

대덕전자 (353200)

[NDR후기] 업황에 대한 시각 변화와 신사업 준비 현황

모아가기 좋은 구간까지 왔다

동사 주가는 하방 경직성을 가지는 구간에 가까워졌다. P/B 1.2배는 상장 이후 견고한 바닥 역할을 해왔다[그림9]. 이 기준으로, 현 주가 대비 다운사이드는 약 10% 수준이다. 조정 시 비중 확대의 기회로 활용할 수 있겠다.

동사 영업이익은 1H24 35억원(-78% HoH) → 2H24 366억원(+399% HoH) → 2025년 1,031억원(+156% YoY)으로 전망되어, 상/하반기의 편차가 뚜렷할 것이며, 2024년과 2025년의 온도 차 또한 상당할 전망이다.

[NDR후기] 업황의 대한 시각 변화와 신사업 준비 현황

업황을 바라보는 회사의 시각이 변화했다. 연초 당시 동사는 전방의 비축 움직임이 관찰되지 않음을 시사하였으나, 현 시점에서는 완만한 Pull-in 수요가 발생함을 언급한다. 고객사가 생산 역량을 HBM에 집중함에 따라 부진했던 메모리기판(DDR5) 출하도 2Q24 기점으로 QoQ 회복되고 있다. 이 같은 수요의 점진적 회복과 더불어, 추가적인 개선 요인은 FC-BGA 신사업 성과와 MLB 품 라인업의 고도화가 될 전망이다.

① **재고증감률<매출증감률**: 당사는 '23년 6월 이후 동사 매출 YoY 개선의 각도를 5차례 하향조정했고[그림2], 이번 NDR에서의 투자자들 역시 대체로 회복 속도에 대한 의구심이 남아있었다. 다만, 대덕전자는 1Q24가 저점일 것이라는 시각을 제시하였고, 이에 대해서는 전반적으로 수긍하는 모습이였다. 이는 숫자로도 드러나는데, 매출 증감률이 재고자산 증감률을 앞서기 시작했다[그림3]. 또한 재고자산의 절대 수준도 반도체기판 호황 사이클 이전으로 회귀했다. 지난 1년 6개월 간 혹독한 재고조정을 거친 결과다[그림4, 5].

② **FC-BGA 신사업현황**: TV를 제외한 전장, 산업용 FC-BGA 매출이 매월 MoM 기준으로 완만히 개선되고 있다. 한편, 동사는 이번 NDR을 통해 업황이 어려웠던 지난 1.6년 간 잠재 고객을 대상으로 적극적인 프로모션을 해왔음을 강조했다.

대표적으로, 50바디 이상 대면적 FC-BGA와 신규 전장용 FC-BGA 등이 논의되고 있다. 1Q24 FC-BGA 가동률은 45%에 그쳤는데, 업황 개선과 함께 적용처/고객사 확대 성과가 나타난다면 70% 이상으로 개선될 여지가 있다.

당사는 대덕전자의 FC-BGA 매출을 '23년 2,225억원(Flat YoY), '24년 3,150원(+40% YoY)으로 전망한다. 영업 레버리지가 상당한 사업인 만큼, FC-BGA 회복 구간에서의 전사 수익성 개선폭은 기대 이상일 수 있다[그림7, 8]

③ **MLB사업 고도화**: 동사는 2Q23을 기점으로 저부가 라인을 제거하는 등 MLB 사업 효율화에 나섰다. 2H23 구조조정 과정에서 업황 부진까지 겹치며 가동률이 크게 낮아졌던 바 있는데, 이제는 낮아진 가동률을 새로운 품목으로 채우고 있다. 저부가 라인업을 비워냄에 따라, 자연스럽게 신규 적용처에 대한 대응 여력이 생긴 것이다. 대표적으로, 반도체테스터용 MLB 매출이 확대되는 가운데, 글로벌 고객향 AI 가속기, 800G 스위치향으로의 제품 라인업 다변화를 준비하고 있다.

