. 블루탑의 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 블루탑, 하이투자증권

III. 2022년 반전의 포인트들

다만 2022년은 개선될 것으로 보인다

① 자동차용 PCB의 경우, 전방 완성차 업체들의 반도체 수급난이 단기적으로 해결되기 어려울 것으로 보이나, 그 강도는 올해를 정점으로 점진적으로 안정화될 것으로 보이기 때문이다.

② 전략 사업인 모바일 부문의 경우, 엔드 고객사의 AP 수급난이 점진적으로 해소되고 있는 것으로 파악된다. 이에 따라 동사가 S 사 향으로 공급 중인 25W 고속 충전기용 트랜스 PCB의 실적 반등을 기대한다. 최근 중국 세트업체들을 중심으로 초고속 충전에 대한 경쟁이 치열해지고 있는데, 아직 국내 세트 업체는 이에 대한 대응에 상대적으로 보수적인 입장이다. 다만 충전기의 출력 확대에 대한 소비자들의 니즈가 지속적으로 확대되고 있기 때문에, 이에 대한 대응은 시간의 문제일 뿐인 것으로 판단한다. 이에 따라 동사 역시 향후 45W~60W 출력용 PCB 기판에 대응하고자 한다.

한편, N/W PCB의 반등도 기대된다. 아직까지 국내 캐리어들의 CapEx 집행 계획은 상대적으로 보수적인 것으로 파악되나, 코로나 19 이후 지연되었던 통신 인프라에 대한 투자가 재개될 가능성이 있다는 생각이다.

③ 기존 사업에 더해 신규 사업도 추진 중이다. 이미 매출이 일부 발생하고 있는 웨어러블용 기판은 물론, 모바일 스마트폰에 충전기 변들이 제외되는 트렌드에 대응하기 위해 노트 PC 용 배터리 충전기 PCB를 개발 중이다. 이 역시 기존 코일 방식 대비 제조비용은 비싸나 품질의 균일성이 높다는 장점이 부각될 수 있을 것이다. 판가가 비싼 만큼 동사 수익성 개선에도 중장기적으로 기여할 수 있을 것으로 전망된다.

마지막으로 전장 PCB의 경우 아직 미미하나 기존 FR4 기반 제품에서 방열에 유리한 메탈 기반 PCB 기판에 대응하기 위한 준비 중이라는 점도 주목할 필요가 있어 보인다. 주요 어플리케이션은 침투율이 확대되고 있는 LED 헤드 램프라는 점에서, 향후 성과 여부에 주목할 만 하다.

그림 6. 모바일/통신 PCB 기판이 전략 사업 → 향후 Metal PCB, 의료기기 등 신규 적용처로의 영역 확대를 계획

블루탑의 사업영역

전략사업	통신/5G용 PCB (초고속전송장비, 5G안테나용 특수PCB), 모바일 PCB (Coil PCB, 블루투스)
신규사업	자율주행전자부품용 PCB, Metal PCB, 의료기기/방산용 PCB
연구개발	전기차/Hybrid Car PCB, 친환경차 PCB, 배터리팩 PCB
고경개발	Fin Pattern PCB 제조 기술, 고다층 PCB 제조 기술 (40층)

자료: 블루탑, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018	2019	2020
유동자산	11	14	18	19
현금 및 현금성자산	1	0	2	2
단기금융자산	0	0	-	-
매출채권	6	8	7	7
재고자산	5	6	8	8
비유동자산	18	18	21	20
유형자산	13	17	20	19
무형자산	0	0	0	0
자산총계	29	32	39	39
유동부채	9	15	20	18
매입채무	2	3	5	5
단기차입금	5	5	9	11
유동성장기부채	0	5	0	1
비유동부채	9	6	5	7
사채	3	3	1	3
장기차입금	5	1	3	3
부채총계	18	21	25	25
지배주주지분	11	11	14	13
자본금	1	1	1	1
자본잉여금	4	4	4	5
이익잉여금	5	5	6	5
기타자본항목	0	-	2	2
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	11	11	14	13

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2017	2018	2019	2020
매출액	20	24	32	28
증가율(%)	-19.3	16.2	33.4	-11.8
매출원가	17	20	27	26
매출총이익	3	4	5	2
판매비와관리비	3	3	4	4
연구개발비	0	0	0	0
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-1	0	1	-1
증가율(%)	적전	흑전	133.8	적전
영업이익률(%)	-2.8	1.6	2.8	-5.0
이자수익	0	0	0	0
이자비용	1	1	1	1
지분법이익(소실)	-	-	-	-
기타영업외손익	1	1	0	0
세전계속사업이익	0	0	1	-2
법인세비용	0	0	0	0
세전계속이익률(%)	-1.2	0.7	1.8	-6.0
당기순이익	-1	1	0	-1
순이익률(%)	-2.7	2.5	1.4	-4.7
지배주주귀속 순이익	-1	1	0	-1
기타포괄이익	0	-1	3	0
총포괄이익	0	0	3	-1
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

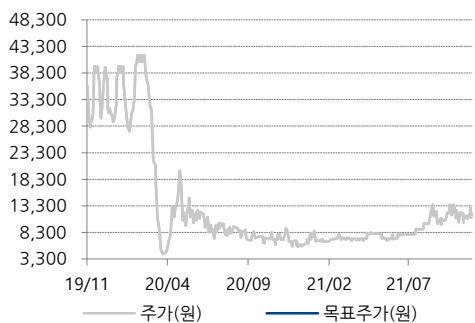
(단위:십억원)	2017	2018	2019	2020
영업활동 현금흐름	-2	0	3	-1
당기순이익	-1	1	0	-1
유형자산감가상각비	2	2	2	2
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-3	-2	-3	-1
유형자산의 처분(취득)	0	-5	-3	-1
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	-3	3	0	0
재무활동 현금흐름	4	1	1	2
단기금융부채의증감	1	0	-1	1
장기금융부채의증감	3	1	3	0
자본의증감	-	-	-	1
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-1	0	2	0
기초현금및현금성자산	2	1	0	2
기말현금및현금성자산	1	0	2	2

주요투자지표

	2017	2018	2019	2020
주당지표(원)				
EPS	-209	230	168	-468
BPS	4,066	4,101	5,275	4,704
CFPS	396	870	1,010	400
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER		151.6	183.4	
PBR	5.4	8.5	5.8	1.3
PCR	16.0	44.2	25.3	4.2
EV/EBITDA	68.9	51.5	30.7	32.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-5.1	5.6	3.6	-9.6
EBITDA 이익률	5.0	8.7	9.8	3.7
부채비율	174.8	195.9	184.8	187.6
순부채비율	116.4	135.3	83.2	116.6
매출채권회전율(x)	3.1	3.3	4.1	3.8
재고자산회전율(x)	4.9	4.3	4.4	3.4

자료 : 블루탑, 하이투자증권 리서치본부

블루탑
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

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 기관투자가 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.

(작성자 : 고의영)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral(중립), - Underweight(비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2021-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	94.6%	5.4%	-