

2024. 5. 7



▲ 전기전자/IT부품장비

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

**Hold** (20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

**적정주가 (12개월)** 25,000 원

**현재주가 (5.3)** 22,850 원

**상승여력** 9.4%

KOSPI 2,676.63pt

시가총액 11,292억원

발행주식수 4,942만주

유동주식비율 67.18%

외국인비중 8.95%

52주 최고/최저가 38,400원/19,970원

평균거래대금 176.9억원

**주요주주(%)**

대덕 외 6 인 32.82

국민연금공단 9.48

**주가상승률(%)** 1개월 6개월 12개월

절대주가 -13.8 3.2 1.1

상대주가 -12.8 -8.7 -5.5

**주가그래프**



# 대덕전자 353200

## 본격적인 주가 회복이 나타나기 이른 시기

- ✓ 1Q24 영업손실 29억원을 기록, 당사 추정치 및 시장 컨센서스를 모두 하회
- ✓ 비메모리향 부진을 메모리향 물량 증가로 상쇄했던 작년 하반기와 다르게 두 제품군 매출이 모두 부진
- ✓ 1Q24를 바닥으로 2Q24부터 소폭의 회복 흐름 예상
- ✓ 다만 올해 연간 실적에 대한 눈높이가 낮아지고 있고, 밸류 부담도 낮지 않는 현 주가에서는 투자 매력도가 낮다고 판단
- ✓ 투자의견 Hold 유지, 적정주가 25,000원 제시

### 1Q24 Review: 예상 이상의 부진

1Q24 영업손실 29억원을 기록, 물량 감소에 따른 고정비 증가 영향으로 당사 추정치 및 시장 컨센서스를 모두 하회했다. 비메모리향 패키지기판의 부진을 메모리향 패키지기판이 상쇄했던 작년 하반기와 다르게 두 제품군 매출이 모두 부진했다. 이는 주 고객사의 HBM 위주 생산 확대에 따라 메모리 기판의 재고 소진이 지연되고 있기 때문이다. 추가적으로 비메모리향 매출 또한 물량 감소에 더해진 대면적 기판 개발을 위한 연구 개발비 투입 증가로 적자폭이 확대된 것으로 파악된다.

### 2Q24 Preview: 소폭의 물량 회복 진행 중

2Q24E 영업이익은 87억원(+54.5% YoY)을 전망한다. 메모리와 비메모리 모두 지속적인 재고 소진의 여파로 소폭의 물량 증가가 예상된다. 특히 메모리향 패키지기판의 고객사들의 출하량 증가 흐름에 맞춰 상대적인 약진이 기대된다. 작년 하반기 이후 적자를 기록하던 MLB 기판도 신규 고객사향 물량 증가로 2분기부터는 흑자 전환이 예상된다.

### 업황 회복 지연, 본격적인 회복은 2025년부터

전방 업황, 수주 흐름 등 동사를 둘러싼 여러 환경을 고려했을 때 높은 확률로 1분기 실적이 바닥으로 예상된다. 향후 추가적인 실적 하락이 제한적이라는 점은 긍정적이다. 다만 완만한 기울기의 회복이 예상됨에 따라 연간 실적에 대한 기대감이 지속적으로 낮아지고 있다. 반도체 업황과 연동되는 기판 업체의 주가 흐름 특성상 밸류 부담도 낮지 않다. 투자의 관점에서 기회비용을 고려 시 매력도가 낮을 수 밖에 없는 구간이다. 투자의견 Hold를 유지하고, 올해와 내년 실적 전망치 하향 조정을 반영해 적정주가를 25,000원으로 하향 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	1,316.2	232.5	183.9	3,705	193.4	16,598	5.1	1.1	2.4	23.9	39.4
2023	909.7	23.7	25.4	501	-86.5	16,857	54.0	1.6	8.5	2.9	29.9
2024E	976.4	49.0	53.3	1,079	115.6	17,604	21.2	1.3	5.7	6.0	29.8
2025E	1,140.5	135.3	124.2	2,513	132.8	19,727	9.1	1.2	3.6	12.9	30.8
2026E	1,224.5	148.1	139.1	2,816	12.1	22,141	8.1	1.0	2.5	12.9	29.4

