

# 대덕전자 (353200)

전자/부품



백길현 USCPA

02 3770 5635  
gilhyun.baik@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (I)</b>
목표주가	<b>35,000원 (I)</b>
현재주가 (5/30)	<b>24,800원</b>
상승여력	<b>41%</b>

시가총액	12,483억원
총발행주식수	51,512,444주
60일 평균 거래대금	166억원
60일 평균 거래량	727,216주
52주 고	33,500원
52주 저	18,350원
외인지분율	12.12%
주요주주	대덕 외 7 인 32.83%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	15.1	18.1	(26.0)
상대	11.3	10.2	(23.6)
절대(달려환산)	16.2	17.9	(30.8)

## Advanced Packaging 트렌드 가속화에 따른 수혜

### AI 기술 고도화로 인한 FCBGA 수요 증가 촉발

AI 기술 고도화가 촉발하는 GPU 수요 증가가 동사 중장기 성장에 긍정적으로 작용할 것으로 전망. AI 모델을 훈련하고 실행하기 위해서, 연산 속도/능력 향상이 요구되며 이는 글로벌 GPU 수요 증가를 보다 촉진 시킬 것.

NVIDIA(NVDA US)를 포함한 글로벌 GPU 공급업체의 High-end GPU 생산에 있어 Advanced Packaging 고도화가 필수적. 특히 TSMC의 CoWoS(Chip on Wafer on Substrate), Intel EMIB(Embedded Multi-die Interconnect Bridge)와 같은 Advanced Packaging 수요 증가는, 글로벌 OSAT 기업들의 FCBGA 채택을 및 기판 층수/면적 증가를 가속화시킬 것. 이에 동사 FCBGA 제품 주력 고객 수주 또한 올해 지나면서 큰 폭으로 증가할 가능성이 높다고 판단됨. 선제적인 투자를 완료한 동사와 글로벌 OSAT 기업과의 협력이 강화되고 있는 것으로 파악된다는 점이 또한 긍정적.

동사 FCBGA 매출액은 2023년/2024년 각각 3,108억원(YoY 14%), 3,974억원(YoY 28%)으로, 전사 매출 기여도는 30%에 육박할 것으로 추정[차트 06]. 올해 하반기 응용처 다변화에 더해, 전장향 수주 또한 재차 확대된다면 추가적인 성장 가능성도 배제할 수 없음.

### 투자의견 BUY, 목표주가 3.5만원으로 커버리지 재개시

최근 IT 수요 둔화 및 재고 부담 등의 영향으로 메모리반도체 패키지기판 중심으로 부진한 실적을 기록한 바 있음. 다만 단기적 실적 부담은 주가에 선반영 되었다는 판단임. 2H23 지나면서 DDR5 중심의 고부가 제품 Mix 개선을 기대하며, Non FCBGA 부문의 예상 영업이익은 2023년/2024년 각각 132억원(OPM 2%), 1,164억원(OPM 11%)으로 추정.

AI 고도화에 따른 GPU 및 Advanced Packaging 수요 증가는 필연적이며, 선제적으로 FCBGA 투자를 완료한 동사에 수혜 강도가 높을 것으로 예상된다는 점에 주목해야 할 것. 동사 2024년 예상 매출액과 영업이익은 각각 1.4조원(YoY 41%), 2,091억원(OPM 13%, YoY 195%)으로 추정. 현 주가 기준 동사 2024년 예상 PER Multiple은 7.0배로 Valuation 매력도가 부각된다는 판단임.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,531	-26.2	16.3	2,335	8.4
영업이익	111	-82.1	7.8	176	-37.1
세전계속사업이익	136	-81.2	-3.6	143	-5.0
지배순이익	109	-80.2	-3.3	85	27.7
영업이익률 (%)	4.4	-13.6 %pt	-0.3 %pt	7.5	-3.1 %pt
지배순이익률 (%)	4.3	-11.7 %pt	-0.9 %pt	3.6	+0.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023F
매출액	6,109	10,009	13,162	9,979
영업이익	88	725	2,325	710
지배순이익	-87	630	1,839	658
PER	-37.6	13.1	7.1	18.6
PBR	0.9	1.3	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.1	4.4	3.5	5.6
ROE	-2.7	9.6	23.9	7.5

