

2024. 11. 1



▲ 전기전자/IT부품

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 24,000 원**현재주가 (10.31)** 17,230 원**상승여력** 39.3%

KOSPI 2,556.15pt

시가총액 8,515억원

발행주식수 4,942만주

유동주식비율 67.24%

외국인비중 10.41%

52주 최고/최저가 28,600원/15,820원

평균거래대금 47.4억원

주요주주(%)

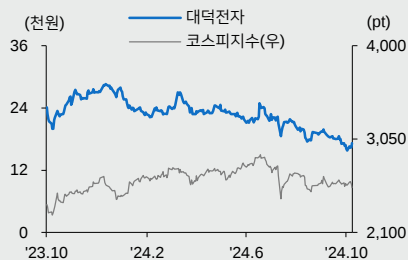
대덕 외 5 인 32.76

국민연금공단 8.45

주가상승률(%)**1개월** **6개월** **12개월**

절대주가 -8.4 -26.4 -13.7

상대주가 -7.1 -22.5 -23.1

주가그래프

대덕전자 353200

HDI 의 전통 강자, MLB 로 영역 확대 중

- ✓ 3Q24 영업이익(92억원)은 수요 둔화와 일회성 비용 반영으로 시장 컨센서스 하회
- ✓ 4Q24에도 전방 수요 둔화와 계절적 재고조정의 영향으로 실적 부진 지속 전망
- ✓ 다만 4분기내 AI가속기향 MLB 기판 공급 시작 가시성이 높아졌다는 점은 긍정적
- ✓ 적정주가는 24,000원으로 하향하나 AI가속기향 MLB 기판 공급을 통한 업종 내 프리미엄이 기대된다는 측면에서 투자 의견 Buy 유지

3Q24 Review: 일회성 비용 반영

3Q24 매출액(2,328억원)과 영업이익(92억원)은 컨센서스를 각각 -7.2%, -20.8% 하회했다. MLB 기판을 제외한 메모리와 비메모리 패키지기판 모두 전분기 대비 매출이 감소했고 일회성 비용(약 40억원 추정)이 반영되었기 때문이다. 메모리와 비메모리 패키지기판 모두 전방시장의 수요 둔화 영향으로 재고조정이 지속되고 있다. 반면 MLB 기판은 네트워크향 수요 증가와 HBM향 반도체 검사장비용 기판 공급 확대에 외형 성장을 달성하였다.

4Q24 Preview: 불가피한 비수기, AI가속기향 MLB 기판 공급은 긍정적

4Q24E 연결 실적은 매출액 2,159억원(-7.9% YoY), 영업이익 90억원(+40.1% YoY)을 전망한다. 전방 수요 둔화와 계절적 재고조정의 영향으로 메모리와 비메모리, MLB 기판 모두 전분기대비 매출 감소가 예상된다. 다만 3분기와 달리 일회성 비용 발생 가능성이 낮기 때문에, 영업이익은 전분기와 유사한 수준을 전망한다. 본격적인 실적 기여는 2025년으로 기대되나 4분기내 AI가속기향 MLB 기판 공급 시작 가시성이 높아졌다는 점은 긍정적이다. 동사가 생산을 담당할 AI가속기용 OAM 기판의 경우 고밀도화로 구현을 위해 HDI 기술이 적용됨과 동시에 층수가 높아 패키지기판을 상회하는 판가가 예상된다. 또한 초기 생산의 경우 감가상각이 종료된 HDI 생산라인을 활용하기 때문에 높은 수익성 또한 기대할 수 있다.

투자의견 Buy, 적정주가 24,000원 제시

적정주가는 24,000원으로 -17.2% 하향 조정한다. '24년과 '25년 영업이익 추정치를 각각 -29.8%, -28.8% 하향조정하고, 적정주가 산정에서 '25년의 비중이 확대되는 점을 반영하였다. 동사 또한 업종 전반적인 수요 둔화에 자유로울 수 없는 상황이다. 다만 이번 AI가속기 MLB 기판 시장 진입을 통해 기판 업종 내 프리미엄이 재부각될 수 있는 시점이라 판단해 투자의견 Buy를 유지한다.

