

대덕전자 (353200)

완만한 회복의 각도

완만한 회복의 각도

목표주가를 기존 31,000원에서 29,000원으로 하향한다. FC-BGA 업황의 회복이 예상되는 2H24 ~ 1H25의 EBITDAPS 4,495원에 기존과 같이 글로벌 Peer의 평균 배수를 15% 할인한 6.4배를 적용했다.

동사 실적은 3Q23을 저점으로 매분기 QoQ 개선될 전망이다. 이는 YoY로도 마찬가지다. 메모리기판과 비메모리 기판의 매출 YoY 증감률은 각각 1Q23, 3Q23 당시 바닥을 확인한 것으로 보인다[그림4]. 방향은 바뀌지 않았다. 다만, 개선의 속도는 당초 기대에 미치지 못할 전망이다.

동사는 물론, 글로벌 기판 업체들의 재고자산은 이미 3년 전 수준으로 회귀했으나 [그림5, 6], FC-BGA 업계 전반적으로 PC, 서버, 전장 등 주요 적용처의 수요 개선이 더디므로 비축의 강도를 예단하기 어려운 상황이다. '24년과 '25년의 영업이익을 기존 전망치 대비 각각 39%, 23% 하향한 580억원, 1210억원으로 전망한다 [표3].

24년과 25년의 P/E는 각각 21배, 11배다. 24년 기준 적정 밸류에이션 이상이나, 업황의 온기 회복을 가정한 25년 기준으로 매력이크다. 결국, 25년의 실적을 선반영하기 위한 촉매가 필요한데, ① 이는 2H24로 예상되는 FC-BGA에 대한 비축 수요 발생, ② 서버급 시장, 혹은 신규 고객사로의 성공적인 영역 확대가 될 것으로 판단한다. 목표주가 하향에도 투자의견을 유지하는 이유다.

1Q24까지는 전분기와 유사한 기초 지속될 듯

4Q23 실적은 매출 2,344억원(-21% YoY, -1.4% QoQ), 영업이익 64억원(-87% YoY, 영업이익률 2.7%)으로 3개월 기준 컨센서스를 각각 -4%, -36% 하회했다. 주요 제품인 메모리기판과 FC-BGA 분기별 매출 흐름은 아래와 같다.

-메모리기판: 1Q23 880억원, 2Q23 1,160억원, 3Q23 1,314억원, 4Q23 1,309억원

-FCBGA: 1Q23 710억원, 2Q23 500억원, 3Q23 540억원, 4Q23 500억원

메모리기판은 상대적으로 선전하고 있으나, 수익성 높은 DDR5의 비중이 3Q23 대비 낮아진 것으로 파악되며, FC-BGA는 주요 적용처인 차량용 반도체 시장의 재고조정이 지속되고 있다.

1Q24 실적은 매출 2,372억원(+9% YoY, +1% QoQ), 영업이익 72억원(-30% YoY, 영업이익률 3.0%)으로 전망한다. 메모리기판의 선방, MLB의 완만한 개선, FC-BGA의 재고조정 지속 등 전반적인 기초는 전분기와 유사할 것으로 보인다.

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

Buy (Maintain)

| | |
|----------------|-------------|
| 목표주가(12M) | 29,000원(하향) |
| 증가(2024.02.07) | 23,900원 |
| 상승여력 | 21.3% |

Stock Indicator

| | |
|-----------|----------------|
| 자본금 | 26십억원 |
| 발행주식수 | 4,942만주 |
| 시가총액 | 1,181십억원 |
| 외국인지분율 | 8.2% |
| 52주 주가 | 19,600~38,400원 |
| 60일평균거래량 | 654,953주 |
| 60일평균거래대금 | 17.5십억원 |

| | | | | |
|----------|-------|------|-------|-----|
| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
| 절대수익률 | -16.1 | 3.7 | -23.3 | 6.9 |
| 상대수익률 | -17.4 | -3.1 | -24.4 | 0.5 |

