

KOSDAQ | 기술하드웨어와장비

# 디에이피 (066900)

## 모바일, 전장용 PCB 전문 업체. 항공운송 사업으로 사업 다변화 본격화

### 체크포인트

- 인쇄회로기판(PCB) 제조업체로 2004년 5월 코스닥 상장. 본업인 인쇄회로기판 사업을 영위해왔으나 사업 영역 다변화를 위해 운송사업 진출
- 삼성전자 제조 스마트폰 PCB 내 동사의 점유율은 20% 후반에서 30% 초반 수준이며 경쟁사로는 국내 코리아씨키트와 일본 이비덴, 메이주가 대표적. 전장용 PCB 대표 고객사로는 현대모비스와 LG전자 보유. 동사는 현대모비스 내 PCB 점유율 60%, LG전자 VS사업부 내 PCB 점유율 30%를 차지하고 있는 것으로 추정됨
- 2024년 연결 매출액 5,530억원(+37.1% YoY), 영업적자 -139억원 추정. 사업부문별 매출액은 인쇄회로기판 3,630억원(+1.9% YoY), 항공운송 1,900억원(+302.5% YoY) 예상

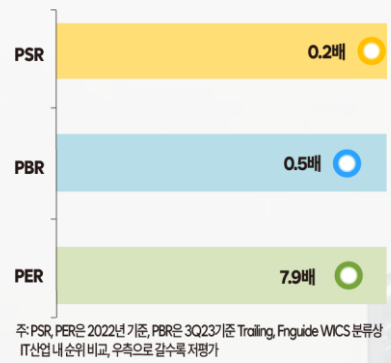
### 주가 및 주요이벤트



### 재무지표



### 밸류에이션 지표



연구위원 이새를 lsr9392@kirs.or.kr

연구위원 이나연 lny1008@kirs.or.kr

### 전자제품 및 전장용 HDI PCB 전문 제조 기업

사업부문은 인쇄회로기판(PCB), 항공운송으로 2023년 연간 사업별 매출액 비중은 PCB 88%, 항공운송 12% 기록. 인쇄회로기판은 모바일, 자동차 전장 부품에 공급되고 있으며 주요 고객사로는 삼성전자, 현대모비스, LG전자(VS), 만도 등이 대표적. 2023년 PCB 매출액은 모바일 49.7%, 전장 46.7%, 기타 3.6%로 구성됨. 2022년 4분기부터 신규 LCC 항공사인 에어로케이 실적이 연결로 반영되고 있음

### 18Y~23Y 전장용 PCB CAGR +25%. 24F 전체 PCB 대비 전장 비중 50% 전망

전장용 PCB는 18Y~23Y CAGR은 +24.8%를 시현하며 모바일용 PCB 매출 부진을 상쇄. 자동차의 전장부품 사용이 확대되며 PCB 탑재량은 동반 증가했으며 이후 전기차 확산에 따라 PCB 수요는 더 가파른 성장세 기록. PCB 월평균 매출액은 기존 30억원 내외에서 2019년 50억원 수준으로 증가, 2022년부터는 100억원을 상회하고 있음. 당사는 현대모비스로 레이더 안테나 PCB를 독점 공급하고 있으며 LG전자의 경우 VS사업을 확대하고 있는 만큼 전장용 PCB 수요 성장은 지속될 것으로 기대됨. 2024년 전장향 PCB 매출액은 1,800억원으로 전체 PCB 사업 매출액 대비 50% 비중을 차지할 것으로 추정됨

### 운송사업으로 사업 영역 다변화 진행 중

사업 영역 다변화를 LCC 항공사인 에어로케이 지분 인수를 통해 운송사업 진출. 에어로케이는 2021년 비행기 1대로 청주-제주 구간 국내 운항을 시작했으나 디에이피로 인수된 이후 2023년 비행기 4대를 추가로 운영하며 일본 오사카나리타, 대만 타이베이, 필리핀 클락으로 국제 운항 노선 확대. 에어로케이는 2027년말 총 기체 25대를 보유할 계획이며 2024년말에는 총 11대의 항공기를 운영할 예정. 에어로케이의 경우 현재 영업적자가 불가피하나, 2025년 이후 BEP 수준에 도달할 것으로 전망됨. 2024년 4월부터 거점 공항인 청주국제공항 외 김포/인천 공항으로 거점 이전이 가능해지며 2024년 운수권 신규 배분에 따른 추가 노선 확보도 기대해볼 만함

### Forecast earnings & Valuation

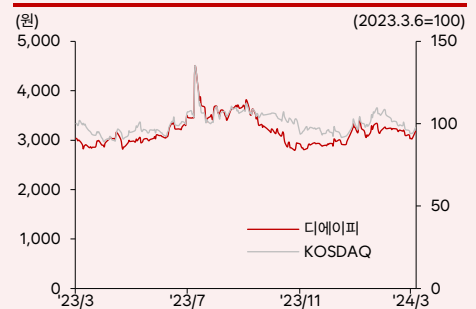
	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액(억원)	3,013	3,079	3,337	4,035	5,530
YoY(%)	11.4	2.2	8.4	20.9	37.1
영업이익(억원)	82	77	90	-131	-139
OP 마진(%)	2.7	2.5	2.7	-3.2	-2.5
지배주주순이익(억원)	50	82	91	-48	-67
EPS(원)	220	359	401	-211	-295
YoY(%)	403.4	62.6	11.9	적전	적지
PER(배)	0.0	11.7	6.8	N/A	N/A
PSR(배)	0.0	0.3	0.2	0.2	0.1
EVEBITDA(배)	2.2	6.3	5.2	35.1	13.4
PBR(배)	0.0	0.8	0.5	0.6	0.6
ROE(%)	4.9	7.4	7.5	-3.8	-5.6
배당수익률(%)	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

### Company Data

현재주가 (3/12)	3,180원
52주 최고가	4,490원
52주 최저가	2,795원
KOSDAQ (3/12)	889.71p
자본금	114억원
시가총액	723억원
액면가	500원
발행주식수	23백만주
일평균 거래량 (60일)	6만주
일평균 거래액 (60일)	2억원
외국인지분율	0.54%
주요주주	대명화학 외 1인 47.96%

### Price & Relative Performance



### Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.7	-10.3	6.4
상대주가	-8.7	-9.5	-5.7

### 참고

1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '영업이익 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성 지표는 '재고자산회전율', 유동성 지표는 '유동비율'임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

 **기업 개요**

**전자제품 및 전장용 HDI PCB 전문 제조 기업**

**2022년 4분기부터  
‘에어로케이’ 실적 연결로 반영**

디에이피는 인쇄회로기판(PCB) 제조업체로 1987년 11월 데밍산업으로 설립되었다. 2000년 디에이피로 사명을 변경한 이후 2004년 5월 코스닥 시장에 상장했으며 2013년 최대주주가 대명화학으로 변경되었다. 사업부문은 크게 인쇄회로기판과 항공운송 사업으로 구성된다. 본업인 인쇄회로기판 사업을 영위해왔으나 사업 영역 다변화를 위해 운송사업에 진출했으며 2022년 4분기부터 ‘에어로케이’ 실적이 동사의 항공운송 사업으로 반영되고 있다.

