

2023. 11. 3



▲ 전기전자/IT부품장비

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

Hold (20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 27,000 원

현재주가 (11.2) 21,700 원

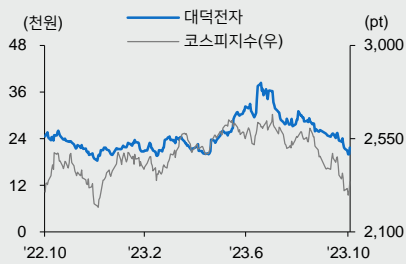
상승여력 24.4%

| | |
|------------|-----------------|
| KOSPI | 2,343.12pt |
| 시가총액 | 10,723억원 |
| 발행주식수 | 4,942만주 |
| 유동주식비율 | 67.19% |
| 외국인비중 | 10.44% |
| 52주 최고/최저가 | 38,400원/18,350원 |
| 평균거래대금 | 180.7억원 |

| | | |
|----------------|-------|--|
| 주요주주(%) | | |
| 대덕 외 7 인 | 32.81 | |
| 국민연금공단 | 12.10 | |

| | | | |
|-----------------|------------|------------|-------------|
| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
| 절대주가 | -17.2 | -1.4 | -14.1 |
| 상대주가 | -12.9 | 6.3 | -14.3 |

주가그래프



대덕전자 353200

조금 더 시간이 필요

- ✓ 3Q23 매출액은 컨센서스에 부합했으나 영업이익 기준 컨센서스를 84.4% 하회
- ✓ FC-BGA, MLB 매출이 부진함과 동시에 일회성 비용 약 80억원이 반영되었기 때문
- ✓ 4Q23은 DDR5 매출 확대를 통한 QoQ 기준 외형성장 및 수익성 개선 기대
- ✓ 다만 비메모리향 매출의 본격적인 이익 기여 시점은 내년 2분기 이후를 예상
- ✓ 영업이익 전망치 하향 조정을 반영. 투자의견 Hold와 적정주가 27,000원 제시

3Q23 Review: 일회성 비용 반영으로 부진

3Q23 매출액(2,378억원)은 당사 추정치와 컨센서스에 부합했으나 영업이익(14억원)은 컨센서스를 84.4% 하회했다. 매출은 DDR5 중심의 메모리 매출 확대가 QoQ 외형 성장을 견인했다. 다만 2분기에 이어서 고객사들의 재고조정이 지속되며 FC-BGA와 MLB 매출액이 부진하였다. 이에 더해 재고충당금을 포함 일회성 비용이 약 80억원 반영되며 저조한 수익성을 기록하였다.

4Q23 Preview: DDR5 매출 확대 전망

4Q23 매출액 2,455억원(+3.3% QoQ, -17.2% YoY), 영업이익 110억원(+679.9% QoQ, -77.1% YoY)를 전망한다. 전방 수요 둔화로 인해 비메모리향 매출액의 경우 4분기에도 재고조정이 지속될 전망이다. 다만 DDR5 공급 확대로 인한 메모리향 매출 확대에 외형성장 및 수익성 개선이 기대된다. DDR5의 경우 4분기부터 기존 주력 고객사 외 국내 메이저 고객사향 공급 확대로 700억원 수준의 매출이 예상된다. 또한 MLB 매출도 일시적인 고객사의 재고 확충 수요로 QoQ 반등(3Q23 236억원 → 4Q23 316억원)이 기대된다.

