

2022. 11. 4



▲ 전기전자/IT부품장비

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 33,000 원

현재주가 (11.3) 25,650 원

상승여력 28.7%

KOSPI 2,329.17pt

시가총액 12,675억원

발행주식수 4,942만주

유동주식비율 67.16%

외국인비중 19.64%

52주 최고/최저가 33,500원/17,450원

평균거래대금 147.5억원

주요주주(%)

대덕 외 9 인 32.84

국민연금공단 8.26

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 20.7 -19.3 47.0

상대주가 11.7 -7.2 87.8

주가그래프



대덕전자 353200

3Q22 Review: 든든한 버팀목

- ✓ 3Q22 영업이익 775억원으로 컨센서스(708억원) +9.5% 상회
- ✓ FC-BGA 포함 Non-Memory향 매출 확대와 우호적인 환율 효과 영향
- ✓ Memory향 제품은 고객사들의 재고조정 및 전방 수요 악화로 인한 부진이 불가피
- ✓ 다만 FC-BGA의 경우 1) 높은 진입 장벽과 2) 전장향이라는 특수성으로 인해 비우호적인 업황에서도 안정적인 공급이 이뤄질 전망
- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 실적 전망치 조정을 반영하여 적정주가 33,000원 하향 제시
- ✓ 다만 FC-BGA 공급 가능 업체인 동사의 상대적인 매력도가 부각될 전망

3Q22 Review: FC-BGA + 환율

3Q22 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 +1.3%, +9.5% 상회했다. Memory향 패키지기판의 재고조정에 의한 출하량 감소를 FC-BGA 포함 Non-Memory향 패키지기판 매출 성장으로 상쇄했다. 여기에 우호적인 환율효과(10원당 월 영업이익 +13억원)로 분기 최초로 20%를 넘는 영업이익률(20.9%)을 기록하였다. 상대적으로 저마진 기판인 FPCB의 사업 철수가 확정되었고 MLB 기판에서도 마진이 낮은 Automotive 매출 감소와 함께 네트워크 매출이 확대되고 있다는 점도 긍정적이다.

뎡목을 저을 노가 남아있다.

4Q22 동사의 영업이익은 603억원(-22.2% QoQ, +124.9% YoY)으로 컨센서스(660억원)를 -8.0% 하회할 전망이다. 3Q22 기준 동사 내 매출 비중 약 52%를 차지하는 Memory향 패키지기판의 부진이 불가피하기 때문이다. 고객사들의 재고고정으로 인한 출하량(Q) 감소와 전방 수요 악화로 인한 평가(P) 하락이 예상된다.

전방산업의 비우호적인 업황으로 인해 2023년 올해와 같은 우호적인 영업 환경이 유지되기는 어려울 전망이다. 다만 동사가 공급하는 FC-BGA의 경우 상황이 다르다. 1) 전세계적으로 FC-BGA 생산 가능한 업체가 소수에 불과하고 2) 생산 가능한 업체들간 공급 시장 차이가 분명하며 3) 엔트리 마켓을 제외하고는 진입장벽이 높다. 특히 동사의 매출 비중이 높은 전장향 제품의 경우 추가 진입을 위해서는 최소 1년 6개월 이상의 신뢰성 테스트 기간이 필요하기 때문에 안정적인 물량 공급이 가능할 전망이다. FC-BGA의 경우 수익성 또한 동사 전사 평균 마진보다 높기 때문에 Memory향 실적 부진에 대한 지속적인 상쇄효과가 예상된다. Memory향 실적 부진을 반영 대덕전자에 대한 적정주가를 33,000원으로 -14.0% 하향조정하나 비우호적인 업황에서 동사의 FC-BGA의 매력도가 부각될 것으로 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	610.9	8.8	-8.7	-284		12,381	-44.4	1.0	9.6	-1.4	26.9
2021	1,000.9	72.5	63.0	1,263	흑전	13,237	19.7	1.9	6.8	9.6	38.0
2022E	1,370.4	244.5	212.1	4,293	240.0	16,876	6.0	1.5	3.0	27.4	40.8
2023E	1,497.0	263.7	218.3	4,417	2.9	20,154	5.8	1.3	2.7	22.9	37.3
2024E	1,609.3	278.8	231.8	4,690	6.2	23,693	5.5	1.1	2.3	20.5	34.1

