

대덕전자

BUY(신규)

008060 기업분석 |

목표주가(신규)	14,000원	현재주가(08/30)	9,430원	Up/Downside	+48.5%
----------	---------	-------------	--------	-------------	--------

2019. 09. 02

패키지 5G 전성시대, 지금 어딜 보는가

Action

목표주가 14,000원, 투자이견 BUY로 커버 시작: 대덕전자는 합병 후 반도체, 스마트폰, 통신장비, 자동차용 PCB까지 풀라인업을 구축하면서 종합 PCB업체로 거듭나고 있다. 19년에 매출 1조원, 20년에 영업이익 1천억원을 바라보는 회사를 7천억원 초반 가격에 살 수 있는 기회가 다시금 왔다. 대덕전자는 통상 P/E 9~14배 수준에서 거래되는데 20년 P/E 7.8배로 낮은 수준이며, P/B 0.7배로 자산가치도 제대로 평가 받지 못하고 있고, 배당수익률 3% 이상으로 진입하기에 최적의 주가 수준이다. 대덕전자와 유사한 각국 주요 PCB업체의 최근 주가도 강세를 보이고 있다.

Comment

지금은 패키지 전성 시대: 메모리 시황 둔화에도 반도체용 패키지는 미세화, 저전압, 소형화 등으로 고사양화되고 있다. 동사의 패키지 부문이 주로 메모리에 치우쳐 있음에도 불구하고 2Q19에 9.1%YoY 성장, 하반기에 10% 이상 성장이 기대되는 점도 여기에 있다. 게다가 전세계 반도체 패키지가 쇼티지 상황으로 부가가치도 많이 높아지고 있다. 동사의 패키지 부문은 전자 매출 비중 45%, 영업이익 기여도 70% 수준으로 고성장과 고수익을 이끌 것이다.

신제품이 계속 추가되는 Mobile, 성장이 본격화되는 5G 통신장비용 MLB: Mobile용 PCB는 멀티 카메라 수요 증가, ToF 모듈 추가 등으로 안정적인 Cash Cow역할을 하고 있는 FPCB가 견인하고 있다. HDI는 업계 구조조정의 반사이익이 나올 수 있는 상황이다. 5G 통신장비용 MLB는 동사 PCB 중 가장 높은 성장을 보이고 있으며 20년에 본격 이익 단계에 접어들 것이다. 고객사의 네트워크 장비 매출이 급증하면서 20년에는 대덕전자의 MLB도 40% 증가할 전망이다.

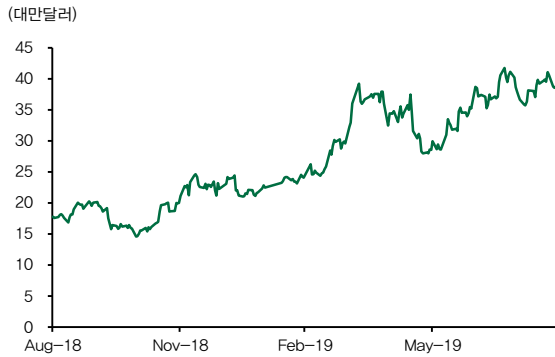
Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data													
	(단위: 십억원 원 배 %)																		
FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E	52주 최저/최고	7,360/12,650원												
매출액	NA	592	1,067	1,156	1,274	KOSDAQ /KOSPI	611/1,968pt												
(증가율)	NA	NA	80.2	8.4	10.2	시가총액	7,356억원												
영업이익	NA	35	75	97	123	60일-평균거래량	594,121												
(증가율)	NA	NA	116.5	28.7	26.4	외국인지분율	20.4%												
순이익	NA	265	78	94	116	60일-외국인지분율변동추이	+1.5%p												
EPS	NA	5,159	983	1,195	1,472	주요주주	김영재 외 5인 17.7%												
PER (H/L)	NA/NA	2.0/1.4	9.4	7.8	6.3														
PBR (H/L)	0.0/0.0	0.9/0.6	0.7	0.7	0.6	<table border="1"> <thead> <tr> <th>주가상승률</th> <th>1M</th> <th>3M</th> <th>12M</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>절대기준</td> <td>-9.8</td> <td>-20.8</td> <td>13.2</td> </tr> <tr> <td>상대기준</td> <td>-6.5</td> <td>-17.9</td> <td>32.7</td> </tr> </tbody> </table>		주가상승률	1M	3M	12M	절대기준	-9.8	-20.8	13.2	상대기준	-6.5	-17.9	32.7
주가상승률	1M	3M	12M																
절대기준	-9.8	-20.8	13.2																
상대기준	-6.5	-17.9	32.7																
EV/EBITDA (H/L)	0.0/0.0	6.6/1.8	3.2	2.4	1.7														
영업이익률	NA	5.9	7.1	8.4	9.6														
ROE	NA	26.9	7.7	8.7	10.0														

