2024. 8. 2

▲ 전기전자/IT부품
Analyst 양승수
02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

대덕전자 353200

MLB 마저 통달한 올라운드 플레이어로 등극

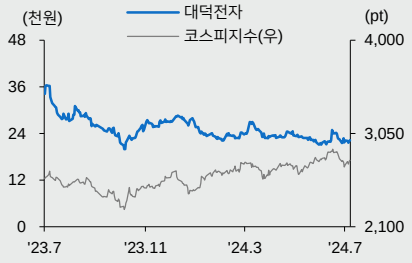
- ✓ 대덕전자에 대한 투자의견을 Buy로 상향, 적정주가 29,000원 제시
- ✓ AI가속기 MLB 기판 시장 진입을 통해 동사의 프리미엄이 재부각될 수 있는 시점
- ✓ 향후 MLB 기판 증설을 통해 실적 추정치가 추가적으로 상향될 가능성도 상존
- ✓ 프리미엄 메모리 기판 양산 확대와 FC-BGA의 실적 정상화가 예상되는 2025년부터는 삼위일체의 실적 흐름 기대

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	29,000 원
현재주가 (8.1)	22,300 원
상승여력	30.0%
KOSPI	2,777.68pt
시가총액	11,020억원
발행주식수	4,942만주
유동주식비율	67.24%
외국인비중	10.48%
52주 최고/최저가	36,250원/19,970원
평균거래대금	107.0억원
주요주주(%)	
대덕 외 6 인	32.76
국민연금공단	8.45

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.1	-7.1	-38.5
상대주가	2.1	-15.0	-40.9

주가그래프



투자의견 Hold에서 Buy로 상향, 적정주가 29,000원 제시

대덕전자에 대한 투자의견을 Hold에서 Buy로 변경하고, 적정주가를 29,000원으로 +16.0% 상향한다. 적정주가는 12MF EPS 1,498원에 Historical 12MF PER 19.5배를 적용해 도출했다. 다수의 프리미엄 메모리 기판(GDDR7, 128GB DDR5) 양산을 주도하고, AI가속기 등 고부가 MLB기판 시장에 진입한다는 점에 주목한다. FC-BGA의 실적 정상화가 예상되는 2025년부터는 삼위일체의 실적 흐름이 기대된다.

MLB 기판 AI 모멘텀 발생의 의의

현재 동사의 MLB 생산능력은 2,000억원 수준으로, AI 시장을 주도하는 다수의 빅테크 업체들 입장에서는 매우 부족하다. 이에 따라 경쟁사들과 달리 동사의 경우 고부가가치 MLB 기판 시장 진입의 기회가 제한적이었다. 다만 최근 발생한 MLB 기판 시장 내 두 가지 변화로 인해 동사에게도 시장 진입의 기회가 열린 것으로 파악된다. 1) 공급부족이다. 갑작스럽게 생긴 AI 수요로 인해 다수의 MLB 기판 업체들은 증설을 진행 중이나 업계 전반적인 공급부족 현상이 심화되고 있다. 이에 따라 원활한 물량 확보를 원하는 일부 고객사들이 동사와도 공급 논의를 시작하였다. 2) MLB 기판 내 HDI 공법 적용 확산이다. MLB 기판에 HDI 공법을 적용하면 기존 적층방식보다 데이터 효율을 2배 이상 향상시킬 수 있다. 데이터 처리 속도가 중요한 AI 고객사들이 HDI 공법 적용을 요구하고 있는데, 동사의 경우 다수의 HDI 공법 기술력을 갖추고 있다는 점에서 매력도가 상승하고 있다.

인적분할 이후 동사는 FC-BGA 시장에 성공적으로 안착했다는 점에서 다른 기판 업체 대비 프리미엄을 받아왔다. 성장성 측면에서 이번 AI가속기 MLB 기판 시장 진입 또한 동사의 프리미엄이 재부각될 수 있는 새로운 모멘텀임이 분명하다. 또한 향후 증설을 통해 실적 추정치가 상향될 가능성도 상존한다. 새로운 모멘텀과 우상향할 실적 흐름을 고려, 점진적인 비중 확대 접근이 유효하다고 판단한다.