투자의견 Hold 유지, 적정주가 27,000원 제시

동사의 비메모리향 주력 제품의 재고 조정은 올해 2분기부터 시작되었다. 메모리향 기판의 재고조정 후 수요회복까지 약 일년 정도 시간이 소요된 점을 감안했을 때, 비메모리향 또한 점진적인 매출 회복이 예상되나 본격적인 이익 기여 시점은 내년 2분기 이후를 예상한다. 동사의 실적 회복 시점이 지연되는 점을 반영해 2024년 영업이익 전망치를 9.1%를 하향하고, 적정주가를 27,000원으로 하향 제시한다. 또한 단기적으로 업황 부진의 지속이 예상되는 만큼 투자의견 Hold를 유지한다.

| (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 | 920.9 | 28.4 | 33.3 | 675 | -81.8 | 16,286 | 32.2 | 1.3 | 5.9 | 3.9 | 28.2 |
| 2024E | 1,139.3 | 118.3 | 104.1 | 2,107 | 212.4 | 17,348 | 10.3 | 1.3 | 3.5 | 12.0 | 32.3 |
| 2025E | 1,290.1 | 163.7 | 140.2 | 2,836 | 34.6 | 19,109 | 7.7 | 1.1 | 2.9 | 14.9 | 32.9 |

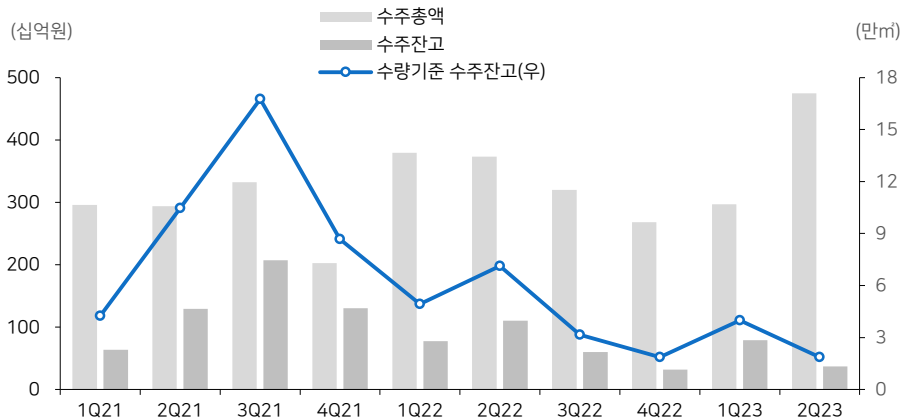
| (십억원) | 3Q23P | 3Q22 | (% YoY) | 2Q23 | (% QoQ) | 컨센서스 | (% diff) | 메리츠 | (% diff) |
|--------------|-------|-------|---------|-------|---------|-------|----------|-------|----------|
| 매출액 | 237.8 | 371.4 | -36.0% | 219.9 | 8.1% | 243.1 | -2.2% | 237.1 | 0.3% |
| 영업이익 | 1.4 | 77.5 | -98.2% | 5.6 | -74.7% | 9.7 | -85.4% | 1.2 | 15.9% |
| 세전이익 | 4.6 | 95.7 | -95.2% | 5.2 | -12.1% | 10.2 | -55.0% | 3.0 | 51.4% |
| 지배주주 순이익 | 3.8 | 70.5 | -94.7% | 4.3 | -12.4% | 5.3 | -28.7% | -0.2 | nm |
| 영업이익률(%) | 0.6% | 20.9% | | 2.5% | | 4.0% | | 0.5% | |
| 지배주주 순이익률(%) | 1.6% | 19.0% | | 2.0% | | 2.2% | | -0.1% | |

