

대덕전자 (353200)

26년 기준 MLB 사업가치가 PKG 사업가치에 근접

SOTP로 밸류에이션 방식 변경

25년과 26년의 영업이익 추정치를 각각 -54%, -22% 하향하고 목표주가를 기존 24,000원에서 21,000원으로 조정한다. 아울러, 밸류에이션 방식을 SOTP로 변경하여 패키지와 MLB의 사업가치를 따로 산정했다 (vs. 기존 전사 EBITDA에 반도체기판 Peer의 평균 배수 적용). 이러한 접근이 1Q25 이후 본격 성장할 MLB 사업의 가치를 적합하게 반영할 것으로 판단한다.

당사가 추정하는 '26년 기준 반도체기판과 MLB의 사업 가치는 각각 6,300억원, 5,400억원이다. 참고로, MLB 업체들의 EV/EBITDA 배수는 반도체기판 업체들 대비 평균적으로 2배 이상 높다. [표3].

주가의 촉매는 1Q25 AI 가속기향 MLB 양산 및 2Q25의 수익성 개선, 3Q25 신규 고객사향 FC-BGA 양산 및 적자폭 축소이며, 잠재위험은 이 같은 신사업이 지연되어 기회비용이 커질 가능성 및 레거시 수요 부진이 장기화될 가능성이다.

더딘 업황 개선 vs. AI가속기향 MLB와 신규 적용처향 FC-BGA 기대

4Q24 실적은 매출 2,065억원(-12% YoY, -11% QoQ), 영업이익 -60억원 (적전 YoY, 영업이익률 -2.9%)로 당사 추정치인 60억원을 크게 하회했다. 메모리기판 가동률 급감 때문이다. FC-BGA, MLB는 예상 수준의 계절적 재고조정이 있었다.

2024년은 동사에게 어려운 해였다. 비메모리, 메모리기판 공히 예상보다 더딘 회복세를 보였고, 이는 여전히 현재 진행형이다. 수요 부진으로 신규 프로젝트도 양산 일정도 밀렸다. 다만, MLB는 AI가속기향으로 적용처 확대 가능성이 열린 점이 긍정적이었으며, 이와 관련된 성과가 올해부터 본격화 할 것으로 기대된다. 대덕전자를 반도체기판 업종 내에서 상대적으로 선호하는 이유다. 구체적으로,

① **MLB:** 1Q25부터 AI 가속기향 양산이 시작될 것으로 기대된다. 당초 기대 대비 1개 분기 지연된 것인데, 그럼에도 '25년과 '26년 MLB 매출 추정치는 기존과 같이 각각 1,900억원, 3,100억원으로 전망한다. UBB는 물론이고, 양산 난이도가 높은 OAM도 대응할 계획이다. 현재 OAM은 주로 대만 업체들이 과점하고 있다. 회사는 추가 고객사 확보 가능성과 관련하여, 기확보한 고객에 대한 레퍼런스 확보가 우선 순위라는 입장이었다.

② **FC-BGA:** 1Q24 당시 바닥을 쳤으나, 이후 분기 매출이 450억원 내외로 고착화됐다. 회복이 제한된 L자형 부진이 이어지고 있는 것이다. 회사는 올해 하반기부터 신규 고객사향 진입이 본격화될 기대하고 있다. 당초 계획 대비 3~4개 분기 지연된 것이다. 양산이 시작된다면 유의미한 적자폭 개선이 가능할 전망이다. '25년과 '26년의 FC-BGA 매출을 각각 2,150억원, 2,500억원으로 전망하며, 이전 추정치 대비 공히 -17% 하향한 것이다.

③ **메모리기판:** 지난 4Q24 당시 메모리기판의 적자가 실적 부진의 주된 원인이었는데, 이와 관련하여 회사는 1Q25까지 개선이 제한적이되, 2Q25부터 일부 비축수요가 발생할 수 있음을 언급했다. [이전 당사 대덕전자 보고서 1, 2, 3]

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	21,000원(하향)
증가(2025.02.03)	17,070원
상승여력	23.0%

Stock Indicator	
자본금	26십억원
발행주식수	4,942만주
시가총액	844십억원
외국인지분율	11.2%
52주 추가	12,870~27,000원
60일평균거래량	485,730주
60일평균거래대금	8.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.4	2.8	-18.9	-30.3
상대수익률	6.9	6.3	-10.6	-24.2

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	910	892	967	1,153
영업이익(십억원)	24	11	33	77
순이익(십억원)	25	24	38	78
EPS(원)	493	463	736	1,509
BPS(원)	16,857	17,151	17,670	18,914
PER(배)	54.9	36.8	23.2	11.3
PBR(배)	1.6	1.0	1.0	0.9
ROE(%)	2.9	2.7	4.2	8.3
배당수익률(%)	1.1	2.1	2.3	2.6
EV/EBITDA(배)	8.5	4.2	4.0	2.8