(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	966.1	40.2	45.2	915	82.8	17,447	24.4	1.3	5.4	5.1	29.7
2025E	1,182.3	111.2	101.0	2,044	123.4	19,120	10.9	1.2	3.8	10.7	32.9
2026E	1,374.5	149.9	135.7	2,745	34.3	21,466	8.1	1.0	2.5	13.0	33.9

표1 대덕전자 2Q24P 실적 Review

(십억원)	2Q24P	2Q23	(% YoY)	1Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	238.3	219.9	8.4%	214.9	10.9%	233.6	2.0%	239.3	-0.4%
영업이익	10.9	5.6	94.3%	-2.9	흑전	7.9	37.5%	8.7	25.7%
세전이익	15.4	5.2	195.5%	2.6	502.8%	10.1	53.0%	13.3	16.2%
지배주주 순이익	12.2	4.3	184.5%	2.0	흑전	8.0	53.8%	10.1	21.6%
영업이익률(%)	4.6%	2.6%		-1.3%		3.4%		3.6%	
지배주주 순이익률(%)	5.1%	2.0%		0.9%		3.4%		4.2%	

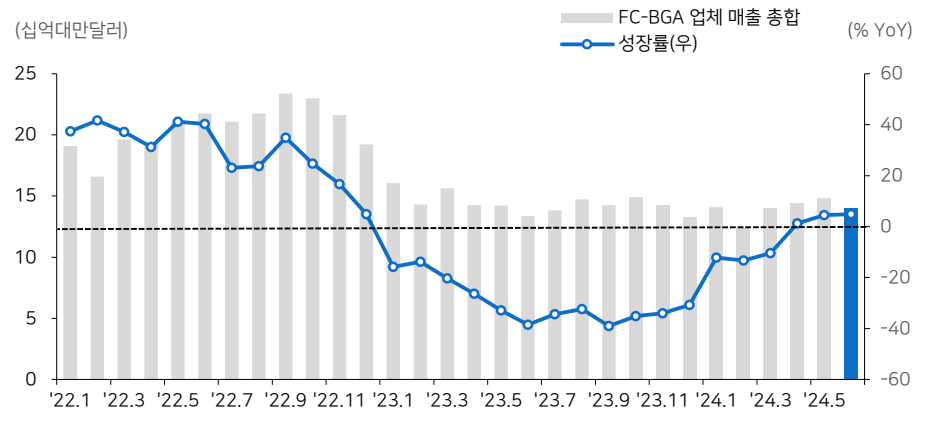
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

표2 대덕전자 실적 테이블

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
환율	**1,276**	**1,315**	**1,311**	**1,331**	**1,325**	**1,370**	**1,374**	**1,375**	**1,290**	**1,308**	**1,361**
매출액	**217.7**	**219.9**	**237.8**	**234.4**	**214.9**	**238.3**	**249.9**	**263.4**	**1,316.1**	**909.7**	**966.1**
(%, QoQ)	-26.6%	1.0%	8.1%	-1.4%	-8.3%	10.9%	4.9%	5.4%			
(%, YoY)	-28.7%	-35.9%	-36.0%	-20.9%	-1.3%	8.4%	5.1%	12.4%	31.5%	-30.9%	6.2%
패키지기판	**180.8**	**191.3**	**213.6**	**211.0**	**188.5**	**208.6**	**219.7**	**232.8**	**1,128.6**	**796.7**	**849.6**
Memory	88.0	115.9	131.4	130.9	117.5	129.6	132.1	138.8	655.2	466.2	518.0
Non-Memory	92.7	75.4	82.2	80.2	71.0	79.0	87.6	94.0	473.4	330.5	331.6
MLB기판	35.4	28.1	23.6	22.9	25.5	29.6	30.1	30.4	139.0	110.0	115.6
FPCB	1.5	0.5	0.6	0.4	0.8	0.0	0.0	0.0	48.6	3.0	0.8
영업이익	**10.3**	**5.6**	**1.4**	**6.4**	**-2.9**	**10.9**	**13.0**	**19.5**	**232.5**	**23.7**	**40.2**
(%, QoQ)	-78.7%	-45.4%	-74.8%	354.1%	-144.9%	-477.8%	18.8%	50.2%			
(%, YoY)	-77.1%	-90.9%	-98.2%	-86.7%	-128.1%	94.3%	814.9%	202.7%	220.9%	-89.8%	70.4%
영업이익률 (%)	**4.7%**	**2.6%**	**0.6%**	**2.7%**	**-1.3%**	**4.6%**	**5.2%**	**7.4%**	**17.7%**	**2.6%**	**4.2%**
주요지표											
FC-BGA 매출액	70.4	50.2	54.0	50.2	41.7	47.4	52.8	64.2	272.9	224.8	206.0
(%패키지기판 내 비중)	38.9%	26.2%	25.3%	23.8%	22.1%	22.7%	24.0%	27.6%	24.2%	28.2%	24.2%

