

# 대덕전자 (353200)

전자/부품



백길현 USCPA

02 3770 5635  
gilhyun.baik@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>46,000원 (U)</b>
현재주가 (6/13)	<b>29,250원</b>
상승여력	<b>57%</b>

시가총액	14,736억원
총발행주식수	51,512,444주
60일 평균 거래대금	341억원
60일 평균 거래량	1,142,997주
52주 고	33,500원
52주 저	15,400원
외인지분율	18.06%
주요주주	대덕 외 9 인 32.84%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(6.4)	23.7	88.1
상대	(2.7)	31.4	144.0
절대(달러환산)	(6.4)	18.7	62.7

## 大道無門

### 2Q22, 하반기 Preview

2Q22 예상 매출액과 영업이익은 각각 3,390억원(YoY 47%, QoQ 11%), 574억원(OPM 17%, YoY 295%, QoQ 28%)으로 시장 컨센서스를 상회할 것. 계절적 비수기임에도 불구하고 반도체 패키지기판의 견조한 판가 및 우호적인 원/달러 환율 여건이 실적에 긍정적으로 작용할 것. 특히, FCBGA 분기 매출이 600억원을 육박하는 가운데 YoY, QoQ 고성장 지속됨에 따라 전자 기여도가 빠르게 높아지고 있음.

2022년 연결기준 예상 매출액과 영업이익은 각각 1.3조원(YoY 34%), 2,200억원(OPM 16%, YoY 208%)으로 기존대비 40% 수준 상향 조정. FCBGA Capa 확대가 순조롭게 진행되고, 하반기 DDR5 본격화되며 전자 고부가 반도체 패키지 기판의 전자 영업이익 성장세가 돋보일 것

### 반도체 패키지기판, FCBGA 시장성장 견인

Flip Chip 중심의 반도체 패키지 기판시장의 타이트한 수급 흐름이 지속될 것으로 전망. 전방 Set 수요가 일부 둔화된다고 가정하더라도 Flip Chip 계열 중심의 반도체 패키지 기판 내 고다층화 및 대면적화 등과 같은 기술 변화가 기판 수요 증가를 지속적으로 견인할 것으로 예상.

공급증가가 현저히 제한적일 것으로 추정되는 FCBGA의 경우 글로벌 시장내 다수의 대규모 투자일정을 감안하더라도, 원자재/장비(Ajinomoto, Drilling Equip 등) 조달 이슈 등 Capa 확장 속도 지연은 2024년까지 이어질 것. 이에 2023년에는 Insufficiency Ratio가 9%로, 전년대비 높은 수준의 수급 불균형을 전망하며 견조한 가격 흐름이 지속될 것으로 예상. 향후 시장수급 균형 시점에는 FCBGA 기판의 시장 Penetration 속도가 빨라지며 기판시장 성장률을 Outperform할 가능성이 높을 것.

한편 메모리반도체 패키지기판시장은, DDR5와 같은 신제품 침투율이 본격적으로 늘어나며 2H22~2023년 주요 공급사들의 Blended ASP에 긍정적으로 작용할 것으로 예상. BoC/CSP에서 상대적으로 고부가 제품인 Flip Chip 계열로 메모리반도체 패키지 라인 전환을 시도하는 등 DDR5 대응이 본격화 될 것.

### 투자의견 BUY, 목표주가 4.6만원으로 상향조정

국내 기판 업종(1 Year Return 평균 56%)은 최근 들어 세트 수요 둔화 및 Peak-out 우려 속에 변동성이 커지고 있음. 그럼에도 불구하고 고객사/제품 다각화에 기반해 글로벌 시장 내 입지는 지속 강화되고 있다는 점에 주목. 특히 동사의 경우 FCBGA 중심의 선제적인 투자, 고부가 제품 중심의 제품 Portfolio 다각화 기반으로 중장기적 관점에서 차별적인 구조적인 성장성과 Valuation 매력도가 동시에 부각될 것으로 전망.