(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	901.5	26.2	28.2	571	14.0	17,116	30.2	1.0	4.4	3.2	28.4
2025E	1,055.7	72.1	69.9	1,415	148.0	18,186	12.2	0.9	3.4	7.7	31.0
2026E	1,287.1	121.7	113.5	2,297	62.3	20,102	7.5	0.9	2.0	11.5	34.0

표1 대덕전자 3Q24P 실적 Review

(십억원)	3Q24P	3Q23	(% YoY)	2Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	232.8	237.8	-2.1%	238.3	-2.3%	250.9	-7.2%	249.9	-6.8%
영업이익	9.2	1.4	550.9%	10.9	흑전	11.6	-20.8%	12.0	-22.9%
세전이익	6.5	4.6	41.6%	15.4	-57.9%	13.3	-51.0%	16.2	-60.0%
지배주주 순이익	5.2	3.8	37.7%	12.2	흑전	10.4	-50.0%	12.1	-57.1%
영업이익률(%)	4.0%	0.6%		4.6%		4.6%		4.8%	
지배주주 순이익률(%)	2.2%	1.6%		5.1%		4.1%		4.8%	

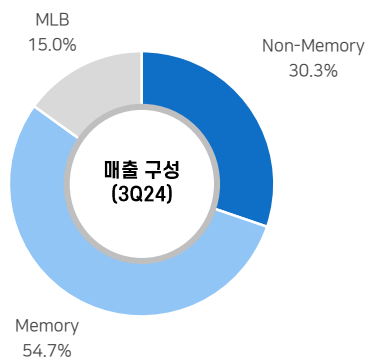
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

표2 대덕전자 실적 테이블

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2022	2023	2024E
환율	1,276	1,315	1,311	1,331	1,325	1,370	1,359	1,368	1,290	1,308	1,356
매출액	217.7	219.9	237.8	234.4	214.9	238.3	232.8	215.9	1,316.1	909.7	901.5
(%, QoQ)	-26.6%	1.0%	8.1%	-1.4%	-8.3%	10.9%	-2.3%	-7.3%			
(%, YoY)	-28.7%	-35.9%	-36.0%	-20.9%	-1.3%	8.4%	-2.1%	-7.9%	31.5%	-30.9%	-0.9%
패키지판	180.8	191.3	213.6	211.0	188.5	208.6	232.7	185.8	1,128.6	796.7	815.6
Memory	88.0	115.9	131.4	130.9	117.5	129.6	127.3	110.9	655.2	466.2	485.3
Non-Memory	92.7	75.4	82.2	80.2	71.0	79.0	70.4	74.9	473.4	330.5	295.3
MLB기판	35.4	28.1	23.6	22.9	25.5	29.6	35.0	30.0	139.0	110.0	120.1
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	9.2	9.0	232.5	23.7	26.2
(%, QoQ)	-78.7%	-45.4%	-74.8%	354.1%	-144.9%	-477.8%	-15.5%	-2.3%			
(%, YoY)	-77.1%	-90.9%	-98.2%	-86.7%	-128.1%	94.3%	550.9%	40.1%	220.9%	-89.8%	10.6%
영업이익률(%)	4.7%	2.6%	0.6%	2.7%	-1.3%	4.6%	4.0%	4.2%	17.7%	2.6%	2.9%
주요지표											
FC-BGA 매출액	70.4	50.2	54.0	50.2	41.7	47.4	45.0	41.4	272.9	224.8	175.5
(%패키지기판 내 비중)	38.9%	26.2%	25.3%	23.8%	22.1%	22.7%	19.3%	22.3%	24.2%	28.2%	21.5%