자료: 유안타증권

[표 01] 대덕전자 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
Total Sales	9,639	10,708	8,567	10,009	13,162	9,979	14,118
반도체 패키지	8,029	9,134	7,284	8,662	11,772	8,507	12,601
MLB	1,610	1,574	1,283	1,347	1,390	1,472	1,516
Total OP	387	518	136	725	2,325	710	2,091
반도체 패키지	313	568	158	708	2,248	629	2,000
MLB	74	-50	-22	16	77	81	91
Total OPM	4%	5%	2%	7%	18%	7%	15%
반도체 패키지	4%	6%	2%	8%	19%	7%	16%
MLB	5%	-3%	-2%	1%	6%	6%	6%

자료: 유안타증권 리서치센터

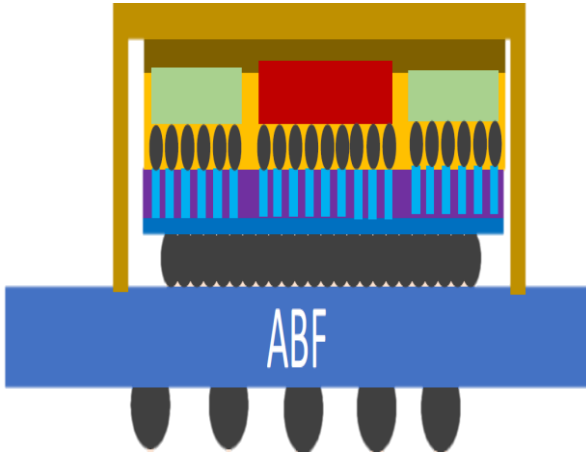
[표 02] 대덕전자 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F
Total Sales	3,054	3,430	3,714	2,965	2,177	2,531	2,425	2,847
반도체 패키지	3,054	3,430	3,714	2,965	2,177	2,068	2,440	2,489
MLB	303	345	347	395	354	354	357	407
Total OP	448	619	775	483	103	111	249	248
반도체 패키지	439	602	744	464	85	93	227	223
MLB	9	17	31	20	18	18	21	24
Total OPM	15%	18%	21%	16%	5%	4%	10%	9%
반도체 패키지	14%	18%	20%	16%	4%	5%	9%	9%
MLB	3%	5%	9%	5%	5%	5%	6%	6%

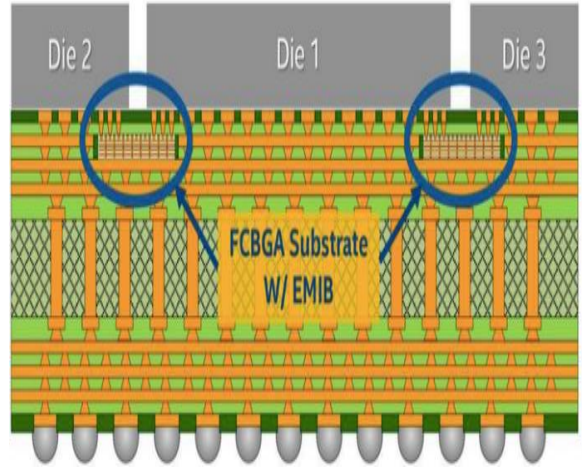
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 01] TSMC CoWoS Packaging 단면도