	2Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,390	47.4	11.0	3,169	7.0
영업이익	574	295.0	28.2	499	15.1
세전계속사업이익	596	329.1	24.3	584	2.2
지배순이익	453	400.4	24.5	360	25.7
영업이익률 (%)	16.9	+10.6 %pt	+2.2 %pt	15.7	+1.2 %pt
지배순이익률 (%)	13.4	+9.5 %pt	+1.5 %pt	11.4	+2.0 %pt

자료: 유안타증권

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F
매출액	0	6,109	10,009	13,431
영업이익	0	88	725	2,200
지배순이익	0	-87	630	1,748
PER	-	-37.6	13.1	8.3
PBR	-	0.9	1.3	1.8
EV/EBITDA	-	8.1	4.4	3.9
ROE	0.0	-2.7	9.6	22.9

자료: 유안타증권

대덕전자 연간실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

		2018	2019	2020	2021	2022e	2023e
Sales	Total	9,639	10,708	8,567	10,009	13,398	16,789
	PKG	4,605	5,122	4,714	6,682	10,714	15,452
	SiP Module	3,424	4,012	2,570	1,980	1,731	479
	MLB	1,610	1,574	1,283	1,347	953	858
Sales YoY%	Total	-	11%	-20%	17%	34%	25%
	PKG	-	11%	-8%	42%	60%	44%
	SiP Module	-	17%	-36%	-23%	-13%	-72%
	MLB	-	-2%	-18%	5%	-29%	-10%
OP	Total	387	518	136	713	2,200	2,805
	PKG	288	499	586	840	2178	2796
	SiP/Module	25	207	(257)	(61)	0	0
	MLB	74	(50)	(22)	16	22	9
OPM%	Total	4%	5%	2%	7%	16%	18%
	PKG	6%	10%	12%	13%	20%	18%
	SiP/Module	1%	5%	-10%	-3%	0%	0%
	MLB	5%	-3%	-2%	1%	2%	1%
OP YoY%	Total	-	34%	-74%	425%	208%	28%
	PKG	-	73%	17%	43%	159%	28%
	SiP/Module	-	728%	-224%	-76%	-100%	-
	MLB	-	-168%	-56%	-173%	36%	-61%
OP Contribution	PKG	74%	96%	431%	118%	99%	100%
	SiP/Module	6%	40%	-189%	-9%	0%	0%
	MLB	19%	-10%	-16%	2%	1%	0%

자료: 유안타증권 리서치센터

대덕전자 분기실적 추이 및 전망

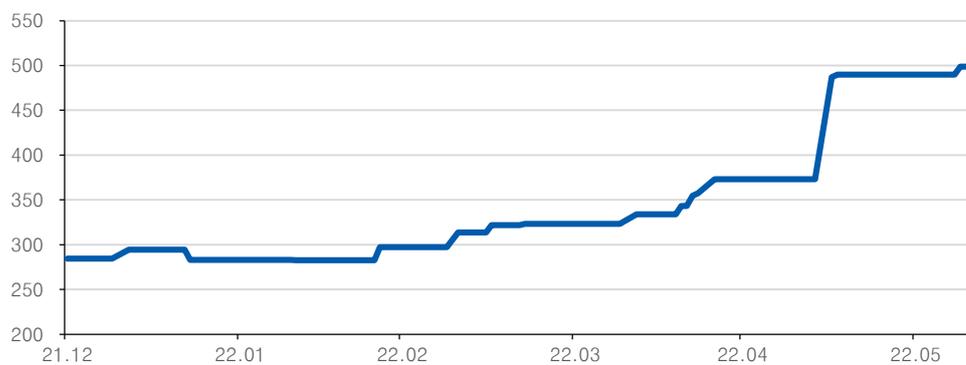
(단위: 억원)

