

2023. 8. 4



▲ 전기전자/IT부품장비

Analyst **양승수**
02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	34,000 원
현재주가 (8.3)	32,600 원
상승여력	4.3%
KOSPI	2,605.39pt
시가총액	16,110억원
발행주식수	4,942만주
유동주식비율	67.19%
외국인비중	12.28%
52주 최고/최저가	38,400원/18,350원
평균거래대금	403.4억원
주요주주(%)	
대덕 외 7 인	32.81
국민연금공단	12.10

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.4	48.9	8.3
상대주가	2.2	41.7	2.3

주가그래프



대덕전자 353200

숨고르기 필요

- ✓ 2Q23 매출액은 컨센서스에 부합했으나 영업이익 기준 컨센서스를 43.6% 하회
- ✓ DDR5 중심 디램용 메모리 패키지기판의 반등에도 FC-BGA 매출이 부진했기 때문
- ✓ DDR5 비중 확대와 점진적인 FC-BGA 매출 확대는 긍정적이거나, AI 수혜 가능성이 불분명한 상황에서 현 주가는 동사 이익 레벨에서 부담
- ✓ 점진적인 실적 개선을 통한 멀티플 정당화 과정 필요 → 투자의견 Hold 하향 제시

2Q23 Review: 메모리가 반등하니 부진한 비메모리

2Q23 매출액(2,199억원)은 컨센서스에 부합했으나 영업이익(56억원)은 컨센서스를 43.6% 하회했다. DDR5 중심 디램용 메모리 패키지기판의 매출액은 반등했으나 동사 입장에서 고마진의 FC-BGA 매출이 부진했기 때문이다. 1분기 상대적으로 견고했던 전장용 FC-BGA에서도 고객사들의 재고조정이 발생했기 때문으로 파악된다.

아직은 이른 AI 수혜 가능성, 숨고르기 필요

AI 확산에 따른 수혜 기대감으로 동사 주가는 5월 16일 저점(19,980원) 대비 63.3% 상승하였다. 다만 당사는 현재 동사의 경우 AI 확산에 따른 수혜 여부가 불분명하다고 판단한다. 우선 1) FC-BGA의 경우 앞단의 고객사와 바인딩된 물량을 바탕으로 증설이 진행된다. 즉 동사가 투자한 5,400억원을 통해 증설된 FC-BGA Capa는 사용처가 정해져 있다. 향후 HBM향 공급 가능성이 대두되어도 증설이 필요한 상황이기 때문에 시장 기대보다 늦게 실제 공급이 이뤄질 가능성이 높다. 2) 현재 CoWoS향 FC-BGA 기판 공급이 가능한 선두업체들은 악화된 업황에도 공격적인 증설(ex Ibiden 1,900억엔, Unimicron 370억대만달러)을 진행 중이다. 앞서 언급했듯 FC-BGA는 물량이 바인딩된 상황으로 증설이 진행되기 때문에 해당 업체들의 CoWoS향 FC-BGA 내 높은 시장점유율이 유지될 확률이 높다.

투자의견 Hold, 적정주가 34,000원 제시

동사의 실적 회복 시점인 '24년 EPS에 대만 반도체기판 Peer의 '24년 평균 PER을 적용, 적정주가를 34,000원으로 상향한다. 연초 동사에 기대했던 DDR5 비중 확대와 점진적인 FC-BGA 매출 확대는 유효하다. 다만 최근 가파른 주가 상승 과정 속에 대부분 선반영되었기 때문에 점진적인 실적 개선 확인을 통한 고멀티플 정당화 과정이 필요하다고 판단한다. 이에 따라 동사의 투자의견을 Hold로 하향 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,000.9	72.5	63.0	1,263	흑전	13,237	19.7	1.9	6.8	9.6	38.0
2022	1,316.2	232.5	183.9	3,705	193.4	16,598	5.1	1.1	2.4	23.9	39.4
2023E	979.7	62.7	65.8	1,331	-64.1	16,915	24.5	1.9	7.9	7.6	28.8
2024E	1,204.5	148.4	130.1	2,632	97.8	18,480	12.4	1.8	5.2	14.3	31.9
2025E	1,425.2	211.6	181.1	3,665	39.2	21,037	8.9	1.5	4.1	17.8	32.8