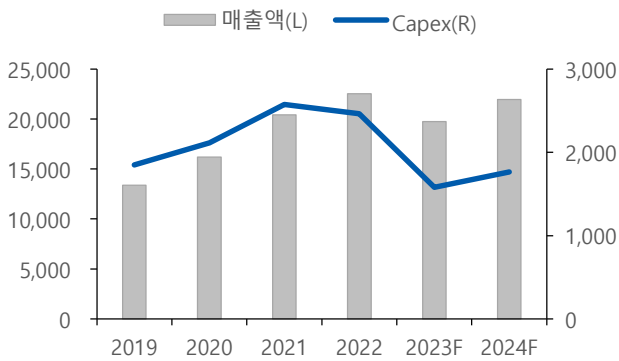
자료: TSMC, 유안타증권 리서치센터

[그림 02] Intel EMIB Packaging 단면도



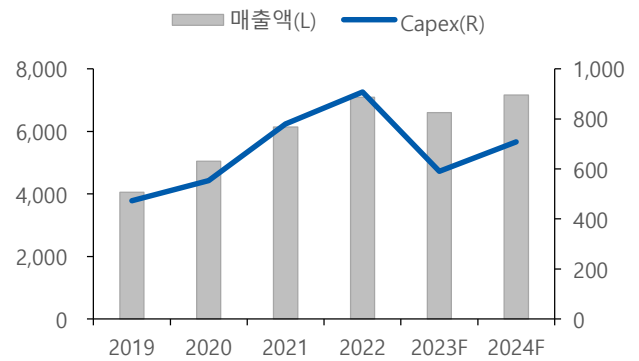
자료: TSMC, 유안타증권 리서치센터

[차트 03] ASE Technology 매출 및 Capex 추이



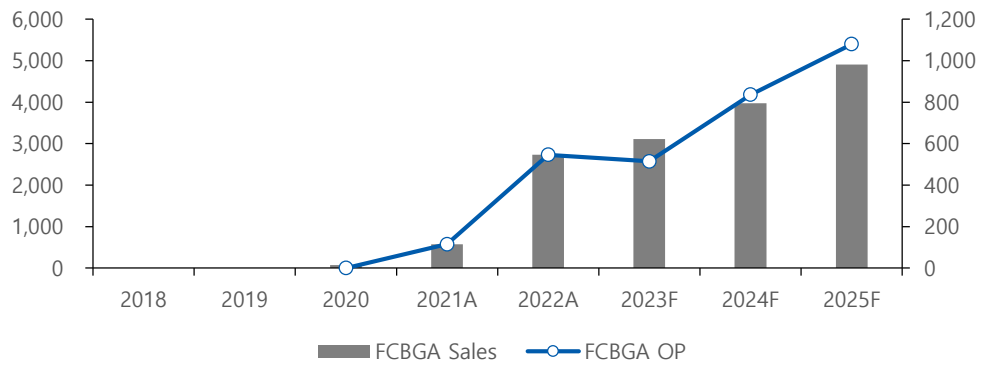
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 백만달러

[차트 04] Amkor Technology 매출 및 Capex 추이



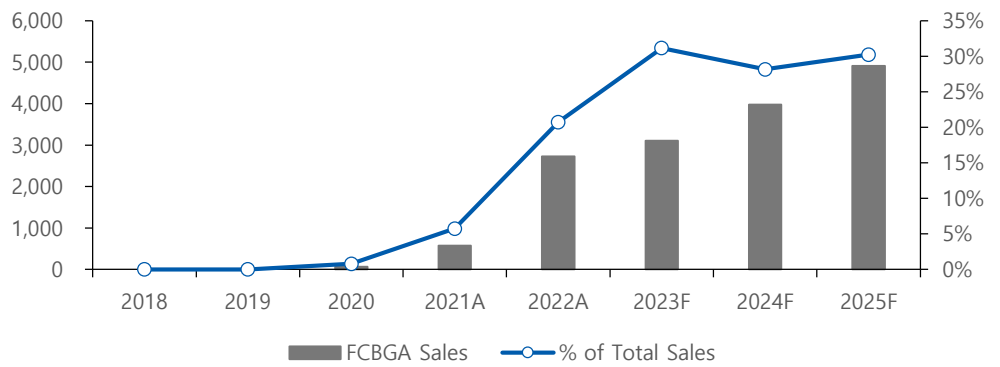
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 백만달러

