CSP와 UT-CSP만으로도 성장은 가능하다

6개월 목표주가 16,000원에 투자의견 매수 유지

6개월 목표주가 16,000원을 기준으로, 2012년 상반기 EPS에 P/E 12배 적용)에 투자의견 매수를 유지한다. 대덕전자에서는 CSP, UT-CSP 등 반도체 PKG Substrate 출하량 증가에 핵심을 두고 추정치를 3.0% 상향한 1,851억원을 기록할 것으로 예상한다. 

업계에서 공통적으로 ERP 구축에 따른 물류 개선, 평가금 20억원, 실적 개선에 따른 성과금 지급 30억원 등 임직원 비용 증가로 인해 추정치는 40.7% 하회한 111억원을 기록할 것으로 전망한다. 1분기 매출액은 계절적 비수기 잔인으로 인해 매출액은 QoQ로 5.2% 감소한 1,754억원, 영업이익은 임직원 비용 미발생으로 QoQ로 24.2% 증가한 138억원을 기록한 것으로 전망한다. YoY로는 매출액과 영업이익이 각각 18.5%, 6.5% 증가하면서 실적 모델링은 지속될 것으로 보인다.

FC-CSP는 올해 2분기에 양산 승인을 통해 하반기부터 매출 발생 예상

회사의 차세대 성장 동력으로 AP용 FC-CSP 양산 승인이 실현되고 있다. 현재 계획을 2011년 3분기 정도로 예상하였지만, Wire Bonding이 없는 FC-CSP의 가속적인 신규 도입을 유도한 삼성전자로의 양산 승인이 여러개를 겪고 있다. 하지만, 대한민국 Kinsus 등도 CSP 제품 개발을 통해 FC-CSP 시장에 관여할 것으로 전망된다. 무엇보다도 FC-CSP의 경우 기존 CSP, UT-CSP 대비 각각 8배, 4배 이상 고가 제품이라는 점에서 양산 승인이 확정되는 시점에서 동시에 경쟁력 있는 실적 모델링으로 성장할 것으로 예상된다.

CSP, UT-CSP, HDI만으로도 실적 모델링과 Valuation은 매력은 충분

회사는 삼성전자에 System LS용 CSP와 MCP-UT-CSP를 공급하고 있다. 삼성전자가 상세적으로 수익성이 낮은 CSP, UT-CSP 비중을 줄이면서 동시에 기회 요인을 작용하고 있다. 특히, CSP의 경우 대만 Kinsus, Nanya PCB와 경쟁하고 있는데 원가상 위가 있는 당시가 삼성전자 내 점유율이 지속적으로 높아질 수밖에 없었다. 여기에 스타트론이 3년 Stack Via PCB 매출 비중이 상승하는 등 삼성전자 스타트론 모델링은 올해에도 강화될 것으로 전망된다.

| 구분 | 매출액 (십억원) / 영업이익 (십억원) / 세금直接影响 (십억원) / 순익 (십억원) / EBITDA (십억원) / EPS (십억원) / 증권평가 (%) / PER (배) / PBR (배) / EV/EBITDA (배) / ROE (%) |
|------|-------------------------------------------------|----------------------------------|---------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|-----------------|-----------------|
| 2009 | 395.7                                          | 23.1                             | 56.8                            | 44.6                              | 43.8                            | 914                             | -166.5                          | 7.0                             | 1.1                             | 4.9             | 16.6            |
| 2010 | 530.7                                          | 34.4                             | 50.8                            | 47.4                              | 59.8                            | 971                             | 6.2                             | 8.3                             | 1.1                             | 6.0             | 14.7            |
| 2011F| 654.5                                          | 54.7                             | 59.5                            | 48.9                              | 95.0                            | 1,002                           | 3.2                             | 11.3                            | 1.5                             | 5.2             | 13.3            |
| 2012F| 759.5                                          | 70.7                             | 78.7                            | 64.5                              | 122.1                           | 1,322                           | 32.0                            | 9.0                             | 1.4                             | 4.1             | 15.9            |
| 2013F| 838.0                                          | 77.6                             | 85.6                            | 70.2                              | 133.7                           | 1,439                           | 8.8                             | 8.3                             | 1.2                             | 3.5             | 15.2            |

* 2009~2010은 K-GAAP 기준, 2011~2013은 K-FRS 개정 기준

Company Report
2012. 02. 13

대덕전자(063080)

BUY / TP 16,000원

Analyst 노근창
(02) 3787-2301
greg@hmncib.com

Analyst 김상표
(02) 3787-2590
spkim@hmncib.com

최근 12개월 주가수익률

자료: WiseFr, HMC투자증권

* K-FRS 개정 기준
### INDUSTRY REPORT

#### 〈그림1〉 주요 PKG ASP 비교

![주요 PKG ASP 비교 그래프](#)

자료: HMC투자증권

#### 〈그림2〉 PKG Substrate 업체와 PKG업체 수익성 비교

![PKG Substrate 업체와 PKG업체 수익성 비교 그래프](#)

자료: 각사, HMC투자증권

#### 〈표1〉 실적 추정 변경 사항

<table>
<thead>
<tr>
<th>변경 후</th>
<th>변경 전</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1Q11</td>
<td>2Q11</td>
</tr>
<tr>
<td>매출액</td>
<td>148,0</td>
</tr>
<tr>
<td>영업이익</td>
<td>13,0</td>
</tr>
<tr>
<td>영업이익률</td>
<td>8.8%</td>
</tr>
<tr>
<td>세전이익</td>
<td>14,4</td>
</tr>
<tr>
<td>법인세</td>
<td>2,2</td>
</tr>
<tr>
<td>순이익</td>
<td>12,2</td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료: 대덕전차, HMC투자증권