**2023년 3분기말 누적으로  
사업부문별 매출액은  
인쇄회로기판 2,720억원(비중  
91.8%), 항공운송 242억원(비중  
8.2%)로 구성**

2023년 3분기말 누적으로 사업부문별 매출액은 인쇄회로기판 2,720억원(비중 91.8%), 항공운송 242억원(비중 8.2%)로 구성된다. 동사가 제조하는 인쇄회로기판은 스마트폰, 태블릿, 웨어러블 장치, 자동차 등에 공급되고 있다. 모바일용 PCB를 주력으로 생산하며 외형성장을 기록했으나 스마트폰 부품은 고객사의 신제품 출시 시기 전 수주 및 매출이 집중되는 높은 계절성이 불가피하다. 동사는 매분기 안정적인 실적 달성을 위해 전장용 PCB 사업에 진출했다. 현재 인쇄회로기판 사업 주요 고객사는 삼성전자, LG전자, 현대모비스, 만도헬라일렉트로닉스, YURA 등이다.

**동기간 산업별 인쇄회로기판  
매출액은 모바일용 51.5%,  
전장용 44.9%, 기타(웨어러블  
등) 3.6%**

2023년 3분기 누적 전방 산업별 인쇄회로기판 매출액은 모바일용 51.5%, 전장용 44.9%, 기타(웨어러블 등) 3.6%로 구성된다. 동 기간 인쇄회로기판 주요 고객사별 매출액 비중은 삼성전자향 49.0%, 현대모비스향 29.5%, LG전자 VS 사업부향(Vehicle component Solutions) 13.4%, 기타 8.1%를 기록했다.

삼성전자 스마트폰은 크게 ODM과 자체 생산 방식으로 나뉘어지는데 디에이피는 삼성전자에서 자체적으로 생산하는 플래그십, 중저가형 스마트폰에 적용되는 PCB를 공급하고 있다. 삼성전자 제조 스마트폰 PCB 수요에서 동사의 점유율은 대략 20% 후반에서 30% 초반 수준이며 경쟁사로는 국내 업체인 코리아씨키트와 일본 이비덴, 메이주가 대표적이다. 통상적으로 삼성전자 스마트폰향 PCB 실적 중 플래그십 비중은 60%가량 차지하고 있는 것으로 판단된다.

전장용 PCB 대표 고객사로는 현대모비스와 LG전자를 보유하고 있다. 오디오, 내비게이션, 조향장치, 브레이크와 같은 자동차 부품은 전기와 센서로 조작 및 작동하기 때문에 PCB가 필수적으로 적용되고 있다. 전장용 PCB 경쟁업체로는 현우산업과 아비코테크 등이 대표적이다. 동사는 현대모비스 내 PCB 점유율 60%, LG전자 VS사업부 내 PCB 점유율 30%를 차지하고 있는 것으로 추정된다.

디에이피의 모회사인 대명화학그룹은 2022년 8월 총 300억원을 투자해 에어로케이홀딩스 유상증자에 참여했으며, 대명화학그룹은 2023년 7월까지 총 세 차례에 걸쳐 에어로케이홀딩스의 신규 발행된 주식을 인수했다. 에어로케이항공은 에어로케이홀딩스의 100% 종속기업으로 사실상 디에이피가 에어로케이 항공을 인수해 운영하는 구조이다. 2023년 9월말 기준 디에이피는 에어로케이홀딩스 지분 64.04%를 보유하고 있다.

인쇄회로기판 생산시설은 안성과 안산에 위치해 있다. 모바일 PCB는 안성에서 생산한 이후 주주 물량 대부분 고객사인 삼성전자의 생산시설이 위치한 인도/베트남/인도네시아로 수출되고 있으며 이는 PCB 사업의 높은 수출 비중(2022Y 75%)으로 이어지고 있다. 안산에 위치한 제2사업장에서는 전장용 PCB를 주력으로 생산하고 있다. 동사의 연간 PCB 사업 플레파는 매출액 기준 4,000억원 수준인 것으로 추정된다.

2023년 3분기말 주주 현황은 최대주주인 대명화학 지분율 47.6%, 특수관계인(대표이사) 지분율 0.3%, 자사주 22.6%, 기타 소액주주 20.3%로 구성된다.

연혁



자료: 디에이피, 한국IR협회의 기업리서치센터

주요제품: 스마트폰, 태블릿, 웨어러블, 자동차 전장용 HDI PCB



자료: 디에이피, 한국IR협회의 기업리서치센터

주요 고객사 현황



자료: 디에이피, 한국IR협회의 기업리서치센터

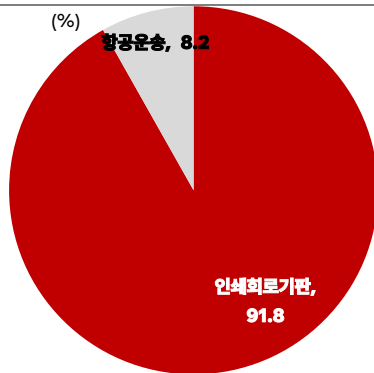
사업장 현황



소재지	경기도 안성시 미양면 안성맞춤대로 474-22	소재지	경기도 안산시 단원구 만해로 230번길 12
주요품목	Mobile	주요품목	Automotive

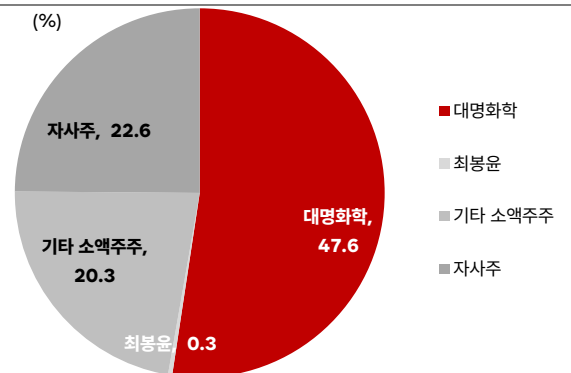
자료: 디에이피, 한국IR협회의 기업리서치센터

사업부문별 매출액 비중(3Q23 누적)



자료: 디에이피, 한국IR협회의 기업리서치센터

주주 구성(3Q23말 기준)



자료: 디에이피, 한국IR협회의 기업리서치센터

 **산업 현황**

**PCB(인쇄회로기판) 산업 현황**

**2023년 글로벌 차량용 PCB  
시장 규모는 105억달러로  
추정되며 2026년까지  
145억달러로 성장하며  
CAGR 11%로 전체 PCB 시장  
성장률을 크게 상회할 것으로  
전망됨**

PCB(Printed Circuit Board, 인쇄회로기판)란 전기 절연체에 구리 등의 도체를 올려 회로를 구성하여 회로부품을 배치 및 지지하고 전기적으로 연결해주는 역할을 하는 기판이다. 전자부품의 전기 연결 공급을 담당하는 전자제품 필수 부품으로 전자기판의 품질은 전자 제품의 신뢰성에 직접적인 영향을 미치고 있다. PCB는 단순 전자기기부터 스마트폰 및 모바일기기, 반도체, 컴퓨터, 가전기기, 의료기기, 로봇, 자동차, 반도체 PKG까지 광범위하게 사용되고 있다.

PCB는 회로 층수에 따라 단면, 양면, 다층으로 나뉘어진다. 단면 PCB는 한면에 인쇄회로 패턴이 있는 PCB를 의미하고 양면 PCB는 양면에 인쇄회로 패턴이 있는 PCB이며, 2층 이상의 동박으로 접착된 보드가 다층 PCB이다. 다층 PCB는 복잡한 전자회로에서 고밀도 부품 포장과 신호 무결성이 요구될 때 주로 사용되고 있으며 100층 이상의 PCB의 경우 주로 대규모 컴퓨팅시스템, 서버, 네트워크 장비, 군사 및 우주 항공 애플리케이션 등 고밀도 부품 포장과 복잡한 전력관리 등이 필요한 애플리케이션에 적용되고 있다.