[차트 05] FCBGA 연간 실적 추이 및 전망



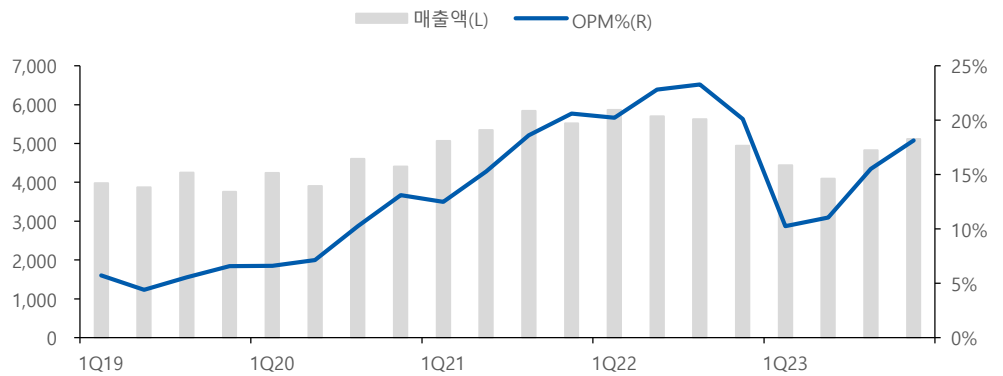
자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 좌측 매출 / 우측 영업이익 반영

[차트 06] FCBGA 매출 및 전사 기여도 변화 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

[차트 07] 글로벌 PCB 공급업체 합산 매출 및 영업이익률 변화 추이



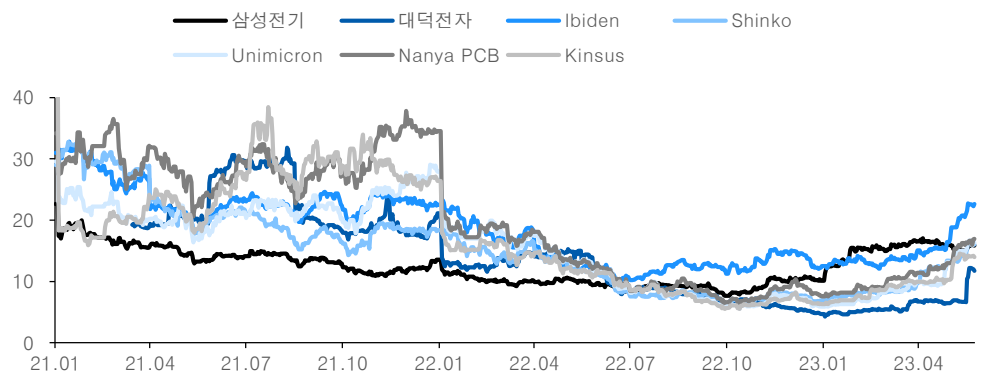
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 백만달러

[차트 08] 글로벌 PCB 공급업체 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 백만달러

[차트 09] 글로벌 PCB 공급업체 12M Forward PER 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 03] 대덕전자 Peer 실적 및 Valuation

(단위: 백만달러, 배, %)

	업체명	삼성전기	대덕전자	Ibiden	Shinko	Unimicron	Nanya PCB	Kinsus
	Ticker	009150 KS	353200 KS	4062 JP	6967 JP	3037 TT	8046 TT	3189 TT
	시가총액	8,127	860	6,622	4,490	8,292	6,098	1,645
2020A	Sales	6,583	-	2,723	1,364	2,985	1,308	920
	OP	775	-	181	30	136	140	46
	OPM%	12%	-	7%	2%	5%	11%	5%
	NP	513	-	104	25	186	125	18
	PER	20.2	-	29.2	52.0	23.4	32.1	66.9
	PBR	2.2	-	1.2	1.0	2.6	3.6	1.4
	ROE	18.4	-	4.2	1.9	11.8	11.9	2.1
	EV/EBITDA	7.6	-	7.1	6.9	11.3	16.1	5.7
	2021A	Sales	8,454	875	3,051	1,774	3,744	1,870
OP		1,299	63	364	220	472	461	195
OPM%		15%	7%	12%	12%	13%	25%	16%
NP		780	55	242	170	473	379	138
PER		14.1	19.0	27.7	25.7	25.7	34.9	24.2
PBR		2.1	1.8	2.2	3.0	5.6	9.1	3.6
ROE		13.8	9.2	8.8	12.4	24.2	29.1	14.1
EV/EBITDA		6.0	6.7	10.0	10.9	15.0	21.7	10.6
2022A		Sales	7,315	1,022	3,572	2,422	4,715	2,170
	OP	918	180	631	636	1,281	791	334
	OPM%	13%	18%	18%	26%	27%	36%	24%
	NP	761	143	367	469	994	652	234
	PER	9.8	5.3	20.5	15.0	6.0	7.6	6.5
	PBR	1.3	1.1	2.3	3.9	2.1	2.7	1.4
	ROE	13.3	23.0	12.1	29.6	40.4	41.2	22.0
	EV/EBITDA	4.5	2.3	6.8	7.4	3.2	4.6	3.1
	2023F	Sales	6,588	781	2,927	2,025	3,777	1,755
OP		686	84	434	397	546	443	158
OPM%		10%	11%	15%	20%	14%	25%	15%
NP		529	75	292	280	491	348	105
PER		15.9	11.8	22.6	16.0	16.4	17.0	14.1
PBR		1.4	1.3	2.0	2.1	2.8	3.5	1.4
ROE		9.0	11.2	9.0	14.0	18.4	21.3	9.0
EV/EBITDA		5.9	4.1	7.1	5.9	7.4	9.0	5.1
2024F		Sales	7,426	903	3,358	2,333	4,585	2,106
	OP	986	137	565	513	987	636	232
	OPM%	13%	15%	17%	22%	22%	30%	17%
	NP	747	117	388	362	769	506	161
	PER	11.1	7.5	17.0	12.4	10.8	12.1	9.5
	PBR	1.2	1.1	1.8	1.8	2.4	3.0	1.4
	ROE	11.6	15.7	11.4	15.2	22.7	26.4	11.9
	EV/EBITDA	4.7	3.1	5.5	4.6	5.1	6.7	4.0