자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23P | 4Q23E | 2,022 | 2023E | 2024E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| 환율 | 1,205 | 1,260 | 1,338 | 1,359 | 1,276 | 1,315 | 1,311 | 1,331 | 1,290 | 1,308 | 1,298 |
| 매출액 | 305.4 | 343.0 | 371.4 | 296.4 | 217.7 | 219.9 | 237.8 | 245.5 | 1,316.1 | 920.9 | 1,139.3 |
| (%, QoQ) | 8.7% | 12.3% | 8.3% | -20.2% | -26.6% | 1.0% | 8.1% | 3.3% | | | |
| (%, YoY) | 30.7% | 48.7% | 45.3% | 5.5% | -28.7% | -35.9% | -36.0% | -17.2% | 31.5% | -30.0% | 23.7% |
| 패키지판 | 251.9 | 291.7 | 330.9 | 254.1 | 180.8 | 191.3 | 213.6 | 213.9 | 1,128.6 | 799.6 | 1,022.1 |
| Memory | 156.3 | 178.2 | 188.2 | 132.5 | 88.0 | 115.9 | 131.4 | 140.2 | 655.2 | 475.5 | 646.5 |
| Non-Memory | 95.7 | 113.6 | 142.6 | 121.5 | 92.7 | 75.4 | 82.2 | 73.8 | 473.4 | 324.1 | 375.6 |
| MLB기판 | 30.3 | 34.5 | 34.7 | 39.5 | 35.4 | 28.1 | 23.6 | 31.6 | 139.0 | 118.7 | 117.2 |
| 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 | 1.4 | 11.0 | 232.5 | 28.3 | 118.7 |
| (%, QoQ) | 67.0% | 38.2% | 25.3% | -37.7% | -78.7% | -45.4% | -74.8% | 679.9% | | | |
| (%, YoY) | -51.0% | 366.0% | 202.0% | 80.2% | -77.1% | -90.9% | -98.2% | -77.1% | 220.8% | -87.8% | 318.9% |
| 영업이익률 (%) | 14.7% | 18.0% | 20.9% | 16.3% | 4.7% | 2.6% | 0.6% | 4.5% | 17.7% | 3.1% | 10.4% |
| 주요지표 | | | | | | | | | | | |
| FC-BGA 매출액 | 44.8 | 56.9 | 87.8 | 83.4 | 70.4 | 50.2 | 54.0 | 45.5 | 272.9 | 220.1 | 266.6 |
| (%패키지판 내 비중) | 17.8% | 19.5% | 26.5% | 32.8% | 38.9% | 26.2% | 25.3% | 21.3% | 24.2% | 27.5% | 26.1% |

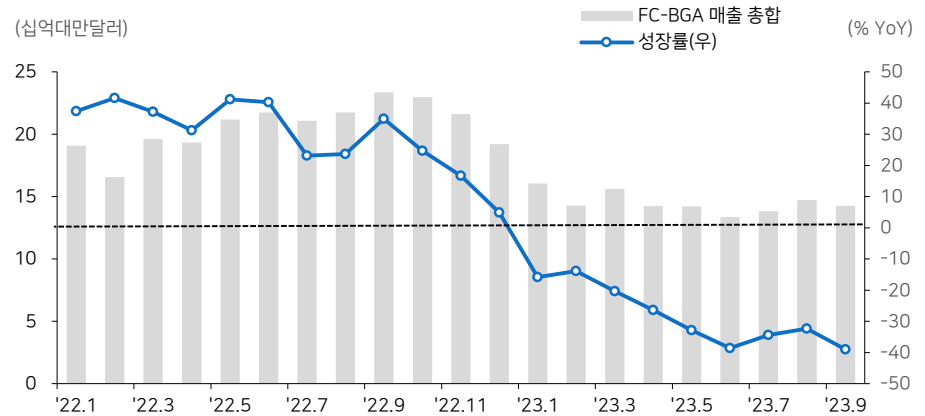
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

그림1 대덕전자 수주잔고 추이



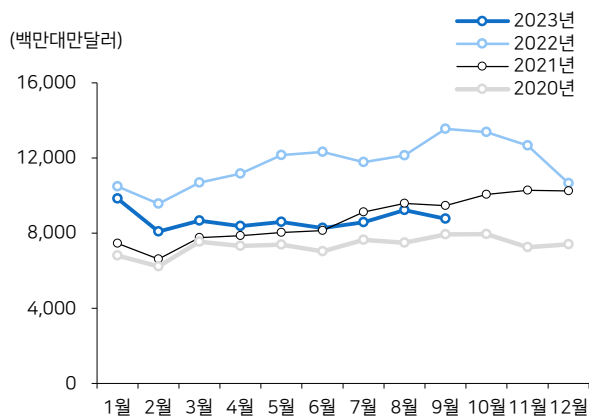
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