시장조사기관 IMARC에 의하면 2023년 글로벌 PCB 시장은 707억달러로 추정되며 2024년부터 2032년까지 연평균 성장률(CAGR) 3.4%의 성장세가 전망되고 있다. TrendForce는 2023년 글로벌 차량용 PCB 시장 규모를 105억 달러로 추정하며 2026년까지 145억달러로 성장해 연평균 성장률 11%로 전체 PCB 시장 성장률을 크게 상회할 것으로 전망하고 있다.

PCB 주요 생산지역은 중국 대만, 한국, 일본으로 이 중 중국은 가격 경쟁력을 필두로 아시아 태평양 지역에서 55%의 점유율을 차지하고 있다. 중국은 규모의 경제와 저렴한 인건비를 바탕으로 저가 PCB 시장에서 강세를 보이고 있으며 대만의 PCB업체들은 기술 경쟁력을 기반으로 고부가가치 제품과 복잡한 회로 설계를 위한 PCB 제조에 특화되어 있다. 미국의 경우 아시아 지역 보다 PCB 생산 규모는 작은 편이나 방위, 항공우주 등 고부가 산업에 필요한 PCB 수요가 집중되어 있다.

글로벌 PCB 제조업체로는 Foxconn Technology(미국), Unimicron(대만), ZDT(대만), 삼성전기(한국), TTM Technologies(미국) 등이 대표적이다. PCB 종류는 크게 HDI(High Density Interconnect), Rigid PCB, Flexible PCB(FPCB), Rigid-Flex PCB, Metal Core PCB(MCPCB)로 분류된다. HDI PCB의 특징은 미세한 라인과 높은 밀도 연결이 가능해 스마트폰, 태블릿, 노트북과 같은 소비자 전자제품 및 의료기기 등 고성능 애플리케이션에 주로 사용되고 있다. Rigid PCB는 유연하지 않은 견고한 기판에 회로가 인쇄된 PCB로 다일, 이중, 다층 등 다양한 형태로 공급되고 있다. 전자제품 외 산업용 장비 대부분 전자제품에 사용된다.

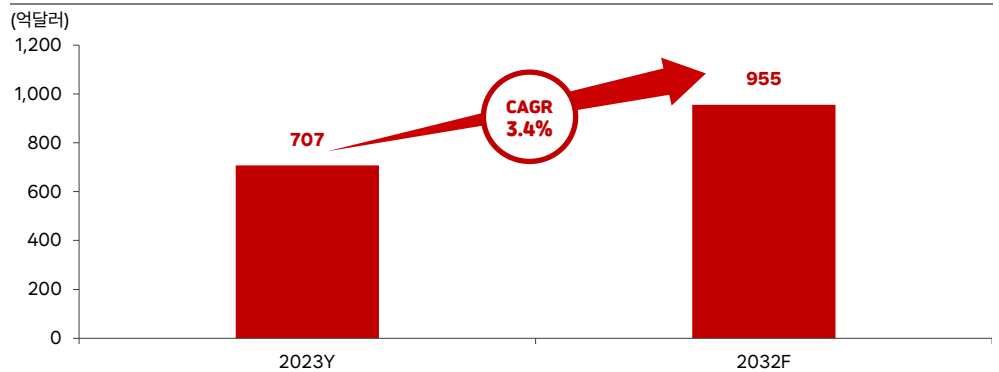
Flexible PCB(FPCB)는 유연한 플라스틱 소재를 기반으로 하는 PCB로 구부릴 수 있어 공간 활용도가 높고 무게/두께 경량화에 특화되어 있다. 스마트폰, 웨어러블 기기 등 내부 연결 케이블 공간에 제약이 있는 전자제품에 주로 사용된다. Rigid-Flex PCB는 Rigid PCB와 Flexible PCB의 장점을 결합한 형태로 일부 구역은 유연하고 일부 구역은 견고한 PCB이다. 공간과 무게를 최소화해야 하는 고급 소비자 전자제품, 우주 항공 및 군사 장비, 의료 장비에서 사용되고 있다. Metal Core PCB(MCPCB)는 열 분산이 우수한 금속(주로 알루미늄 또는 구리)을 코어로 사용해 전력 공급 장치 및 고전력 애플리케이션에서 주로 사용되며 대표적인 제조사로는 Bergquist Company(미국)와 T-Global Technology(대만)가 있다.

글로벌 대표 PCB 제조사

<b>Unimicron Technology</b>	대만	HDI PCB, Rigid PCB, FPCB 등을 생산
<b>ZDT</b>	대만	HDI PCB, FPCB 등을 제공
<b>Flexium Interconnect</b>	대만	Flexible PCB 및 Rigid-Flex PCB를 전문으로 하는 대만의 제조
<b>삼성전기</b>	한국	스마트폰, 컴퓨터 등 다양한 전자제품에 사용되는 고성능 PCB를 생산
<b>AT&amp;S</b>	오스트리아	고성능 전자기기용 HDI PCB, Rigid PCB, FPCB 등을 제공
<b>Ibiden</b>	일본	자동차 및 정보통신 기기용 고성능 PCB를 전문으로 제조
<b>TTM Technologies</b>	미국	군사, 항공우주, 의료, 통신 등 다양한 산업 분야에 사용되는 Rigid PCB, Flexible PCB, Rigid-Flex PCB 등을 생산

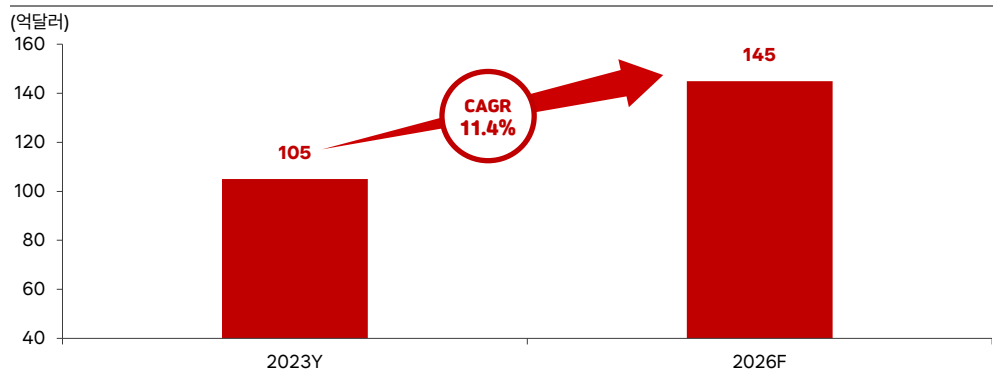
자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