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

대덕전자 (353200) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	6,109	10,009	13,162	9,979	14,118
매출원가	5,736	8,833	10,193	8,681	11,112
매출총이익	373	1,176	2,969	1,298	3,006
판매비	285	452	643	588	915
영업이익	88	725	2,325	710	2,091
EBITDA	656	1,735	3,373	2,006	3,620
영업외손익	-115	74	120	113	107
외환관련손익	-103	79	77	84	55
이자손익	0	-5	23	43	47
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-12	0	20	-14	5
법인세비용차감전순이익	-27	799	2,445	823	2,198
법인세비용	-5	124	606	165	440
계속사업순이익	-21	675	1,839	658	1,759
중단사업순이익	-66	-44	0	0	0
당기순이익	-87	630	1,839	658	1,759
지배지분순이익	-87	630	1,839	658	1,759
포괄순이익	-131	591	1,886	691	1,792
지배지분포괄이익	-131	591	1,886	691	1,792

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

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	829	2,038	2,936	1,464	1,487
당기순이익	-87	630	1,839	658	1,759
감가상각비	548	973	1,004	1,255	1,500
외환손익	22	-3	110	-70	-55
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	114	-59	-632	-590	-2,102
기타현금흐름	232	497	615	211	386
투자활동 현금흐름	-838	-1,335	-2,588	-1,893	-1,200
투자자산	130	-19	-554	36	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-971	-1,295	-2,048	-1,924	-1,200
유형자산 감소	34	4	40	2	0
기타현금흐름	-31	-25	-26	-7	0
재무활동 현금흐름	-62	-164	122	-279	-271
단기차입금	-55	-1	0	-70	-70
사채 및 장기차입금	0	0	280	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	-155	-155	-206	-198
기타현금흐름	-7	-8	-3	-3	-3
연결범위변동 등 기타	-4	1	-14	431	356
현금의 증감	-75	540	457	-278	373
기초 현금	301	226	767	1,224	946
기말 현금	226	767	1,224	946	1,319
NOPLAT	88	725	2,325	710	2,091
FCF	-142	743	888	-461	287