목표주가 14,000원, 투자의견 BUY로 커버 시작

- 1) 합병 효과 본격화,
- 2) 패키지 부문 고부가가치 달성,
- 3) 5G 수혜,
- 4) 글로벌 패키지 업체 증가 강세, 이제 대덕전자 차례

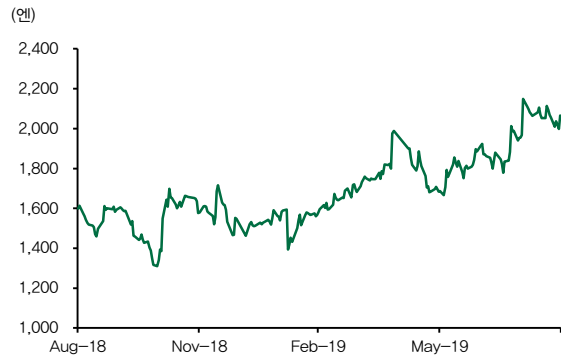
대덕전자에 대해 목표주가 14,000원, 투자의견 BUY로 분석을 시작한다. 대덕전자는 18년 말 대덕 GDS와 합병 후 반도체, 스마트폰, 통신장비, 자동차용 PCB까지 풀라인업을 구축하면서 성장과 내실을 겸비한 종합 PCB업체로 거듭나고 있다. 19년에 매출 1조원, 20년에 영업이익 1천억원을 바라보는 회사를 최근 주가 하락으로 7천억원 초반 가격에 살 수 있는 기회가 다시금 왔다. 목표주가는 20년 실적에 평균 P/E 12배를 적용해 산출했다. 대덕전자는 통상 P/E 9~14배 수준에서 거래되는데 현재 주가 기준 19년 P/E 9.4배, 20년 P/E 7.8배로 낮은 수준이며, 순현금의 우량한 재무구조임에도 P/B 0.7배로 자산가치도 제대로 평가 받지 못하고 있다. 배당금 300원 가정시 배당수익률이 3% 이상으로 대덕전자를 편입하고 비중을 확대하기에는 최적의 주가 수준이다. 대덕전자와 유사한 사업구조를 갖고 있는 각국 주요 PCB업체의 최근 주가는 강세를 보이고 있는데, 일본의 Ibiden의 경우 패키지 부문의 선전으로 턴어라운드 성공하여 주가 흐름이 좋고, 대만의 Unimicron 역시 가장 큰 비중을 차지하는 패키지 부문 호실적으로 인해 최근 1년간 주가가 2배 올랐다. 이들 두 기업은 P/E 15배 이상에서 거래가 되고 있음을 감안하면 대덕전자 주가가 얼마나 저평가되었는지 바로 감이 올 것이다.

