

2023.11.6



Company Analysis | 테크 미드/스몰캡

Analyst 차용호

02 3779 8446 _
eunyeon9569@ebestsec.co.kr**Hold** (유지)

목표주가 (하향)	26,000 원
현재주가	22,150 원
상승여력	17.4 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI (11/03)	2,368.34 pt
시가총액	10,946 억원
발행주식수	49,417 천주
52 주 최고가/최저가	38,400 / 18,350 원
90 일 일평균거래대금	179.87 억원
외국인 지분율	10.3%
배당수익률(23.12E)	1.4%
BPS(23.12E)	16,782 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -11.5% 6 개월 3.3% 12 개월 -15.3%
주주구성	대덕 (외 8 인) 32.8% 국민연금공단 (외 1 인) 11.8% 김성욱 (외 1 인) 0.0%

Stock Price



대덕전자 (353200)

아쉬운 엇박자

매출액은 부합했으나 영업이익은 하회

3Q23 잠정실적은 매출액 2,378억원(-36.0%YoY, +8.1%QoQ), 영업이익 14억원(-98.2%YoY, -75.2%QoQ)으로 컨센서스 매출액 2,464억원에는 부합했으나 영업이익 139억원을 크게 하회했다. 매출액은 DDR5의 견조한 수요로 메모리 패키지기판이 +13%QoQ 증가하며 우려 대비 양호한 실적을 기록했다. 하지만 영업이익은 장기 재고 충당금 30억원 및 기존 4Q마다 반영되던 일회성 비용 50억원이 3Q23에 인식되었으며 패키지기판 중 절반 이상을 구성하는 전장향 수요의 약세에 따라 크게 하회했다.

아쉬운 엇박자

2024년 실적은 매출액 1조 929억원(+18.5%YoY), 영업이익 918억원(+218.2%YoY, OPM 8.5%)으로 추정한다. DDR5향 매출이 빠르게 성장(1Q23 200억원 → 2Q23 400 억원 → 3Q23 600억원 → 4Q23E 700억원 이상)함에 따라 매출액은 지속적으로 회복되고 있으나 영업이익률은 비메모리 패키지기판의 실적 부진으로 인해 크게 개선세가 나타나고 있지 않다. 패키지기판 업체들은 2022년과 2023년에 걸쳐 공격적인 투자를 했지만 수요 부진으로 인해 심각한 과잉 공급상황을 겪고 있다. 이에 따라 글로벌 패키지기판 업체들의 2024년 Capex는 \$4.2Bil로 -16.4%YoY 감소할 전망이다. 대덕전자도 2023년 Capex를 감축(2023E Capex 2,000억원 → 1,000억원)하며 Capa 확장을 지연하고 있지만 단기간 내 업황의 회복은 어려울 것이다. 그 동안 부진했던 메모리 패키지기판이 회복되고 있는 가운데 비메모리 패키지기판의 부진이 아쉬운 상황이다.

투자의견 Hold 유지, 목표주가 26,000원 하향 조정

투자의견 Hold를 유지하며 목표주가는 실적추정치 하향조정에 따라 26,000원으로 -18.8% 하향한다. 현 주가는 12M Fwd P/E 15.9x로 고점 대비 35% 하락했다. 비메모리 패키지기판의 실적은 저점을 지나고 있는 것으로 예상되지만 반등의 시점을 예상하기에는 이른 상황이다. 또한 메모리 공급사들의 서버용 DRAM의 4Q23 DDR5 Bit Ratio 목표는 50%로 메모리향 패키지기판의 실적 개선은 4Q23까지 지속될 것이지만 수요 측면에서 예상되는 DDR5 Bit Ratio는 35~40%에 불과하다. 비메모리향 매출의 회복 시점까지 메모리향 실적 개선세가 유지되지 않을 가능성도 존재한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,001	1,316	922	1,093	1,336
영업이익	72	233	29	93	207
순이익	63	184	31	78	171
EPS (원)	1,262	3,709	618	1,558	3,457
증감률 (%)	흑전	193.8	-83.3	152.1	121.9
PER (x)	19.7	5.1	35.8	14.2	6.4
PBR (x)	1.9	1.1	1.3	1.2	1.1
영업이익률 (%)	7.2	17.7	3.2	8.5	15.5
EBITDA 마진 (%)	17.3	25.6	16.5	18.2	23.5
ROE (%)	9.6	23.9	3.6	8.7	17.1

