대덕전자 (353200)

NDR 후기: 주가와 반대로 높아진 자신감

전기전자/IT부품
Analyst 양승수
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Meritz Research 2026. 11. 9

당사가 11월 3~5일 진행한 대덕전자 NDR에서 투자자들의 주요 관심사는 1) 대규모 증설에 따른 LTA 체결 및 선수금 확보 규모, 2) FC-BGA 라지바디 시장 진입 현황 및 고객사 확대 가능성, 3) 패키지기판의 추가적인 ASP 상승 여력, 4) MLB 사업의 중장기 성장 동력에 집중되었다.

1) 창사 이래 최대 규모의 증설, LTA를 선별적으로 체결할 만큼 강한 수요

동사는 올해와 내년에 걸쳐 두 차례의 대규모 투자를 발표했다. 총 투자 규모는 기존 공시 금액과 집행을 보류했던 900억원을 포함해 약 1.4조원으로, FC-CSP와 ABF에 각각 약 7,000억원이 투입될 예정이다. 이에 따라 매출액 기준 생산능력은 FC-CSP가 현재 9,500억원에서 1차 투자 후 1.2조원, 2차 투자 후 1.4조원으로 확대되며, ABF 역시 현재 4,500억원에서 각각 6,500억원, 9,800억원으로 증가할 전망이다. 1차 투자분은 FC-BGA가 2027년 2분기, FC-CSP가 2027년 3분기부터 가동될 예정이며, 2차 투자분은 2028년 하반기부터 순차적으로 가동될 계획이다. 또한 이번 증설에는 뉴프렉스로부터 인수한 국내 부지를 활용한 투자가 포함되지 않았다는 점에서 향후 추가적인 생산능력 확대 가능성도 열려 있다.

이번 NDR에서 투자자들의 관심이 가장 집중된 부분은 대규모 증설에 필요한 자금 조달 방안이었다. 특히 최근 글로벌 ABF 기판 업체들이 고객사 선수금을 기반으로 증설을 추진하고 있는 만큼, 동사의 선수금 확보 규모에 대한 질문이 집중되었다. 동사는 구체적인 금액을 공개하지 않았으나, 2026년 LTA 관련 선수금 협상을 마무리했으며 2027년 추가 선수금 확보를 위한 협상도 진행 중이라고 설명했다. 주목할 점은 고객사들의 추가적인 LTA 체결 요청에도 불구하고, 향후 업황 개선과 공급 부족 심화에 따른 협상력 확대 가능성을 고려해 LTA를 선별적으로 체결하고 있음을 동사가 강조했다는 점이다. 이는 향후 업황의 추가 개선에 대한 고객사들의 공감대가 높게 형성되어 있으며, 과거 대비 공급자 우위의 시장 환경이 강화되면서 동사의 가격 협상력 역시 높아지고 있음을 시사한다는 판단이다. 한편 NDR 기간 중 제기된 유상증자 관련 시장 루머에 대해서는 이를 부인하며, 보유 현금 약 2,000억원을 증설 재원으로 전액 활용하고, 추가적인 고객사 선수금과 금융기관 차입 등을 통해 필요한 자금을 조달할 계획을 제시했다. 2027년 선수금 협상은 현재 진행 중으로 구체적인 규모와 조건은 확정되지 않았으나, 향후 협상 결과에 따라 대규모 증설에 따른 재무적 부담이 추가적으로 완화될 가능성에 주목할 필요가 있다.