Price Trend



| FY | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(십억원) | 1,316 | 910 | 1,052 | 1,312 |
| 영업이익(십억원) | 233 | 24 | 58 | 121 |
| 순이익(십억원) | 184 | 23 | 58 | 109 |
| EPS(원) | 3,570 | 455 | 1,129 | 2,121 |
| BPS(원) | 16,598 | 16,759 | 17,546 | 19,278 |
| PER(배) | 5.3 | 52.6 | 21.2 | 11.3 |
| PBR(배) | 1.1 | 1.4 | 1.4 | 1.2 |
| ROE(%) | 23.9 | 2.7 | 6.6 | 11.5 |
| 배당수익률(%) | 2.1 | 1.7 | 1.9 | 2.1 |
| EV/EBITDA(배) | 2.4 | 5.2 | 4.5 | 3.0 |

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[전기전자]

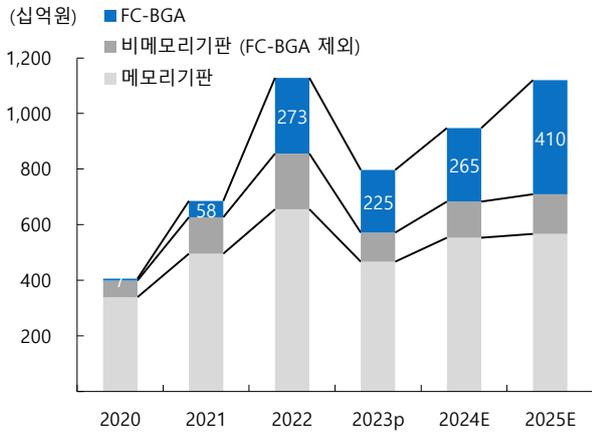
고의영 2122-9179 ey.ko@hi-ib.com

표1. 대덕전자 연결기준 영업실적 전망

| (십억원) | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23p | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출 | 218 | 220 | 238 | 234 | 237 | 251 | 279 | 285 | 1,316 | 910 | 1,052 | 1,312 |
| YoY | -28.7% | -35.9% | -36.0% | -20.9% | 9.0% | 14.1% | 17.3% | 21.7% | 31.5% | -30.9% | 15.7% | 24.7% |
| QoQ | -26.6% | 1.0% | 8.2% | -1.4% | 1.2% | 5.7% | 11.3% | 2.3% | | | | |
| PKG | 182 | 192 | 214 | 212 | 212 | 225 | 252 | 259 | 1,177 | 800 | 948 | 1,196 |
| MLB | 35 | 28 | 24 | 23 | 25 | 26 | 27 | 26 | 139 | 110 | 105 | 116 |
| 영업이익 | 10 | 6 | 1 | 6 | 7 | 8 | 18 | 24 | 233 | 24 | 58 | 121 |
| YoY | -77.1% | -90.9% | -98.2% | -86.7% | -29.6% | 51.2% | 1187.7% | 268.1% | 220.9% | -89.8% | 142.8% | 109.5% |
| QoQ | -78.7% | -45.4% | -74.8% | 353.9% | 12.5% | 17.4% | 114.9% | 29.8% | | | | |
| OPM | 4.7% | 2.6% | 0.6% | 2.7% | 3.0% | 3.4% | 6.5% | 8.3% | 17.7% | 2.6% | 5.5% | 9.2% |
| 세전이익 | 14 | 5 | 5 | 5 | 12 | 13 | 22 | 28 | 245 | 29 | 75 | 142 |
| 당기순이익 | 11 | 4 | 4 | 4 | 9 | 10 | 17 | 21 | 184 | 23 | 58 | 109 |
| NPM | 5.2% | 2.0% | 1.6% | 1.7% | 3.9% | 4.1% | 6.1% | 7.5% | 14.0% | 2.6% | 5.5% | 8.3% |