주: IFRS 연결 기준

자료: 대덕전자, 이베스트 투자증권 리서치센터

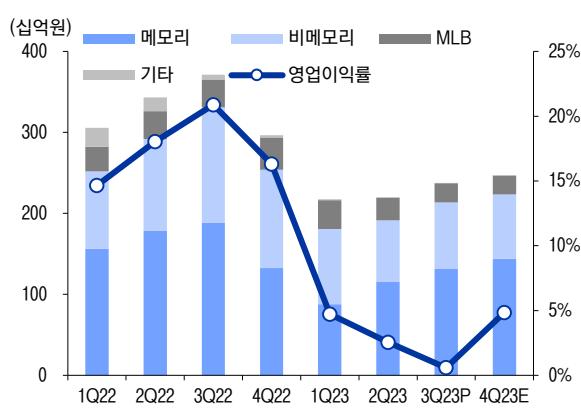
표1 대덕전자 매출액 추이 및 전망

			1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E		
매출액	패키지기판	메모리	156.3	178.2	188.2	132.5	88.0	115.9	131.4	144.1	655.2	479.5	612.1		
		비메모리	95.7	113.6	142.6	121.5	92.7	75.4	82.2	79.2	473.4	329.5	373.0		
		FC-BGA	44.8	56.9	87.8	83.4	70.5	50.2	54.0	55.3	272.9	230.0	315.0		
		TTL	252.0	291.8	330.8	254.0	180.7	191.3	213.6	223.3	1,128.6	809.0	985.1		
	MLB		30.3	34.5	34.7	39.7	35.4	28.1	23.6	23.3	139.2	110.4	107.2		
	기타		23.2	16.8	5.8	2.8	1.5	0.5	0.6	0.5	48.6	3.1	0.6		
	Total		305.5	343.1	371.3	296.5	217.6	219.9	237.8	247.1	1,316.4	922.4	1,092.9		
	매출비중	메모리	51%	52%	51%	45%	40%	53%	55%	58%	50%	52%	56%		
		비메모리	31%	33%	38%	41%	43%	34%	35%	32%	36%	36%	34%		
		FC-BGA	15%	17%	24%	28%	32%	23%	23%	22%	21%	25%	29%		
		TTL	82%	85%	89%	86%	83%	87%	90%	90%	86%	88%	90%		
증가율 (QoQ/YoY)	패키지기판	MLB	10%	10%	9%	13%	16%	13%	10%	9%	11%	12%	10%		
		기타	8%	5%	2%	1%	1%	0%	0%	0%	4%	0%	0%		
		Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%		
		메모리	9%	14%	6%	-30%	-34%	32%	13%	10%	32%	-27%	28%		
		비메모리	39%	19%	26%	-15%	-24%	-19%	9%	-4%	149%	-30%	13%		
		FC-BGA	53%	27%	54%	-5%	-15%	-29%	8%	2%	330%	-16%	37%		
		TTL	19%	16%	13%	-23%	-29%	6%	12%	5%	64%	-28%	22%		
	MLB		-6%	14%	1%	14%	-11%	-21%	-16%	-1%	3%	-21%	-3%		
	기타		-36%	-28%	-65%	-52%	-46%	-67%	20%	-17%	-73%	-94%	-81%		
	Total		8.8%	12.3%	8.2%	-20.1%	-26.6%	1.1%	8.1%	3.9%	31.5%	-29.9%	18.5%		
영업이익			44.8	61.9	77.5	48.3	10.3	5.6	1.4	12.0	232.5	29.2	93.1		
QoQ/YoY			67%	38%	25%	-38%	-79%	-45%	-75%	761%	221%	-87%	218%		
영업이익률			14.7%	18.0%	20.9%	16.3%	4.7%	2.6%	0.6%	4.8%	17.7%	3.2%	8.5%		