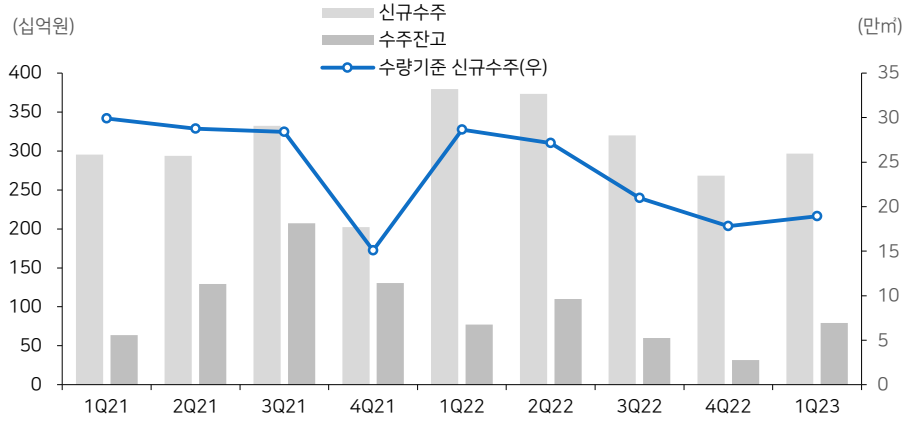
(십억원)	2Q23P	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	219.9	343.0	-35.9%	217.7	1.0%	222.2	-1.0%	217.7	1.0%
영업이익	5.6	61.9	-91.0%	10.3	-45.5%	9.9	-43.6%	10.3	-45.6%
세전이익	10.9	72.0	-84.8%	14.1	-22.2%	13.8	-20.4%	10.2	7.3%
지배주주 순이익	5.7	54.8	-89.6%	11.2	-49.0%	8.3	-30.7%	4.7	21.7%
영업이익률(%)	2.5%	18.0%		4.7%		4.5%		4.7%	
지배주주 순이익률(%)	2.6%	16.0%		5.2%		3.7%		2.2%	

자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율	1,205	1,260	1,338	1,359	1,268	1,315	1,283	1,260	1,290	1,281	1,235
매출액	305.4	343.0	371.4	296.4	217.7	219.9	251.2	290.9	1,316.1	979.7	1,204.5
(%, QoQ)	8.7%	12.3%	8.3%	-20.2%	-26.6%	1.0%	14.3%	15.8%			
(%, YoY)	30.7%	48.7%	45.3%	5.5%	-28.7%	-35.9%	-32.4%	-1.9%	31.5%	-25.6%	22.9%
패키지판	251.9	291.7	330.9	254.1	180.8	191.3	221.1	258.3	1,128.6	851.5	1,067.8
Memory	156.3	178.2	188.2	132.5	88.0	115.9	137.3	157.8	655.2	499.0	636.8
Non-Memory	95.7	113.6	142.6	121.5	92.7	75.4	83.8	100.5	473.4	352.4	431.0
MLB기판	30.3	34.5	34.7	39.5	35.4	28.1	30.1	32.6	139.0	126.2	136.2
FPCB	23.2	16.8	5.8	2.8	1.5	0.5	0.0	0.0	48.6	2.0	0.0
영업이익	44.8	61.9	77.5	48.3	10.3	5.6	19.6	27.3	232.5	62.7	148.4
(%, QoQ)	67.0%	38.2%	25.3%	-37.7%	-78.7%	-45.5%	249.8%	39.2%			
(%, YoY)	-51.0%	366.0%	202.0%	80.2%	-77.1%	-91.0%	-74.7%	-43.6%	220.8%	-73.0%	136.5%
영업이익률 (%)	14.7%	18.0%	20.9%	16.3%	4.7%	2.5%	7.8%	9.4%	17.7%	6.4%	12.3%
주요지표											
FC-BGA 매출액	44.8	56.9	87.8	83.4	70.4	50.2	60.7	76.0	272.9	257.3	388.6
(%패키지판 내 비중)	17.8%	19.5%	26.5%	32.8%	38.9%	26.2%	27.4%	29.4%	24.2%	30.2%	36.4%