그림2 대만 FC-BGA 3사 합산 매출액 추이



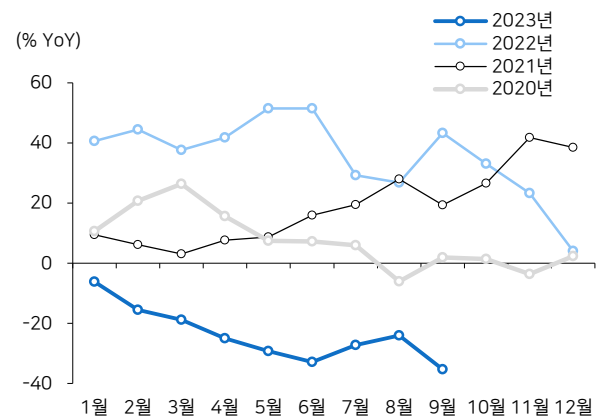
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림3 Unimicron 월별 매출액



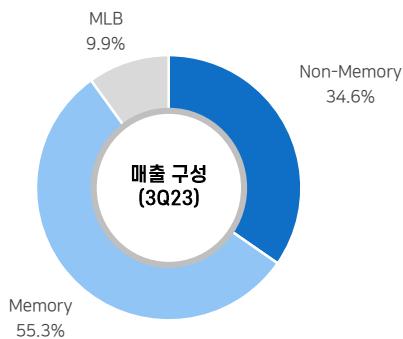
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 Unimicron YoY 성장률 비교



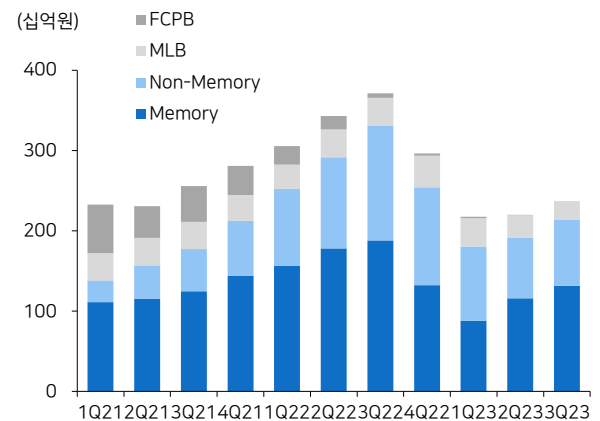
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 대덕전자 매출 구성



자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

그림6 대덕전자 부문별 매출 추이



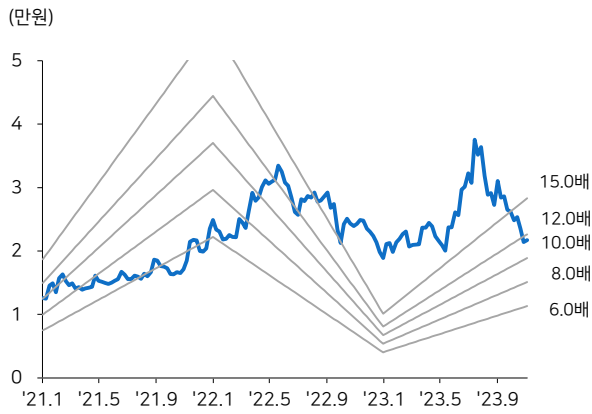
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

표3 대덕전자 적정주가 산정표

| (원) | Fair Value(원) | 비고 |
|-----------------|---------------|--------------------|
| EPS | 2,107 | 12개월 선행 EPS |
| 적정배수 (배) | 13.0 | 대만 ABF 반도체기판 업체 평균 |
| 적정가치 | 27,402 | |
| 적정주가 | 27,000 | |
| 현재주가 | 21,700 | |
| 상승여력 (%) | 24.4% | |