전체 PCB 시장 규모 전망



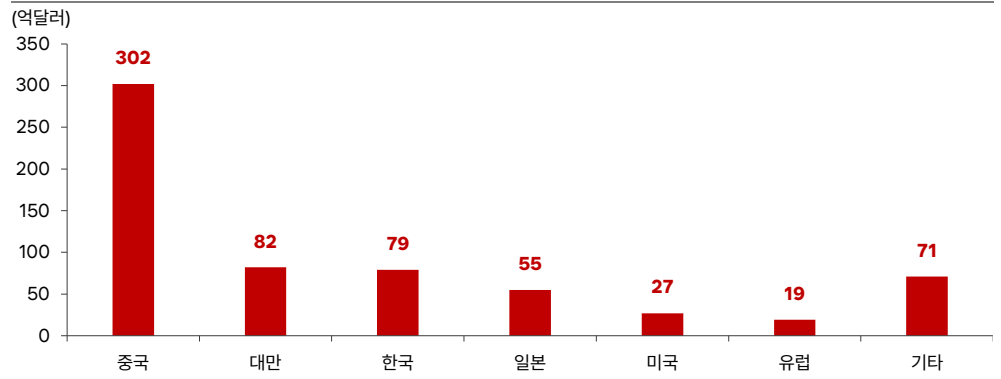
자료: MARC, 한국IR협회의 기업리서치센터

차량용 PCB 시장 규모 전망



자료: 트렌드포스, 한국IR협회의 기업리서치센터

PCB 지역별 생산현황



주: 2022년 기준

자료: 업계자료, 태성, 한국IR협의회 기업리서치센터





**투자포인트**

**전장용 PCB 견조한 성장세 지속. 2024년 PCB 사업 내 전장용 비중 50% 전망**

**2018~2023년 인쇄회로기판  
사업 매출액 연평균 성장률은  
+3.2% 기록했으며, 이 중 전장향  
CAGR은 +24.8%로 PCB 부문  
외형 성장 견인**

디에이피는 PCB 사업 영역 확대를 위해 전장용 PCB 개발한 이후 현대모비스와 LG전자에 공급하고 있다. 현대모비스  
향 PCB는 대부분 최종적으로 현대, 기아자동차에 사용되고 있으며 LG전자 전장사업부로 납품되는 PCB는 벤츠,  
BMW, 폭스바겐, 아우디 등에 사용되고 있다.

PCB는 ECU(Electronic Control Unit 자동 변속기), TCU(Transmission Control Unit 변속기 제어 장치), ACU(Airbag  
Control Unit 에어백 제어 장치), Telematics(차량 무선인터넷 서비스), ABS(Anti-lock Brake System 잠김 방지 시스  
템), 온열시트와 같은 자동차 필수 장치에 주로 사용되어 왔다. 자동차의 전장부품 사용이 확대되며 PCB 탑재량이 동  
반해 증가했으며 이후 전기차 확산에 따라 PCB 수요는 더 가파른 성장세를 보이고 있다.

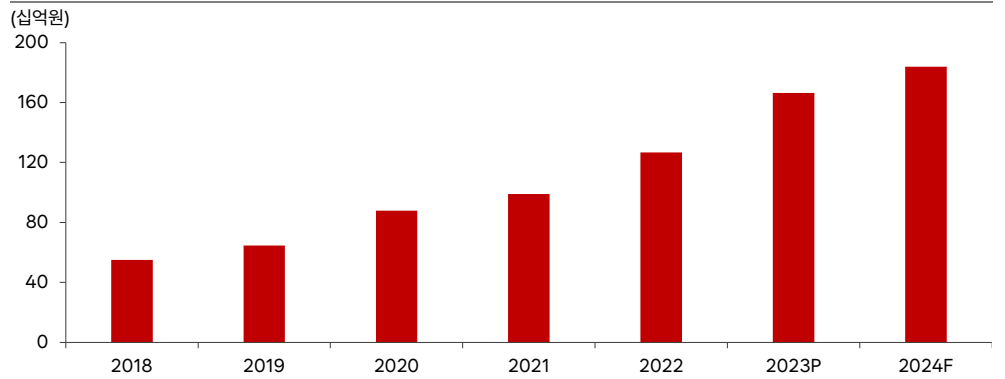
전장용 PCB 사업 진출 초기 동사의 월평균 PCB 매출액은 20~30억원 수준에 그쳤던 반면 2019년 이후 월평균  
PCB 매출액은 50억원 수준으로 확대되었고 2022년 월평균 전장향 매출액은 100억원을 상회하며 가파른 성장세를  
기록하고 있다. 2019년부터 2022년 전장용 PCB 매출액 연평균 성장률은 +14%를 달성했으며 2023년 연간 전장용  
매출액은 YoY 31.3% 증가한 1,664억원을 기록한 것으로 추정된다.

동사의 주력 고객사인 현대모비스는 2017년 레이더 PCB 국산화를 추진했으며 동사는 고객사와 공동 개발로 참여하  
며 2018년 레이더 안테나 PCB 제조 특허 등록에 성공했다. 2020년부터 현대모비스에 사용하는 레이더 안테나 PCB  
를 독점으로 공급하고 있다. 기존 전장용 PCB는 모바일용 PCB 대비 판가 및 수익성이 낮은 편이었으나 레이더 PCB  
의 경우 고부가 제품으로 높은 이익 기여가 가능한 점도 긍정적이다.

한편 최근 LG전자는 VS사업본부가 다양한 완성차 업체를 주요 고객사로 두고 사업 성장이 가속화되고 있다고 언급했  
으며 2023년 VS사업부의 연간 매출액은 사상 처음으로 10조원을 돌파하며(LG전자 전체 매출액 대비 12% 달성) 8  
년 연속 성장하고 있다고 발표했다. LG전자 VS사업부 PCB 내 1위 점유율을 보유한 업체는 대만 트라이포드로 파악되  
며 동사의 고객사 내 점유율은 30% 내외인 것으로 추정되나 고객사의 사업 확대에 따른 수혜도 지속될 것으로 전망  
된다.

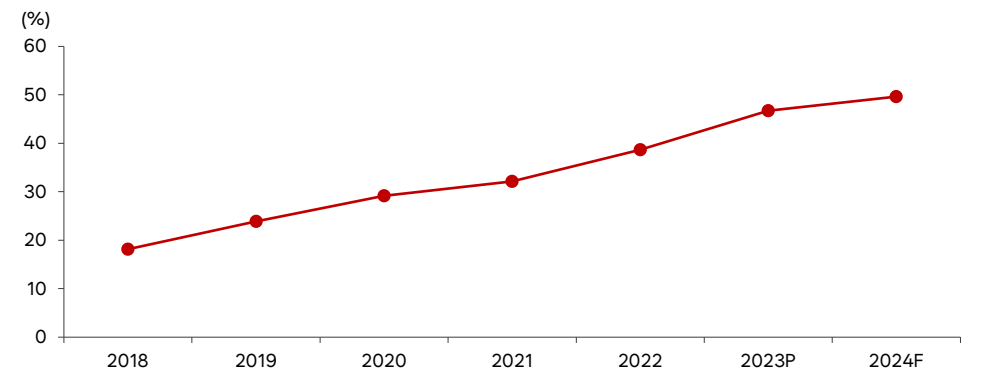
2018년부터 2023년 인쇄회로기판 사업 매출액 연평균 성장률은 +3.2%를 기록했다. 동기간 PCB 사업을 구성하는  
모바일향 PCB CAGR은 -5.8%로 역성장한 반면 전장향 CAGR은 +24.8%를 기록하며 인쇄회로기판 사업 성장세를  
이끌었다. 2024년에도 전장용 PCB 수요 성장세가 지속될 것으로 예상되며 2024년 전장향 PCB 매출액은 1,800억  
원으로 전체 PCB 사업 매출액 대비 50% 비중을 차지할 것으로 추정된다.