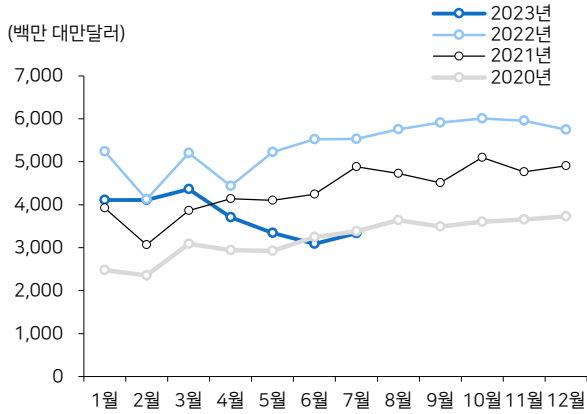
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

그림1 대덕전자 수주 현황 추이



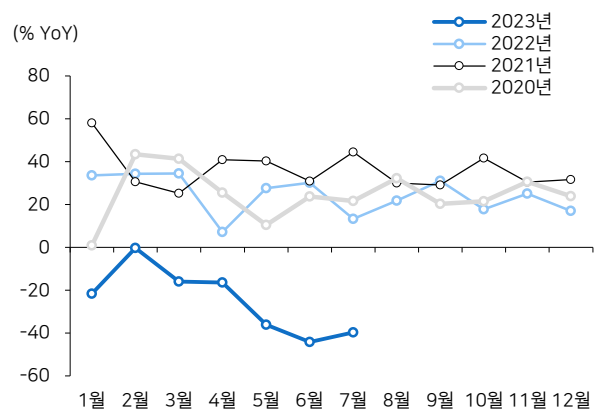
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

그림2 Nanya PCB 월별 매출액



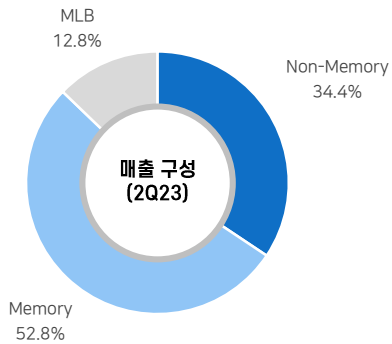
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 Nanya PCB YoY 성장률



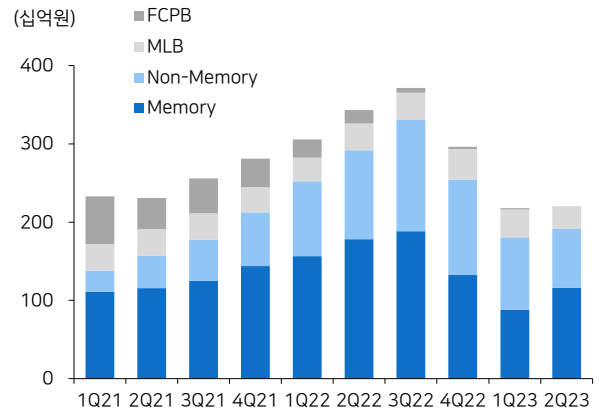
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 대덕전자 매출 구성



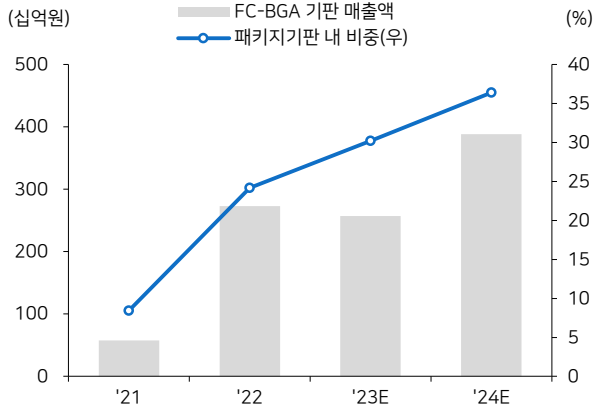
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