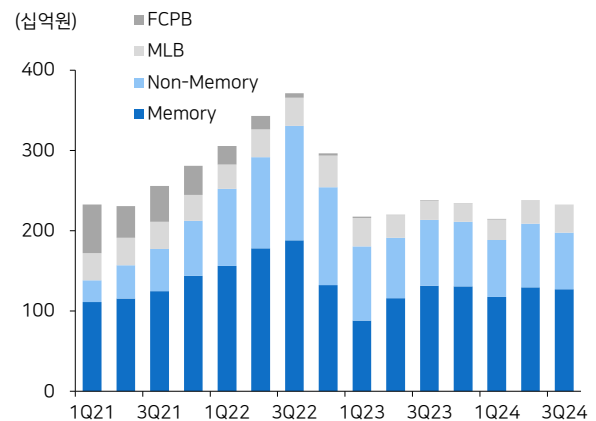
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

그림1 대덕전자 매출 구성



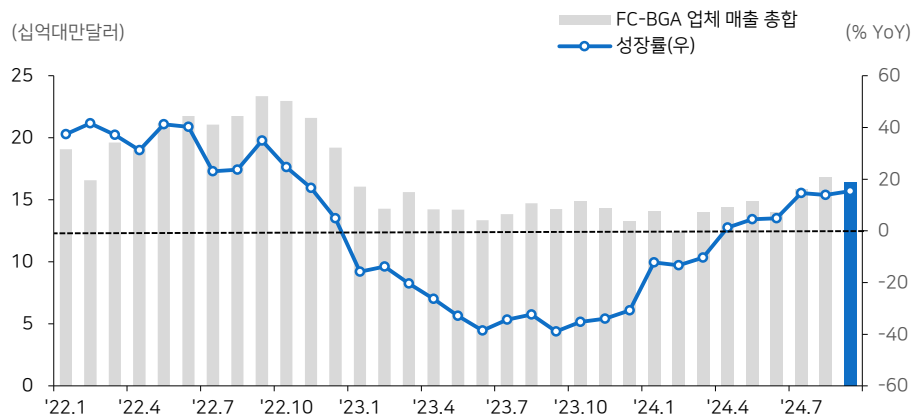
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

그림2 대덕전자 부문별 매출 추이



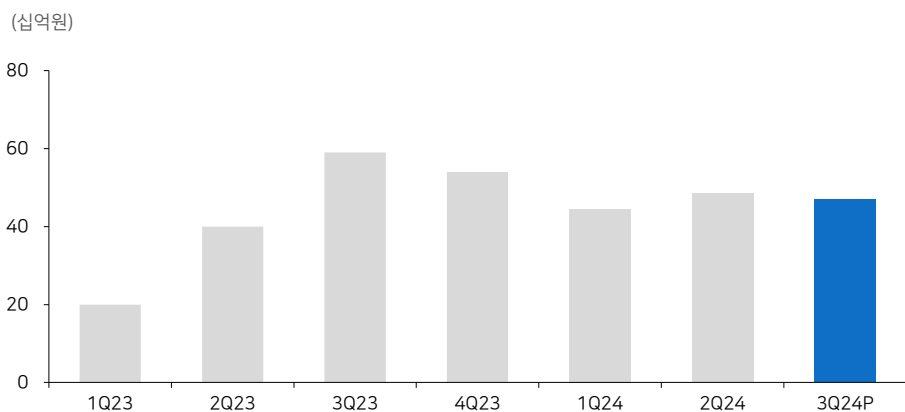
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