전장용 PCB 매출액 추이



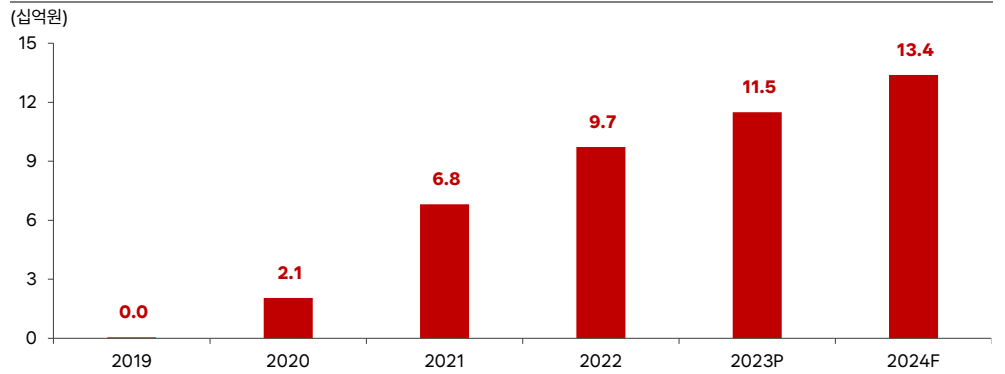
자료: 디에이피, 한국IR협회의 기업리서치센터

PCB 사업 내 전장용 PCB 매출액 비중 추이 및 전망



자료: 디에이피, 한국IR협회의 기업리서치센터

이익 기여도 높은 레이더 PCB 매출액 추이 및 전망



자료: 디에이피, 한국IR협회의 기업리서치센터

**운송사업으로 사업 영역 다변화 진행 중**

**2024년 에어로케이의  
추가 항공기 도입 계획은  
2024년 1분기 2대, 2분기 1대,  
3분기 2대, 4분기 1대로 예정.  
2024년 연말 총 11대의  
기체 보유 전망**

디에이피는 사업 영역 다변화를 위해 2022년 8월 LCC 항공사인 에어로케이 지분 인수를 통해 항공 운송사업에 진출했다. 에어로케이는 2016년 설립된 항공사로 청주국제공항에 거점을 두고 있다. 에어로케이는 2019년 3월 운항 면허를 획득하며 2019년 10월 운항증명 심사에 들어갔으나 코로나19 발발로 심사가 장기간 지연되었으며 2020년 12월 말 운항 증명을 받은 이후 2021년 4월 상용 운항이 시작되었다.

항공기 상용 운항을 위해 필수적인 운항 증명이 지연되며 에어로케이는 자금난이 불가피했으며 디에이피는 에어로케이 이홀딩스(에어로케이 지분 100% 보유 지주사)의 유상증자에 참여해 주식 225만 5639주를 300억원에 취득해 에어로케이 지분을 인수했다(취득 후 지분율 64.04%). 디에이피는 PCB 사업에서 나아가 신규 사업을 통해 추가적인 성장 동력 확보가 필요했으며, 디에이피의 모회사인 대명화학그룹은 패션/화학/물류 사업을 영위하고 있어 에어로케이 인수 후 계열사 시너지도 기대해볼 수 있다.

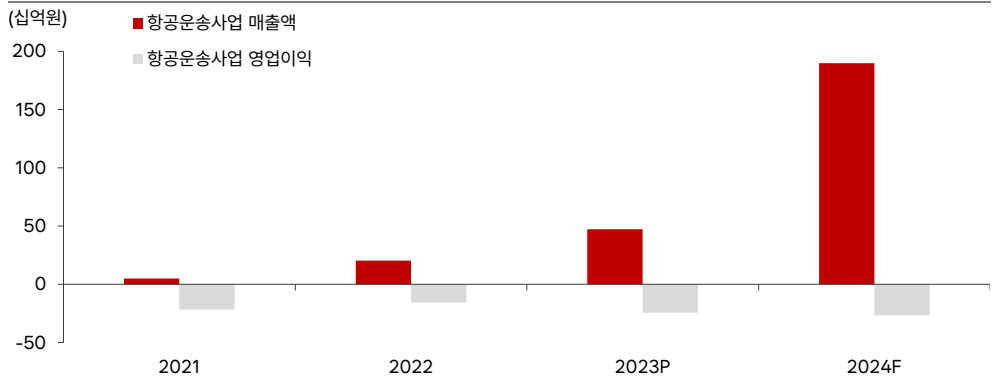
에어로케이는 2021년 비행기 1대로 청주-제주 구간 국내 운항을 시작했으나 디에이피로 인수된 이후 2023년 비행기 4대를 추가로 운영하며 일본 오사카/나리타, 대만 타이베이, 필리핀 클락으로 국제 운항 노선을 확대했다. 2024년부터 2027년까지 매년 비행기 대수를 평균 5대씩 추가하며 2027년말 총 기체 25대를 보유할 계획이다. 2023년 에어로케이의 국제선 여객 운송실적은 19만명에 불과하나 2024년 베트남 다낭을 시작으로 후쿠오카, 삿포로, 홍콩, 마카오, 중국 산둥지역, 몽골 울란바토르 등 신규 국제선 취항을 통해 운송 여객을 적극적으로 확대해갈 것으로 기대된다.

에어로케이 2023년 연간 실적은 매출액 472억원(+130% YoY), 영업적자 243억원(적지 YoY)으로 항공사업이 디에이피 연결 손익으로 반영된 4Q22 이후 2023년 동사는 매분기 연결 영업적자를 기록했다. 2024년 에어로케이의 추가 항공기 도입 계획은 2024년 1분기 2대, 2분기 1대, 3분기 2대, 4분기 1대로 예정되어 있으며 2024년 연말 총 11대의 기체를 보유하게 된다. 항공기 신규 도입 시점과 대당 가동률 상승을 고려하여 2024년 연간 항공부문 매출액은 1,900억원(+302.5% YoY), 영업적자 266억원(적지 YoY)를 추정한다.

에어로케이의 영업이익률은 2022년 -76%에서 2023년 -52%, 2024년에는 -14%를 기록할 것으로 전망한다. 통상적으로 국내 저가 항공사는 기단 규모가 10대 수준부터 BEP가 가능한 것으로 알려져 있다. 에어로케이의 손익 개선은 점진적으로 진행되며 2025년 이후 흑자전환이 가능할 것으로 전망한다.

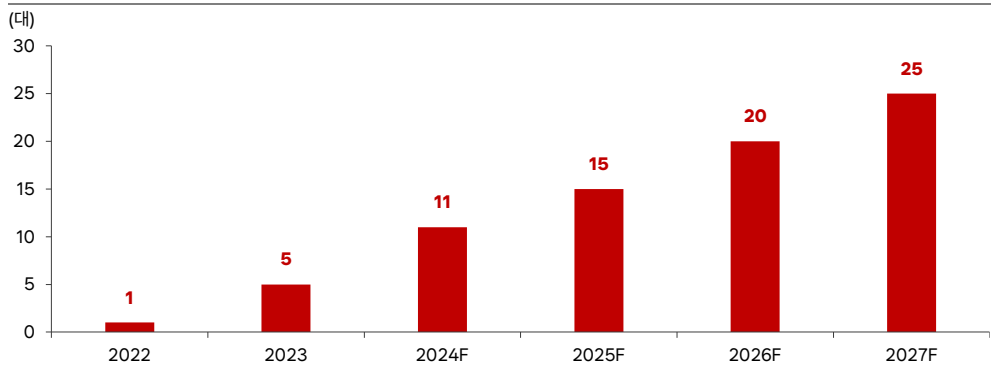
다만 에어로케이가 항공운항증명(AOC)을 발급받을 당시 국토교통부는 지역공항활성화를 위해 에어로케이에게 최소 3년간 청주국제공항만을 거점으로 이용할 것으로 제한했는데 올해 4월부터 에어로케이는 해당 조건에서 벗어나 유동 인구가 많은 김포/인천 공항으로 거점 이전이 가능해진다. 향후 에어로케이가 수도권 공항으로 출발 공항을 다양화할 가능성이 높다고 판단되며 2024년 운수권 신규 배분에 따른 추가 노선도 기대해 볼 만하다.