그림5 대덕전자 부문별 매출 추이



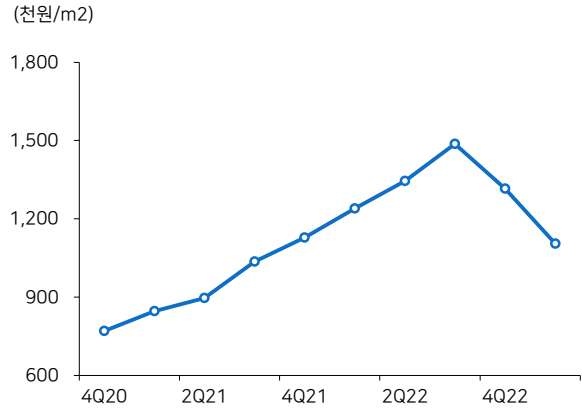
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

그림6 대덕전자 FC-BGA 매출액 전망



자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

그림7 대덕전자 Blended ASP 추이



자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

표3 대덕전자 적정주가 산정표

(원)	값	비고
EPS	2,632	2024E EPS
적정배수 (배)	13.1	대만 ABF 반도체기판 업체 평균
적정가치	34,478	
적정주가	34,000	
현재주가	32,600	
상승여력 (%)	4.3%	

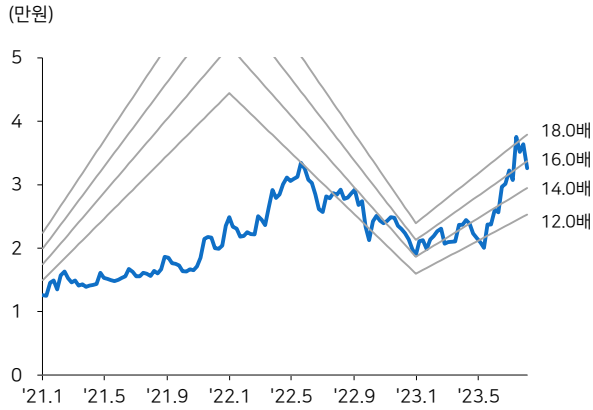
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 글로벌 Package Substrate Peer valuation

Package Substrate	PER(배)		PBR(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액		영업이익		EV/EBITDA(배)		시가총액 (백만달러)
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	
대덕전자	24.5	12.4	1.9	1.8	-64.1	97.8	7.6	14.3	979	1,205	63	148	7.9	5.2	1,238
코리아씨키트	27.8	6.7	1.0	0.9	-74.9	314.0	3.1	11.8	1,463	1,662	15	82	N/A	N/A	317
심텍	N/A	9.3	1.9	1.6	적전	흑전	-1.6	18.8	1,073	1,299	-12	160	14.3	4.0	842
해성디에스	10.8	8.9	2.2	1.8	-29.4	20.8	22.7	22.5	772	873	137	170	6.0	4.8	934
Ibiden	31.4	22.0	2.7	2.4	-29.5	42.2	9.0	11.5	2,849	3,276	408	557	11.7	8.0	8,671
Shinko	22.2	16.5	2.9	2.5	-36.4	34.4	14.3	16.0	1,898	2,209	379	506	8.2	6.0	5,753
Nanya PCB	20.1	12.4	3.2	2.9	-60.4	58.4	16.2	26.1	1,512	1,895	323	531	10.2	6.9	5,139
Kinsus	39.4	13.5	1.5	1.4	-83.1	184.7	4.9	10.7	946	1,160	71	179	8.1	5.2	1,559
Unimicron	21.4	13.5	3.1	2.6	-60.7	60.9	14.2	21.6	3,440	4,285	414	834	9.5	6.2	8,680