그림3 대만 FC-BGA 3사 합산 매출액 추이



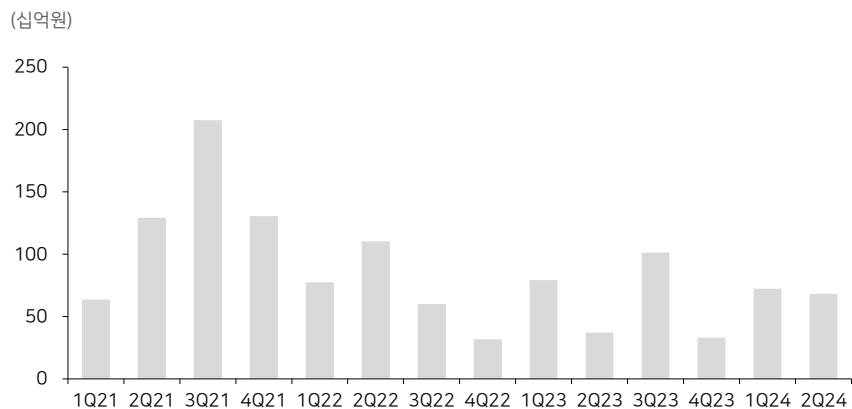
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림4 대덕전자 DDR5 매출액 추이



자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

그림5 대덕전자 수주잔고 추이



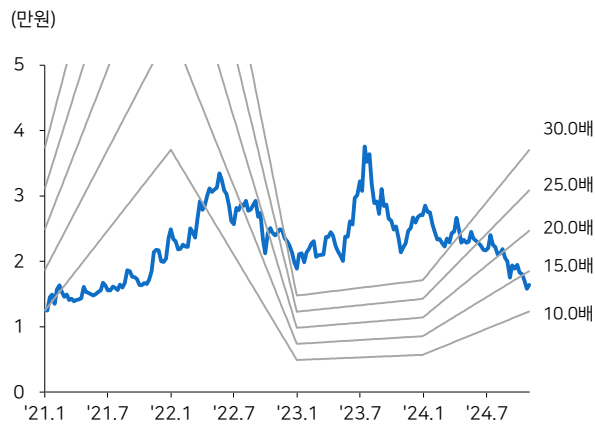
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 대덕전자 적정주가 산정표

	Fair Value(원)	비고
EPS	1,234	12개월 선행 EPS
적정배수 (배)	19.4	'20~'23년 Historical 12MF PER
적정가치	23,941	
적정주가	24,000	
현재주가	17,230	
상승여력 (%)	39.3%	

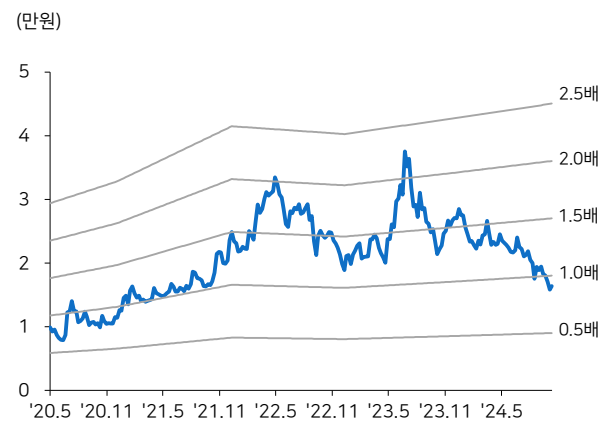
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 대덕전자 PER 밴드