2) ABF, Large Body 중심의 체질 개선 본격화

ABF는 매출액 기준 가동률이 80% 중반 수준이나, Large Body 제품의 높은 생산 능력 잠식 효과를 감안하면 3분기부터 사실상 풀가동 체제에 진입한 것으로 파악된다. 현재 Large Body 제품은 네트워크 스위치향 2개 모델이 각각 6월 말과 9월 말부터 양산에 돌입했으며, 수율은 70% 전후 수준으로 추정된다. 여기에 더해 2027년 상반기에는 Physical AI향 제품의 본격적인 양산이 시작될 예정이며, 연말에는 AI 가속기, LPU(Groq 제외), CXL 가속기 등 3개 Large Body 제품이 추가로 양산에 진입할 전망이다. 특히 동사는 ABF 관련 신규 투자의 상당 부분을 Large Body 제품에 집중하고 있으며, 중장기적으로 Large Body 중심의 제품 포트폴리오 전환을 추진하고 있음을 강조했다. 이에 따라 Large Body 제품의 점진적인 양산 확대를 통한 외형 성장과 제품 믹스 개선뿐만 아니라, 글로벌 ABF 선도 업체들과의 밸류에이션 격차 축소도 기대할 수 있다는 판단이다.

3) 메모리향 패키지기판, 공격적인 판가 인상 가능성 시사

메모리향 패키지기판은 올해 4월 주요 메모리 고객사를 대상으로 원자재 가격 상승분을 반영한 두 자릿수 이상의 판가 인상에 성공했다. 여기에 더해 현재 경쟁사들과 함께 주요 메모리 고객사들을 대상으로 2차 판가 인상을 협의 중이며, 인상 효과는 2027년 1분기부터 반영될 것으로 예상된다. 특히 이번 판가 인상은 원자재 가격 상승분의 전가에 초점이 맞춰졌던 지난 4월과 달리, 기판 공급 부족에 따른 수급 불균형이 주요 배경이라는 점에서 차별화된다. 고객사들 역시 메모리 업황 호조에 따른 높은 수익성을 바탕으로 가격보다 안정적인 물량 확보를 우선시하고 있어, 지난 4월보다 높은 수준의 판가 인상이 가능한 우호적인 협상 환경이 조성된 것으로 파악된다. 현재 당사 실적 추정치에는 메모리향 패키지기판의 추가적인 판가 인상 효과가 반영되지 않은 만큼, 향후 협상 결과에 따라 실적 추정치의 추가 상향 가능성도 열려 있다는 판단이다.

4) MLB, 조용하지만 강하게 업사이클에 기여

MLB는 올해 상반기 증설 완료로 매출액 기준 연간 생산능력이 3,000억원(분기 750억원)까지 확대되었다. 고무적인 점은 증설 이후 수익성이 높은 방산, 우주항공, 네트워크향 매출이 동사 다발적으로 증가하며 3Q26 가동률이 90%에 근접했다는 점이다. 이에 따른 영업레버리지 효과로 수익성 역시 크게 개선되었으며, 특히 우주항공향 제품은 3분기부터 신제품 출하에 따른 ASP 상승으로 수익성 개선에 크게 기여한 것으로 파악된다. 여기에 더해 우주항공향 매출은 4분기 말부터 신규 고객사향 양산이 예정되어 있어 추가적인 외형 성장도 기대된다.

동사는 노후 설비 교체 등 소규모 보완투자만으로 2027년 1분기까지 연간 매출액 기준 생산능력을 3,500억~3,600억원으로 확대할 계획이다. 이에 따라 대규모 추가 투자 없이도 생산능력 확대와 고부가 제품 중심의 믹스 개선이 맞물리며 외형 성장과 수익성 개선이 지속될 전망이다. 한편 기대가 높았던 AI 가속기향 제품은 CCL 등 주요 원재료의 공급 차질로 매출 기여 시점이 지연되었으나, 2027년부터는 고객사의 양산 확대에 힘입어 본격적인 매출 기여가 예상된다.