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: FC-BGA 매출액은 비메모리 매출액에 포함

그림1 대덕전자 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 FC-BGA 매출액 및 비중 추이



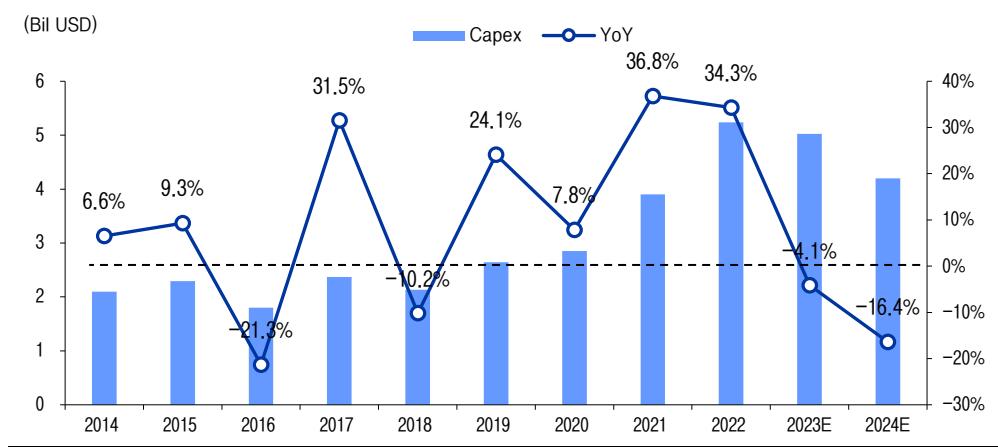
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 실적 변경 내역

(단위: 십억원)		2Q23P			3Q23E			2024E		
		수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이
매출액	패키지기판	217.9	213.6	-2%	245.5	223.3	-9%	1,083.2	985.1	-9%
	MLB	37.5	23.6	-37%	39.9	23.3	-42%	140.1	107.2	-23%
	기타	0.7	0.6	-14%	0.5	0.5	0%	0.6	0.6	0%
	합계	256.1	237.8	-7%	285.9	247.148	-14%	1,223.9	1,092.9	-11%
매출 비중	패키지기판	85%	90%	5%	86%	90%	4%	89%	90%	2%
	MLB	15%	10%	-5%	14%	9%	-5%	11%	10%	-2%
	기타	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	합계	100%	100%	0%	100%	100%	0%	100%	100%	0%
QoQ / YoY	패키지기판	14%	12%	-2%	13%	5%	-8%	30%	22%	-8%
	MLB	34%	-16%	-50%	6%	-1%	-7%	-1%	-3%	-2%
	기타	40%	20%	-20%	-29%	-17%	12%	-81%	-81%	1%
	합계	16%	8%	-8%	12%	4%	-8%	25%	18%	-6%
영업이익		18.6	1.4	-93%	25.3	12.0	-53%	145.0	93.1	-36%
QoQ / YoY		232%	-75%	-308%	36%	761%	725%	142%	218%	76%
영업이익률		7%	1%	-7%	9%	5%	-4%	12%	9%	-3%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 글로벌 패키지 기판 Capex 추이 및 전망



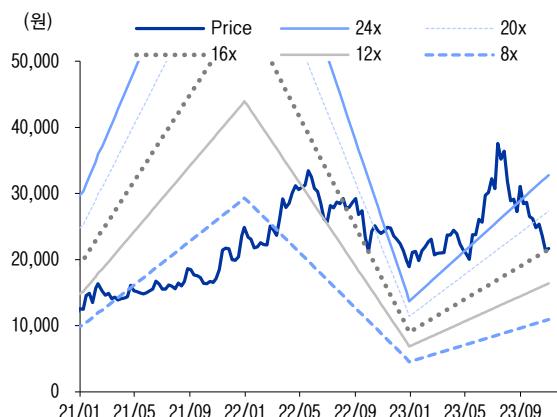
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 대덕전자 목표주가 산출