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	29,000원(유지)
증가(2024.05.10)	23,000원
상승여력	26.1%

Stock Indicator

자본금	26십억원
발행주식수	4,942만주
시가총액	1,137십억원
외국인지분율	9.3%
52주 주가	19,970~38,400원
60일평균거래량	716,745주
60일평균거래대금	17.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.3	-1.5	1.1	14.7
상대수익률	-9.0	-5.6	-12.1	4.5

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	910	960	1,172	1,265
영업이익(십억원)	24	40	103	144
순이익(십억원)	25	45	95	130
EPS(원)	493	867	1,851	2,532
BPS(원)	16,857	17,554	19,188	21,456
PER(배)	54.9	26.5	12.4	9.1
PBR(배)	1.6	1.3	1.2	1.1
ROE(%)	2.9	5.0	10.1	12.5
배당수익률(%)	1.1	1.5	1.7	2.0
EV/EBITDA(배)	8.5	5.9	3.9	2.9

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[전기전자]

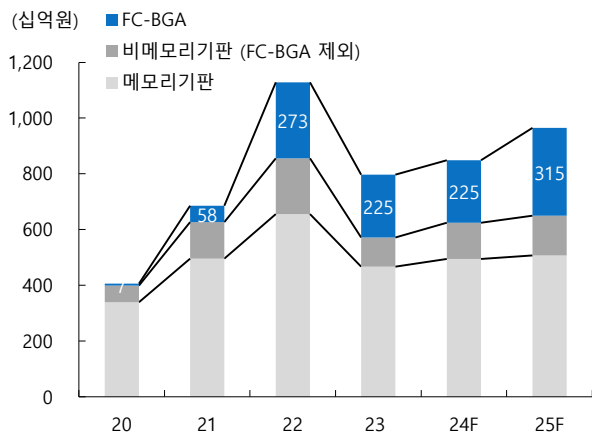
고의영 2122-9179 ey.ko@hi-ib.com

표1. 대덕전자 연결기준 영업실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출	218	220	238	234	215	232	251	263	1,316	910	960	1,172
YoY	-28.7%	-35.9%	-36.0%	-20.9%	-1.3%	5.7%	5.4%	12.0%	31.5%	-30.9%	5.6%	22.0%
QoQ	-26.6%	1.0%	8.2%	-1.4%	-8.3%	8.2%	7.8%	4.8%				
PKG	182	192	214	212	189	204	220	233	1,177	800	845	1,037
MLB	35	28	24	23	26	29	31	29	139	110	115	135
영업이익	10	6	1	6	-3	6	18	18	233	24	40	103
YoY	-77.1%	-90.9%	-98.2%	-86.7%	적전	14.4%	1177.3%	187.6%	220.9%	-89.8%	69.0%	156.3%
QoQ	-78.7%	-45.4%	-74.8%	353.9%	적전	흑전	181.7%	2.2%				
OPM	4.7%	2.6%	0.6%	2.7%	-1.4%	2.8%	7.2%	7.0%	17.7%	2.6%	4.2%	8.8%
세전이익	14	5	5	4	3	10	22	22	245	28	58	124
당기순이익	11	4	4	6	2	8	17	17	184	25	45	95
NPM	5.2%	2.0%	1.6%	2.6%	1.1%	3.5%	6.8%	6.6%	14.0%	2.8%	4.6%	8.1%