단기 주가 조정 과도, 적극적인 비중 확대 기회로 제시

동사 주가는 10월 29일 실적 발표를 전후로 급격한 조정을 받으며, 11월 6일 종가 기준 10월 28일 대비 48.4% 급락했다. 이는 우선적으로 1) 미국 중간선거에서 민주당의 승리에 따른 데이터센터 건설 규제 강화 및 투자 집행 지연 우려, 2) 글로벌 1위 ABF 기판 업체인 Ibiden의 실적 발표 이후 주가 급락에 따른 기판 밸류체인 전반의 밸류에이션 디레이팅이 주요 배경으로 작용한 것으로 판단된다. 여기에 3) 동사의 보수적인 4Q26 실적 가이던스와 4) 대규모 증설에 따른 자금 조달 부담 및 유상증자 가능성에 대한 우려가 맞물리며 주가 하락 폭이 확대된 것으로 파악된다. 다만 4Q26 가이던스는 현재의 ASP와 제품 믹스를 기준으로 제시된 보수적인 수치로, 3분기 실적이 ASP 상승과 제품 믹스 개선에 힘입어 컨센서스를 크게 상회했던 점을 감안하면 4분기 실적 역시 시장 기대치를 상회할 가능성이 열려 있다. 또한 앞서 언급했듯 유상증자 관련 우려에 대해서는 동사가 이를 명확히 부인했으며, 보유 현금과 고객사 선수금, 금융기관 차입 등을 통한 자금 조달 계획을 제시한 만큼 관련 불확실성은 상당 부분 완화될 것으로 기대된다.

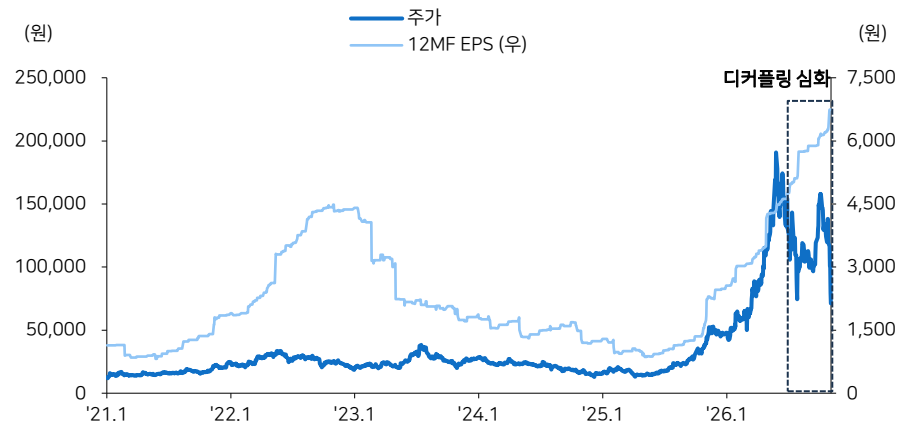
탑다운 우려에 따른 하드웨어 밸류체인 전반의 밸류에이션 조정을 동사만이 피해갈 수는 없으나, 동사의 주가 하락 폭이 업종 전반의 조정 수준을 크게 상회하며 밸류에이션 매력이 한층 높아졌다는 점에 주목한다. 현재 동사 주가는 당사 추정치 기준 '27년 PER 9.4배로(표2), 대만 주요 ABF Peer (Nanya PCB, Unimicron, Kinsus) 평균 17.7배 대비 약 47% 할인된 수준이며, 국내 메모리향 패키지기판 및 모듈 PCB 업체들과도 유사한 밸류에이션을 적용받고 있다. 그러나 당사는 동사의 ABF Large Body 시장 진입과 주요 고객사 선수금을 기반으로 한 ABF·BT 기판의 공격적인 증설을 감안하면, 2027년 이후 중장기 성장 가시성은 Peer 대비 차별화된다는 기존 의견을 유지한다. 이번 NDR을 통해 동사의 견조한 수주 환경과 공급자 우위의 시장 여건, 중장기 성장 동력에 대한 확신이 한층 강화된 만큼, 최근의 급격한 주가 조정을 적극적인 비중 확대 기회로 제시한다.