표1 대덕전자 3Q22P 실적 Review

(십억원)	3Q22P	2Q21	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	371.4	255.7	45.3%	343.0	8.3%	366.5	1.3%	370.8	0.2%
영업이익	77.5	25.7	202.0%	61.9	25.3%	70.8	9.5%	67.2	15.4%
세전이익	95.7	29.8	221.7%	72.0	32.9%	75.1	27.4%	71.7	33.5%
지배주주 순이익	70.5	22.7	209.9%	54.8	28.6%	59.1	19.4%	56.9	23.9%
영업이익률(%)	20.9%	10.0%		18.0%		19.3%		18.1%	
지배주주 순이익률(%)	19.0%	8.9%		16.0%		16.1%		15.3%	

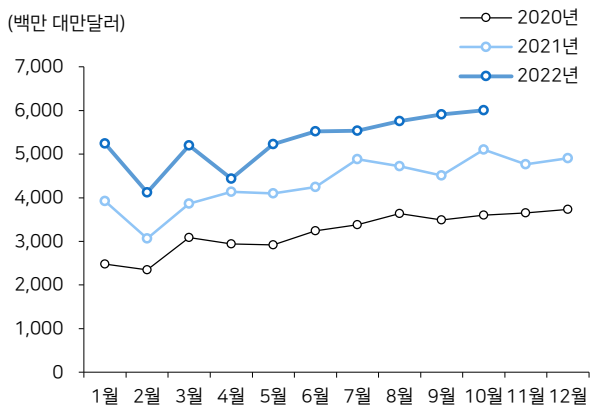
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

표2 대덕전자 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
환율	1,205	1,260	1,337	1,420	1,400	1,375	1,355	1,340	1,144	1,305	1,368
매출액	305.4	343.0	371.4	350.6	362.6	379.5	389.7	365.3	1,000.9	1,370.4	1,497.0
(%, QoQ)	8.7%	12.3%	8.3%	-5.6%	3.4%	4.7%	2.7%	-6.3%			
(%, YoY)	30.7%	48.7%	45.3%	24.8%	18.7%	10.6%	4.9%	4.2%	-	36.9%	9.2%
패키지판	251.9	291.7	330.9	312.0	329.0	343.4	353.8	329.2	684.7	1,186.5	1,355.4
Memory	156.3	178.1	188.2	162.3	164.5	170.0	173.4	159.6	495.6	684.9	667.5
Non-Memory	95.6	113.6	142.7	149.8	164.5	173.4	180.4	169.5	189.1	501.7	687.9
MLB기판	30.3	34.5	34.7	36.9	32.2	34.5	34.4	34.5	134.7	136.4	135.5
FPCB	19.9	14.3	4.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	173.1	38.9	0.0
연결	3.3	2.5	1.1	1.8	1.4	1.6	1.5	1.6	7.4	8.6	6.1
영업이익	44.8	61.9	77.5	60.3	64.4	70.2	68.9	60.3	72.5	244.5	263.7
(%, QoQ)	67.0%	38.2%	25.3%	-22.2%	6.8%	9.0%	-1.8%	-12.5%			
(%, YoY)	567.2%	325.9%	202.0%	124.9%	43.8%	13.4%	-11.1%	0.0%	721.5%	237.4%	7.9%
영업이익률(%)	14.7%	18.0%	20.9%	17.2%	17.8%	18.5%	17.7%	16.5%	7.2%	17.8%	17.6%
세전이익	48.0	72.0	95.7	67.0	69.3	75.1	73.8	65.2	79.9	272.0	283.5
지배주주순이익	36.4	54.8	70.5	51.4	53.0	58.8	57.5	48.9	63.0	212.1	218.3
지배주주순이익률(%)	11.9%	16.0%	19.0%	14.7%	14.6%	15.5%	14.8%	13.4%	6.3%	15.5%	14.6%
주요지표											
FC-BGA 매출액	44.8	56.9	87.8	95.3	101.1	120.7	126.2	131.6	57.6	284.8	479.6
(%패키지기판 내 비중)	17.8%	19.5%	26.5%	30.5%	30.7%	35.2%	35.7%	40.0%	8.4%	24.0%	35.4%