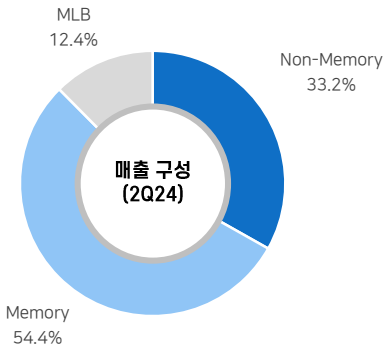
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

그림1 대만 FC-BGA 3사 합산 매출액 추이



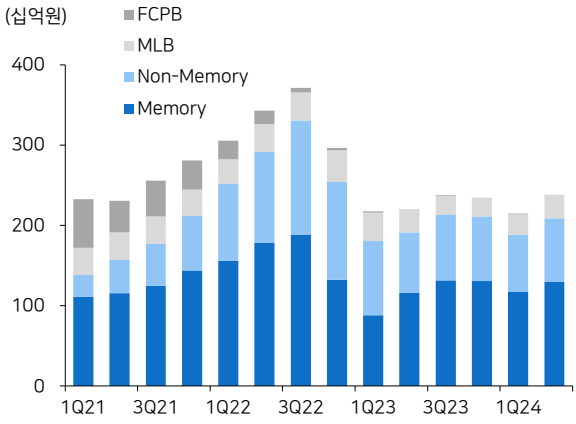
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림2 대덕전자 매출 구성



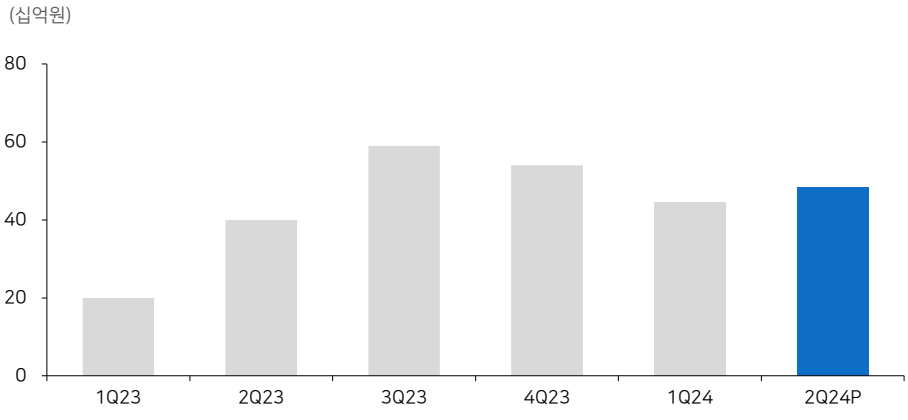
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

그림3 대덕전자 부문별 매출 추이



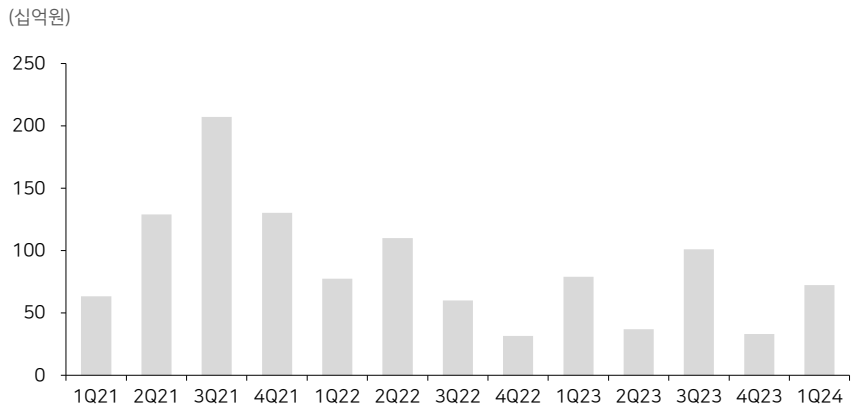
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