도표 1. 유사한 PCB업체인 대만의 Unimicron 최근 주가 흐름



자료: DB금융투자

도표 2. 유사한 PCB업체인 일본의 Ibiden 최근 주가 흐름



자료: DB금융투자

도표 3. 대덕전자 매출 구조

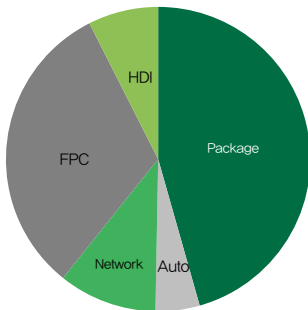


도표 4. Unimicron 매출 구조

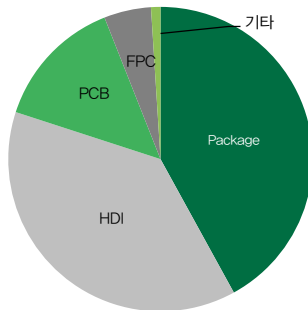
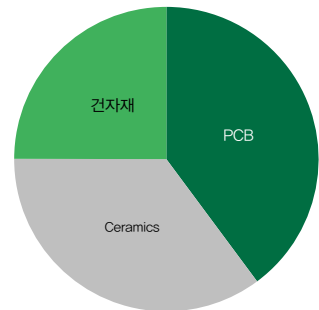


도표 5. Ibiden 매출 구조



자료: 각 사, DB금융투자
 주: 대덕전자는 2Q19(2019.04~2019.06) 기준, Unimicron 은 FY2018(2018.01~2018.12) 기준, Ibiden 은 FY2018(2018.04~2019.03) 기준

도표 6. 각국 대표 PCB업체 실적과 Valuation 비교

		대덕전자	Unimicron	Ibiden
현재주가(USD, 19.08.30 기준)		7.7	1.2	19.4
시가총액(USD Mil, 19.08.30 기준)		603	1,880	2,735
주가변동률(%)	1M	-10.5	1.2	5.8
	3M	-21.4	36.9	22.7
	YTD	2.7	75.6	33.5
매출액(USD Mil)	2018	876	2,514	2,626
	2019E	921	2,597	2,788
	2020E	998	2,820	3,005
영업이익(USD Mil)	2018	35	46	91
	2019E	65	123	161
	2020E	84	167	232
영업이익 증가율(%)	2018	-	흑전	-39
	2019E	85	167	76
	2020E	29	36	44
영업이익률(%)	2018	4.0	1.8	3.5
	2019E	7.1	4.7	5.8
	2020E	8.4	5.9	7.7
EPS(USD)	2018	-	0.0	0.2
	2019E	0.8	0.1	0.6
	2020E	1.0	0.1	1.1
P/E(배)	2018	-	19.4	71.1
	2019E	9.5	18.2	33.0
	2020E	7.9	14.2	17.3
ROE(%)	2018	-	4.0	1.2
	2019E	7.7	7.1	3.2
	2020E	8.7	9.7	5.9
P/B(배)	2018	-	0.7	0.9
	2019E	0.7	1.3	1.0
	2020E	0.7	1.3	1.0
EV/EBITDA(배)	2018	-	4.3	5.6
	2019E	3.2	5.6	6.0
	2020E	2.4	5.0	3.8