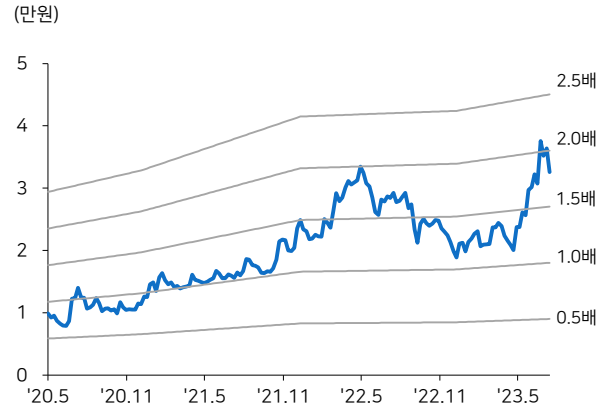
주: 대덕전자는 당사 추정치, 기타 업체는 Bloomberg 컨센서스 기준
 국내업체는 십억원, 해외업체는 백만달러 기준.
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 대덕전자 PER 밴드



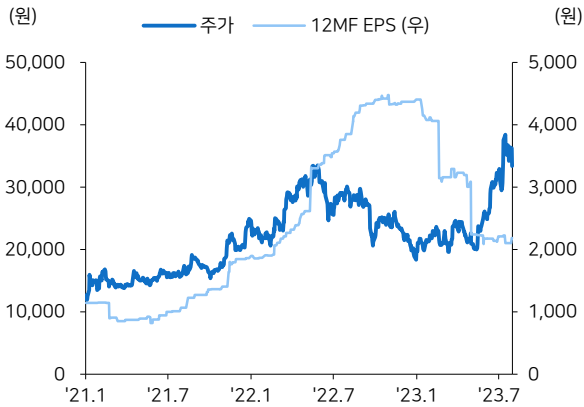
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 대덕전자 PBR 밴드



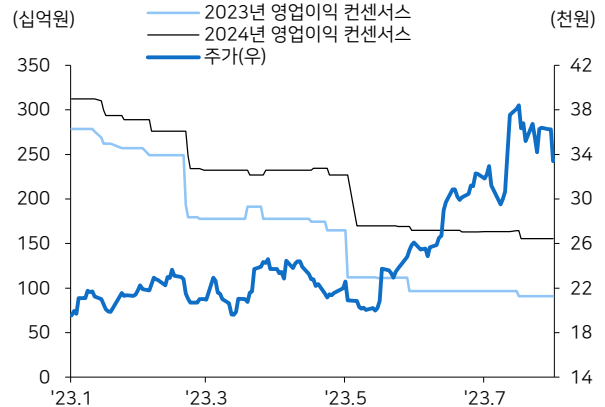
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 대덕전자 EPS 컨센서스와 주가



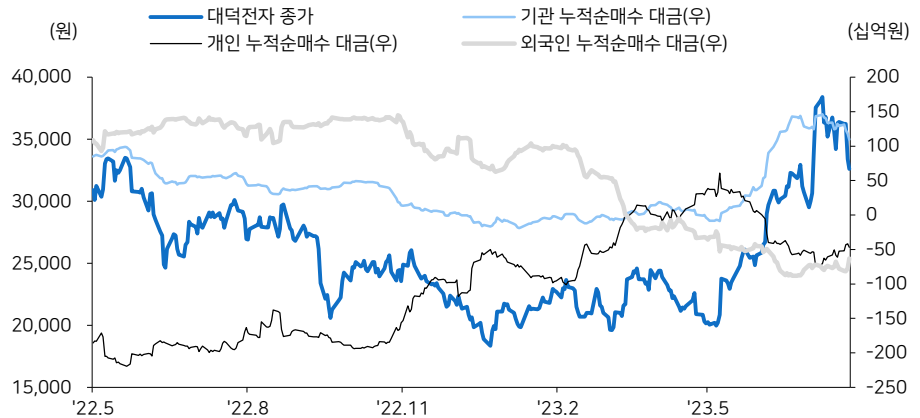
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 대덕전자 영업이익의 컨센서스와 주가



