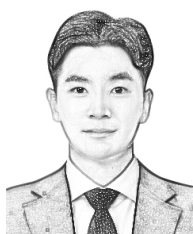


SK COMPANY Analysis



Analyst
이동주

natelee@sksec.co.kr
02-3773-9026

Company Data

자본금	26 십억원
발행주식수	5,151 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	729 십억원
주요주주	
대덕(외)	32.85%

외국인지분률	8.40%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(21/02/25)	14,750 원
KOSPI	3070.09 pt
52주 Beta	1.09
52주 최고가	16,800 원
52주 최저가	7,750 원
60일 평균 거래대금	56 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.0%	1.3%
6개월	37.9%	3.5%
12개월	%	%

대덕전자 (353200/KS | Not Rated)

FC-BGA, 심화되는 공급 부족과 그에 상응하는 고마진

- FC-BGA 신규 투자로 2022 년 1,500 억원의 외형 효과 수반. 고마진 비즈니스
- ABF Substrate 공급 부족은 전년보다 심화. 2022 년에도 공급자 우위 시장 지속
- 2022 년 매출액 1.15 조원, 영업이익률 9% 추정
- 대만 및 일본 Peer 업체의 2022 년 PER 17~29x 에 형성. 동사 저평가에 따른 투자 매력 부각

FC-BGA 투자가 가져다 줄 열매

2020 년 7 월 FC-BGA 900 억원 신규 투자 공시. 올해 4 분기 점진적 가동을 시작으로 2022 년 1,500 억원 수준 외형 수반. 경쟁사의 동제품 이익률은 20~30% 수준. 초기 수출 관리가 관건이나 기존 FC-BGA 양산 경험을 바탕으로 2022 년 이익 성장 기여에 큰 차질이 없을 것으로 전망

더욱 심화되는 ABF Substrate 공급 부족

FC-BGA 에서는 ABF 를 절연체로 사용. CPU, GPU, AI Chip 등에서 필수적인 패키지 기판. 집에 머무는 시간이 늘면서 PC, 콘솔, 데이터센터 수요 급증이 bottleneck 인 ABF Substrate 를 자극. 이에 주요 제조사가 지난해부터 증설에 나서고 있으나 lead time 이 비교적 길고 수출 잡기가 쉽지 않아 2021 년 공급 부족은 더욱 심화 (2020 년 D/S Ratio 1.1 → 2021 년 1.15). 암호화폐 채굴과 차량 전장화 등 여전히 전방 수요를 자극 할 이벤트가 상당하기 때문에 2022 년에도 공급자 우위의 고마진 시장 지속

이외 사업 동향

대만 경쟁사 화재로 FC-CSP 신규 물량 확보. 메모리 기판은 GDDR6 및 DDR5 로 기회 창출. FPCB 는 기저 효과 및 경쟁사 철수 낙수 효과. 2022 년 매출액 1.15 조원, 영업이익률 9% 추정. 패키지 기판 매출 비중 60%, FC-BGA 10% 후반까지 증가. 대만 및 일본 Peer 업체의 2022 년 PER 17~29x 에 형성. 동사 저평가에 따른 투자 매력 부각

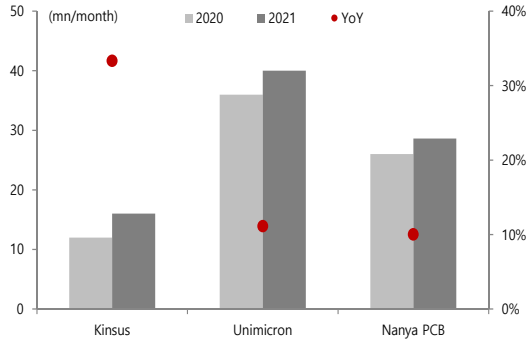
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	억원	6,909	5,126	4,909	5,121	5,921	10,722
yoy	%	-6.3	-25.8	-4.2	4.3	15.6	81.1
영업이익	억원	242	268	288	306	348	464
yoy	%	2,321.9	10.7	7.3	6.3	13.8	33.4
EBITDA	억원	861	803	730	711	815	1,269
세전이익	억원	374	401	403	454	2,792	822
순이익(지배주주)	억원	302	306	234	356	2,647	646
영업이익률%	%	3.5	5.2	5.9	6.0	5.9	4.3
EBITDA%	%	12.5	15.7	14.9	13.9	13.8	11.8
순이익률	%	4.4	6.0	4.8	7.0	44.7	6.0
EPS	원	619	627	479	730	5,152	794
PER	배	14.6	12.2	17.1	13.6	1.8	13.2
PBR	배	0.9	0.8	0.8	0.9	0.7	0.8
EV/EBITDA	배	4.2	2.2	3.6	4.1	6.3	4.9
ROE	%	7.0	6.8	5.1	7.2	35.2	6.4
순차입금	억원	-770	-1,949	-1,385	-1,923	-2,137	-2,146
부채비율	%	25.0	15.2	19.5	16.7	15.6	15.6