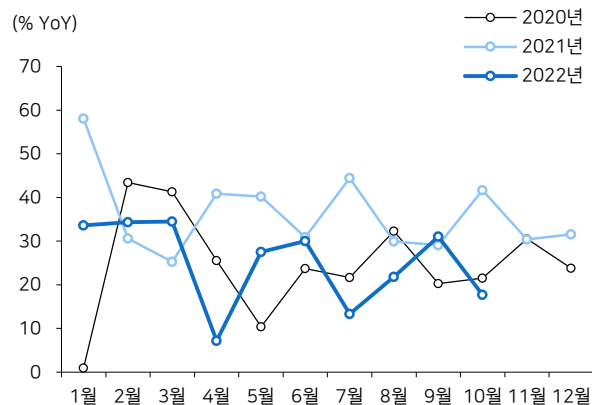
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

그림1 Nanya PCB 월별 매출액



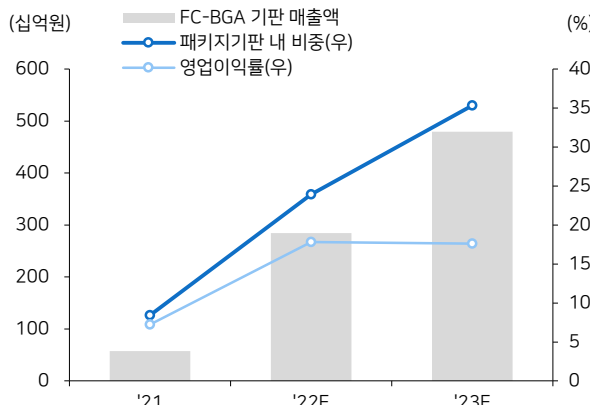
자료: Nanya PCB, 메리츠증권 리서치센터

그림2 Nanya PCB 월별 매출액 YoY 성장률



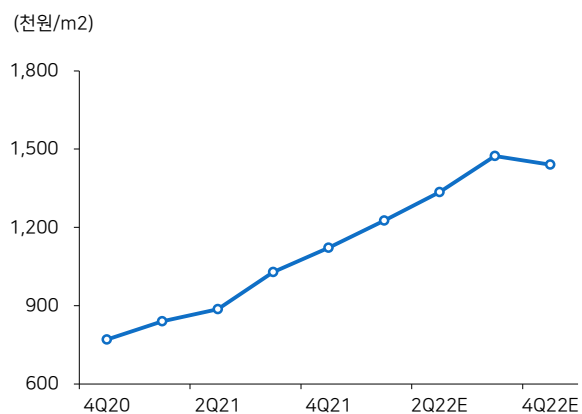
자료: Nanya PCB, 메리츠증권 리서치센터

그림3 대덕전자 FC-BGA 매출액 추이



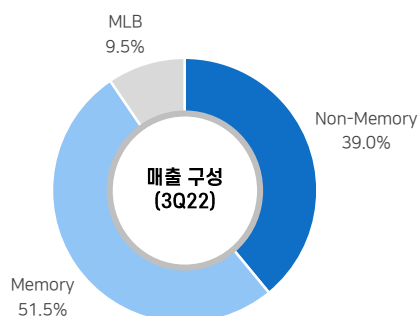
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 Blended ASP 추이



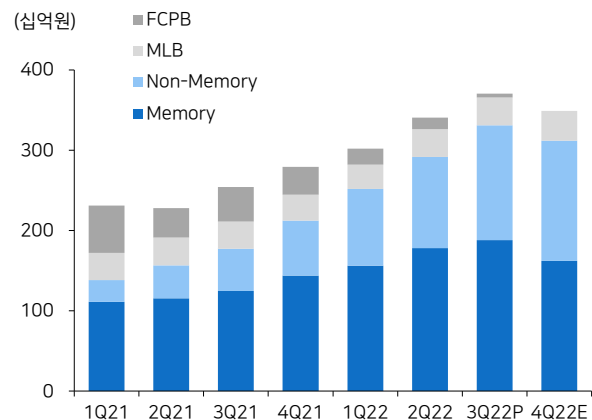
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