		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22e	3Q22e	4Q22e
Sales	Total	2,361	1,486	2,490	2,230	2,342	2,301	2,557	2,809	3,054	3,390	3,565	3,422
	YoY%	-5%	-46%	-11%	-16%	-1%	55%	3%	26%	30%	47%	39%	22%
	PKG	1,294	1,311	1,431	1,319	1,382	1,567	1,773	2,125	2,519	3,000	3,275	3,172
	SiP/Module	756	570	677	567	590	368	427	346	199	140	90	50
	MLB	311	293	344	335	340	345	340	322	303	250	200	200
OP	Total	109	28	77	-78	55	145	257	257	448	574	604	574
	YoY%	10%	-88%	-21%	-192%	-50%	422%	233%	-429%	721%	295%	135%	123%
	PKG	140	144	172	130	131	177	249	319	439	569	599	570
	SiP/Module	(76)	(57)	(68)	(57)	(60)	(37)	0	0	0	0	2	0
	MLB	(16)	(15)	3	5	(17)	7	10	16	9	5	4	4
OPM%	Total	5%	2%	3%	-4%	2%	6%	10%	9%	15%	17%	17%	17%

자료: 유안타증권 리서치센터

대덕전자 2Q22 영업이익 컨센서스 변화 추이

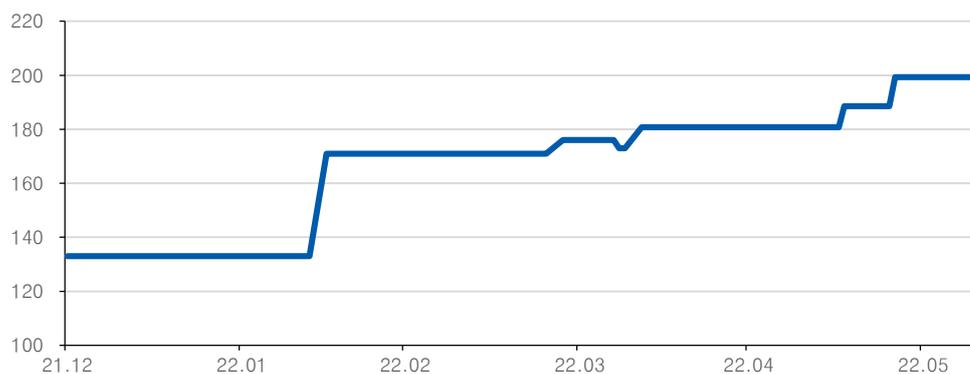
(단위: 억원)



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

대덕전자 2022 연간 영업이익 컨센서스 변화 추이

(단위: 억원)