표1 **대덕전자 실적 테이블**

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	2026E	2027E	2028E
환율	**1,453**	**1,401**	**1,386**	**1,451**	**1,465**	**1,502**	**1,428**	**1,332**	**1,432**	**1,313**	**1,350**
매출액	**215.6**	**246.2**	**286.6**	**318.3**	**346.8**	**401.5**	**418.7**	**415.1**	**1,579.8**	**2,057.2**	**2,617.0**
(%, QoQ)	4.3%	14.2%	16.4%	11.1%	9.0%	15.8%	4.3%	-0.9%			
(%, YoY)	0.3%	3.3%	23.1%	54.0%	60.8%	63.1%	46.1%	30.4%	48.3%	30.2%	27.2%
패키지기판	**176.6**	**207.9**	**243.8**	**273.7**	**290.9**	**343.6**	**346.3**	**340.6**	**1,321.4**	**1,720.0**	**2,211.8**
Memory	101.3	127.1	158.0	160.5	152.6	175.3	171.0	166.1	665.0	805.0	966.1
Non-Memory	75.3	80.7	85.8	113.2	138.1	168.3	175.3	174.5	656.2	915.0	1969.7
MLB기판	38.8	37.7	42.4	44.2	55.5	57.5	71.8	73.8	258.6	337.2	405.2
영업이익	**-6.2**	**1.9**	**24.4**	**28.9**	**51.3**	**70.3**	**87.9**	**83.4**	**292.8**	**465.0**	**625.3**
(%, QoQ)	적확	흑전	1210.1%	18.4%	77.2%	37.0%	25.0%	-5.1%			
(%, YoY)	적확	-82.9%	165.2%	흑전	흑전	3666.0%	259.4%	188.0%	496.8%	58.8%	34.5%
영업이익률 (%)	**-2.9%**	**0.8%**	**8.5%**	**9.1%**	**14.8%**	**17.5%**	**21.0%**	**20.1%**	**18.5%**	**22.6%**	**23.9%**
세전이익	**-6.3**	**-1.9**	**28.9**	**32.7**	**59.6**	**74.8**	**66.0**	**78.6**	**279.1**	**468.0**	**635.4**
지배주주순이익	**-5.7**	**4.4**	**23.3**	**25.6**	**45.5**	**57.7**	**54.4**	**62.9**	**220.5**	**375.8**	**526.1**

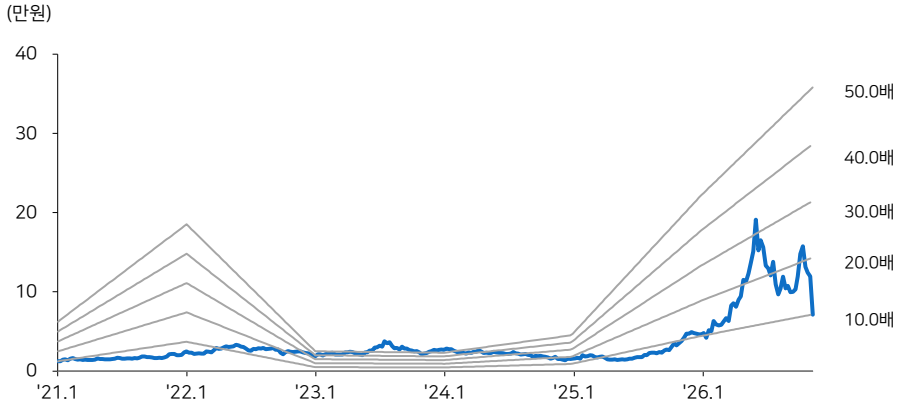
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