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)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출	215	238	233	206	214	240	255	258	910	892	967	1,153
YoY	-1.3%	8.4%	-2.1%	-12.1%	-0.6%	0.9%	9.7%	25.2%	-30.9%	-2.0%	8.5%	19.3%
QoQ	-8.4%	10.9%	-2.3%	-11.5%	3.7%	12.6%	6.2%	0.9%				
PKG	189	209	198	173	179	195	205	202	800	768	780	843
MLB	26	30	35	33	35	45	51	56	110	123	187	310
영업이익	-3	11	9	-6	-2	5	13	17	24	11	33	77
YoY	적전	94.3%	550.9%	적전	적지	-58.2%	43.7%	흑전	-89.8%	-52.7%	189.8%	135.4%
QoQ	적전	흑전	-15.5%	적전	적지	흑전	190.3%	28.1%				
OPM	-1.3%	4.6%	4.0%	-2.9%	-1.0%	1.9%	5.2%	6.6%	2.6%	1.3%	3.4%	6.6%
세전이익	3	15	7	6	5	11	14	20	28	31	49	101
당기순이익	2	12	5	4	4	8	11	15	25	24	38	78
NPM	0.9%	5.1%	2.2%	2.2%	1.7%	3.4%	4.2%	5.9%	2.8%	2.7%	3.9%	6.8%

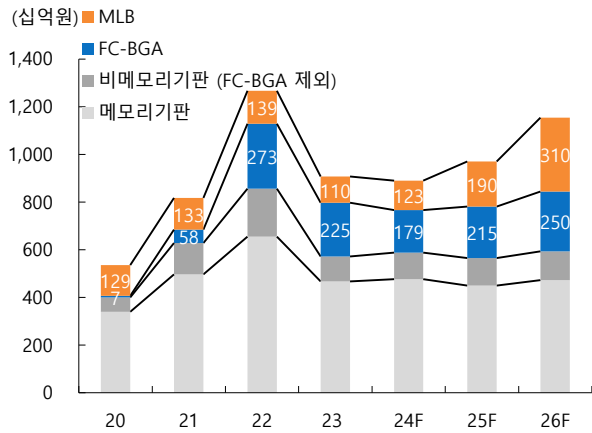
자료: 대덕전자, iM증권 리서치본부

표2. 대덕전자 실적추정 변경

(단위: 십억원, %)	신규추정		기존추정		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	967	1,153	1,039	1,233	-6.9	-6.5
영업이익	33	77	70	98	-53.5	-21.8
영업이익률	3.4	6.6	6.7	7.9		
세전이익	49	101	92	122	-46.5	-17.1
세전이익률	5.1	8.8	8.9	9.9		
지배주주순이익	38	78	71	94	-46.6	-17.2
지배주주순이익률	3.9	6.8	6.8	7.6		
EPS	736	1,512	1,380	1,827	-46.7	-17.3

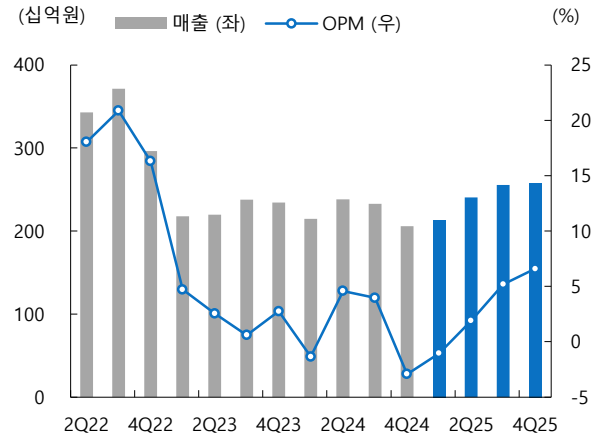
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 대덕전자 부문별 연간 매출 추이 및 전망