Note: 대덕전자 인적분할 전 수치

대만 ABF Substrate Capacity

(단위 :)



자료 : 각 사, SK 증권

제품별 패키지 구분 및 상위 업체

비메모리 패키지		M/S
FC-CSP	스마트폰 AP	삼성전기, LG이노텍
FC-BGA	서버 CPU	ibiden, Shinko
FC-BGA	PC CPU	삼성전기, Nanya, Unimicron
SiP	통신칩	LG이노텍, 삼성전기
AiP	안테나	LG이노텍, 삼성전기, Kinsus
메모리 패키지		
MCP	스마트폰 메모리(LPDDR5)	
BOC	서버 및 PC 메모리 (GDDR6, DDR5)	

자료 : SK 증권

해외 Peer 업체 Valuation

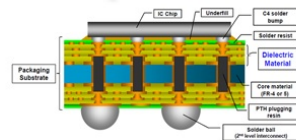
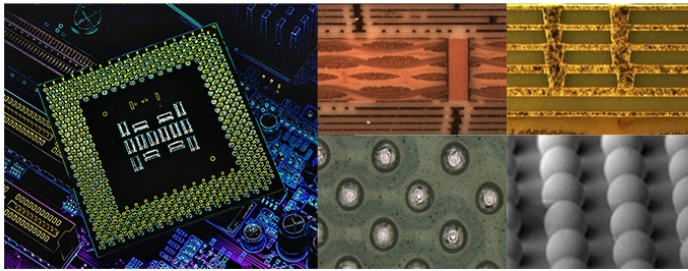
년도	2021E(일본 03/22E)			2022E(일본 03/23E)		
	PER(x)	PBR(x)	ROE(%)	PER(x)	PBR(x)	ROE(%)
ibiden	20.9	2.0	10.3	17.1	1.9	11.4
Shinko	22.8	2.5	11.6	18.9	2.2	12.6
Nan Ya PCB	34.8	5.3	14.4	28.6	4.6	17.0
Unimicron	25.0	3.0	12.2	16.6	2.6	16.3
Kinsus	21.8	16.8	6.8	16.9	1.6	8.7
삼성전기	17.4	2.3	13.8	15.3	2.0	13.8

자료 : Bloomberg, SK 증권

FC-BGA 적용처 및 요구 기술

< 뒤로

fcBGA



Application

CPU, GPU, AI Chip, Optical parts

Key Tech.

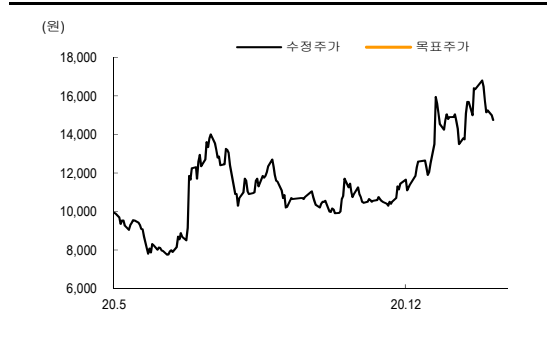
- Stack Via Reliability (5-n-5)
- SOP 130 pitch
- ABF Build-up & Back-end Process
- Electrical property and heat characteristic

Specification

Structure	4~12L (5-N-5)
Thick.	0.8mm
Line / Space (μm)	15/15 (12/12)

자료 : 대덕전자

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.02.25	Not Rated				



Compliance Notice

- 작성자(이동주)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021년 2월 25일 기준)

매수	89.92%	중립	10.08%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	2,886	2,673	3,103	5,310	5,225
현금및현금성자산	397	246	281	349	492
매출채권및기타채권	508	770	560	1,842	1,669
재고자산	394	496	489	1,024	991
비유동자산	2,368	2,904	2,968	6,059	6,794
장기금융자산	329	1,032	1,066	267	611
유형자산	1,913	1,718	1,854	4,924	4,642
무형자산	40	39	34	90	115
자산총계	5,254	5,577	6,071	11,369	12,019
유동부채	670	867	841	1,405	1,469
단기금융부채			63	128	180
매입채무 및 기타채무	359	493	427	810	737
단기충당부채					15
비유동부채	22	42	30	125	152
장기금융부채	0		1		54
장기매입채무 및 기타채무	11	5			
장기충당부채	3	26	29	61	59
부채총계	692	909	870	1,530	1,621
지배주주지분	4,562	4,669	5,201	9,839	10,397
자본금	244	244	244	407	407
자본잉여금	801	801	801	3,130	3,212
기타자본구성요소	-448	-448	-448	-439	-383
자기주식	-442	-442	-442	-433	-377
이익잉여금	4,014	4,080	4,326	6,759	7,168
비지배주주지분					
자본총계	4,562	4,669	5,201	9,839	10,397
부채외자본총계	5,254	5,577	6,071	11,369	12,019