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

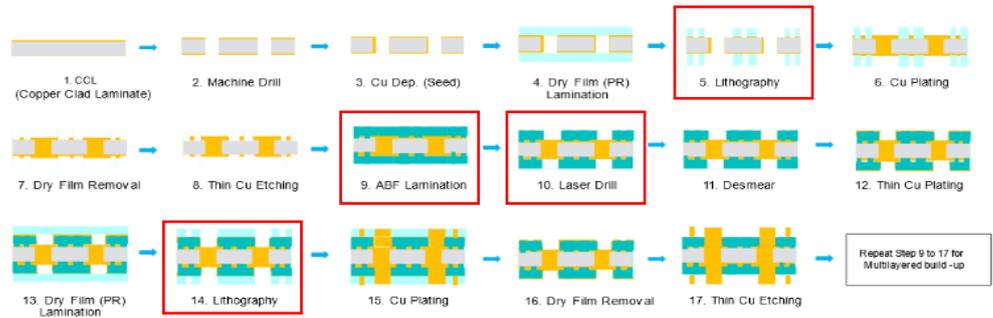
Flip Chip 계열 반도체 패키지기판 주요 기술 변화 트렌드



자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

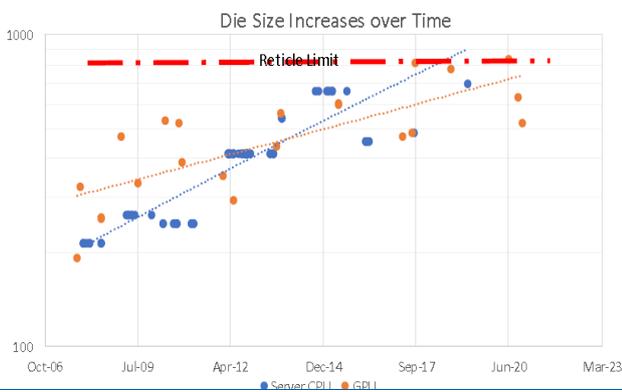
FCBGA 생산 공정 모식도 및 Bottleneck 현황

ABF Substrate Process Flow



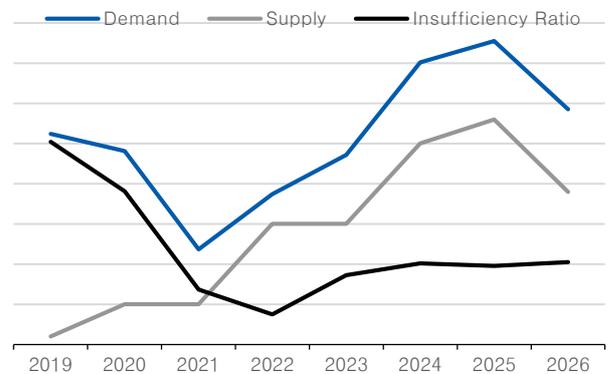
자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

ServerCPU, GPU 사이즈 증가 추이



자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

FCBGA 반도체 패키지기판 수급 전망



자료: 유안타증권 리서치센터 추정

대덕전자 (353200) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	-	-	10,009	13,431	16,789
매출원가	-	-	8,833	10,748	13,381
매출충이익	-	-	1,176	2,683	3,408
판매비	-	-	452	483	604
영업이익	-	-	725	2,200	2,804
EBITDA	-	-	1,735	3,235	3,929
영업외손익	-	-	74	102	104
외환관련손익	-	-	79	87	80
이자손익	-	-	-5	11	19
관계기업관련손익	-	-	0	0	0
기타	-	-	0	3	6
법인세비용차감전순이익	-	-	799	2,301	2,908
법인세비용	-	-	124	553	699
계속사업순이익	-	-	675	1,748	2,209
중단사업순이익	-	-	-44	0	0
당기순이익	-	-	630	1,748	2,209
지배지분순이익	-	-	630	1,748	2,209
포괄순이익	-	-	591	1,764	2,227
지배지분포괄이익	-	-	591	1,764	2,227

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	-	-	2,038	3,764	4,379
당기순이익	-	-	630	1,748	2,209
감가상각비	-	-	973	1,000	1,100
외환손익	-	-	-3	-67	-80
중속, 관계기업관련손익	-	-	0	0	0
자산부채의 증감	-	-	-59	675	780
기타현금흐름	-	-	497	408	368
투자활동 현금흐름	-	-	-1,335	-1,244	-1,247
투자자산	-	-	-19	5	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-	-	-1,295	-1,246	-1,246
유형자산 감소	-	-	4	2	2
기타현금흐름	-	-	-25	-5	-2
재무활동 현금흐름	-	-	-164	-159	-152
단기차입금	-	-	-1	0	0
사채 및 장기차입금	-	-	0	0	0
자본	-	-	0	0	0
현금배당	-	-	-155	-155	-148
기타현금흐름	-	-	-8	-4	-4
연결범위변동 등 기타	-	-	1	-1,000	-1,492
현금의 증감	-	-	540	1,361	1,488
기초 현금	-	-	226	767	2,128
기말 현금	-	-	767	2,128	3,616
NOPLAT	-	-	725	2,200	2,804
FCF	-	-	743	2,517	3,132