자료: Bloomberg, DB금융투자

주1: 대덕전자 18년 매출액, 영업이익은 대덕전자, 대덕GDS 단순 합산 실적

주2: 대덕전자 19, 20년 매출액과 영업이익은 올해 평균환율 1,158.5원/달러 적용

19년 매출 1조원, 20년 영업이익 1천억원에 육박

패키지 부문과
FPC가 실적을
견인하고
네트워크용 MLB
수익 기여 본격화

대덕전자는 크게 패키지 부문, 모바일 부문, MLB(Multi Layer Board) 등 세 부문의 PCB를 생산하고 있으며 모바일 부문은 FPC(Flexible PCB)와 HD(High Density Interconnector), MLB는 네트워크용과 auto 용으로 나뉠 수 있다. 뒤에서 자세히 설명하겠지만 매출액 기준으로는 패키지 부문이 45%로 가장 비중이 높고 그 다음이 FPC 32%, 네트워크용 MLB 12%, HD, auto용 MLB 순이다. 영업이익 기여도 측면에서는 패키지 부문의 이익 기여도가 가장 높고, FPC, 네트워크용 MLB 순이다. 동사의 19년 연결 매출액은 1조 671억원으로 10.7% 증가하고, 영업이익은 753억원으로 18년 386억원(합병 전 대덕전자와 대덕GDS 영업이익 단순 합산) 대비 크게 증가할 전망이다. 20년에는 매출액과 영업이익이 각각 8.4%, 28.7% 증가할 것으로 기대된다. 패키지 부문과 FPC가 실적을 견인하고 네트워크용 MLB가 턴어라운드 하면서 전방위적으로 실적이 개선될 것이다.

3Q19 매출액
2,641억원,
영업이익
221억원 기대,
하반기 연착륙

3Q19 매출액은 2,641억원, 영업이익 221억원으로 2Q19 대비 소폭 감소할 전망이지만 전방산업의 부진한 상황을 감안하면 선방하는 실적으로 평가될 수 있다. 반도체 패키지 부문이 소티지 상황에서 고부가제품 위주로 매출이 증가하면서 수익성이 개선되고, MLB는 네트워크용 매출 증가로 턴어라운드 하고 Mobile 부문이 하반기에 약해지지만 ToF(Time of Flight)모듈용 PCB, AiP(Antenna in Package) 모듈용 PCB 등 신제품이 추가되면서 연착륙이 가능할 전망이다.

도표 7. 대덕전자 부문별 실적 전망

(단위: 십억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	250	231	232	251	253	279	264	271	964	1,067	1,156	1,274
Package	118	116	114	112	98	127	126	130	460	481	507	544
MLB	41	41	40	40	40	42	45	52	161	179	232	288
Auto	16	16	16	15	13	13	13	13	63	53	55	58
Network	25	26	24	24	27	29	32	38	98	126	177	230
Mobile	91	74	78	99	110	109	93	89	342	401	417	442
FPC	71	60	64	81	89	88	82	76	276	335	348	369
HDI	20	14	14	18	21	21	11	13	66	66	68	73
영업이익	18	8	5	8	9	23	22	21	39	75	97	123
영업이익률	7.1	3.3	2.3	3.2	3.6	8.1	8.4	7.9	4.0	7.1	8.4	9.6

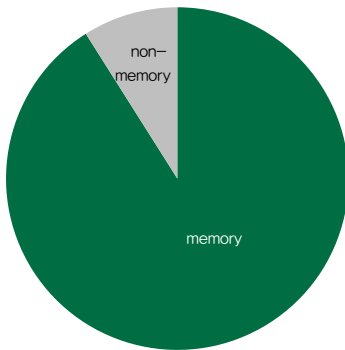
자료: 대덕전자, DB금융투자
주: 2018년은 대덕전자, 대덕GDS 합산 실적