분류		비고
EPS	1,558원	2024년 예상 EPS 기준
Target P/E	16.9x	유니마이크론, 난야PCB, 교세라의 2024년 예상 PER 적용
목표주가	26,000원	1,000원 미만 반올림
현재주가	22,150	11월 3일 기준
상승여력	17.4%	

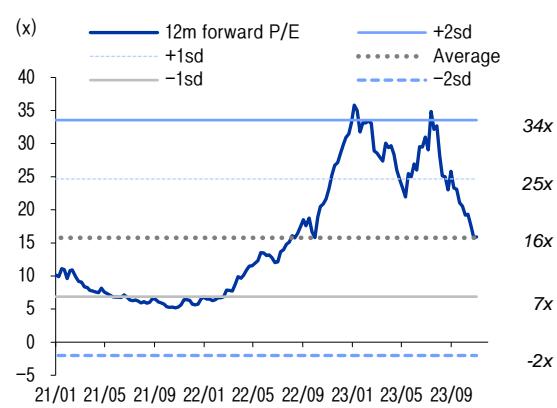
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 12M Fwd P/E 밴드



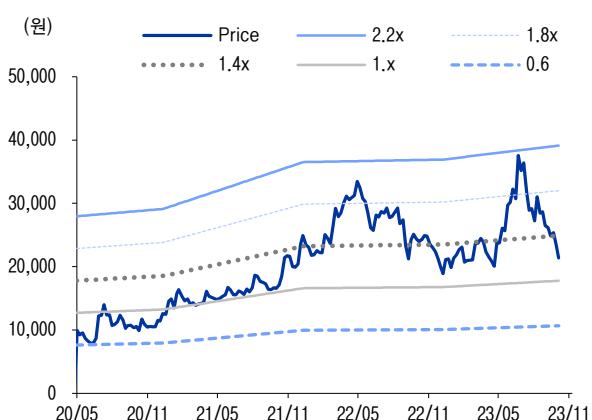
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 12M Fwd P/E 표준편차



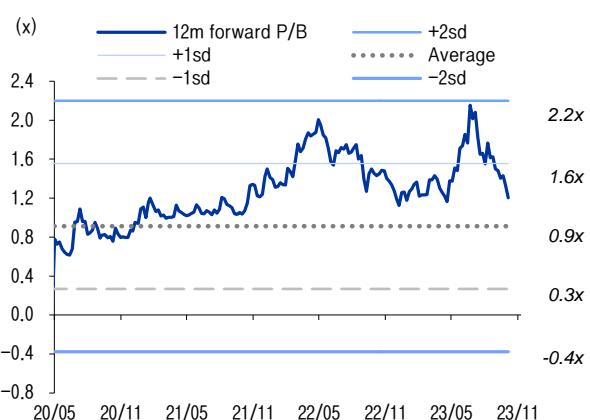
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 12M Fwd P/B 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 12M Fwd P/B 표준편차