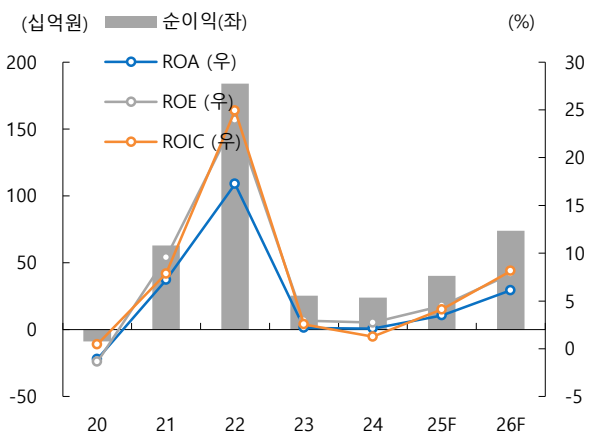
자료: 대덕전자, iM증권 리서치본부

그림2. 분기 매출과 영업이익률 추이 및 전망



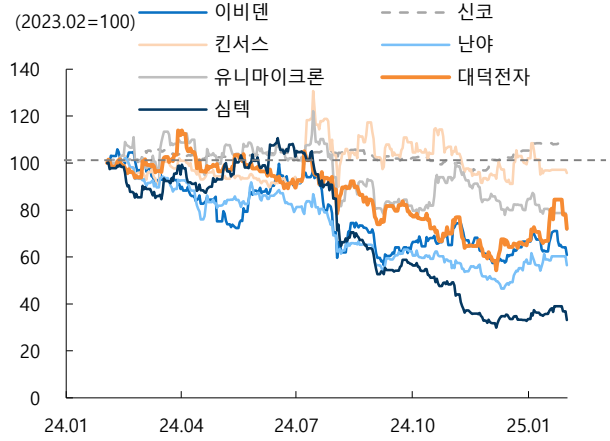
자료: 대덕전자, iM증권 리서치본부

그림3. 대덕전자 순이익과 ROE, ROIC 추이



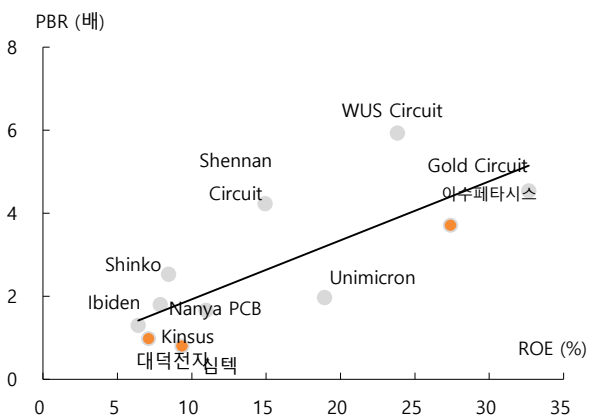
자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

그림4. 주요 반도체기판 업체들의 상대 주가 추이



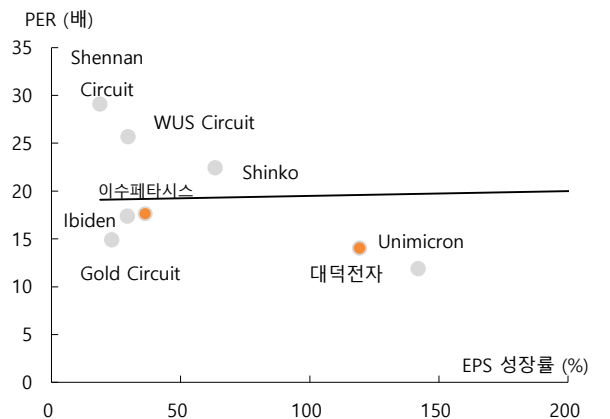
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5. 주요 PCB 기업들의 '25년 ROE - PBR



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. 주요 PCB 기업들의 '25년 EPS성장률 - PER



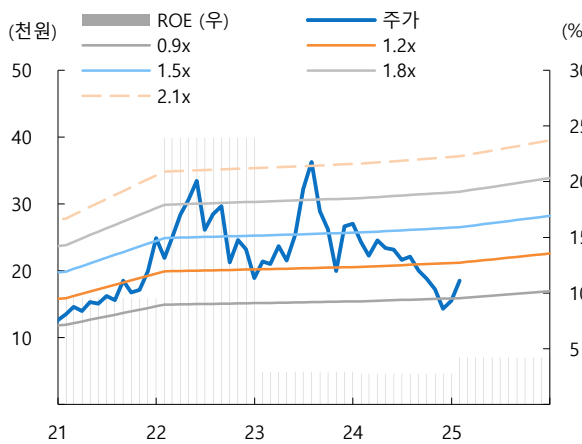
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표3. 대덕전자 SOTP 밸류에이션