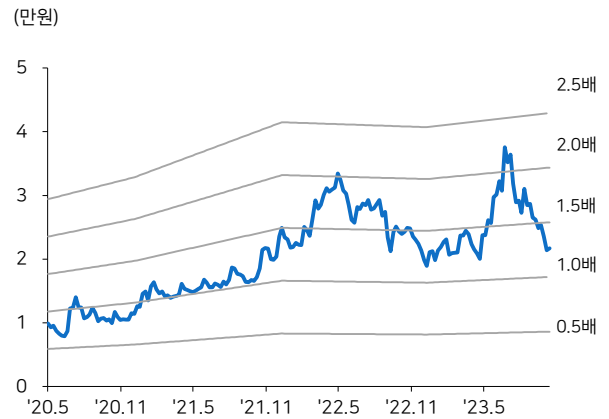
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 대덕전자 PER 밴드



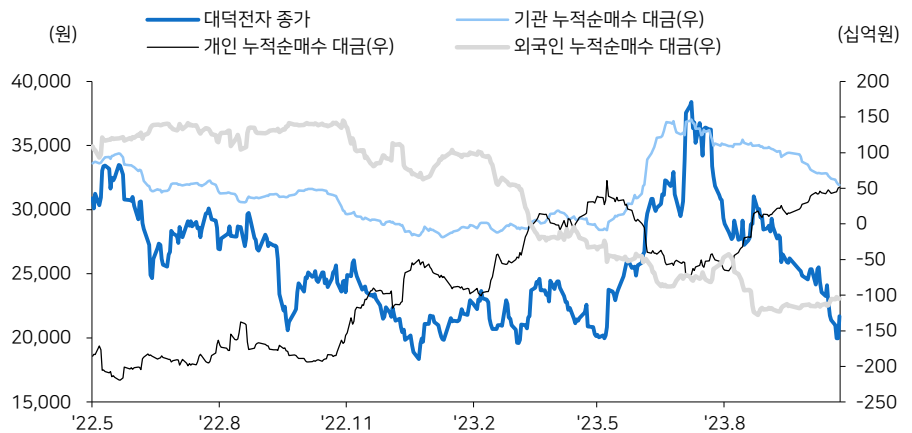
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 대덕전자 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림9 대덕전자 수급 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 (353200)