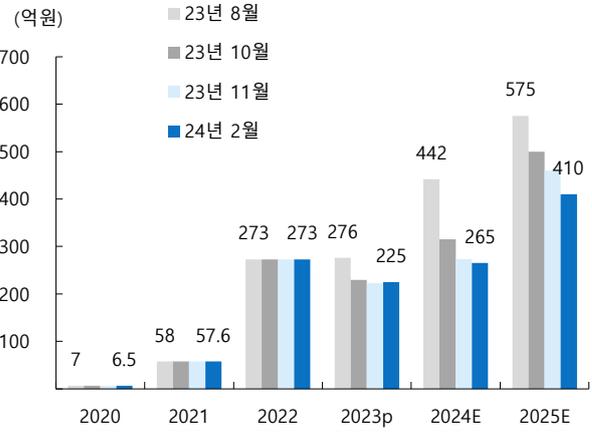
자료: 대덕전자, 하이투자증권

그림1. 대덕전자 패키지판 연간 매출 추이 및 전망



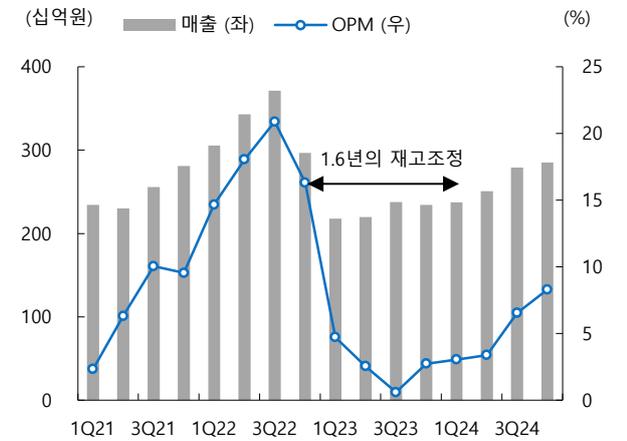
자료: 대덕전자, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 대덕전자 FC-BGA 매출에 대한 당사 전망치 변화



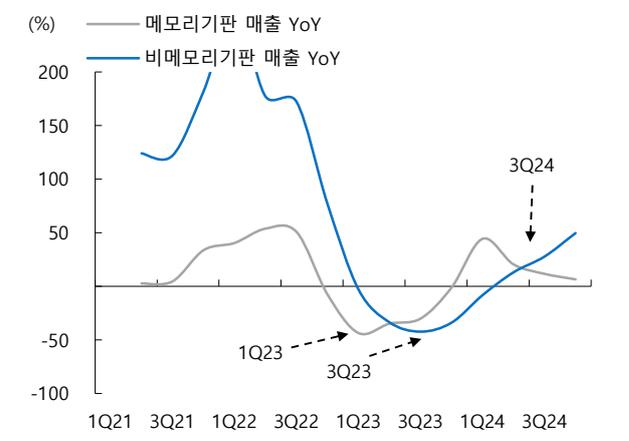
자료: 대덕전자, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 대덕전자의 분기 매출과 영업이익률 추이 및 전망



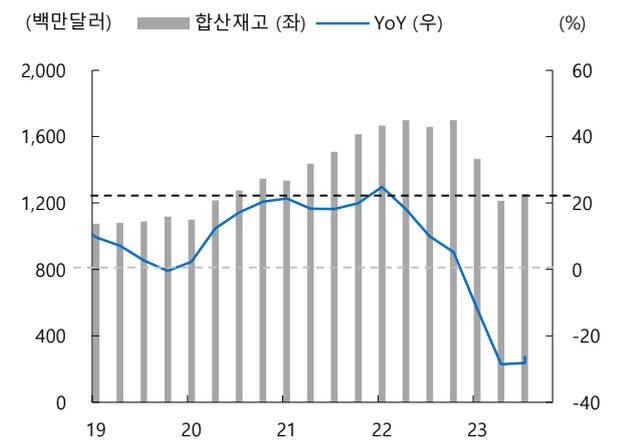
자료: 대덕전자, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 대덕전자 메모리기판, 메모리기판 매출 YoY 증감률 추이