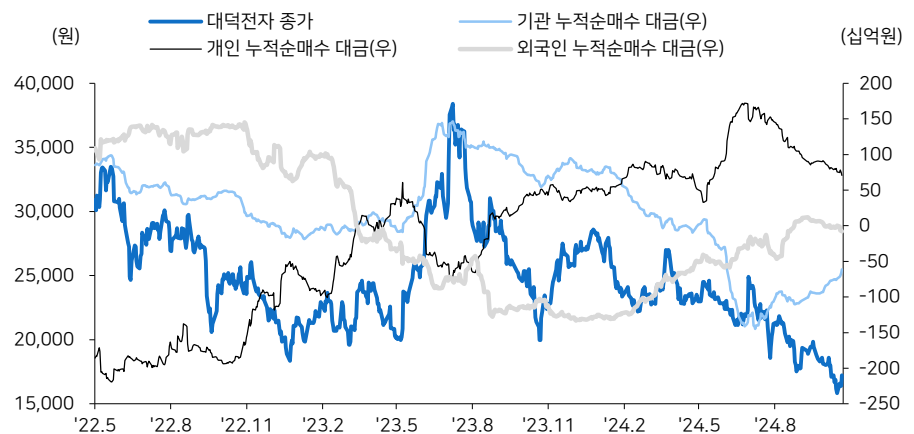
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림7 대덕전자 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 대덕전자 수급 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 (353200)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,316.2	909.7	901.5	1,055.7	1,287.1
매출액증가율(%)	31.5	-30.9	-0.9	17.1	21.9
매출원가	1,019.3	834.5	823.5	919.1	1,079.6
매출총이익	296.9	75.1	78.0	136.6	207.4
판매관리비	64.3	51.4	52.0	64.5	85.7
영업이익	232.5	23.7	26.2	72.1	121.7
영업이익률(%)	17.7	2.6	2.9	6.8	9.5
금융손익	9.4	9.1	8.6	15.3	20.2
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	34.6	87.4	141.9
법인세비용	60.6	3.0	6.4	17.5	28.4
당기순이익	183.9	25.4	28.2	69.9	113.5
지배주주지분 순이익	183.9	25.4	28.2	69.9	113.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	293.6	180.8	150.9	170.6	199.3
당기순이익(손실)	183.9	25.4	28.2	69.9	113.5
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	0.6	1.6	2.3
투자활동 현금흐름	-258.8	-197.5	-98.9	-136.3	-25.6
유형자산의증가(CAPEX)	-204.8	-117.1	-100.0	-120.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-5.9	-1.0	0.0	-0.0	-0.1
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	29.7	19.5	159.0
기초현금	76.7	122.4	76.6	106.3	125.8
기말현금	122.4	76.6	106.3	125.8	284.8

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	498.1	433.1	459.6	539.5	789.2
현금및현금성자산	122.4	76.6	106.3	125.8	284.8
매출채권	189.0	123.2	122.1	143.0	174.3
재고자산	120.2	90.6	89.8	105.1	128.1
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	7.0	7.1	7.1
자산총계	1,191.8	1,127.5	1,131.9	1,227.6	1,387.2
유동부채	265.0	176.7	168.4	197.2	240.4
매입채무	37.0	46.2	45.8	53.6	65.4
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	81.9	93.6	111.3
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	250.2	290.8	351.7
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	310.1	365.2	463.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	855.0	868.3	881.7	936.8	1,035.5

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	26,634	18,408	18,243	21,362	26,045
EPS(지배주주)	3,705	501	571	1,415	2,297
CFPS	7,790	3,800	3,018	3,591	4,287
EBITDAPS	6,826	2,808	3,018	3,591	4,287
BPS	16,598	16,857	17,116	18,186	20,102
DPS	400	300	300	300	300
배당수익률(%)	2.1	1.1	1.7	1.7	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	5.1	54.0	30.2	12.2	7.5
PCR	2.4	7.1	5.7	4.8	4.0
PSR	0.7	1.5	0.9	0.8	0.7
PBR	1.1	1.6	1.0	0.9	0.9
EBITDA(십억원)	337.3	138.8	149.2	177.5	211.8
EV/EBITDA	2.4	8.5	4.4	3.4	2.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.9	2.9	3.2	7.7	11.5
EBITDA 이익률	25.6	15.3	16.5	16.8	16.5
부채비율	39.4	29.9	28.4	31.0	34.0
금융비용부담률	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0
이자보상배율(x)	362.8	25.8	35.5	123.4	207.3
매출채권회전율(x)	7.4	5.8	7.4	8.0	8.1
재고자산회전율(x)	11.4	8.6	10.0	10.8	11.0

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	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 3등급	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	86.0%
중립	14.0%
매도	0.0%

2024년 9월 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	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-34.6	-24.7	
2024.11.01	기업브리프	Buy	24,000	양승수	-	-	