자금은 패키지 전성 시대

패키지 기판의
ASP 상승으로
수익성 지속
개선 기대

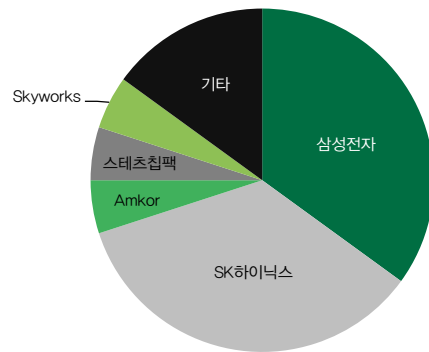
패키지 부문은 대덕전자의 가장 큰 매출 비중을 차지하며 수익성도 높다. 대덕전자의 패키지 부문은 반도체칩을 메인보드에 실장할 때 중간에서 버퍼 커넥터(Buffer Connector) 역할을 하는 서브스트레이트 기판이다. 현재 CSP(Chip Scale Package), MCP(Multi Chip Package), SIP(System in Package), Flip-chip, BOC(Board on Chip) 등의 반도체용 PCB를 생산해서 주요 반도체 생산업체에게 공급하고 있으며 90% 이상이 메모리 반도체이다. 메모리 시장 둔화에도 반도체용 패키지는 미세화, 저전압, 소형화 등으로 고사양화되고 있다. DDR3와 DDR4는 면적이 같아도 패키지 기판 가격이 다르고, 같은 DDR4라고 하더라도 LPDDR4 패키지 기판이 일반 DDR4 패키지 기판보다 가격이 비싸다. 동사의 패키지 부문이 주로 메모리에 치우쳐 있음에도 불구하고 2Q19에 9.1%YoY 성장, 하반기에 10% 이상 성장이 기대되는 점도 여기에 있다. 메모리업체의 기술 발전과 Capex 집행이 웨이퍼 캐파 확장보다는 미세화 공정에 더 집중되어 있어 패키지 기판의 ASP는 더욱 상승할 전망이다. 게다가 전세계 반도체 패키지가 쇼티지 상황으로 부가가치도 많이 높아지고 있다. 일본의 Ibiden, 대만의 Unimicron, 삼성전자의 패키지 기판, LGI노텍의 반도체용 패키지 부문은 전방산업, 고객이 조금씩 다르지만 반도체 패키지로 인한 실적 개선이라는 큰 공통분모를 갖고 있다. 동사의 패키지 부문은 전사 매출 비중 45%, 영업이익 기여도 70% 수준으로 고성장과 고수익을 이끌 것이다.