그림1 대덕전자 주가와 EPS 추이



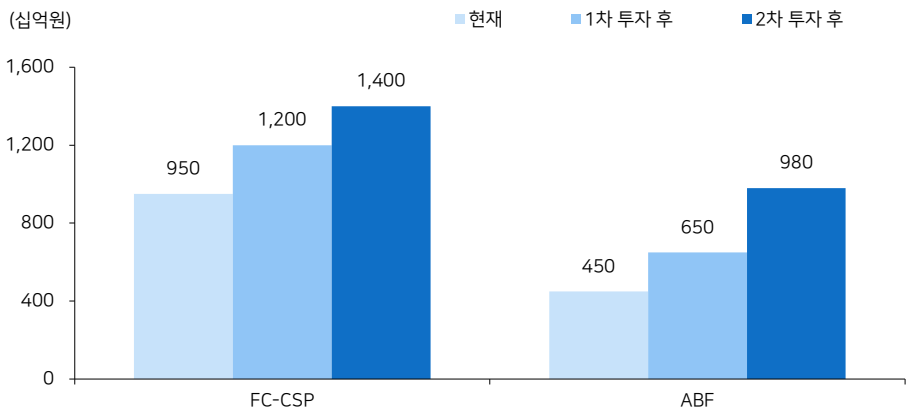
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 대덕전자 12MF PER 밴드



주: 11월 6일 종가 기준 대덕전자의 12MF PER은 9.9배로, 2021년 이후 Historical 평균인 22.7배를 크게 하회
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 대덕전자 증설 전후 생산 Capa 비교



