

# 대덕전자 (353200)

## FC-BGA는 더디나 MLB는 기대 이상일 전망

### FC-BGA 양산 지연 감안하여 목표주가 하향

'24년과 '25년의 영업이익을 각각 -22%, -35% 하향하며, 목표주가를 기존 29,000원에서 24,000원으로 조정한다. 목표주가는 '25년 EBITDA 3,747원에 기존과 같이 Ibiden, Unimicron, Kinsus, Nanya PCB 등 글로벌 Peer의 EV/EBITDA 평균을 10%를 할인한 6.4배를 적용했다.

3Q24 영업이익은 일회성 비용으로 기존 추정치를 하회할 것으로 추정되며, '25년 영업이익은 FC-BGA 신규 프로젝트에 대한 양산 시점이 당초 계획보다 지연될 수 있음을 감안하여 하향 조정했다. 다만, MLB는 기대 이상일 가능성이 높아진 것으로 파악된다.

주가는 테크 섹터에 대한 투자 심리가 악화되는 가운데 12개월 트레이일링 P/B 1.0배 마저 깨지며 -2SD 수준에 근접했다[그림8]. 과매도 구간이다.

### FC-BGA는 예상보다 더디고, MLB는 기대 이상일 전망

① **일회성 비용 영향:** 3Q24 실적은 매출 2,476억원(+4% YoY, +4% QoQ), 영업이익 83억원(+483% YoY, 영업이익률 3.3%)로 추정된다. 기존 추정치 대비 매출은 유지하나, 영업이익은 -34% 하향한 것이다. 메모리와 비메모리 공히 업황 개선 속도가 더디지만, 당초 예상을 크게 벗어나는 수준은 아니다. 다만 일회성 비용으로 인해 컨센서스를 하회할 것으로 보인다. 한편, 3분기를 돌아보면 여타 컴포넌트 업체들은 달러 약세로 실적 추정치가 하향 조정되는 모습이였다. 다행히 동사는 연평균 계획 환율을 1320원으로 보수적으로 설정했기 때문에, 이와 관련된 눈높이 하향은 상대적으로 제한적이다.

② **FC-BGA 딜레이:** 업계 평균 FC-BGA 가동률은 60~70%로 개선이 더딘 상태이며, 동사 역시 이 같은 흐름에서 자유로울 수 없다. 특히 동사는 전장 반도체용 FC-BGA가 주력이므로 자동차 수요 침체 장기화로 어려움을 겪고 있다.

연말-연초에 시작될 것으로 기대했던 신규 전장 반도체용 FC-BGA 양산 역시 지연될 가능성이 높아졌다. 이는 25년에 대한 눈높이 하향으로 나타날 것이다. 당사는 '24년 연간 FC-BGA 연평균 가동률을 55%로 추정하며, '25년은 65%로 전망한다(vs. 당초 74% 전망). '24년, '25년 FC-BGA 매출은 각각 1,991억원, 2,600억원으로 전망되며, 25년 추정치는 기존 대비 -12% 조정한 것이다.

③ **순조로운 MLB:** FC-BGA와 달리 MLB 신규 프로젝트는 계획대로 진행 중이며, 연말-연초 양산 가능성이 높다. 적용처는 AI 가속기용 OAM인 것으로 파악되는데, 과거 삼성전자향으로 스마트폰용 HDI, SLP 대량 양산을 성공적으로 해본 경험이 수율 안정화에 도움이 될 전망이다. 연내 증설 투자도 시작될 계획이다. HDI 양산 당시의 인력과 설비를 여전히 보유중이기 때문에 증설에 소요되는 비용과 시간을 최소화할 수 있을 전망이다. 이외로, 추가 고객사 확보를 위한 샘플 작업도 적극적으로 진행 중이다. '25년과 '26년 MLB 매출은 각각 1,777억원(+52% YoY), 2,900억원(+63% YoY)으로 전망되어 전사 외형 성장을 이끌 전망이다.

[이전 당사 대덕전자 보고서 보기 [1](#), [2](#), [3](#)]

### Company Brief

**Buy** (Maintain)

목표주가(12M)	24,000원(하향)
증가(2024.10.18)	17,100원
상승여력	40.4%

Stock Indicator	
자본금	26십억원
발행주식수	4,942만주
시가총액	845십억원
외국인지분율	9.8%
52주 추가	17,100~28,600원
60일평균거래량	260,566주
60일평균거래대금	5.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.5	-24.0	-25.2	-27.4
상대수익률	-9.5	-16.8	-25.2	-36.6

### Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	910	953	1,093	1,299
영업이익(십억원)	24	27	71	120
순이익(십억원)	25	35	72	112
EPS(원)	493	683	1,398	2,176
BPS(원)	16,857	17,371	18,552	20,463
PER(배)	54.9	25.0	12.2	7.9
PBR(배)	1.6	1.0	0.9	0.8
ROE(%)	2.9	4.0	7.8	11.2
배당수익률(%)	1.1	2.0	2.3	2.6
EV/EBITDA(배)	8.5	4.0	3.1	2.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[전기전자]  
고의영 2122-9179 ey.ko@imfnsec.com

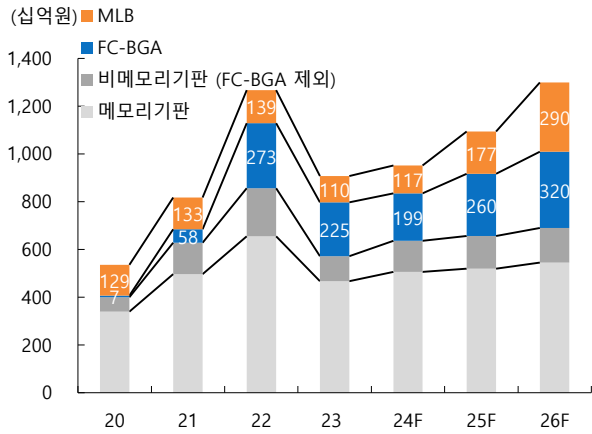
[IT RA]  
손우성 2122-9785 useong@imfnsec.com

표1. 대덕전자 연결기준 영업실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출	218	220	238	234	215	238	248	252	1,316	910	953	1,093
YoY	-28.7%	-35.9%	-36.0%	-20.9%	-1.3%	8.4%	4.1%	7.5%	31.5%	-30.9%	4.7%	14.8%
QoQ	-26.6%	1.0%	8.2%	-1.4%	-8.4%	10.9%	3.9%	1.8%				
PKG	182	192	214	212	189	209	216	222	1,177	800	835	916
MLB	35	28	24	23	26	30	32	30	139	110	117	177
영업이익	10	6	1	6	-3	11	8	11	233	24	27	71
YoY	-77.1%	-90.9%	-98.2%	-86.7%	적전	94.3%	483.3%	70.6%	220.9%	-89.8%	14.8%	160.2%
QoQ	-78.7%	-45.4%	-74.8%	354.1%	적전	흑전	-24.2%	32.8%				
OPM	4.7%	2.6%	0.6%	2.7%	-1.3%	4.6%	3.3%	4.4%	17.7%	2.6%	2.9%	6.5%
세전이익	14	5	5	4	3	15	12	15	245	28	45	94
당기순이익	11	4	4	6	2	12	9	12	184	25	35	72
NPM	5.2%	2.0%	1.6%	2.6%	0.9%	5.1%	3.8%	4.6%	14.0%	2.8%	3.7%	6.6%