도표 8. 대덕전자 패키지 부문 메모리 : 비메모리



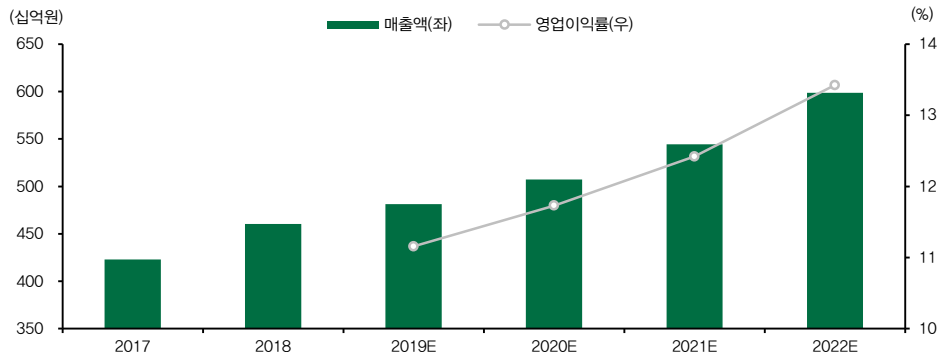
자료: DB금융투자

도표 9. 대덕전자 패키지 부문 고객별 비중



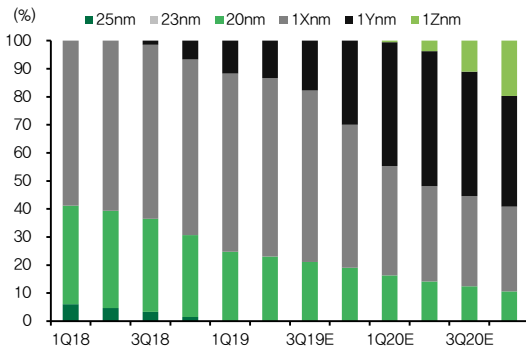
자료: DB금융투자

도표 10. 대덕전자 패키지 부문 실적 전망



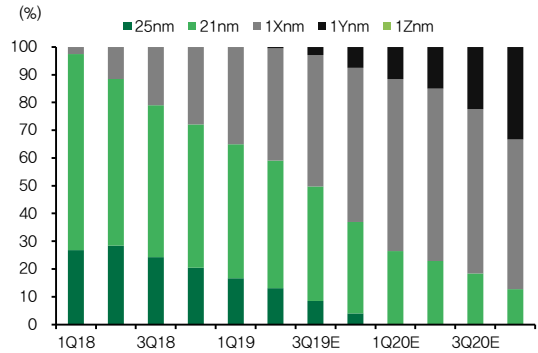
자료: DB금융투자

도표 11. 삼성전자 디램의 미세화 공정 진행



자료: Trendforce, DB금융투자

도표 12. SK하이닉스 디램의 미세화 공정 진행



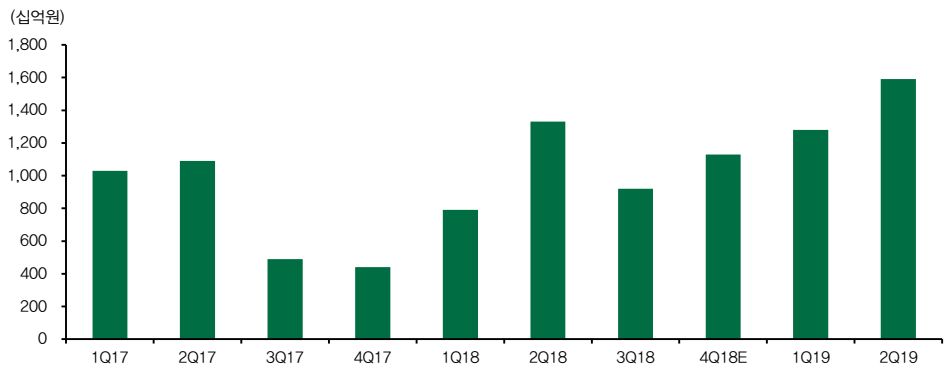
자료: Trendforce, DB금융투자

성장이 본격화되는 5G 통신장비용 MLB

5G 투자 확대로
대덕전자 매출액
20년에 40%
증가 기대

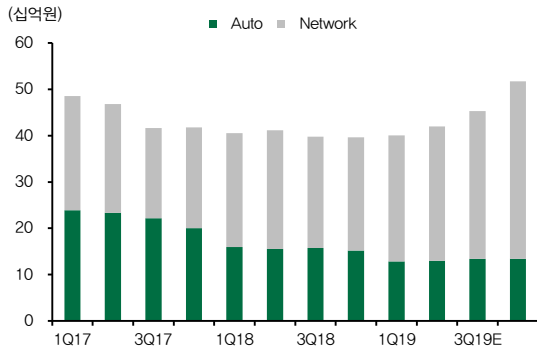
5G 통신장비용 MLB는 동사 PCB 중 가장 높은 성장을 보이고 있으며 20년에 높은 성장을 보일 전망이다. 일반적으로 1.0mm 이상의 두꺼운 PCB로서, 평균 18층 이상의 고다층 구조가 특징이다. 최근에는 5G 통신과 자율주행 자동차 대응을 위해 High Speed/High Frequency 대응 특수 원자재가 적용되고 있다. 5G 시장 확대를 위해 글로벌 주요 이동사들은 기지국의 중계기 투자에 열을 올리고 있으며 MLB는 리피터에 들어가서 지속적인 수요 확대가 나올 수 밖에 없다. 동사의 가장 큰 고객은 삼성전자 네트워크 사업부인데 삼성전자의 네트워크 매출액은 4Q17 저점 이후 18년부터 매출이 크게 상승하고 있다. 고객사의 네트워크 장비 매출이 급증하면서 대덕전자의 네트워크용 MLB 매출액은 19년에 28%, 20년 40% 증가하고 20년에는 auto용 MLB 손실을 상쇄할 정도의 이익을 거둘 전망이다.