자료: 유안타증권

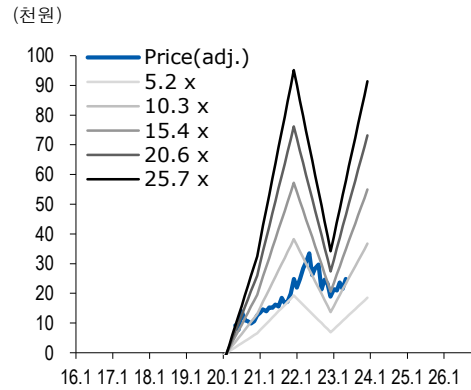
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
유동자산	2,639	3,728	4,981	4,707	6,785
현금및현금성자산	226	767	1,224	946	1,319
매출채권 및 기타채권	1,472	1,827	2,039	1,891	2,910
재고자산	927	1,108	1,202	1,259	1,943
비유동자산	5,453	5,682	6,937	7,432	7,103
유형자산	5,222	5,393	6,414	6,986	6,686
관계기업 등 지분관련 자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	3	1	60	62	62
자산총계	8,092	9,410	11,918	12,140	13,888
유동부채	1,576	1,824	2,650	2,260	2,413
매입채무 및 기타채무	1,447	1,493	1,657	1,386	1,610
단기차입금	91	10	10	-43	-113
유동성장기부채	0	0	68	68	68
비유동부채	138	767	717	845	845
장기차입금	0	0	190	175	175
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,714	2,591	3,368	3,105	3,258
지배지분	6,378	6,819	8,550	9,035	10,629
자본금	258	258	258	258	258
자본잉여금	5,451	5,451	5,451	5,451	5,451
이익잉여금	701	1,108	2,831	3,282	4,843
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,378	6,819	8,550	9,035	10,629
순차입금	-95	-770	-1,456	-1,211	-1,654
총차입금	133	12	270	202	132

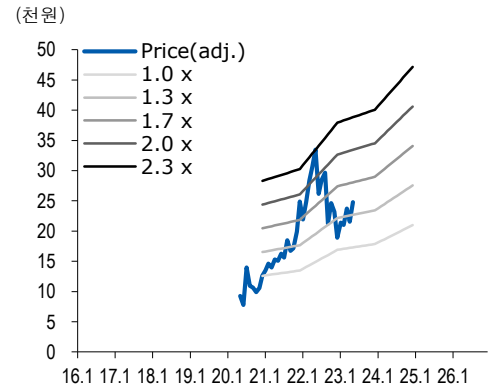
결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
EPS	-284	1,262	3,705	1,331	3,559
BPS	12,381	13,237	16,598	17,539	20,634
EBITDAPS	1,903	3,369	6,548	3,894	7,028
SPS	17,717	19,431	25,550	19,372	27,407
DPS	300	300	400	400	400
PER	-37.6	13.1	7.1	18.6	7.0
PBR	0.9	1.3	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	8.1	4.4	3.5	5.6	3.0
PSR	0.6	0.9	1.0	1.3	0.9

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	0.0	63.8	31.5	-24.2	41.5
영업이익 증가율 (%)	na	721.5	220.9	-69.5	194.6
지배순이익 증가율 (%)	na	흑전	191.8	-64.2	167.3
매출총이익률 (%)	6.1	11.8	22.6	13.0	21.3
영업이익률 (%)	1.4	7.2	17.7	7.1	14.8
지배순이익률 (%)	-1.4	6.3	14.0	6.6	12.5
EBITDA 마진 (%)	10.7	17.3	25.6	20.1	25.6
ROIC	2.2	9.4	25.2	7.4	19.2
ROA	-2.2	7.2	17.2	5.5	13.5
ROE	-2.7	9.6	23.9	7.5	17.9
부채비율 (%)	26.9	38.0	39.4	34.4	30.7
순차입금/자기자본 (%)	-1.5	-11.3	-17.0	-13.4	-15.6
영업이익/금융비용 (배)	218.1	126.8	362.8	77.6	317.3

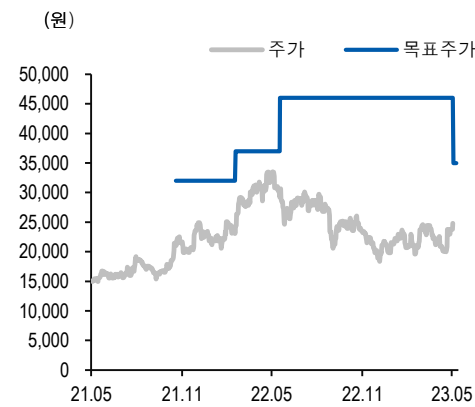
P/E band chart



P/B band chart



대덕전자 (353200) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-05-31	BUY	35,000	1년		
2022-06-14	BUY	46,000	1년	-47.77	-33.37
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)	0.0
Buy(매수)	90.5
Hold(중립)	9.5
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-05-29

※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 투자사결정은 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.