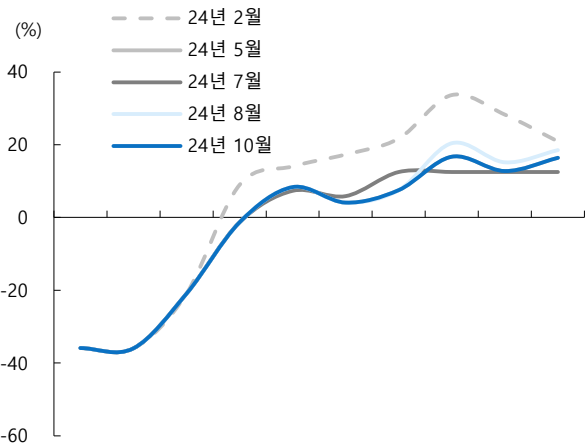
자료: 대덕전자, iM증권 리서치본부

그림1. 대덕전자 부문별 연간 매출 추이 및 전망



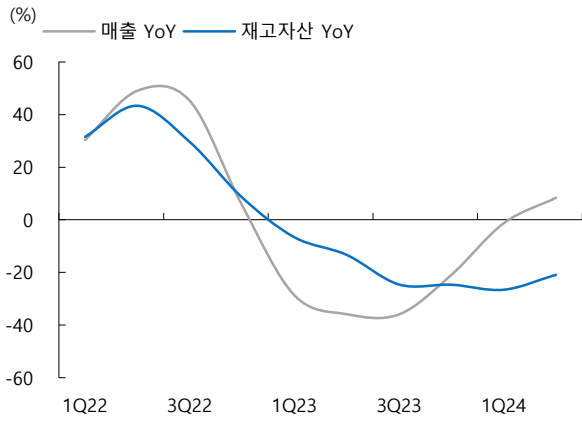
자료: 대덕전자, iM증권 리서치본부

그림2. 대덕전자 매출 YoY 증감률 추정치에 대한 경로 변화 추이



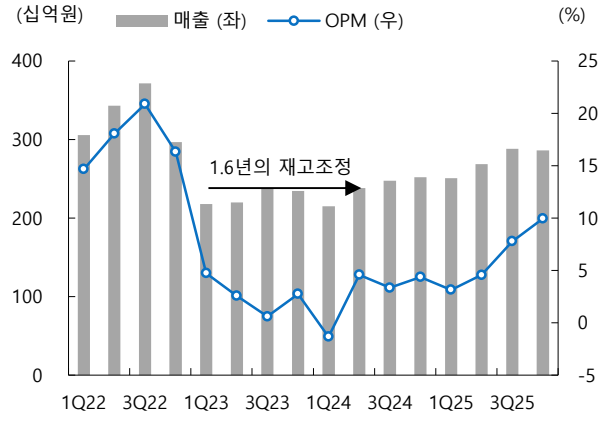
자료: 대덕전자, iM증권 리서치본부

그림3. 4Q23 기점 매출 증감률이 재고자산 증감률을 앞서기 시작



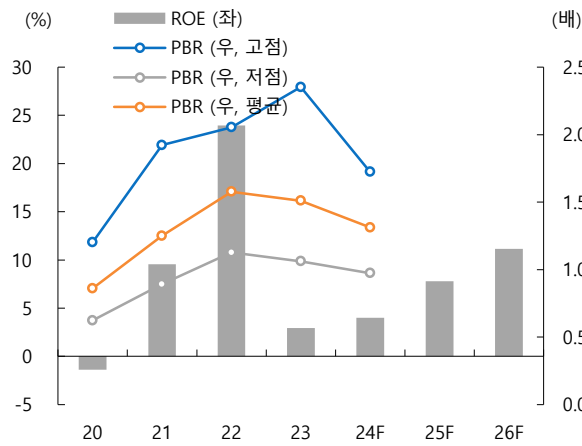
자료: 대덕전자, iM증권 리서치본부

그림4. 1년 6개월의 재고 조정 이후 개선 전망



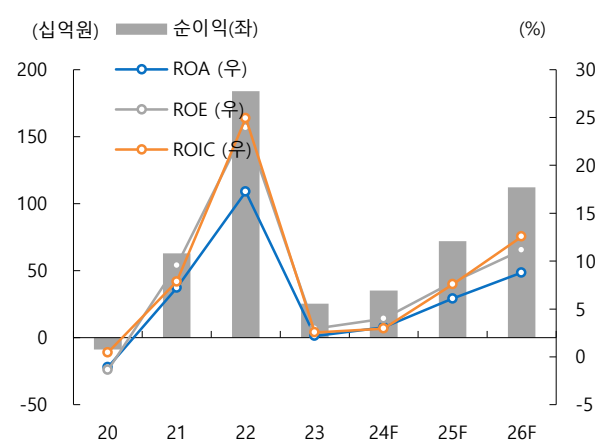
자료: 대덕전자 iM증권 리서치본부

그림5. 대덕전자 ROE와 PBR 고,저,평균 추이



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

그림6. 대덕전자 순이익과 ROE, ROIC 추이



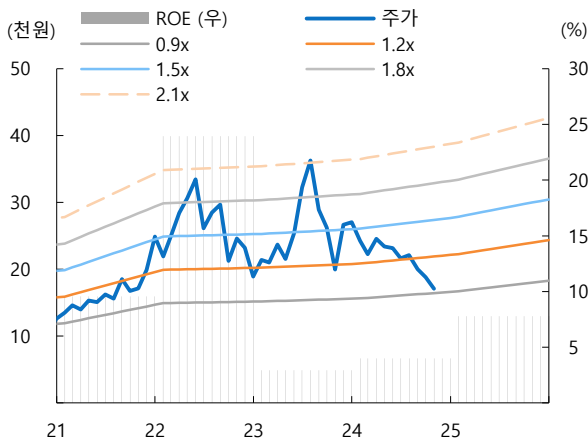
자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

표2. 대덕전자 Valuation Table

(단위: 십억원, 천주, 원, 배)		비고
① EBITDAPS	3,747	25년 전망치
② Target Multiple	6.40	이비덴, UMT, 킨서스, 난야PCB 등 해외 Peer의 평균 EVEBITDA배수를 10% 할인
- 적정주가	23,981	① * ②
③ 목표주가	24,000	
④ 현재주가	17,100	
상승여력	40%	③ / ④ - 1