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 대덕전자 수급 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 (353200)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,000.9	1,316.2	979.7	1,204.5	1,425.2
매출액증가율(%)	63.8	31.5	-25.6	22.9	18.3
매출원가	883.3	1,019.3	859.8	979.4	1,113.9
매출총이익	117.7	296.9	119.9	225.1	311.3
판매관리비	45.2	64.3	57.2	76.7	99.7
영업이익	72.5	232.5	62.7	148.4	211.6
영업이익률(%)	7.2	17.7	6.4	12.3	14.8
금융손익	7.4	9.4	21.6	18.4	20.6
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.0	2.6	0.0	0.0	0.0
세계계속사업이익	79.9	244.5	84.3	166.8	232.2
법인세비용	12.4	60.6	18.6	36.7	51.1
당기순이익	63.0	183.9	65.8	130.1	181.1
지배주주지분 손이익	63.0	183.9	65.8	130.1	181.1

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	372.8	498.1	359.7	452.6	612.9
현금및현금성자산	76.7	122.4	80.0	108.7	206.0
매출채권	167.5	189.0	140.7	173.0	204.7
재고자산	110.8	120.2	89.5	110.0	130.2
비유동자산	568.2	693.7	762.4	803.0	826.3
유형자산	539.3	641.4	713.5	756.3	781.1
무형자산	13.4	12.1	8.8	6.6	5.1
투자자산	0.1	6.0	6.0	6.0	6.0
자산총계	941.0	1,191.8	1,122.1	1,255.6	1,439.2
유동부채	182.4	265.0	192.4	236.4	279.5
매입채무	65.8	37.0	27.6	33.9	40.1
단기차입금	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
유동성장기부채	0.0	6.8	0.0	0.0	0.0
비유동부채	76.8	71.7	58.3	67.3	76.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	19.0	19.0	19.0	19.0
부채총계	259.1	336.8	250.7	303.6	355.6
자본금	25.8	25.8	25.8	25.8	25.8
자본잉여금	545.1	545.1	545.1	545.1	545.1
기타포괄이익누계액	0.2	1.0	1.0	1.0	1.0
이익잉여금	110.8	283.1	299.5	380.1	511.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	681.9	855.0	871.3	952.0	1,083.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	203.8	293.6	154.7	252.8	291.4
당기순이익(손실)	63.0	183.9	65.8	130.1	181.1
유형자산상각비	97.3	100.4	127.9	137.2	125.2
무형자산상각비	3.7	4.4	4.3	3.2	2.5
운전자본의 증감	-5.9	-63.2	-24.7	-2.7	-2.7
투자활동 현금흐름	-133.5	-258.8	-169.5	-174.7	-144.7
유형자산의증가(CAPEX)	-129.5	-204.8	-200.0	-180.0	-150.0
투자자산의감소(증가)	0.2	-5.9	0.0	-0.0	-0.0
재무활동 현금흐름	-16.4	12.2	-27.5	-49.4	-49.4
차입금의 증감	-12.4	25.9	-6.9	0.1	0.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	54.0	45.7	-42.4	28.7	97.3
기초현금	22.6	76.7	122.4	80.0	108.7
기말현금	76.7	122.4	80.0	108.7	206.0

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	20,255	26,634	19,824	24,373	28,840
EPS(지배주주)	1,263	3,705	1,331	2,632	3,665
CFPS	4,281	7,815	3,945	5,843	6,866
EBITDAPS	3,511	6,826	3,945	5,843	6,866
BPS	13,237	16,598	16,915	18,480	21,037
DPS	300	400	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	1.2	2.1	3.1	3.1	3.1
Valuation(Multiple)					
PER	19.7	5.1	24.5	12.4	8.9
PCR	5.8	2.4	8.3	5.6	4.7
PSR	1.2	0.7	1.6	1.3	1.1
PBR	1.9	1.1	1.9	1.8	1.5
EBITDA(십억원)	173.5	337.3	194.9	288.7	339.3
EV/EBITDA	6.8	2.4	7.9	5.2	4.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.6	23.9	7.6	14.3	17.8
EBITDA 이익률	17.3	25.6	19.9	24.0	23.8
부채비율	38.0	39.4	28.8	31.9	32.8
금융비용부담률	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	126.8	362.8	53.0	133.0	189.2
매출채권회전율(x)	6.6	7.4	5.9	7.7	7.5
재고자산회전율(x)	9.8	11.4	9.3	12.1	11.9

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

대덕전자 (353200) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