#### 〈표2〉 분기별 실적 전망

<table>
<thead>
<tr>
<th>매출액</th>
<th>매출액 비중</th>
<th>변경 후</th>
<th>변경 전</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>반도체 PCB</td>
<td>276,7</td>
<td>52,1%</td>
<td>2010</td>
</tr>
<tr>
<td>통신용 PCB</td>
<td>254,0</td>
<td>47,9%</td>
<td>2011F</td>
</tr>
<tr>
<td>합계</td>
<td>530,7</td>
<td>100,0%</td>
<td>2Q11</td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료: 대덕전차
### 장기적주요변수

<table>
<thead>
<tr>
<th>보통순익계산서</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011F</th>
<th>2012F</th>
<th>2013F</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>매출액</td>
<td>396</td>
<td>531</td>
<td>655</td>
<td>780</td>
<td>838</td>
</tr>
<tr>
<td>증가율 (%)</td>
<td>17.4</td>
<td>31.4</td>
<td>23.3</td>
<td>16.0</td>
<td>10.3</td>
</tr>
<tr>
<td>매출경비</td>
<td>364</td>
<td>477</td>
<td>564</td>
<td>658</td>
<td>726</td>
</tr>
<tr>
<td>매출성과margin (%)</td>
<td>89.4</td>
<td>89.8</td>
<td>89.2</td>
<td>88.6</td>
<td>86.6</td>
</tr>
<tr>
<td>매출영업손익</td>
<td>42</td>
<td>54</td>
<td>71</td>
<td>102</td>
<td>112</td>
</tr>
<tr>
<td>매출영업이익률 (%)</td>
<td>10.6</td>
<td>12.0</td>
<td>10.8</td>
<td>13.4</td>
<td>13.4</td>
</tr>
<tr>
<td>매출영업이익</td>
<td>92.2</td>
<td>29.7</td>
<td>30.7</td>
<td>44.4</td>
<td>9.9</td>
</tr>
<tr>
<td>EBITDA</td>
<td>19</td>
<td>20</td>
<td>24</td>
<td>31</td>
<td>34</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### 재무상태표

<table>
<thead>
<tr>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011F</th>
<th>2012F</th>
<th>2013F</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>유동자산</td>
<td>233</td>
<td>197</td>
<td>217</td>
<td>259</td>
</tr>
<tr>
<td>유동자의지</td>
<td>2</td>
<td>23</td>
<td>43</td>
<td>67</td>
</tr>
<tr>
<td>기동자산</td>
<td>109</td>
<td>12</td>
<td>17</td>
<td>17</td>
</tr>
<tr>
<td>기동자의지</td>
<td>63</td>
<td>86</td>
<td>79</td>
<td>89</td>
</tr>
<tr>
<td>계정자산</td>
<td>38</td>
<td>46</td>
<td>55</td>
<td>62</td>
</tr>
<tr>
<td>계정자산의지</td>
<td>20</td>
<td>20</td>
<td>24</td>
<td>27</td>
</tr>
<tr>
<td>비유동자산</td>
<td>143</td>
<td>296</td>
<td>288</td>
<td>313</td>
</tr>
<tr>
<td>비유동자산의지</td>
<td>85</td>
<td>173</td>
<td>210</td>
<td>226</td>
</tr>
<tr>
<td>비유동자산의지</td>
<td>50</td>
<td>84</td>
<td>69</td>
<td>78</td>
</tr>
<tr>
<td>기계비유동자산</td>
<td>8</td>
<td>8</td>
<td>5</td>
<td>5</td>
</tr>
<tr>
<td>기계비유동자산의지</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>자산총계</td>
<td>376</td>
<td>462</td>
<td>506</td>
<td>573</td>
</tr>
<tr>
<td>자산총계의지</td>
<td>80</td>
<td>96</td>
<td>114</td>
<td>128</td>
</tr>
<tr>
<td>장기차입</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>2</td>
<td>2</td>
</tr>
<tr>
<td>장기차입의지</td>
<td>49</td>
<td>62</td>
<td>71</td>
<td>80</td>
</tr>
<tr>
<td>유동부채</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>총부채</td>
<td>31</td>
<td>34</td>
<td>41</td>
<td>46</td>
</tr>
<tr>
<td>총부채의지</td>
<td>8</td>
<td>9</td>
<td>12</td>
<td>13</td>
</tr>
<tr>
<td>총부채의지</td>
<td>8</td>
<td>9</td>
<td>11</td>
<td>12</td>
</tr>
<tr>
<td>총부채의지</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>재무자본</td>
<td>88</td>
<td>106</td>
<td>126</td>
<td>141</td>
</tr>
<tr>
<td>재무자본의지</td>
<td>288</td>
<td>357</td>
<td>380</td>
<td>432</td>
</tr>
<tr>
<td>재무자본의지</td>
<td>24</td>
<td>24</td>
<td>24</td>
<td>24</td>
</tr>
<tr>
<td>자본금</td>
<td>145</td>
<td>151</td>
<td>80</td>
<td>80</td>
</tr>
<tr>
<td>자본금의지</td>
<td>145</td>
<td>151</td>
<td>80</td>
<td>80</td>
</tr>
<tr>
<td>자본금의지</td>
<td>176</td>
<td>226</td>
<td>322</td>
<td>374</td>
</tr>
<tr>
<td>자본금의지</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>재무자본의지</td>
<td>288</td>
<td>357</td>
<td>380</td>
<td>432</td>
</tr>
<tr>
<td>재무자본의지</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
</tbody>
</table>