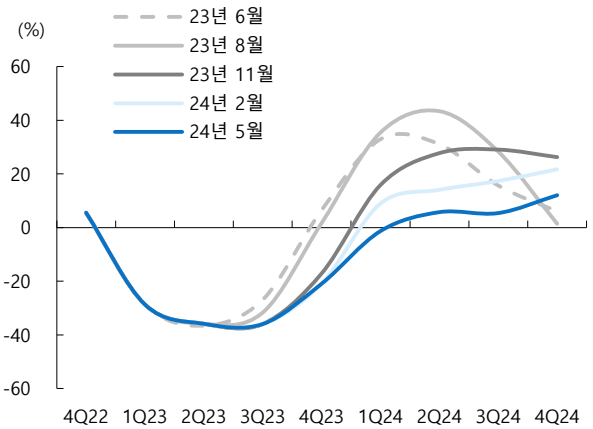
자료: 대덕전자, 하이투자증권

그림1. 대덕전자 패키지기판 연간 매출 추이 및 전망



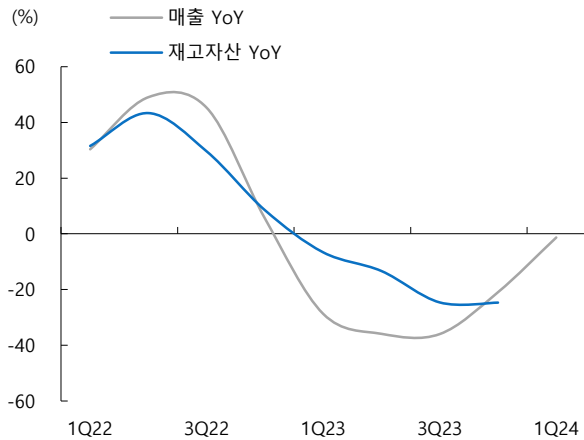
자료: 대덕전자, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 대덕전자 매출 YoY 증감률에 대한 경로 변화 추이



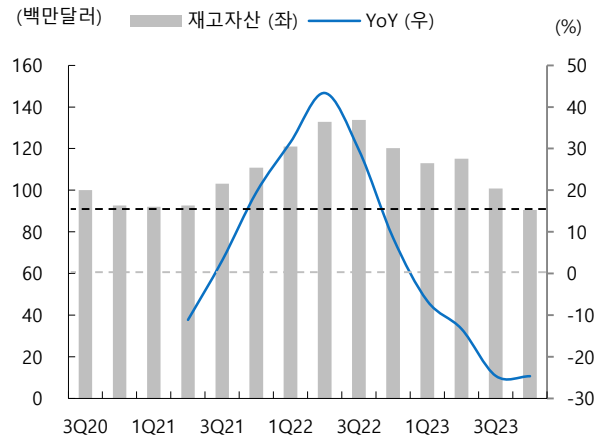
자료: 대덕전자, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 매출 증감률이 재고자산 증감률을 앞서기 시작



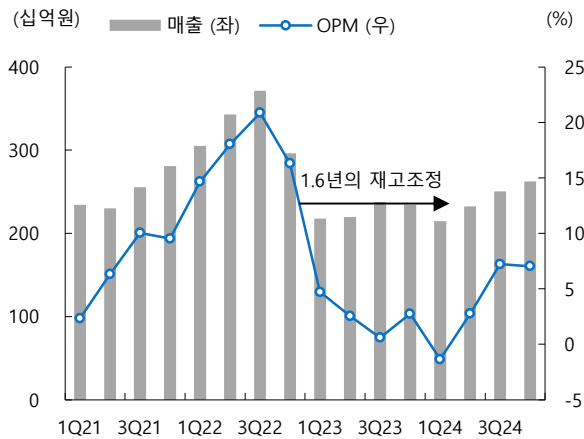
자료: 대덕전자, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 분기 재고자산 레벨도 업사이클 이전 수준으로 회귀



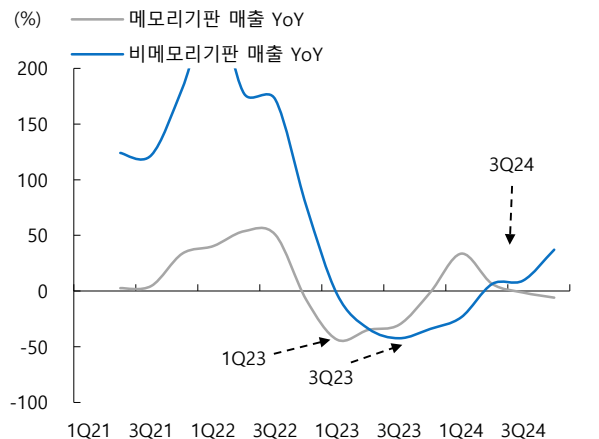
자료: 대덕전자, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 1년 6개월의 재고 조정 이후 완만한 개선 전망