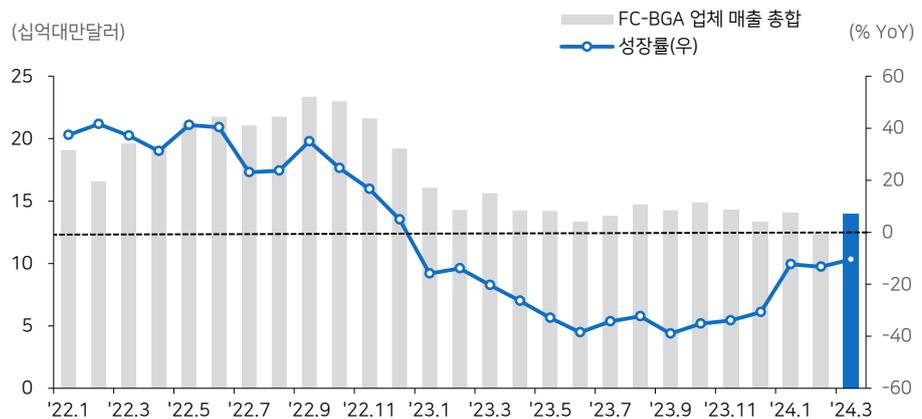
(십억원)	1Q24P	4Q22	(% YoY)	4Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	214.9	217.7	-1.3%	234.4	-8.3%	240.5	-10.6%	242.4	-11.3%
영업이익	-2.9	10.3	nm	6.4	nm	8.8	nm	8.0	nm
세전이익	1.7	14.1	-87.6%	4.5	-61.2%	10.6	-83.5%	11.2	-84.5%
지배주주 순이익	-1.8	11.2	nm	6.1	nm	7.6	nm	5.1	nm
영업이익률(%)	-1.3%	4.7%		2.7%		3.7%		3.3%	
지배주주 순이익률(%)	-0.8%	5.2%		2.6%		3.2%		2.1%	

자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
<b>환율</b>	<b>1,276</b>	<b>1,315</b>	<b>1,311</b>	<b>1,331</b>	<b>1,325</b>	<b>1,370</b>	<b>1,335</b>	<b>1,340</b>	<b>1,308</b>	<b>1,343</b>	<b>1,295</b>
<b>매출액</b>	<b>217.7</b>	<b>219.9</b>	<b>237.8</b>	<b>234.4</b>	<b>214.9</b>	<b>239.3</b>	<b>253.8</b>	<b>268.8</b>	<b>909.7</b>	<b>976.4</b>	<b>1,140.5</b>
(%, QoQ)	-26.6%	1.0%	8.1%	-1.4%	-8.3%	11.4%	6.1%	5.9%			
(%, YoY)	-28.7%	-35.9%	-36.0%	-20.9%	-1.3%	8.8%	6.7%	14.7%	-30.9%	7.3%	16.8%
<b>패키지판</b>	<b>180.8</b>	<b>191.3</b>	<b>213.6</b>	<b>211.0</b>	<b>188.5</b>	<b>212.3</b>	<b>226.2</b>	<b>240.8</b>	<b>796.7</b>	<b>867.8</b>	<b>1,023.5</b>
Memory	88.0	115.9	131.4	130.9	117.5	135.5	139.9	147.7	466.2	540.6	604.6
Non-Memory	92.7	75.4	82.2	80.2	71.0	76.8	86.3	93.1	330.5	327.2	418.9
MLB기판	35.4	28.1	23.6	22.9	25.5	27.0	27.5	27.8	110.0	107.8	117.0
FPCB	1.5	0.5	0.6	0.4	0.8	0.0	0.0	0.0	3.0	0.8	0.0
<b>영업이익</b>	<b>10.3</b>	<b>5.6</b>	<b>1.4</b>	<b>6.4</b>	<b>-2.9</b>	<b>8.7</b>	<b>17.7</b>	<b>25.9</b>	<b>23.7</b>	<b>49.4</b>	<b>136.6</b>
(%, QoQ)	-78.7%	-45.4%	-74.8%	354.1%	적전	흑전	104.4%	46.1%			
(%, YoY)	-77.1%	-90.9%	-98.2%	-86.7%	적전	54.5%	1152.0%	302.8%	-89.8%	108.2%	176.3%
<b>영업이익률(%)</b>	<b>4.7%</b>	<b>2.6%</b>	<b>0.6%</b>	<b>2.7%</b>	<b>-1.3%</b>	<b>3.6%</b>	<b>7.0%</b>	<b>9.6%</b>	<b>2.6%</b>	<b>5.1%</b>	<b>12.0%</b>
주요지표											
FC-BGA 매출액	70.4	50.2	54.0	50.2	41.7	47.1	52.5	62.2	224.8	203.4	335.6
(%패키지판 내 비중)	38.9%	26.2%	25.3%	23.8%	22.1%	22.2%	23.2%	25.8%	28.2%	23.4%	32.8%