도표 13. 삼성전자 네트워크 사업부 매출액 추이



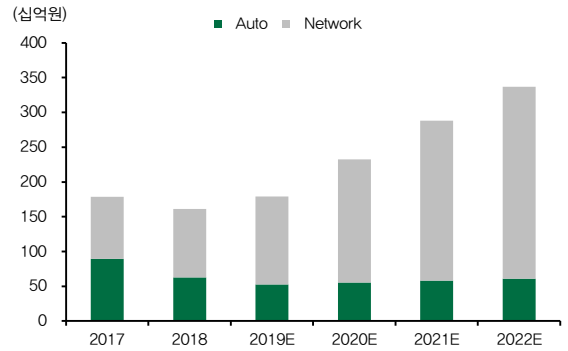
자료: DB금융투자

도표 14. 대덕전자 MLB 매출액 전망(분기)



자료: DB금융투자

도표 15. 대덕전자 MLB 매출액 전망(연간)



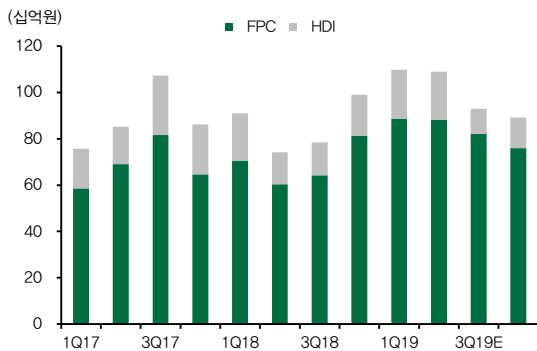
자료: DB금융투자

신제품이 계속 추가되는 Mobile 부문은 Cash Cow로 든든

멀티 카메라
수요 증가, ToF
추가, AiP 추가,
HDI산업
구조조정 수혜

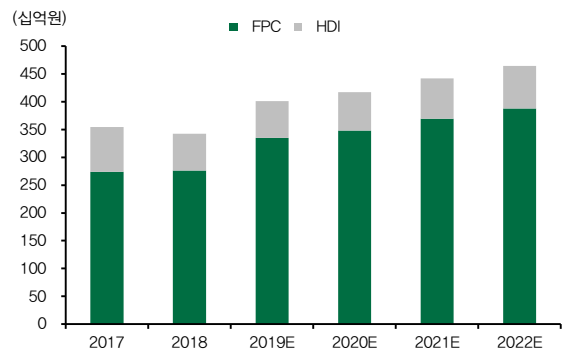
Mobile용 PCB는 카메라렌즈 수가 늘어나고 카메라 스펙이 고사양화되면서 호실적을 보이고 있는 FPCB와 스마트폰의 메인보드 역할을 하는 HDI로 구성되어 있다. 모바일 부문은 19년 전사 매출의 38%를 차지할 것으로 보이며, 영업이익의 기여도는 약 40%에 달할 것이다. FPCB는 멀티카메라 수요 증가, ToF Module용이 추가되면서 지속적인 성장을 하는 반면, HDI는 업계 구조조정의 반사이익이 아니면 가동률을 올리기 어려운 상황이다. 그나마 5G 스마트폰이 확대되면서 이에 필수적인 AiP(Antenna in Package) 모듈 수요가 늘고 있는데 대덕전자는 AiP 모듈용 PCB를 준비하고 있고 19년 고객의 플래그십 모델에 채용될 전망이다. 또한 19년도 고객사의 플래그십 모델에 ToF가 채용될 것으로 보여 여기에 필요한 기판은 대덕전자의 몫이 될 것이다. 대덕전자의 Mobile용 PCB, 특히 FPC는 안정적인 Cash Cow 역할을 할 것이다.