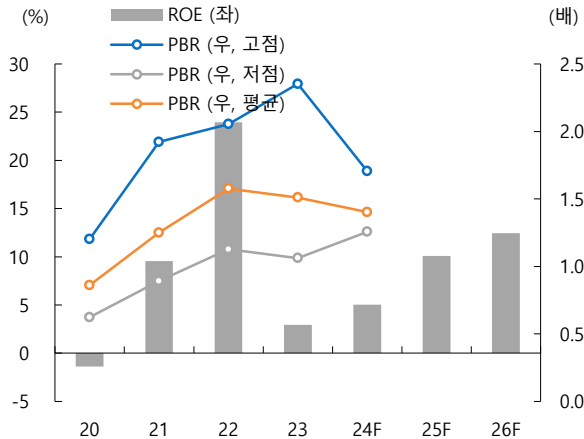
자료: 대덕전자, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 3Q24 기점으로 비메모리기판 YoY 반등 가능성



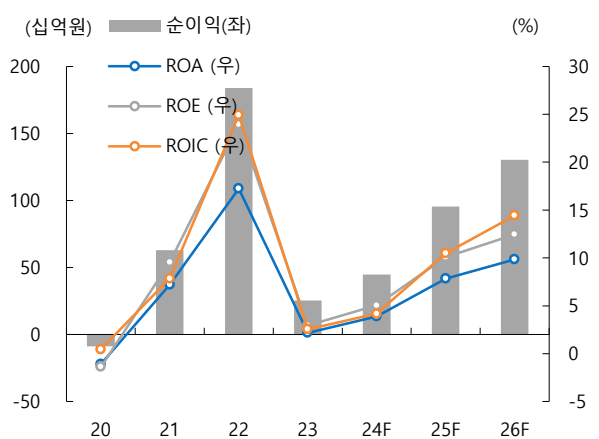
자료: 대덕전자, 하이투자증권 리서치본부

그림7. 대덕전자 ROE와 PBR 고,저,평균 추이



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치본부

그림8. 대덕전자 순이익과 ROE, ROIC 추이



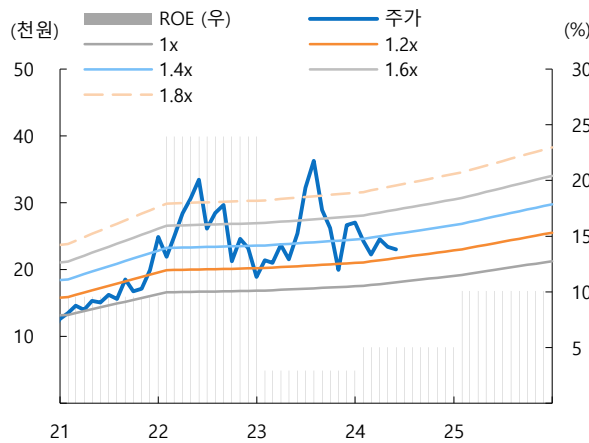
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치본부

표2. 대덕전자 Valuation Table

(단위: 십억원, 천주, 원, 배)		비고
① EBITDAPS	4,513	25년 전망치
② Target Multiple	6.30	이비덴, 신코, UMT, 킨서스, 난야PCB 등 해외 Peer의 평균 EVEBITDA배수를 15% 할인
- 적정주가	28,430	① * ②
③ 목표주가	29,000	
④ 현재주가	23,000	
상승여력	26%	③ / ④ - 1

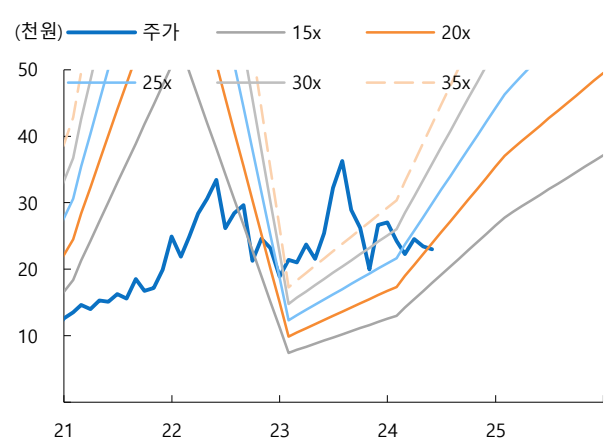
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치본부