항공운송 사업 매출액, 영업이익 추이



자료: 디에이피, 한국IR협의회 기업리서치센터

에어로케이 항공기 운영 계획



자료: 디에이피, 한국IR협의회 기업리서치센터

2024년 신규 취항 준비 현황

취항 도시	취항예정일	준비절차(계획) 및 현황	기타
다낭	24년 2월 05일	야간기재 활용 관련 내부 운항 체계 설립 추진중	일 1회 왕복
싼야/하이커우	24년 2월		주 4회 왕복
중국대륙	24년 2월	중국 산둥성(칭다오, 웨이하이, 옌타이, 지난, 린이)운수권 추가확보 추진중	운수권 확보에 따른 진행 계획 중
오키나와/삿포로	24년 2월	슬롯 협의 및 노선인허가 준비중	주 4회 왕복
코타키나발루	24년 3월	야간기재 활용 관련 내부 운항 체계 설립 추진중	일 1회 왕복
마닐라	24년 4월		23년 운수권 획득, 주 3회 왕복
울란바토르	24년 4월	노선인허가 및 지점설립 준비중(국토부 허가 완료단계, 현지 몽골인허가 진행중)	23년 운수권 획득, 주 3회 왕복
김포-제주/여수/김해	24년 5월	*24년 4월 이후 청주 외 국내공항 발 취항가능 김포(국내선), 인천(국제선) 등 출발공항 다양화 계획, 추진중	김포발 국내선, 주 3회 왕복
인천-마카오/보홀/코타키나발루/세부	24년 2분기		인천발 야간노선, 주 4회 왕복
인천-오사카/나리타/후쿠오카	24년 3분기		인천발 일본노선, 주 7회 왕복
인천-괌/사이판	24년 11월		인천발 미주노선, 주 4회 왕복
제주-타이베이/방콕/나리타/후쿠오카	24년 4분기		제주발 기존노선 확장, 주 3회 왕복

주 1) 에어로케이항공 항공운송사업 면허발급 조건 중 운항개시 3년간 거점공항(청주공항) 유지, 2)24년 4월(3년 운항) 이후 출발공항 다양화 및 그에 따른 사업확장 계획, 24년 운수권 신규배분에 따른 추가노선 기대, 자료: 디에이피, 한국IR협의회 기업리서치센터

 **실적 추이 및 전망**

**2023년 연결 매출액 4,035억원(+21% YoY), 영업적자 131억원(적전 YoY) 기록**

**2023년 사업별 매출액은  
인쇄회로기판  
3,563억원(+9% YoY),  
항공운송  
472억원(+722% YoY) 기록**

2023년 연간 실적은 매출액 4,035억원(+20.9% YoY), 영업적자 131억원(적전 YoY)를 기록했다. 사업부문별 매출액은 인쇄회로기판 사업 3,563억원(+8.7% YoY), 항공운송 사업 472억원(+721.6% YoY)를 기록했다. 2022년 4분기부터 집계된 항공운송사업은 2023년 온기로 반영되며 전년 대비 큰 폭의 외형 성장이 돋보였으나 사업 확대를 위한 운용 비행기 대수 증가로 관련 고정비가 대폭 증가하며 연결 손익 적자가 불가피했다.

인쇄회로기판 사업은 모바일, 전장, 기타(임대수익)으로 구성되는데 2023년 모바일용 PCB의 경우 전년 대비 플래그십용 PCB 실적이 증가했음에도 중저가형 수주가 감소했고 특히 4Q23 YoY 매출 둔화로 연간 매출액은 전년 대비 -5.1% 감소한 1,772억원을 기록한 것으로 판단된다. 전장용 매출액은 현대모비스와 LGVS 향 실적 모두 상승세가 지속되며 전년 대비 +31.3% 증가한 1,664억원으로 역대 최대 실적을 기록했다.

4Q23 매출액은 1,073억원(+16.3% YoY), 영업적자 32억원(적전 YoY)를 기록했다. 인쇄회로기판 매출액은 전년 대비 -2.6% 감소한 843억원, 항공운송 매출액은 전년 대비 +300.8% 증가한 230억원을 기록했다. LCC항공사인 에어로케이는 2023년 5월까지 1대의 항공기로 청주-제주도편만 운영했으나 2023년 6월부터 11월까지 총 4개의 항공기를 추가로 도입하여 청주공항에서 일본, 대만, 필리핀으로 해외 노선을 확대하며 큰 폭의 외형 성장을 달성했다. 4분기 신규 도입 항공기 운항이 본격화되며 고정비 부담 완화로 직전분기(영업적자 62억원) 대비 영업적자 폭은 개선되었다.

**2024F 연결 매출액 5,530억원(+37% YoY), 영업적자 -139억원 전망**

**2024년 항공부문의 본격적인  
외형성장으로 연결 매출액  
5,000억원 상회할 전망**

2024년 연결 매출액 5,530억원(+37.1% YoY), 영업적자 -139억원을 추정한다. 사업부문별 매출액은 인쇄회로기판 3,630억원(+1.9% YoY), 항공운송 1,900억원(+302.5% YoY)을 예상하며 2024년 항공부문의 본격적인 외형성장으로 연결 매출액은 5,000억원을 상회할 전망이다.

인쇄회로기판 모바일 PCB의 경우 2018년부터 매년 지속된 실적 역성장이 2024년에도 이어질 전망이다. 전장용 PCB 매출액 성장세가 전체 인쇄회로기판 실적 성장의 주요인으로 작용할 것으로 예상된다. 인쇄회로기판 사업 매출액은 지속된 외형감소로 사업 영업이익률은 3% 초중반을 기록하고 있다. 2024년 인쇄회로기판 영업이익률은 3.5%를 추정한다.

항공운송 사업의 경우 2023년 6월부터 신규 취항한 해외노선이 온기로 운영되며, 2024년 2월 16일 6호기 도입을 시작으로 1Q24 7호기, 2Q24 8/9호기, 3Q24 10호기, 4Q24 11호기가 추가되어 2024년 하반기에는 해외노선 신규 취항이 확대될 예정이다. 공격적인 기체 도입이 진행되는 만큼 2024년에도 비용 증가로 항공운송 사업 영업적자는 불가피하나 올해에는 수익성 보다 외형성장에 실적의 초점이 맞춰질 전망이다. 에어로케이의 영업이익률은 2022년 -76%에서 2023년 -52%, 2024년 -14%를 기록할 것으로 예상하며 2025년 이후 BEP 수준에 도달할 전망이다.