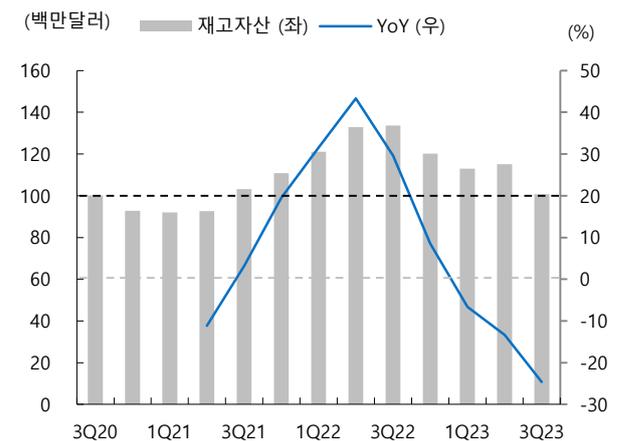
자료: 대덕전자 하이투자증권 리서치본부

그림5. 글로벌 반도체 기판 업체들의 합산 재고자산과 YoY 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부
 주: Ibsiden, Shinko, UMTC, NYPCB, Kinsus 합산

그림6. 대덕전자의 합산 재고자산과 YoY 추이



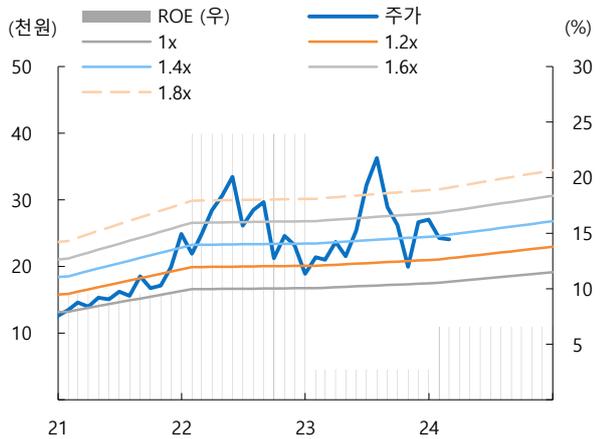
자료: 대덕전자, 하이투자증권 리서치본부

표2. 대덕전자 Valuation Table

| (단위: 십억원, 천주, 원, 배) | | 비고 |
|---------------------|--------|---|
| ① EBITDAPS | 4,495 | 24년 전망치 |
| ② Target Multiple | 6.40 | 이비덴, 신코, UMT, 킨서스, 난야PCB 등 해외 Peer의 평균 EBITDA배수를 15% 할인 |
| - 적정주가 | 28,770 | ① * ② |
| ③ 목표주가 | 29,000 | |
| ④ 현재주가 | 23,900 | |
| 상승여력 | 21% | ③ / ④ - 1 |

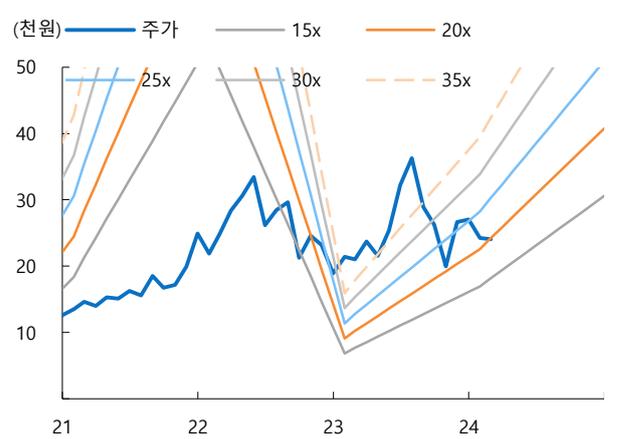
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치본부