그림5 대덕전자 매출 구성



자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

그림6 대덕전자 부문별 매출 전망



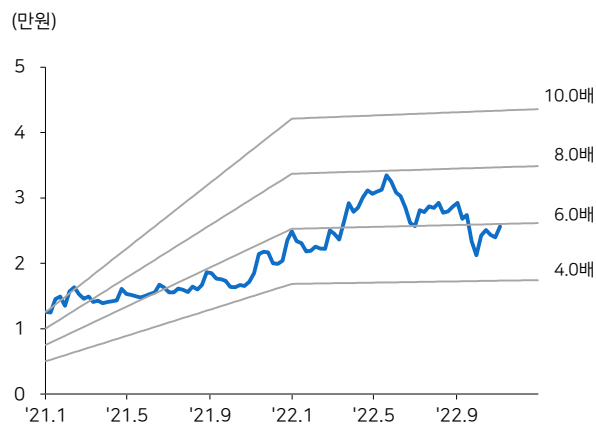
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

표3 대덕전자 적정주가 산정표

(원)	2023E	비고
EPS	4,417	
적정배수 (배)	7.5	글로벌 ABF 반도체기판 업체 평균
적정가치	33,128	
적정주가	33,000	
현재주가	25,650	
상승여력 (%)	28.7%	

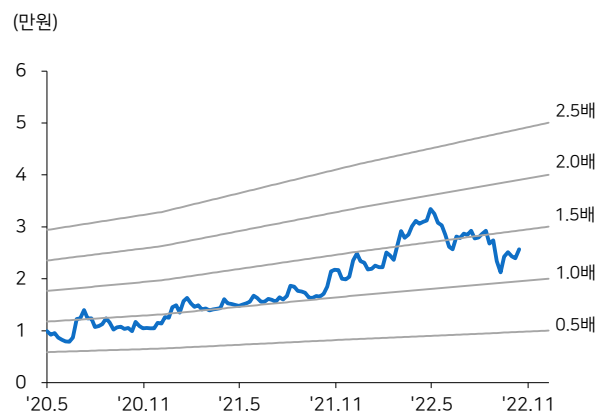
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 대덕전자 PER 밴드



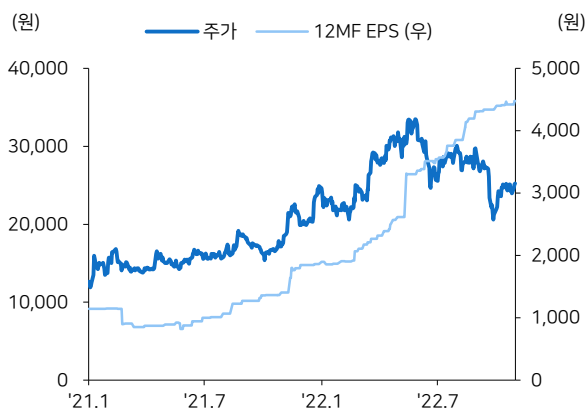
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 대덕전자 PBR 밴드



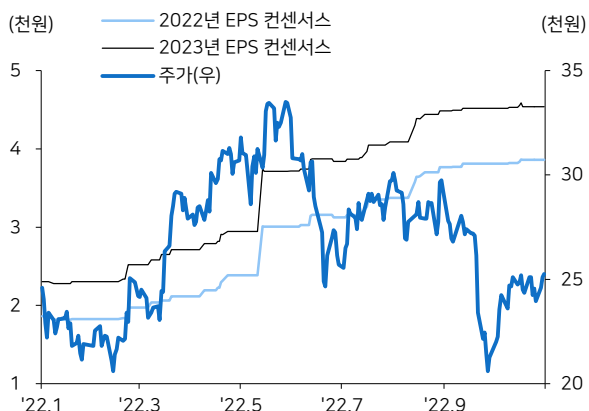
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 대덕전자 EPS 컨센서스와 주가