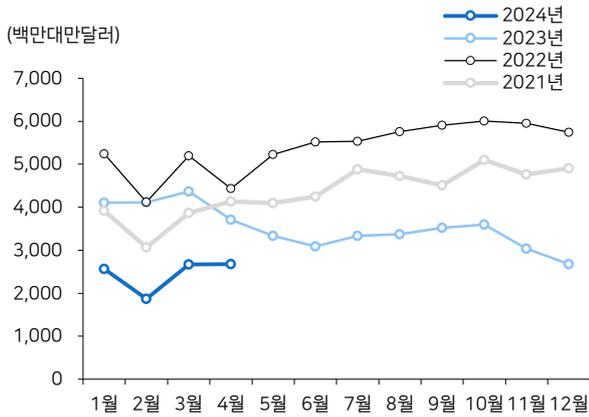
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

그림1 대만 FC-BGA 3사 합산 매출액 추이



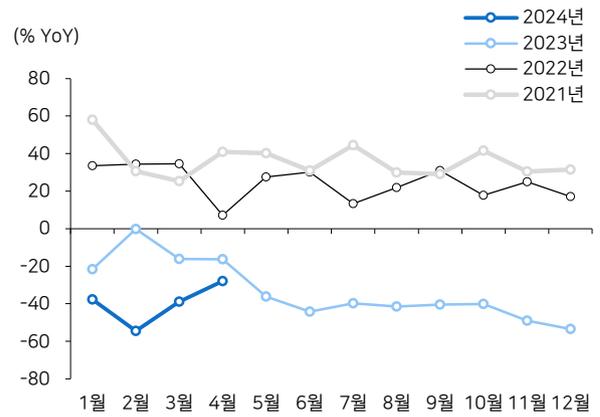
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림2 Nanya PCB 월별 매출액 추이



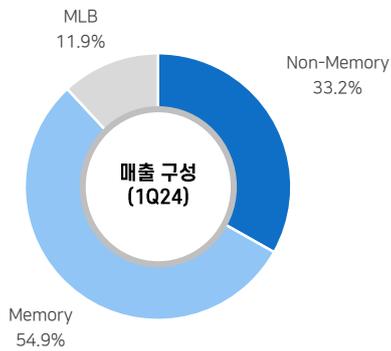
자료: Nanya PCB, 메리츠증권 리서치센터

그림3 Nanya PCB YoY 성장률 비교



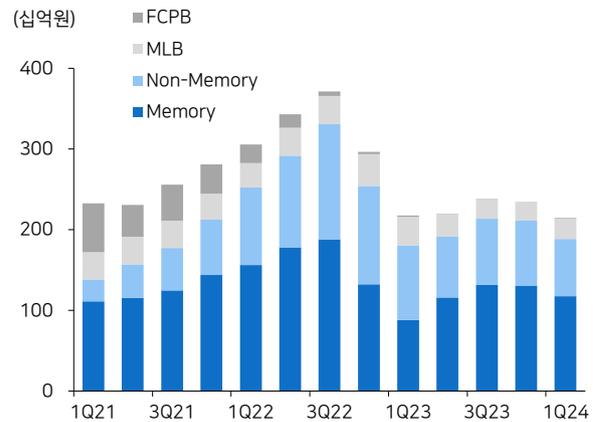
자료: Nanya PCB, 메리츠증권 리서치센터

그림4 대덕전자 매출 구성



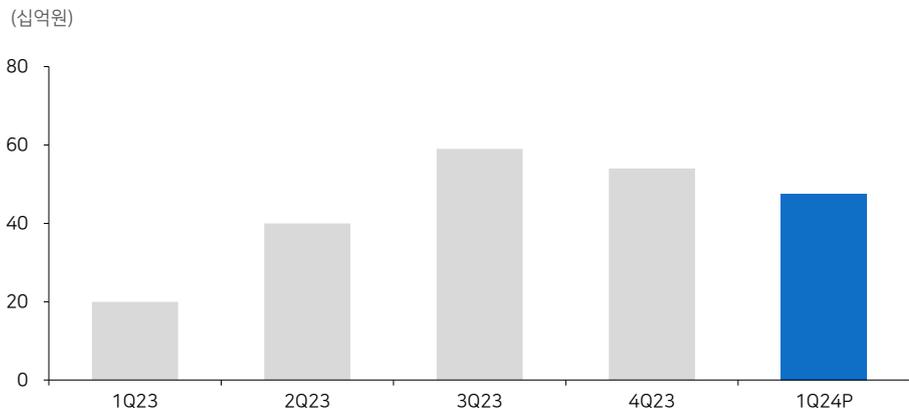
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