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 글로벌 기판 업체 Valuation Table

(단위: Mil USD)	매출액	영업이익	영업이익률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EPS (\$)	BPS (\$)	ROE (%)
Ibiden	2022	3,572	631	17.7	20.5	2.3	2.6	21.5
	2023E	3,055	509	16.7	19.4	2.3	2.6	21.6
	2024E	2,662	369	13.9	24.5	2.1	1.8	21.7
신코 전기공업	2022	2,422	636	26.3	15.0	3.9	3.5	12.3
	2023E	2,174	582	26.8	12.6	2.8	3.1	14.0
	2024E	1,615	278	17.2	23.6	2.6	1.5	13.6
유니마이크론	2022	4,715	1,281	27.2	6.0	2.1	0.7	1.9
	2023E	3,271	334	10.2	19.8	2.6	0.2	1.8
	2024E	4,016	681	17.0	13.0	2.3	0.4	2.1
난야PCB	2022	2,170	791	36.5	7.6	2.7	1.0	2.7
	2023E	1,354	223	16.5	23.9	3.2	0.3	2.2
	2024E	1,664	380	22.9	14.7	2.9	0.5	2.5
삼성전기	2022	7,315	918	12.6	9.8	1.3	10.1	82.4
	2023E	6,494	517	8.0	20.1	1.3	4.9	76.0
	2024E	7,202	773	10.7	13.1	1.2	7.6	81.9
킨서스	2022	16,377	1,326	8.1	16.7	0.9	3.7	65.8
	2023E	14,944	942	6.3	22.0	1.0	2.7	61.4
	2024E	13,374	824	6.2	22.7	0.9	2.3	57.8
킨서스	2022	1,397	334	23.9	6.5	1.4	0.5	2.5
	2023E	828	33	3.9	n/a	1.4	-0.0	2.2
	2024E	1,010	125	12.4	17.3	1.3	0.2	2.4

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 글로벌 기판 업체 주가 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

대덕전자 (353200)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	373	498	499	553	717
현금 및 현금성자산	77	122	182	207	299
매출채권 및 기타채권	183	204	169	184	225
재고자산	111	120	128	140	171
기타유동자산	3	52	21	21	22
비유동자산	568	694	655	681	712
관계기업투자등	0	6	6	6	7
유형자산	539	641	608	630	658
무형자산	13	12	14	17	18
자산총계	941	1,192	1,154	1,234	1,429
유동부채	182	265	211	226	263
매입채무 및 기타채무	149	166	140	153	187
단기금융부채	1	8	8	8	8
기타유동부채	32	91	63	65	68
비유동부채	77	72	78	81	83
장기금융부채	0	19	16	16	16
기타비유동부채	77	53	62	65	67
부채총계	259	337	289	307	346
지배주주지분	682	855	864	927	1,083
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	545	545	545	545	545
이익잉여금	111	283	293	356	512
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	682	855	864	927	1,083

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	204	294	133	173	246
당기순이익(손실)	63	184	31	78	171
비현금수익비용가감	149	202	119	108	110
유형자산감가상각비	97	100	118	102	102
무형자산상각비	4	4	4	3	5
기타현금수익비용	47	92	-8	3	3
영업활동 자산부채변동	-6	-63	-17	-12	-36
매출채권 감소(증가)	-31	-31	21	-15	-41
재고자산 감소(증가)	-30	-21	-18	-12	-31
매입채무 증가(감소)	9	-29	35	13	34
기타자산, 부채변동	46	17	-56	2	2
투자활동 현금흐름	-134	-259	-55	-132	-138
유형자산처분(취득)	-129	-201	-100	-124	-130
무형자산 감소(증가)	-2	-3	-6	-7	-7
투자자산 감소(증가)	0	-6	43	-1	-1
기타투자활동	-2	-49	7	-1	-1
재무활동 현금흐름	-16	12	-19	-15	-15
차입금의 증가(감소)	-1	28	-4	0	0
자본의 증가(감소)	-15	-15	-15	-15	-15
배당금의 지급	15	15	-15	-15	-15
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	54	46	59	26	92
기초현금	23	77	122	182	207
기말현금	77	122	182	207	299