(십억원, X, 천주, %)		25E	26E	비고
① 영업이익	PKG	143	332	
	MLB	182	434	
② 감가상각	PKG	992	977	
	MLB	40	46	
③ EBITDA	PKG	1,135	1,309	① + ②
	MLB	222	480	
④ Multiple	PKG	5.3	4.8	Ibiden, UMTC, Kinsus, NYPCB의 시기별 평균 WUS, Shennan, GCE, 이수페타시스의 시기별 평균
	MLB	13.4	11.2	
⑤ 사업가치	PKG	6,014	6,283	③ * ④
	MLB	2,980	5,376	
	합계	8,993	11,659	
A. 순현금		158	205	
B. 적정시총		9,152	11,865	
C. 발행주식		49,417	49,417	
D. 적정주가		18,199	23,594	⑤ / C
E. 목표주가		21,000		25년과 26년의 평균
F. 현재주가		17,070		
G. 업사이드		23%		

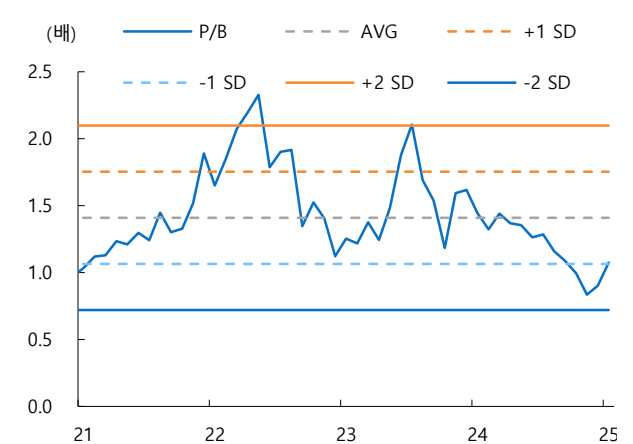
자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

그림7. 대덕전자 12개월 '선행' PBR 밴드



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

그림8. 대덕전자 12개월 '트레일링' PBR 추이



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	433	499	534	634	매출액	910	892	967	1,153
현금 및 현금성자산	77	142	154	204	증가율(%)	-30.9	-2.0	8.5	19.3
단기금융자산	127	130	134	138	매출원가	835	832	882	1,014
매출채권	129	127	138	164	매출총이익	75	60	86	140
재고자산	91	90	98	116	판매비와관리비	51	49	53	63
비유동자산	694	638	632	608	연구개발비	0	0	0	0
유형자산	629	578	575	552	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	13	8	5	3	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,128	1,137	1,166	1,242	영업이익	24	11	33	77
유동부채	177	178	183	195	증가율(%)	-89.8	-52.7	189.8	135.4
매입채무	46	53	58	69	영업이익률(%)	2.6	1.3	3.4	6.6
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	25	26	31	36
유동성장기부채	7	-	-	-	이자비용	16	16	16	13
비유동부채	82	76	73	73	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-4	9	2	2
장기차입금	13	6	3	3	세전계속사업이익	28	31	49	101
부채총계	259	254	256	268	법인세비용	3	7	11	23
자배주주지분	868	883	910	974	세전계속이익률(%)	3.1	3.4	5.1	8.8
자본금	26	26	26	26	당기순이익	25	24	38	78
자본잉여금	545	545	545	545	순이익률(%)	2.8	2.7	3.9	6.7
이익잉여금	297	303	321	377	지배주주귀속 순이익	25	24	38	78
기타자본항목	1	9	18	26	기타포괄이익	9	9	9	9
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	34	32	46	86
자본총계	868	883	910	974	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	181	194	164	181	주당지표(원)				
당기순이익	25	24	38	78	EPS	493	463	736	1,509
유형자산감가상각비	110	121	103	102	BPS	16,857	17,151	17,670	18,914
무형자산상각비	5	5	3	2	CFPS	2,726	2,914	2,797	3,532
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	300	350	400	450
투자활동 현금흐름	-197	-74	-104	-84	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-116	-70	-100	-80	PER	54.9	36.8	23.2	11.3
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	1.6	1.0	1.0	0.9
금융상품의 증감	-1	-	-	-	PCR	9.9	5.9	6.1	4.8
재무활동 현금흐름	-29	-29	-21	-20	EV/EBITDA	8.5	4.2	4.0	2.8
단기금융부채의증감	-8	-7	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-6	-3	-	ROE	2.9	2.7	4.2	8.3
자본의증감	-	0	-	-	EBITDA이익률	15.3	15.4	14.3	15.7
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	29.9	28.7	28.1	27.5
현금및현금성자산의증감	-46	65	12	50	순부채비율	-21.1	-30.0	-31.3	-34.8
기초현금및현금성자산	122	77	142	154	매출채권회전율(x)	5.6	7.0	7.3	7.6
기말현금및현금성자산	77	142	154	204	재고자산회전율(x)	8.6	9.9	10.3	10.8

자료 : 대덕전자, iM증권 리서치본부

대덕전자 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	-33.0%	-16.7%
2025-02-04	Buy	21,000		



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 기관투자가 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. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 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 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%