그림5 대덕전자 부문별 매출 추이



자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

그림6 대덕전자 DDR5 매출액 추이



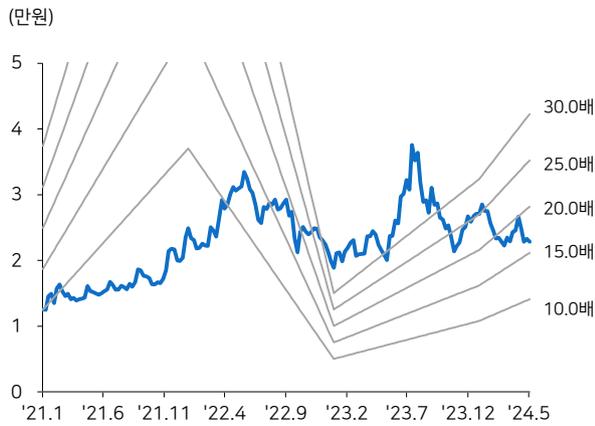
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

표3 대덕전자 적정주가 산정표

	Fair Value(원)	비고
EPS	1,410	12개월 선행 EPS
적정배수 (배)	17.5	대만 ABF 반도체기판 업체 평균
적정가치	24,668	
<b>적정주가</b>	<b>25,000</b>	
현재주가	22,850	
<b>상승여력 (%)</b>	<b>9.4%</b>	

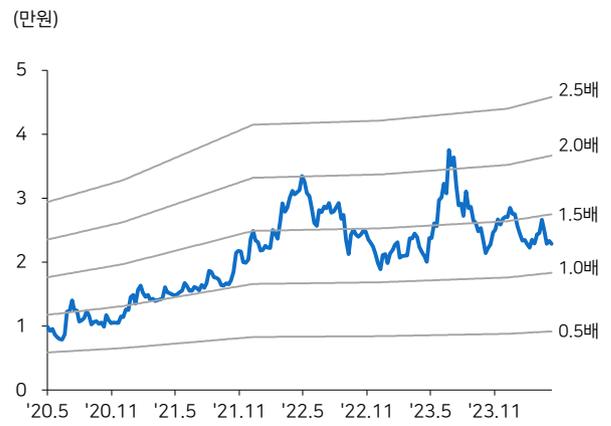
자료: 메리츠증권 리서치센터

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>1,316.2</b>	<b>909.7</b>	<b>976.4</b>	<b>1,140.5</b>	<b>1,224.5</b>
매출액증가율(%)	31.5	-30.9	7.3	16.8	7.4
매출원가	1,019.3	834.5	870.8	938.2	997.3
매출총이익	296.9	75.1	105.6	202.3	227.2
판매관리비	64.3	51.4	56.6	67.1	79.1
<b>영업이익</b>	<b>232.5</b>	<b>23.7</b>	<b>49.0</b>	<b>135.3</b>	<b>148.1</b>
영업이익률(%)	17.7	2.6	5.0	11.9	12.1
금융손익	9.4	9.1	18.5	20.0	25.8
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.6	-4.5	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	244.5	28.4	67.5	155.2	173.9
법인세비용	60.6	3.0	14.2	31.0	34.8
<b>당기순이익</b>	<b>183.9</b>	<b>25.4</b>	<b>53.3</b>	<b>124.2</b>	<b>139.1</b>
지배주주지분 순이익	183.9	25.4	53.3	124.2	139.1

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>293.6</b>	<b>180.8</b>	<b>156.7</b>	<b>209.5</b>	<b>226.3</b>
당기순이익(손실)	183.9	25.4	53.3	124.2	139.1
유형자산상각비	100.4	110.5	107.4	89.6	93.6
무형자산상각비	4.4	4.6	5.2	3.6	2.3
운전자본의 증감	-62.0	40.5	1.3	1.7	0.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-258.8</b>	<b>-197.5</b>	<b>-99.7</b>	<b>-134.4</b>	<b>-2.2</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-204.8	-117.1	-100.0	-120.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-5.9	-1.0	-0.0	-0.0	-0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>12.2</b>	<b>-28.9</b>	<b>-22.3</b>	<b>-14.8</b>	<b>-14.8</b>
차입금의 증감	25.9	-7.2	-6.8	0.1	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	45.7	-45.8	34.7	60.4	209.3
기초현금	76.7	122.4	76.6	111.3	171.6
기말현금	122.4	76.6	111.3	171.6	380.9

### Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	<b>498.1</b>	<b>433.1</b>	<b>493.9</b>	<b>618.7</b>	<b>860.8</b>
현금및현금성자산	122.4	76.6	111.3	171.7	380.9
매출채권	189.0	123.2	132.2	154.5	165.8
재고자산	120.2	90.6	97.2	113.5	121.9
<b>비유동자산</b>	<b>693.7</b>	<b>694.5</b>	<b>682.9</b>	<b>710.7</b>	<b>614.9</b>
유형자산	641.4	629.2	621.8	652.2	558.7
무형자산	12.1	12.8	8.6	6.0	3.7
투자자산	6.0	7.0	7.1	7.1	7.1
<b>자산총계</b>	<b>1,191.8</b>	<b>1,127.5</b>	<b>1,176.8</b>	<b>1,329.4</b>	<b>1,475.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>265.0</b>	<b>176.7</b>	<b>182.4</b>	<b>213.0</b>	<b>228.7</b>
매입채무	37.0	46.2	49.6	57.9	62.2
단기차입금	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	6.8	6.8	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>71.7</b>	<b>82.5</b>	<b>87.6</b>	<b>100.1</b>	<b>106.5</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	19.0	12.9	12.9	12.9	12.9
<b>부채총계</b>	<b>336.8</b>	<b>259.2</b>	<b>269.9</b>	<b>313.1</b>	<b>335.2</b>
<b>자본금</b>	<b>25.8</b>	<b>25.8</b>	<b>25.8</b>	<b>25.8</b>	<b>25.8</b>
자본잉여금	545.1	545.1	545.1	545.1	545.1
기타포괄이익누계액	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
이익잉여금	283.1	296.7	335.3	444.6	568.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>855.0</b>	<b>868.3</b>	<b>906.9</b>	<b>1,016.2</b>	<b>1,140.5</b>

### Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	26,634	18,408	19,759	23,079	24,779
EPS(지배주주)	3,705	501	1,079	2,513	2,816
CFPS	7,790	3,800	3,271	4,623	4,936
EBITDAPS	6,826	2,808	3,271	4,623	4,936
BPS	16,598	16,857	17,604	19,727	22,141
DPS	400	300	300	300	300
배당수익률(%)	2.1	1.1	1.3	1.3	1.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	5.1	54.0	21.2	9.1	8.1
PCR	2.4	7.1	7.0	4.9	4.6
PSR	0.7	1.5	1.2	1.0	0.9
PBR	1.1	1.6	1.3	1.2	1.0
EBITDA(십억원)	337.3	138.8	161.7	228.4	243.9
EV/EBITDA	2.4	8.5	5.7	3.6	2.5
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	23.9	2.9	6.0	12.9	12.9
EBITDA 이익률	25.6	15.3	16.6	20.0	19.9
부채비율	39.4	29.9	29.8	30.8	29.4
금융비용부담률	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0
이자보상배율(x)	362.8	25.8	66.8	231.0	252.3
매출채권회전율(x)	7.4	5.8	7.6	8.0	7.6
재고자산회전율(x)	11.4	8.6	10.4	10.8	10.4

**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	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간 종가대비 3등급	Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일	Overweight (비중확대)
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)
	Underweight (비중축소)

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**대덕전자 (353200) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.08.01	Indepth	Buy	37,000	양승수	-22.2	-18.6	
2022.08.16	기업브리프	Buy	38,000	양승수	-32.1	-21.7	
2022.11.04	기업브리프	Buy	33,000	양승수	-32.4	-21.1	
2023.01.13	기업브리프	Buy	30,000	양승수	-27.1	-21.2	
2023.02.22	기업브리프	Buy	28,000	양승수	-7.2	37.1	
2023.08.04	기업브리프	Hold	34,000	양승수	-19.1	-6.3	
2023.10.25	기업브리프	Hold	29,000	양승수	-26.8	-21.2	
2023.11.03	기업브리프	Hold	27,000	양승수	-7.5	5.9	
2024.05.07	기업브리프	Hold	25,000	양승수	-	-	