그림7. 대덕전자 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치본부

그림8. 대덕전자 12개월 선행 PER 밴드



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치본부

표3. 대덕전자 실적추정 변경

| (단위: 십억원, %) | 신규추정 | | 기존추정 | | 변동률 | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E |
| 매출액 | 1,052 | 1,312 | 1,150 | 1,426 | -8.5 | -8.0 |
| 영업이익 | 58 | 121 | 94 | 157 | -38.7 | -23.1 |
| 영업이익률 | 5.5 | 9.2 | 8.2 | 11.0 | | |
| 세전이익 | 75 | 142 | 111 | 178 | -32.0 | -20.3 |
| 세전이익률 | 7.2 | 10.8 | 11.4 | 11.4 | | |
| 지배주주순이익 | 58 | 109 | 86 | 137 | -32.4 | -20.2 |
| 지배주주순이익률 | 5.5 | 8.3 | 7.5 | 9.6 | | |
| EPS | 1,129 | 2,121 | 1,666 | 2,668 | -32.3 | -20.5 |

자료: 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

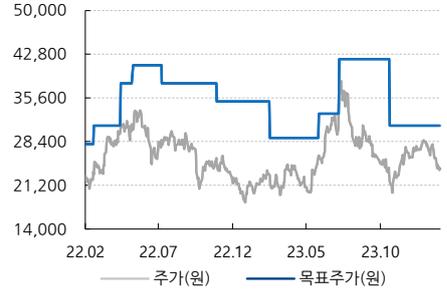
| 재무상태표 | | | | | 포괄손익계산서 | | | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | (십억원,%) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 유동자산 | 498 | 576 | 620 | 757 | 매출액 | 1,316 | 910 | 1,052 | 1,312 |
| 현금 및 현금성자산 | 122 | 299 | 306 | 377 | 증가율(%) | 31.5 | -30.9 | 15.7 | 24.7 |
| 단기금융자산 | 50 | 52 | 53 | 55 | 매출원가 | 1,019 | 835 | 935 | 1,117 |
| 매출채권 | 204 | 141 | 163 | 203 | 매출총이익 | 297 | 75 | 117 | 195 |
| 재고자산 | 120 | 83 | 96 | 120 | 판매비와관리비 | 64 | 51 | 59 | 74 |
| 비유동자산 | 694 | 653 | 654 | 624 | 연구개발비 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산 | 641 | 605 | 608 | 581 | 기타영업수익 | - | - | - | - |
| 무형자산 | 12 | 8 | 5 | 4 | 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 자산총계 | 1,192 | 1,229 | 1,274 | 1,381 | 영업이익 | 233 | 24 | 58 | 121 |
| 유동부채 | 265 | 295 | 309 | 331 | 증가율(%) | 220.9 | -89.8 | 142.8 | 109.5 |
| 매입채무 | 37 | 64 | 74 | 92 | 영업이익률(%) | 17.7 | 2.6 | 5.5 | 9.2 |
| 단기차입금 | 1 | 0 | 0 | 0 | 이자수익 | 38 | 26 | 32 | 38 |
| 유동성장기부채 | 7 | 7 | 7 | 7 | 이자비용 | 29 | 15 | 16 | 19 |
| 비유동부채 | 72 | 72 | 62 | 57 | 지분법이익(손실) | - | - | - | - |
| 사채 | - | - | - | - | 기타영업외손익 | 3 | -5 | 2 | 2 |
| 장기차입금 | 19 | 19 | 10 | 5 | 세전계속사업이익 | 245 | 29 | 75 | 142 |
| 부채총계 | 337 | 366 | 371 | 388 | 법인세비용 | 61 | 6 | 17 | 33 |
| 지배주주지분 | 855 | 863 | 904 | 993 | 세전계속이익률(%) | 18.6 | 3.2 | 7.2 | 10.8 |
| 자본금 | 26 | 26 | 26 | 26 | 당기순이익 | 184 | 23 | 58 | 109 |
| 자본잉여금 | 545 | 545 | 545 | 545 | 순이익률(%) | 14.0 | 2.6 | 5.5 | 8.3 |
| 이익잉여금 | 283 | 287 | 323 | 407 | 지배주주귀속 순이익 | 184 | 23 | 58 | 109 |
| 기타자본항목 | 1 | 6 | 10 | 15 | 기타포괄이익 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 비지배주주지분 | - | - | - | - | 총포괄이익 | 189 | 28 | 63 | 114 |
| 자본총계 | 855 | 863 | 904 | 993 | 지배주주귀속총포괄이익 | - | - | - | - |