그림9. 대덕전자 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치본부

그림10. 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	960	1,172	1,052	1,312	-8.7	-10.7
영업이익	40	103	58	121	-30.9	-15.0
영업이익률	4.2	8.8	5.5	9.2		
세전이익	58	124	75	142	-22.7	-12.8
세전이익률	6.0	10.6	7.2	10.8		
지배주주순이익	45	95	58	109	-23.0	-12.5
지배주주순이익률	4.6	8.1	5.5	8.3		
EPS	867	1,851	1,129	2,121	-23.2	-12.7

자료: 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

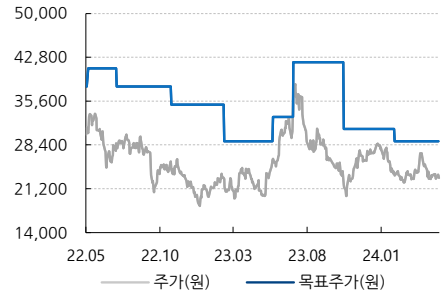
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	433	462	577	714	매출액	910	960	1,172	1,265
현금 및 현금성자산	77	88	147	257	증가율(%)	-30.9	5.6	22.0	8.0
단기금융자산	127	130	134	138	매출원가	835	866	1,003	1,053
매출채권	129	137	167	180	매출총이익	75	94	169	213
재고자산	91	97	118	128	판매비와관리비	51	54	66	69
비유동자산	694	707	687	672	연구개발비	0	0	0	0
유형자산	629	647	629	617	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	13	8	5	3	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,128	1,169	1,263	1,386	영업이익	24	40	103	144
유동부채	177	189	202	208	증가율(%)	-89.8	69.0	156.3	39.6
매입채무	46	58	70	76	영업이익률(%)	2.6	4.2	8.8	11.3
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	25	33	40	37
유동성장기부채	7	7	7	7	이자비용	16	17	21	13
비유동부채	82	76	73	73	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-4	2	2	2
장기차입금	13	6	3	3	세전계속사업이익	28	58	124	169
부채총계	259	265	275	281	법인세비용	3	13	28	39
지배주주지분	868	904	988	1,105	세전계속이익률(%)	3.1	6.0	10.6	13.4
자본금	26	26	26	26	당기순이익	25	45	95	130
자본잉여금	545	545	545	545	순이익률(%)	2.8	4.6	8.1	10.3
이익잉여금	297	324	400	508	지배주주귀속 순이익	25	45	95	130
기타자본항목	1	9	18	26	기타포괄이익	9	9	9	9
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	34	53	104	139
자본총계	868	904	988	1,105	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	181	194	210	261	주당지표 (원)				
당기순이익	25	45	95	130	EPS	493	867	1,851	2,532
유형자산감가상각비	110	113	117	113	BPS	16,857	17,554	19,188	21,456
무형자산상각비	5	5	3	2	CFPS	2,726	3,148	4,185	4,757
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	300	350	400	450
투자활동 현금흐름	-197	-134	-104	-104	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-116	-130	-100	-100	PER	54.9	26.5	12.4	9.1
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	1.6	1.3	1.2	1.1
금융상품의 증감	-1	-	-	-	PCR	9.9	7.3	5.5	4.8
재무활동 현금흐름	-29	-22	-21	-20	EV/EBITDA	8.5	5.9	3.9	2.9
단기금융부채의증감	-8	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-6	-3	-	ROE	2.9	5.0	10.1	12.5
자본의증감	-	0	-	-	EBITDA이익률	15.3	16.4	19.0	20.4
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	29.9	29.3	27.8	25.4
현금및현금성자산의증감	-46	11	59	111	순부채비율	-21.1	-22.7	-27.4	-34.9
기초현금및현금성자산	122	77	88	147	매출채권회전율(x)	5.6	7.2	7.7	7.3
기말현금및현금성자산	77	88	147	257	재고자산회전율(x)	8.6	10.2	10.9	10.3

자료 : 대덕전자, 하이투자증권 리서치본부

대덕전자 투자 의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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 기관투자자 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. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2024-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.1%	7.9%	-