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동현금흐름	989	447	699	368	1,785
당기순이익(손실)	306	234	356	2,647	646
비현금성항목등	675	572	424	-1,709	1,026
유형자산감가상각비	518	432	397	459	787
무형자산감가상각비	18	10	8	8	17
기타	140	130	19	-2,176	222
운전자본감소(증가)	8	-358	-81	-571	113
매출채권및기타채권의 감소(증가)	207	-221	150	-72	172
재고자산감소(증가)	143	-239	-62	-192	-129
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-271	130	-66	25	-14
기타	342	-470	196	-476	428
법인세납부					
투자활동현금흐름	-726	-479	-585	-148	-1,481
금융자산감소(증가)	-228	-246	-214	-5	-303
유형자산감소(증가)	-507	-221	-387	-273	-604
무형자산감소(증가)	0	-12	-3	-21	-43
기타	10	0	6	151	0
재무활동현금흐름	-125	-125	-62	-154	-161
단기금융부채증가(감소)			63	-51	56
장기금융부채증가(감소)					-11
자본의증가(감소)				27	0
배당금의 지급	125	125	125	125	209
기타				1	4
현금의 증가(감소)	149	-150	35	68	143
기초현금	247	397	246	281	349
기말현금	397	246	281	349	492
FCF	456	229	187	-4,192	762

Note: 대덕전자 인적분할 전 수치

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	5,126	4,909	5,121	5,921	10,722
매출원가	4,627	4,414	4,579	5,364	9,783
매출총이익	499	494	542	557	940
매출총이익률 (%)	9.7	10.1	10.6	9.4	8.8
판매비와관리비	231	207	236	209	475
영업이익	268	288	306	348	464
영업이익률 (%)	5.2	5.9	6.0	5.9	4.3
비영업손익	133	115	148	2,443	358
순금융비용	-48	-44	-38	-43	-53
외환관련손익	42	19	-60	26	59
관계기업투자등 관련손익				1	54
세전계속사업이익	401	403	454	2,792	822
세전계속사업이익률 (%)	7.8	8.2	8.9	47.2	7.7
계속사업법인세	95	169	98	144	177
계속사업이익	306	234	356	2,647	646
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	306	234	356	2,647	646
순이익률 (%)	6.0	4.8	7.0	44.7	6.0
지배주주	306	234	356	2,647	646
지배주주귀속 순이익률(%)	5.97	4.76	6.95	44.71	6.02
비지배주주					
총포괄이익	307	232	657	2,302	628
지배주주	307	232	657	2,302	628
비지배주주					
EBITDA	803	730	711	815	1,269

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
성장성 (%)					
매출액	-25.8	-4.2	4.3	15.6	81.1
영업이익	10.7	7.3	6.3	13.8	33.4
세전계속사업이익	7.3	0.4	12.7	515.0	-70.6
EBITDA	-6.7	-9.2	-2.6	14.7	55.6
EPS(계속사업)	1.3	-23.6	52.4	606.0	-84.6
수익성 (%)					
ROE	6.8	5.1	7.2	35.2	6.4
ROA	5.7	4.3	6.1	30.4	5.5
EBITDA마진	15.7	14.9	13.9	13.8	11.8
안정성 (%)					
유동비율	430.6	308.4	369.1	377.8	355.7
부채비율	15.2	19.5	16.7	15.6	15.6
순차입금/자기자본	-42.7	-29.7	-37.0	-21.7	-20.6
EBITDA/이자비용(배)			3,042.0	3,464.7	194.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	627	479	730	5,152	794
BPS	10,254	10,472	11,563	12,633	13,250
CFPS	1,724	1,385	1,560	6,061	1,783
주당 현금배당금	300	300	300	300	300
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	16.7	17.9	17.0	2.0	16.0
PER(최저)	10.9	14.8	11.0	1.4	11.3
PBR(최고)	1.0	0.8	1.1	0.8	1.0
PBR(최저)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7
PCR	4.4	5.9	6.4	1.5	5.9
EV/EBITDA(최고)	3.9	3.8	5.8	6.6	6.3
EV/EBITDA(최저)	1.7	2.8	2.8	1.8	3.9