| 현금흐름표 | | | | | 주요투자지표 | | | | |
|--------------|------|-------|-------|-------|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| (십억원) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 영업활동 현금흐름 | 294 | 317 | 186 | 217 | 주당지표(원) | | | | |
| 당기순이익 | 184 | 23 | 58 | 109 | EPS | 3,570 | 455 | 1,129 | 2,121 |
| 유형자산감가상각비 | 100 | 136 | 127 | 128 | BPS | 16,598 | 16,759 | 17,546 | 19,278 |
| 무형자산상각비 | 4 | 4 | 3 | 2 | CFPS | 5,605 | 3,177 | 3,642 | 4,634 |
| 지분법관련손실(이익) | - | - | - | - | DPS | 400 | 400 | 450 | 500 |
| 투자활동 현금흐름 | -259 | -102 | -132 | -102 | Valuation(배) | | | | |
| 유형자산의 처분(취득) | -201 | -100 | -130 | -100 | PER | 5.3 | 52.6 | 21.2 | 11.3 |
| 무형자산의 처분(취득) | - | - | - | - | PBR | 1.1 | 1.4 | 1.4 | 1.2 |
| 금융상품의 증감 | -6 | - | - | - | PCR | 3.4 | 7.5 | 6.6 | 5.2 |
| 재무활동 현금흐름 | 12 | -22 | -30 | -27 | EV/EBITDA | 2.4 | 5.2 | 4.5 | 3.0 |
| 단기금융부채의증감 | - | -1 | 0 | 0 | Key Financial Ratio(%) | | | | |
| 장기금융부채의증감 | 28 | - | -10 | -5 | ROE | 23.9 | 2.7 | 6.6 | 11.5 |
| 자본의증감 | - | 0 | - | - | EBITDA이익률 | 25.6 | 18.0 | 17.8 | 19.1 |
| 배당금지급 | - | - | - | - | 부채비율 | 39.4 | 42.4 | 41.0 | 39.1 |
| 현금및현금성자산의증감 | 46 | 176 | 8 | 70 | 순채비율 | -17.0 | -37.6 | -38.0 | -42.3 |
| 기초현금및현금성자산 | 77 | 122 | 299 | 306 | 매출채권회전율(x) | 6.8 | 5.3 | 6.9 | 7.2 |
| 기말현금및현금성자산 | 122 | 299 | 306 | 377 | 재고자산회전율(x) | 11.4 | 8.9 | 11.7 | 12.1 |

자료 : 대덕전자, 하이투자증권 리서치본부

대덕전자 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 과리율 | |
|------------|------|--------|--------|------------|
| | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 2022-02-24 | Buy | 31,000 | -13.4% | -2.9% |
| 2022-04-20 | Buy | 38,000 | -19.2% | -16.3% |
| 2022-05-16 | Buy | 41,000 | -28.2% | -18.3% |
| 2022-07-14 | Buy | 38,000 | -29.9% | -20.8% |
| 2022-11-04 | Buy | 35,000 | -36.8% | -25.6% |
| 2023-02-21 | Buy | 29,000 | -23.4% | -10.9% |
| 2023-06-02 | Buy | 33,000 | -10.0% | 2.7% |
| 2023-07-14 | Buy | 42,000 | -30.5% | -8.6% |
| 2023-10-26 | Buy | 31,000 | -17.4% | -7.7% |
| 2024-02-08 | Buy | 29,000 | | |



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

| 종목추천 투자등급 | 산업추천 투자등급 |
|--|-------------------------------------|
| 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함. | 시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임 |
| · Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상 | · Overweight(비중확대) |
| · Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 | · Neutral (중립) |
| · Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상 | · Underweight (비중축소) |

[투자등급 비율 2023-12-31 기준]

| 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|-------|--------|----|
| 91.1% | 8.9% | - |