자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

표2 글로벌 PCB, CCL 밸류체인 밸류에이션 비교

		시가총액	P/E (배)		P/B(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액*		영업이익*		EV/EBITDA(배)	
			2027E	2028E	2027E	2028E	2027E	2028E	2027E	2028E	2027E	2028E	2027E	2028E	2027E	2028E
ABF Substrate	삼성전기	47,956	17.5	11.0	4.5	3.3	123.1	58.4	29.1	33.8	19,936	26,617	4,938	7,783	10.1	6.8
	Ibiden	22,069	25.3	17.9	4.6	3.7	51.2	41.5	19.9	23.8	4,497	5,766	1,237	1,810	10.6	7.6
	Kinsus	10,757	20.2	11.0	5.7	4.1	154.7	83.5	33.4	37.9	2,591	3,799	676	1,173	11.7	7.8
	Nanya PCB	17,201	16.7	9.7	7.3	4.7	183.4	73.9	50.2	55.0	3,179	4,710	1,251	2,154	11.0	6.8
	Unimicron	36,302	16.1	9.4	6.1	4.0	90.8	70.5	41.7	46.8	8,906	12,458	2,660	4,629	9.6	6.1
	AT&S	4,787	12.1	8.3	3.5	2.5	-894.4	46.8	31.9	34.4	3,050	3,827	616	850	6.2	4.6
	대덕전자	**2,597**	**9.4**	**6.7**	**2.5**	**1.9**	**70.8**	**40.1**	**29.7**	**31.1**	**2,057**	**2,614**	**465**	**625**	**5.7**	**4.0**
MLB	이수페타시스	3,364	10.2	7.8	3.1	2.3	61.5	29.4	36.7	33.4	2,409	2,987	567	719	7.4	5.8
	대덕전자	**2,597**	**9.4**	**6.7**	**2.5**	**1.9**	**70.8**	**40.1**	**29.7**	**31.1**	**2,057**	**2,614**	**465**	**625**	**5.7**	**4.0**
	Unimicron	36,302	16.1	9.4	6.1	4.0	90.8	70.5	41.7	46.8	8,906	12,458	2,660	4,629	9.6	6.1
	Victory Giant	19,824	8.6	6.1	2.5	1.9	89.2	40.8	29.3	32.0	7,658	10,715	2,364	3,363	7.3	5.2
	WUS(Kunshan)	21,124	12.3	7.3	4.3	2.8	58.4	68.7	40.4	40.6	7,224	10,436	2,424	3,448	8.4	5.4
	Shennan Circuits	20,417	15.0	11.0	4.5	3.4	56.7	36.8	34.3	34.7	7,043	8,960	1,548	2,080	11.4	8.8
	Gold Circuit	12,935	11.2	8.1	6.0	3.8	73.2	43.5	52.7	50.9	5,154	6,727	1,646	2,199	7.8	5.5
	TTM Tech	6,556	7.4	6.2	2.6	1.7	68.5	20.3	32.9	32.2	6,593	7,595	1,188	1,345	5.3	4.8
PCB	**대덕전자**	**2,597**	**9.4**	**6.7**	**2.5**	**1.9**	**70.8**	**40.1**	**29.7**	**31.1**	**2,057**	**2,614**	**465**	**625**	**5.7**	**4.0**
	LG이노텍	4,628	7.1	5.6	0.9	0.8	30.1	27.9	12.8	14.3	25,667	27,771	1,192	1,502	3.1	2.7
	코리아써키트	1,057	9.8	7.9	2.5	2.0	67.9	23.6	24.6	23.9	2,045	2,110	182	223	6.9	6.1
	티엘비	464	9.4	6.4	2.1	1.6	46.9	48.1	25.6	29.5	491	677	85	127	7.1	4.9
	심텍	2,692	9.4	6.8	3.2	2.2	106.2	38.5	40.6	38.0	2,491	2,925	505	662	6.9	5.5
	해성디에스	423	4.9	4.1	0.8	0.7	49.6	19.8	17.4	17.9	1,035	1,184	148	180	3.2	2.7
	Tripod Tech	6,612	9.6	8.0	3.0	2.3	30.6	21.5	30.4	33.7	3,884	4,368	936	1,113	5.7	4.4
AI CCL	EMC	41,644	13.9	8.4	9.0	5.3	110.5	68.0	86.5	72.0	11,507	17,913	3,938	6,444	10.4	6.4
	TUC	8,254	10.1	5.7	5.8	3.7	114.7	77.9	66.3	69.7	3,526	5,575	1,188	1,991	6.8	4.0
	ITEQ	5,487	13.3	10.9	5.1	4.1	110.2	23.3	43.9	38.8	2,442	2,830	610	742	8.8	7.6
	Shengyi Tech	25,673	13.2	9.6	4.9	3.6	52.5	37.0	49.6	50.9	10,428	13,885	2,497	3,407	9.9	7.2
소재/부품	Ajinomoto	26,405	24.0	20.2	5.4	5.3	21.8	19.4	21.0	24.1	11,706	12,500	1,591	1,865	13.2	11.7
	Nitto Boseki	2,864	15.1	11.2	2.1	1.8	35.0	35.2	14.3	16.9	1,056	1,217	258	335	8.1	6.1
	MEC	610	11.3	9.8	2.0	1.8	28.4	15.3	19.7	19.4	207	219	70	82	6.5	5.9
	Union Tool	1,220	9.7	n/a	1.4	n/a	53.9	n/a	n/a	n/a	566	n/a	174	n/a	5.2	n/a
	Topoint	1,418	11.3	n/a	6.4	n/a	155.2	n/a	73.0	n/a	526	n/a	201	n/a	5.7	n/a
	Dtech	12,038	24.9	16.1	10.1	7.2	107.0	54.4	46.2	50.4	1,319	1,947	573	903	17.2	11.0
	네오티스	160	10.2	5.7	2.2	1.6	73.1	79.1	22.8	31.6	155	242	33	58	5.8	3.7
	Mitsui Mining	5,595	8.7	7.7	2.1	1.4	13.2	12.4	19.3	19.0	5,688	5,940	804	934	5.6	5.0
Wafer Business	Shin-etsu	66,719	15.0	13.2	2.0	2.0	14.8	14.0	13.4	14.5	19,310	20,751	5,500	6,244	8.1	7.2
	SUMCO	3,954	9.0	8.4	1.0	0.9	-608.1	7.1	11.4	12.9	3,472	4,032	667	746	4.7	4.1
	Global Wafers	8,226	15.4	9.4	2.2	1.8	72.1	64.0	15.2	19.5	2,450	3,017	521	802	10.8	7.3
	Siltronic	1,852	n/a	n/a	1.0	1.0	-41.3	-94.3	-7.1	-0.4	1,726	1,995	-107	39	6.1	4.4

주: 대덕전자는 당사 추정치 기준. 시가총액은 백만달러 기준. 매출액, 영업이익은 국내 기업은 십억원, 해외 기업은 백만달러 단위
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 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 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포될 수 없습니다.