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 대덕전자 2022년/2023년 컨센서스 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 (353200)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	610.9	1,000.9	1,370.4	1,497.0	1,609.3
매출액증가율 (%)		63.8	36.9	9.2	7.5
매출원가	573.6	883.3	1,062.0	1,150.6	1,225.7
매출총이익	37.3	117.7	308.4	346.4	383.5
판매관리비	28.5	45.2	63.9	82.7	104.7
영업이익	8.8	72.5	244.5	263.7	278.8
영업이익률	1.4	7.2	17.8	17.6	17.3
금융손익	-10.3	7.4	27.5	19.8	22.2
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.2	-0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	-2.7	79.9	272.0	283.5	301.0
법인세비용	-0.6	12.4	59.8	65.2	69.2
당기순이익	-8.7	63.0	212.1	218.3	231.8
지배주주지분 순이익	-8.7	63.0	212.1	218.3	231.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	82.9	203.8	274.1	282.3	320.4
당기순이익(손실)	-8.7	63.0	212.1	218.3	231.8
유형자산상각비	54.8	97.3	107.6	107.3	106.9
무형자산상각비	2.0	3.7	3.8	3.1	2.5
운전자본의 증감	11.4	-5.9	-22.9	-29.4	-4.1
투자활동 현금흐름	-83.8	-133.5	-130.8	-184.3	-164.6
유형자산의증가(CAPEX)	-97.1	-129.5	-170.0	-200.0	-180.0
투자자산의감소(증가)	-0.3	0.2	-0.0	-0.0	-0.0
재무활동 현금흐름	-6.2	-16.4	-15.4	-24.7	-49.4
차입금의 증감	13.8	-12.4	0.1	0.0	0.0
자본의 증가	570.9	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-7.5	54.0	127.9	73.4	106.4
기초현금	30.1	22.6	76.7	204.6	278.0
기말현금	22.6	76.7	204.6	278.0	384.4

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	263.9	372.8	610.0	720.8	860.5
현금및현금성자산	22.6	76.7	204.6	278.0	384.4
매출채권	136.6	167.5	229.3	250.5	269.2
재고자산	92.7	110.8	151.7	165.8	178.2
비유동자산	545.3	568.2	613.7	704.3	775.9
유형자산	522.2	539.3	601.7	694.4	767.5
무형자산	14.2	13.4	10.6	8.6	7.1
투자자산	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
자산총계	809.2	941.0	1,223.7	1,425.2	1,636.4
유동부채	157.6	182.4	249.3	272.3	292.6
매입채무	59.0	65.8	90.0	98.3	105.7
단기차입금	9.1	1.0	1.0	1.0	1.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	13.8	76.8	105.0	114.7	123.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	171.4	259.1	354.4	387.0	415.9
자본금	25.8	25.8	25.8	25.8	25.8
자본잉여금	545.1	545.1	545.1	545.1	545.1
기타포괄이익누계액	-3.2	0.2	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	70.1	110.8	298.3	467.1	649.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	637.8	681.9	869.3	1,038.2	1,220.5

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	18,468	20,255	27,731	30,294	32,565
EPS(지배주주)	-284	1,263	4,293	4,417	4,690
CFPS	2,194	4,281	7,202	7,570	7,856
EBITDAPS	1,984	3,511	7,202	7,570	7,856
BPS	12,381	13,237	16,876	20,154	23,693
DPS	300	300	500	1,000	1,000
배당수익률(%)	2.4	1.2	1.9	3.9	3.9
Valuation(Multiple)					
PER	-44.4	19.7	6.0	5.8	5.5
PCR	5.7	5.8	3.6	3.4	3.3
PSR	0.7	1.2	0.9	0.8	0.8
PBR	1.0	1.9	1.5	1.3	1.1
EBITDA	65.6	173.5	355.9	374.1	388.2
EV/EBITDA	9.6	6.8	3.0	2.7	2.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-1.4	9.6	27.4	22.9	20.5
EBITDA 이익률	10.7	17.3	26.0	25.0	24.1
부채비율	26.9	38.0	40.8	37.3	34.1
금융비용부담률	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	218.1	126.8	2,074.4	2,017.0	1,974.0
매출채권회전율(x)	4.5	6.6	6.9	6.2	6.2
재고자산회전율(x)	6.6	9.8	10.4	9.4	9.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

대덕전자 (353200) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