자료: 유안타증권-

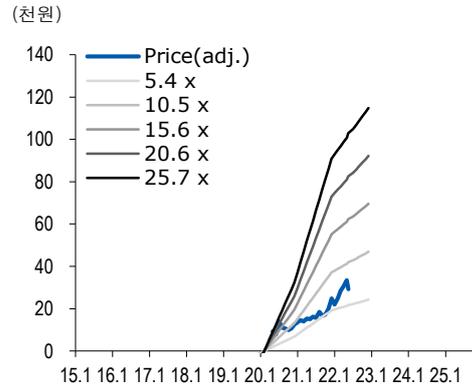
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
유동자산	-	-	3,728	5,673	8,004
현금및현금성자산	-	-	767	2,128	3,616
매출채권 및 기타채권	-	-	1,827	2,170	2,673
재고자산	-	-	1,108	1,359	1,699
비유동자산	-	-	5,682	5,855	5,975
유형자산	-	-	5,393	5,599	5,744
관계기업등 지분관련자산	-	-	0	0	0
기타투자자산	-	-	1	2	2
자산총계	-	-	9,410	11,528	13,979
유동부채	-	-	1,824	2,181	2,570
매입채무 및 기타채무	-	-	1,493	1,702	2,092
단기차입금	-	-	10	10	10
유동성장기부채	-	-	0	0	0
비유동부채	-	-	767	920	920
장기차입금	-	-	0	0	0
사채	-	-	0	0	0
부채총계	-	-	2,591	3,101	3,490
지배지분	-	-	6,819	8,428	10,489
자본금	-	-	258	258	258
자본잉여금	-	-	5,451	5,451	5,451
이익잉여금	-	-	1,108	2,701	4,763
비지배지분	-	-	0	0	0
자본총계	-	-	6,819	8,428	10,489
순차입금	-	-	-770	-2,126	-3,614
총차입금	-	-	12	11	11

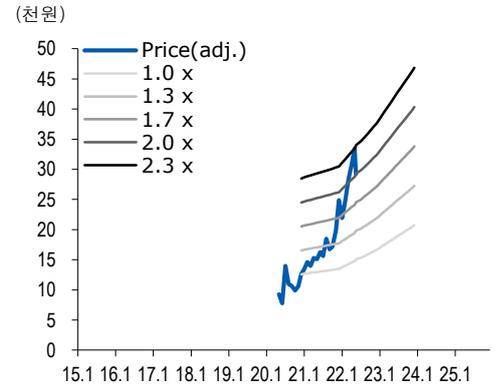
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
EPS	-	-	1,262	3,538	4,471
BPS	-	-	13,237	16,361	20,362
EBITDAPS	-	-	3,369	6,280	7,627
SPS	-	-	19,431	26,073	32,592
DPS	-	-	300	300	300
PER	-	-	13.1	8.3	6.5
PBR	-	-	1.3	1.8	1.4
EV/EBITDA	-	-	4.4	3.9	2.8
PSR	-	-	0.9	1.1	0.9

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	-	-	63.8	34.2	25.0
영업이익 증가율 (%)	-	-	721.5	203.5	27.5
지배순이익 증가율 (%)	-	-	흑전	177.4	26.4
매출충이익률 (%)	-	-	11.8	20.0	20.3
영업이익률 (%)	-	-	7.2	16.4	16.7
지배순이익률 (%)	-	-	6.3	13.0	13.2
EBITDA 마진 (%)	-	-	17.3	24.1	23.4
ROIC	-	-	9.4	24.3	29.0
ROA	-	-	7.2	16.7	17.3
ROE	-	-	9.6	22.9	23.4
부채비율 (%)	-	-	38.0	36.8	33.3
순차입금/자기자본 (%)	-	-	-11.3	-25.2	-34.5
영업이익/금융비용 (배)	-	-	126.8	15,051.8	19,185.1

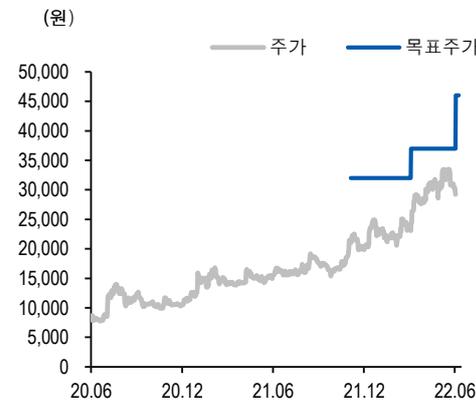
P/E band chart



P/B band chart



대덕전자 (353200) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-06-14	BUY	46,000	1년	-	-
2022-03-16	BUY	37,000	1년	-18.65	-9.46
2021-11-15	BUY	32,000	1년	-30.50	-21.72
2021-08-12	Not Rated	-	1년	-	-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	92.6
Hold(중립)	6.8
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-06-11

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 백길현)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.