그림4 대덕전자 DDR5 매출액 추이



자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

그림5 대덕전자 수주잔고 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

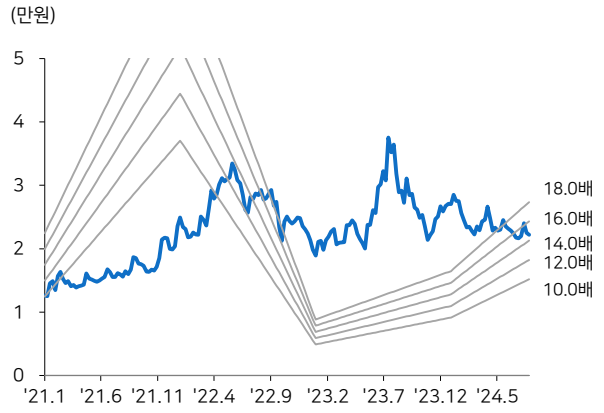
표3 대덕전자 적정주가 산정표

	Fair Value(원)	비고
EPS	1,520	12개월 선행 EPS
적정배수 (배)	19.4	'20~'23년 Historical 12MF PER
적정가치	29,483	
적정주가	**29,000**	
현재주가	22,300	
상승여력 (%)	**30.0%**	

자료: 메리츠증권 리서치센터

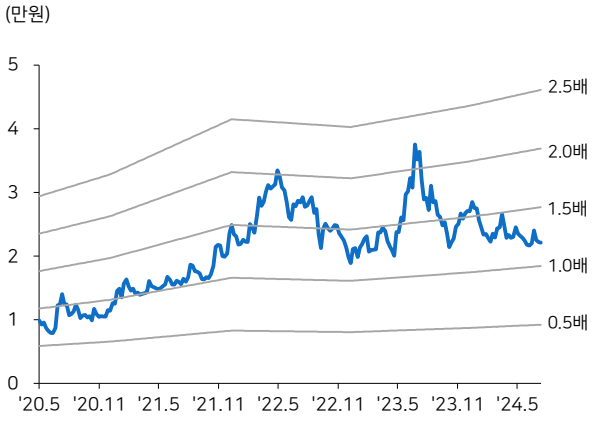
.

그림6 대덕전자 PER 밴드



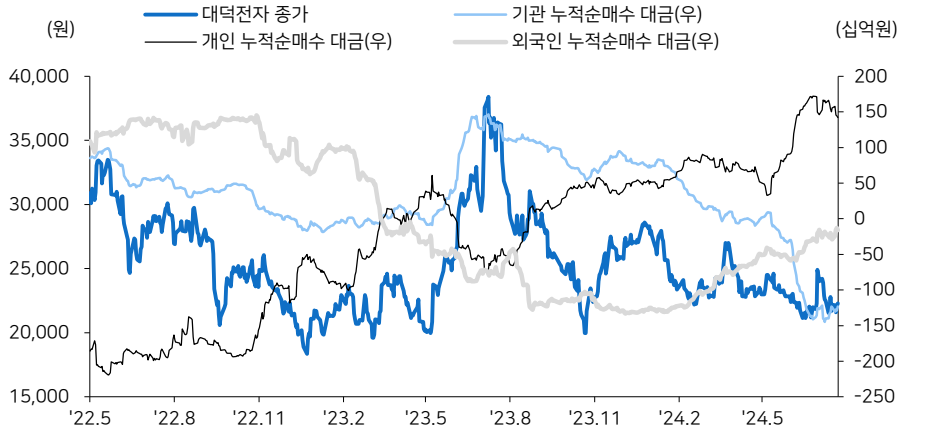
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림7 대덕전자 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 대덕전자 수급 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 (353200)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**1,316.2**	**909.7**	**966.1**	**1,182.3**	**1,374.5**
매출액증가율(%)	31.5	-30.9	6.2	22.4	16.3
매출원가	1,019.3	834.5	875.0	1,002.5	1,137.3
매출총이익	296.9	75.1	91.1	179.8	237.3
판매관리비	64.3	51.4	50.9	68.5	87.3
영업이익	**232.5**	**23.7**	**40.2**	**111.2**	**149.9**
영업이익률(%)	17.7	2.6	4.2	9.4	10.9
금융손익	9.4	9.1	17.8	18.3	24.0
종속/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	58.0	129.5	173.9
법인세비용	60.6	3.0	12.8	28.5	38.3
당기순이익	**183.9**	**25.4**	**45.2**	**101.0**	**135.7**
지배주주지분 순이익	183.9	25.4	45.2	101.0	135.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	**293.6**	**180.8**	**159.7**	**200.6**	**219.6**
당기순이익(손실)	183.9	25.4	45.2	101.0	135.7
유형자산상각비	100.4	110.5	117.9	101.7	87.9
무형자산상각비	4.4	4.6	5.2	3.6	2.3
운전자본의 증감	-62.0	40.5	1.2	2.2	1.9
투자활동 현금흐름	**-258.8**	**-197.5**	**-99.0**	**-143.2**	**-18.6**
유형자산의증가(CAPEX)	-204.8	-117.1	-100.0	-120.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-5.9	-1.0	-0.0	-0.1	-0.0
재무활동 현금흐름	**12.2**	**-28.9**	**-22.3**	**-14.8**	**-14.8**
차입금의 증감	25.9	-7.2	-6.8	0.1	0.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	45.7	-45.8	38.4	42.6	186.2
기초현금	76.7	122.4	76.6	115.0	157.6
기말현금	122.4	76.6	115.0	157.6	343.8