Income Statement

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|----------------|----------------|--------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 1,000.9 | 1,316.2 | 920.9 | 1,139.3 | 1,290.1 |
| 매출액증가율(%) | 63.8 | 31.5 | -30.0 | 23.7 | 13.2 |
| 매출원가 | 883.3 | 1,019.3 | 841.1 | 946.4 | 1,034.0 |
| 매출총이익 | 117.7 | 296.9 | 79.8 | 192.9 | 256.1 |
| 판매관리비 | 45.2 | 64.3 | 51.5 | 74.6 | 92.4 |
| 영업이익 | 72.5 | 232.5 | 28.4 | 118.3 | 163.7 |
| 영업이익률(%) | 7.2 | 17.7 | 3.1 | 10.4 | 12.7 |
| 금융손익 | 7.4 | 9.4 | 14.9 | 16.9 | 18.3 |
| 중속/관계기업손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | -0.0 | 2.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 세전계속사업이익 | 79.9 | 244.5 | 43.3 | 135.3 | 182.0 |
| 법인세비용 | 12.4 | 60.6 | 10.0 | 31.1 | 41.9 |
| 당기순이익 | 63.0 | 183.9 | 33.3 | 104.1 | 140.2 |
| 지배주주지분 순이익 | 63.0 | 183.9 | 33.3 | 104.1 | 140.2 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 유동자산 | 372.8 | 498.1 | 410.9 | 523.9 | 615.4 |
| 현금및현금성자산 | 76.7 | 122.4 | 148.0 | 198.6 | 247.1 |
| 매출채권 | 167.5 | 189.0 | 132.2 | 163.6 | 185.3 |
| 재고자산 | 110.8 | 120.2 | 84.1 | 104.1 | 117.9 |
| 비유동자산 | 568.2 | 693.7 | 665.0 | 658.1 | 692.9 |
| 유형자산 | 539.3 | 641.4 | 616.1 | 611.4 | 647.6 |
| 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 | 1,075.8 | 1,182.0 | 1,308.3 |
| 유동부채 | 182.4 | 265.0 | 181.0 | 223.6 | 253.1 |
| 매입채무 | 65.8 | 37.0 | 25.9 | 32.1 | 36.3 |
| 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 | 56.0 | 64.7 | 70.7 |
| 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 | 236.9 | 288.3 | 323.8 |
| 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 | 267.0 | 321.8 | 412.5 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 681.9 | 855.0 | 838.9 | 893.6 | 984.4 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| 영업활동 현금흐름 | 203.8 | 293.6 | 128.0 | 218.5 | 244.2 |
| 당기순이익(손실) | 63.0 | 183.9 | 33.3 | 104.1 | 140.2 |
| 유형자산상각비 | 97.3 | 100.4 | 125.4 | 124.7 | 113.8 |
| 무형자산상각비 | 3.7 | 4.4 | 4.3 | 3.2 | 2.5 |
| 운전자본의 증감 | -5.9 | -63.2 | -24.0 | -2.7 | -1.8 |
| 투자활동 현금흐름 | -133.5 | -258.8 | -74.9 | -118.5 | -146.4 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -129.5 | -204.8 | -100.0 | -120.0 | -150.0 |
| 투자자산의감소(증가) | 0.2 | -5.9 | 0.1 | -0.0 | -0.0 |
| 재무활동 현금흐름 | -16.4 | 12.2 | -27.5 | -49.4 | -49.4 |
| 차입금의 증감 | -12.4 | 25.9 | -6.9 | 0.0 | 0.0 |
| 자본의 증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | 54.0 | 45.7 | 25.6 | 50.6 | 48.4 |
| 기초현금 | 22.6 | 76.7 | 122.4 | 148.0 | 198.6 |
| 기말현금 | 76.7 | 122.4 | 148.0 | 198.6 | 247.0 |

Key Financial Data

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 20,255 | 26,634 | 18,635 | 23,055 | 26,107 |
| EPS(지배주주) | 1,263 | 3,705 | 675 | 2,107 | 2,836 |
| CFPS | 4,281 | 7,815 | 3,198 | 4,982 | 5,665 |
| EBITDAPS | 3,511 | 6,826 | 3,198 | 4,982 | 5,665 |
| BPS | 13,237 | 16,598 | 16,286 | 17,348 | 19,109 |
| DPS | 300 | 400 | 1,000 | 1,000 | 1,000 |
| 배당수익률(%) | 1.2 | 2.1 | 4.6 | 4.6 | 4.6 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 19.7 | 5.1 | 32.2 | 10.3 | 7.7 |
| PCR | 5.8 | 2.4 | 6.8 | 4.4 | 3.8 |
| PSR | 1.2 | 0.7 | 1.2 | 0.9 | 0.8 |
| PBR | 1.9 | 1.1 | 1.3 | 1.3 | 1.1 |
| EBITDA(십억원) | 173.5 | 337.3 | 158.0 | 246.2 | 280.0 |
| EV/EBITDA | 6.8 | 2.4 | 5.9 | 3.5 | 2.9 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 9.6 | 23.9 | 3.9 | 12.0 | 14.9 |
| EBITDA 이익률 | 17.3 | 25.6 | 17.2 | 21.6 | 21.7 |
| 부채비율 | 38.0 | 39.4 | 28.2 | 32.3 | 32.9 |
| 금융비용부담률 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 이자보상배율(x) | 126.8 | 362.8 | 24.0 | 106.1 | 146.6 |
| 매출채권회전율(x) | 6.6 | 7.4 | 5.7 | 7.7 | 7.4 |
| 재고자산회전율(x) | 9.8 | 11.4 | 9.0 | 12.1 | 11.6 |

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 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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

| 투자의견 | 비율 |
|------|-------|
| 매수 | 86.5% |
| 중립 | 13.5% |
| 매도 | 0.0% |

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

대덕전자 (353200) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