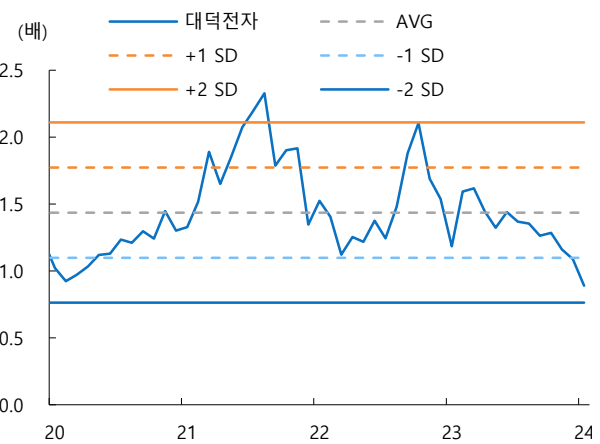
자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

그림7. 대덕전자 12개월 '선행' PBR 밴드



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

그림8. 대덕전자 12개월 '트레일링' PBR 추이



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

표3. 대덕전자 실적추정 변경

(단위: 십억원, %)	신규추정		기존추정		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	953	1,093	952	1,135	0.1	-3.7
영업이익	27	71	35	110	-22.1	-35.5
영업이익률	2.9	6.5	3.7	9.7		
세전이익	45	94	52	132	-13.0	-29.1
세전이익률	4.7	8.6	5.5	11.6		
지배주주순이익	35	72	41	102	-14.2	-29.4
지배주주순이익률	3.7	6.6	4.3	9.0		
EPS	683	1,398	787	1,973	-13.2	-29.1

자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	433	484	545	692	매출액	910	953	1,093	1,299
현금 및 현금성자산	77	112	134	227	증가율(%)	-30.9	4.7	14.8	18.8
단기금융자산	127	130	134	138	매출원가	835	873	963	1,108
매출채권	129	136	156	185	매출총이익	75	79	130	191
재고자산	91	96	110	131	판매비와관리비	51	52	59	71
비유동자산	694	668	674	639	연구개발비	0	0	0	0
유형자산	629	608	617	583	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	13	8	5	3	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,128	1,152	1,219	1,330	영업이익	24	27	71	120
유동부채	177	181	191	204	증가율(%)	-89.8	14.8	160.2	70.0
매입채무	46	57	66	78	영업이익률(%)	2.6	2.9	6.5	9.3
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	25	30	36	36
유동성장기부채	7	-	-	-	이자비용	16	13	16	13
비유동부채	82	76	73	73	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-4	1	2	2
장기차입금	13	6	3	3	세전계속사업이익	28	45	94	146
부채총계	259	257	263	276	법인세비용	3	10	22	33
자배주주지분	868	895	956	1,054	세전계속이익률(%)	3.1	4.7	8.6	11.2
자본금	26	26	26	26	당기순이익	25	35	72	112
자본잉여금	545	545	545	545	순이익률(%)	2.8	3.7	6.6	8.6
이익잉여금	297	315	367	457	지배주주귀속 순이익	25	35	72	112
기타자본항목	1	9	18	26	기타포괄이익	9	9	9	9
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	34	44	81	121
자본총계	868	895	956	1,054	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

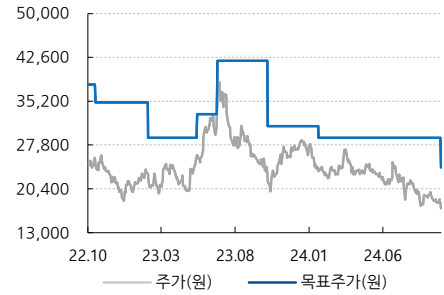
  

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	181	195	194	223	주당지표(원)				
당기순이익	25	35	72	112	EPS	493	683	1,398	2,176
유형자산감가상각비	110	121	111	114	BPS	16,857	17,371	18,552	20,463
무형자산상각비	5	5	3	2	CFPS	2,726	3,133	3,617	4,418
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	300	350	400	450
투자활동 현금흐름	-197	-104	-124	-84	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-116	-100	-120	-80	PER	54.9	25.0	12.2	7.9
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	1.6	1.0	0.9	0.8
금융상품의 증감	-1	-	-	-	PCR	9.9	5.5	4.7	3.9
재무활동 현금흐름	-29	-29	-21	-20	EV/EBITDA	8.5	4.0	3.1	2.0
단기금융부채의증감	-8	-7	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-6	-3	-	ROE	2.9	4.0	7.8	11.2
자본의증감	-	0	-	-	EBITDA이익률	15.3	16.1	16.9	18.2
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	29.9	28.8	27.6	26.2
현금및현금성자산의증감	-46	35	22	93	순부채비율	-21.1	-26.3	-27.8	-34.3
기초현금및현금성자산	122	77	112	134	매출채권회전율(x)	5.6	7.2	7.5	7.6
기말현금및현금성자산	77	112	134	227	재고자산회전율(x)	8.6	10.2	10.6	10.8

자료 : 대덕전자, iM증권 리서치본부

대덕전자 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	-23.7%	-6.9%
2024-10-21	Buy	24,000		



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-mail 등을 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.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 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 2024-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	7.3%	0.7%