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	498.1	433.1	493.6	620.9	882.5
현금및현금성자산	122.4	76.6	115.0	157.6	343.8
매출채권	189.0	123.2	130.8	160.1	186.2
재고자산	120.2	90.6	96.2	117.7	136.8
비유동자산	693.7	694.5	672.4	688.1	598.0
유형자산	641.4	629.2	611.3	629.6	541.7
무형자산	12.1	12.8	8.6	6.0	3.7
투자자산	6.0	7.0	7.1	7.1	7.1
자산총계	**1,191.8**	**1,127.5**	**1,165.9**	**1,309.0**	**1,480.4**
유동부채	265.0	176.7	180.4	220.8	256.7
매입채무	37.0	46.2	49.1	60.1	69.8
단기차입금	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	6.8	6.8	0.0	0.0	0.0
비유동부채	71.7	82.5	86.8	103.3	118.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	19.0	12.9	12.9	12.9	12.9
부채총계	**336.8**	**259.2**	**267.2**	**324.1**	**374.7**
자본금	25.8	25.8	25.8	25.8	25.8
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	327.1	413.3	534.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**855.0**	**868.3**	**898.7**	**984.9**	**1,105.8**

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	26,634	18,408	19,549	23,925	27,815
EPS(지배주주)	3,705	501	915	2,044	2,745
CFPS	7,790	3,800	3,305	4,382	4,858
EBITDAPS	6,826	2,808	3,305	4,382	4,858
BPS	16,598	16,857	17,447	19,120	21,466
DPS	400	300	300	300	300
배당수익률(%)	2.1	1.1	1.3	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	5.1	54.0	24.4	10.9	8.1
PCR	2.4	7.1	6.7	5.1	4.6
PSR	0.7	1.5	1.1	0.9	0.8
PBR	1.1	1.6	1.3	1.2	1.0
EBITDA(십억원)	337.3	138.8	163.3	216.6	240.1
EV/EBITDA	2.4	8.5	5.4	3.8	2.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.9	2.9	5.1	10.7	13.0
EBITDA 이익률	25.6	15.3	16.9	18.3	17.5
부채비율	39.4	29.9	29.7	32.9	33.9
금융비용부담률	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
이자보상배율(x)	362.8	25.8	54.7	189.9	254.8
매출채권회전율(x)	7.4	5.8	7.6	8.1	7.9
재고자산회전율(x)	11.4	8.6	10.3	11.1	10.8

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 (2023 년 8 월 4 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 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 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

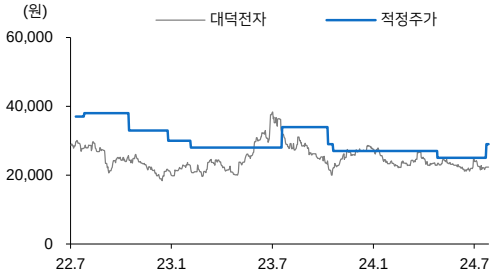
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 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	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 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	-8.9	-0.4
2024.08.02	기업브리프	Buy	29,000	양승수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이