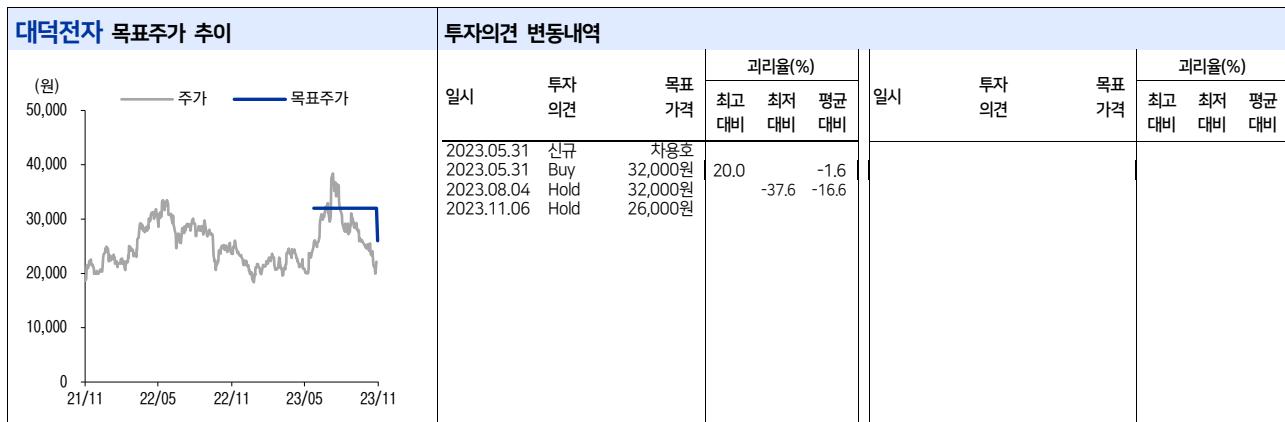
자료: 대덕전자, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,001	1,316	922	1,093	1,336
매출원가	883	1,019	801	896	1,069
매출총이익	118	297	122	197	267
판매비 및 관리비	45	64	93	104	60
영업이익	72	233	29	93	207
(EBITDA)	174	337	152	199	314
금융손익	7	10	8	-1	-1
이자비용	1	1	1	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	2	-1	2	3
세전계속사업이익	80	245	36	95	209
계속사업법인세비용	12	61	5	17	38
계속사업이익	67	184	31	78	171
중단사업이익	-4	0	0	0	0
당기순이익	63	184	31	78	171
지배주주	63	184	31	78	171
총포괄이익	66	184	31	78	171
매출총이익률 (%)	11.8	22.6	13.2	18.0	20.0
영업이익률 (%)	7.2	17.7	3.2	8.5	15.5
EBITDA 마진률 (%)	17.3	25.6	16.5	18.2	23.5
당기순이익률 (%)	6.3	14.0	3.4	7.1	12.8
ROA (%)	7.2	17.2	2.7	6.5	12.9
ROE (%)	9.6	23.9	3.6	8.7	17.1
ROIC (%)	9.9	26.7	3.6	10.7	22.3

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	19.7	5.1	35.8	14.2	6.4
P/B	1.9	1.1	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.8	2.4	6.2	4.6	2.6
P/CF	6.1	2.5	7.6	6.1	4.1
배당수익률 (%)	1.2	1.6	1.4	1.4	1.4
성장성 (%)					
매출액	63.8	31.5	-29.9	18.5	22.2
영업이익	721.5	220.9	-87.4	218.2	122.5
세전이익	흑전	206.2	-85.2	160.7	120.9
당기순이익	흑전	191.8	-83.1	149.0	120.9
EPS	흑전	193.8	-83.3	152.1	121.9
안정성 (%)					
부채비율	38.0	39.4	33.5	33.2	32.0
유동비율	204.4	187.9	236.5	244.1	272.8
순차입금/자기자본(x)	-11.3	-17.0	-19.0	-20.6	-26.1
영업이익/금융비용(x)	126.8	362.8	31.0	101.5	225.9
총차입금 (십억원)	1	27	24	24	24
순차입금 (십억원)	-77	-145	-165	-190	-283
주당지표(원)					
EPS	1,262	3,709	618	1,558	3,457
BPS	13,237	16,598	16,782	17,988	21,017
CFPS	4,107	7,497	2,920	3,604	5,464
DPS	300	300	300	300	300



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 차용호).

본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.

따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경유에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다..

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	91.4% 8.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2022.10.1 ~ 2023.9.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)