도표 16. 대덕전자 Mobile 부문 매출액 전망(분기)



자료: DB금융투자

도표 17. 대덕전자 Mobile 부문 매출액 전망(연간)



자료: DB금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
유동자산	NA	531	602	697	807
현금및현금성자산	NA	35	77	146	222
매출채권및기타채권	NA	190	208	224	246
재고자산	NA	102	113	122	135
비유동자산	NA	606	587	572	562
유형자산	NA	492	474	460	450
무형자산	NA	9	8	7	7
투자자산	NA	105	105	105	105
자산총계	NA	1,137	1,201	1,281	1,381
유동부채	NA	141	147	153	161
매입채무및기타채무	NA	119	125	131	139
단기차입금및단기차채	NA	12	12	12	12
유동성장기부채	NA	0	0	0	0
비유동부채	NA	12	12	12	12
사채및장기차입금	NA	0	0	0	0
부채총계	NA	153	159	165	173
자본금	NA	41	41	41	41
자본잉여금	NA	313	313	313	313
이익잉여금	NA	676	733	807	899
비지배주주지분	NA	0	0	0	0
자본총계	NA	984	1,041	1,115	1,207

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	NA	38	126	141	148
당기순이익	NA	265	78	94	116
현금유출이없는비용및수익	NA	-171	93	95	97
유형및무형자산상각비	NA	47	79	78	76
영업관련자산부채변동	NA	-56	-21	-20	-30
매출채권및기타채권의감소	NA	-7	-18	-16	-22
재고자산의감소	NA	-19	-10	-9	-12
매입채무및기타채무의증가	NA	2	6	6	8
투자활동현금흐름	NA	-16	-51	-51	-52
CAPEX	NA	-40	-60	-63	-66
투자자산의순증	NA	-104	0	0	0
재무활동현금흐름	NA	-15	-21	-20	-20
사채및차입금의 증가	NA	13	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	NA	354	0	0	0
배당금지급	NA	-12	-21	-20	-20
기타현금흐름	NA	0	-12	0	0
현금의증가	NA	7	42	69	76
기초현금	NA	28	35	77	146
기말현금	NA	35	77	146	222

자료: 대덕전자, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
매출액	NA	592	1,067	1,156	1,274
매출원가	NA	536	947	1,011	1,098
매출총이익	NA	56	120	145	176
판관비	NA	21	45	48	53
영업이익	NA	35	75	97	123
EBITDA	NA	82	154	175	199
영업외손익	-	244	25	25	28
금융손익	NA	6	9	11	14
투자손익	NA	0	0	0	0
기타영업외손익	NA	238	16	14	14
세전이익	NA	279	101	122	151
중단사업이익	NA	0	0	0	0
당기순이익	NA	265	78	94	116
지배주주지분순이익	NA	265	78	94	116
비지배주주지분순이익	NA	0	0	0	0
총포괄이익	NA	230	78	94	116
증감률(%YoY)					
매출액	NA	NA	80.2	8.4	10.2
영업이익	NA	NA	116.5	28.7	26.4
EPS	NA	NA	-80.9	21.5	23.2

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(원)					
EPS	NA	5,159	983	1,195	1,472
BPS	NA	12,100	12,806	13,714	14,849
DPS	NA	300	300	300	350
Multiple(배)					
P/E	NA	1.8	9.4	7.8	6.3
P/B	0.0	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	0.0	6.3	3.2	2.4	1.7
수익성(%)					
영업이익률	NA	5.9	7.1	8.4	9.6
EBITDA마진	NA	13.8	14.5	15.1	15.6
순이익률	NA	44.7	7.3	8.1	9.1
ROE	NA	26.9	7.7	8.7	10.0
ROA	NA	23.3	6.6	7.6	8.7
ROC	NA	4.9	8.5	10.9	13.6
안정성및기타					
부채비율(%)	NA	15.5	15.3	14.8	14.4
이자보상배율(배)	NA	-	-	-	-
배당성향(배)	NA	7.5	24.9	20.5	19.4

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시, 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2019-06-30 기준) - 매수(81.5%) 중립(18.5%) 매도(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

대덕전자 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
19/09/02	Buy	14,000	-	-					