연간 실적 테이블

(단위: 십억원, %)

	2020	2021	2022	2023P	2024F
매출액	301	308	334	403	553
인쇄회로기판	301	308	328	356	363
항공운송사업			6	47	190
영업이익	8	8	9	-13	-14
영업이익률	2.7	2.5	2.7	-3.2	-2.5
지배주주순이익	5	8	9	-5	-7
지배주주순이익률	1.7	2.6	2.7	-1.2	-1.2
YoY 증감률					
매출액	11.4	2.2	8.4	20.9	37.1
인쇄회로기판	11.4	2.2	6.5	8.7	1.9
항공운송사업				721.6	302.5
영업이익	909.3	-5.6	16.6	적전	적지
지배주주순이익	403.4	62.6	11.9	적전	적지

자료: 디에이피, 한국IR협회의 기업리서치센터

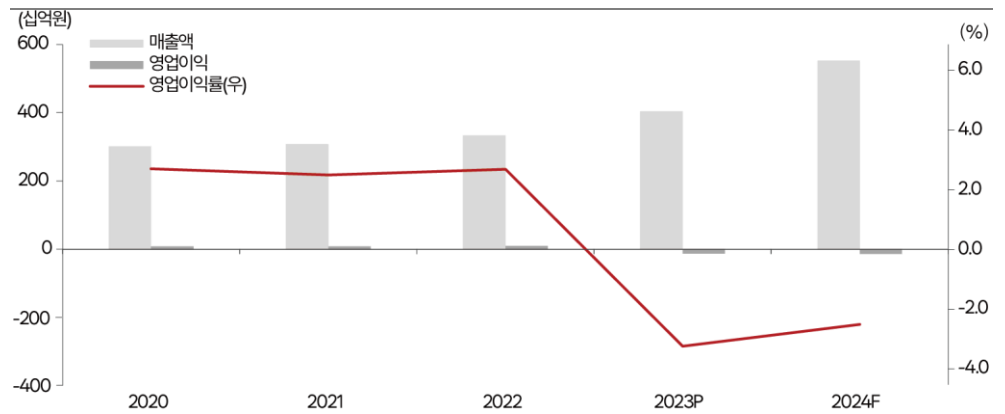
연간 인쇄회로기판 제품별 실적 전망 테이블

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024F
인쇄회로기판	304	271	301	308	328	356	363
모바일	239	195	201	193	187	177	171
전장	55	65	88	99	127	166	180
기타	10	11	12	16	15	13	12

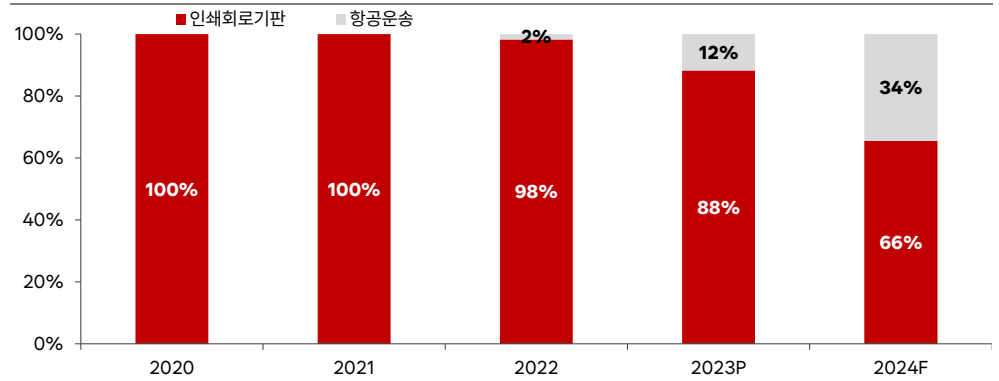
자료: 디에이피, 한국IR협회의 기업리서치센터

연간 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



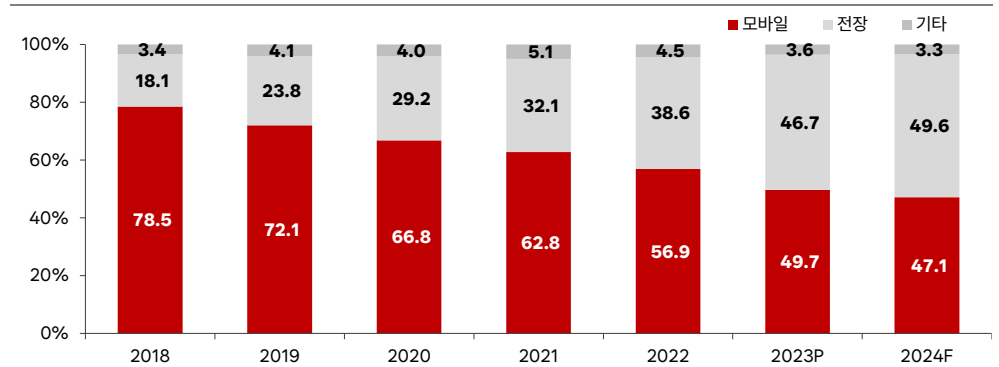
자료: 디에이피, 한국IR협회의 기업리서치센터

사업부문별 매출액 비중 추이 및 전망



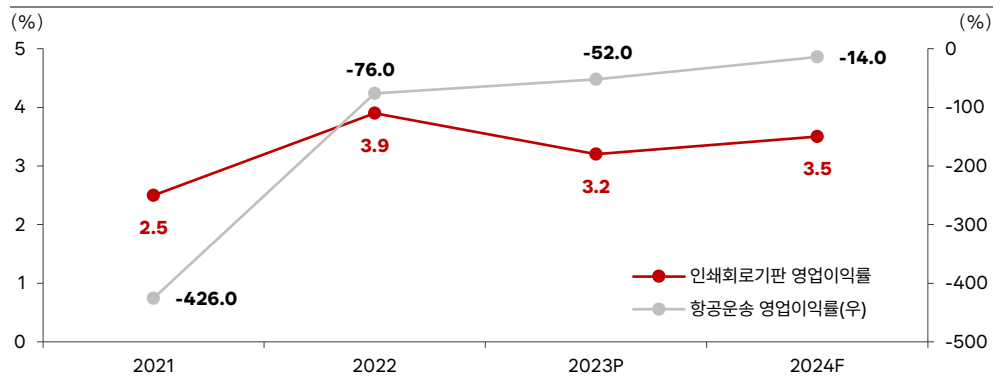
자료: 디에이피, 한국IR협회의 기업리서치센터

인쇄회로기판 주요 제품별 매출 비중 추이 및 전망



자료: 디에이피, 한국IR협회의 기업리서치센터

사업부문별 영업이익률 추이 및 전망



자료: 디에이피, 한국IR협회의 기업리서치센터

**Valuation**

**2024F PBR 0.6배**

**향후 에어로케이의 거점 항공  
다변화 및 아시아나항공  
화물사업부 인수전 추이  
지켜볼 필요**

디에이피의 현재 주가는 2024F PBR 0.6배에서 거래되고 있다. 코스피, 코스닥 지수의 2024F PBR은 각각 0.9배, 2.4배이다. 본업인 인쇄회로기판 주요 전방산업인 핸드셋 업종의 2024F PBR은 1.2배이며, 항공운송 사업의 경우 주요 LCC업체들은 현재 2024F PBR 2배 초중반에서 거래되고 있다.

동사의 주가가 지수 및 업종 대비 소외되어 거래되고 있는 이유는 본업인 인쇄회로기판 사업의 경우 현재 시장의 이목이 집중되어 있는 AI 및 반도체 PKG향 수혜가 가능한 PCB 업체들과 달리 모바일, 전장향 HDI PCB 매출에 의존하고 있기 때문이다. 전장향 수주는 매년 상승하고 있으나 기존 본업 매출액의 50~60% 이상을 차지했던 모바일향 실적은 2020년부터 매년 감소세가 이어지며 고부가 PCB 업체들 대비 외형성장 한계와 수익성 축소가 불가피했다.

동사는 사업 다변화를 위해 2022년말 신규 LCC 항공업체 인수를 통해 중장기 성장 동력을 확보하고 있다. 2023년부터 적극적인 기체 확보 및 해외 노선 확대 효과로 항공부문에서 가파른 외형성장이 진행 중이나 본격적인 이익 회수는 2025년부터 가능할 전망이다. 연결자회사의 비용 확대가 디에이피의 연결 손익 악화로 이어지고 있는 점은 부담스러운 요인이다.

외형성장과 손익 개선을 위해서는 에어로케이의 기존 거점 항공이 청주국제공항에서 인천/김포 등으로 다변화될 필요가 있다. 또한 현재 에어로케이는 아시아나항공 화물사업부 인수 의향서를 제출한 상황으로 향후 추이가 동사의 기업 가치 개선에 영향을 미칠 수 있을 것으로 판단된다.

**12MF PBR Band**



자료: 디에이피, 한국IR협회의 기업리서치센터




**리스크 요인**

본업인 PCB 산업의 경우 가전, 전장, 통신, 컴퓨팅 등 전방 산업으로 공급되고 있다. 동사는 가전 및 전장향으로 PCB 매출액이 발생하고 있다. 반면 스마트폰 시장 성장이 정체되며 현재 PCB 시장은 반도체PKG와 컴퓨팅용 PCB가 성장세를 이끌고 있다. 반도체PKG는 반도체와 메인 보드 간 전기 신호를 전달하고 반도체를 외부 충격에서 보호하는 역할을 하며, 컴퓨팅용 기판은 전자기기의 제어, 인공 지능(AI)에 사용되기 때문이다.

AI 산업 성장이 GPU의 수요 증가로 이어지고 PCB 수혜가 동반되는 만큼 향후에도 PCB 산업은 반도체PKG와 컴퓨팅용 PCB를 중심으로 성장이 중요하게 작용할 것으로 예상된다. 디에이피의 경우 인쇄회로기판 사업에서 성장이 기대되는 전방산업은 자동차 전장부품이 유일하며 PCB 사업 매출액 비중 50% 이상을 차지하는 스마트폰향 수요는 정체되어 AI 산업 성장에 따른 수혜에서 소외되어 있는 점은 아쉬운 부분이다.

한편 동사는 항공사업 인수 이후 영업손익이 악화되었으며 항공사업의 흑자전환은 2025년 이후부터 가능할 것으로 예상된다. 사업 영역 다변화 측면에서는 긍정적이나 항공산업이 손익분기점 도달까지 장기간 소요될 것으로 판단되며 연료 가격 변동 및 LCC업체들 간 경쟁 심화에 따른 연결 손익 불확실성이 확대될 수 있다.

**포괄손익계산서**

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	3,013	3,079	3,337	4,035	5,530
증가율(%)	11.4	2.2	8.4	20.9	37.1
매출원가	2,825	2,894	3,118	3,952	5,419
매출원가율(%)	93.8	94.0	93.4	97.9	98.0
매출총이익	189	185	219	83	111
매출이익률(%)	6.3	6.0	6.6	2.1	2.0
판매관리비	107	108	129	214	250
판매비율(%)	3.6	3.5	3.9	5.3	4.5
EBITDA	241	201	210	39	101
EBITDA 이익률(%)	8.0	6.5	6.3	1.0	1.8
증가율(%)	19.9	-16.6	4.2	-81.2	156.7
영업이익	82	77	90	-131	-139
영업이익률(%)	2.7	2.5	2.7	-3.2	-2.5
증가율(%)	909.3	-5.6	16.6	적전	적지
영업외손익	-21	16	-14	43	1
금융수익	24	25	62	135	117
금융비용	56	21	54	104	130
기타영업외손익	10	12	-22	12	14
중속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	60	93	76	-88	-138
증가율(%)	606.6	54.3	-18.1	적전	적지
법인세비용	10	11	23	37	30
계속사업이익	50	82	53	-125	-168
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	50	82	53	-125	-168
당기순이익률(%)	1.7	2.6	1.6	-3.1	-3.0
증가율(%)	403.4	62.6	-34.7	적전	적지
지배주주지분 손이익	50	82	91	-48	-67

**현금흐름표**

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	206	183	150	372	431
당기순이익	50	82	53	-125	-168
유형자산 및 사용권자산 상각비	160	124	119	170	240
무형자산 상각비	0	0	1	0	0
외환손익	2	1	2	0	0
운전자본의감소(증가)	-69	-89	-98	328	359
기타	63	65	73	-1	0
투자활동으로인한현금흐름	-79	-52	-35	-531	-615
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	-2	-12
유형자산의 감소	1	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-81	-53	-23	-20	-20
기타	1	1	-12	-509	-583
재무활동으로인한현금흐름	-134	-107	-78	304	290
차입금의 증가(감소)	-116	-100	-66	304	290
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-18	-7	-12	0	0
기타현금흐름	-0	-0	-88	10	0
현금의증가(감소)	-7	24	-51	155	106
기초현금	94	88	111	60	215
기말현금	88	111	60	215	321

**재무상태표**

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	748	870	868	1,147	1,289
현금성자산	88	111	60	220	320
단기투자자산	1	0	6	7	9
매출채권	248	283	350	410	450
재고자산	388	449	418	470	480
기타유동자산	23	27	34	40	30
비유동자산	1,487	1,377	1,776	2,167	2,559
유형자산	1,333	1,226	1,191	1,041	821
무형자산	4	5	325	325	325
투자자산	6	8	24	26	38
기타비유동자산	144	138	236	775	1,375
자산총계	2,235	2,248	2,644	3,314	3,848
유동부채	744	775	957	1,386	1,765
단기차입금	351	268	324	364	364
매입채무	173	217	241	403	553
기타유동부채	220	290	392	619	848
비유동부채	443	329	576	897	1,207
사채	0	0	94	94	94
장기차입금	163	45	27	12	12
기타비유동부채	280	284	455	791	1,101
부채총계	1,187	1,104	1,533	2,313	3,022
지배주주지분	1,047	1,144	1,275	1,237	1,170
자본금	114	114	114	114	114
자본잉여금	191	191	191	191	191
자본조정 등	-193	-193	-193	-193	-193
기타포괄이익누계액	0	0	0	10	10
이익잉여금	935	1,032	1,163	1,115	1,048
자본총계	1,047	1,144	1,112	996	828

**주요투자지표**

	2020	2021	2022	2023F	2024F
P/E(배)	0.0	11.7	6.8	N/A	N/A
P/B(배)	0.0	0.8	0.5	0.6	0.6
P/S(배)	0.0	0.3	0.2	0.2	0.1
EV/EBITDA(배)	2.2	6.3	5.2	35.1	13.4
배당수익률(%)	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	220	359	401	-211	-295
BPS(원)	4,604	5,031	5,606	5,439	5,144
SPS(원)	13,249	13,537	14,670	17,740	24,314
DPS(원)	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROE	4.9	7.4	7.5	-3.8	-5.6
ROA	2.2	3.6	2.2	-4.2	-4.7
ROIC	4.1	4.3	6.3	-14.0	-10.6
안정성(%)					
유동비율	100.5	112.3	90.7	82.8	73.0
부채비율	113.4	96.4	137.9	232.2	364.9
순차입금비율	51.6	28.6	57.4	94.1	116.9
이자보상배율	5.5	6.7	5.3	-5.1	-4.0
활동성(%)					
총자산회전율	1.3	1.4	1.4	1.4	1.5
매출채권회전율	13.5	11.6	10.5	10.6	12.9
재고자산회전율	7.7	7.4	7.7	9.1	11.6

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공 정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 '투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목'의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다. ※관련근거 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
디에이피	X	X	X

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소기업 성장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 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 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(<https://t.me/krirsofficial>)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.