

2024. 8. 21



▲ 전기전자/IT부품

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)

현재주가 (8.20) 5,690 원

상승여력

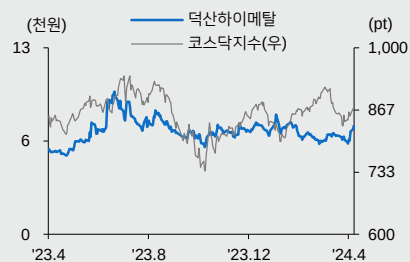
KOSDAQ	787.44pt
시가총액	2,585억원
발행주식수	4,544만주
유동주식비율	42.25%
외국인비중	2.08%
52주 최고/최저가	8,500원/4,670원
평균거래대금	28.6억원

주요주주(%)

이수훈 외 11 인 57.75

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.1	-23.3	-25.7
상대주가	-6.4	-15.6	-17.2

주가그래프



덕산하이메탈 077360

낮아진 주가, 시작된 성장

- ✓ MSB QoQ 성장 + 자회사 실적 안정화 효과로 2분기 기대 이상의 영업이익 달성
- ✓ 하반기 MSB의 매출 확대와 자회사들의 실적 안정화 효과도 지속 전망
- ✓ 2024년 매출액 2,461억원(+70.4% YoY), 영업이익 267억원(흑전 YoY) 예상
- ✓ MSB 시장 내에서의 독점적인 지위 유지 + 보유하고 있는 덕산네오룩스의 지분 가치 + 자회사들의 기업 가치를 감안 시 저평가 국면 지속 → 매수관점 접근 추천

2Q24 Review: MSB QoQ 성장 + 자회사 실적 안정화 효과 지속

2Q24 연결 실적은 매출액 607억원(+72% QoQ, -0.2% YoY), 영업이익 71억원(+77% QoQ, 흑전 YoY)으로, 유의미한 이익 성장을 달성하였다. 덕산하이메탈 별도 이익률이 13%를 기록, 전방시장인 기판 업황의 회복 지연에도 두 자릿수의 이익률을 2개분기 연속 달성하였다. Si용 대용량 HDD형 MSB 공급이 증가한 효과로 파악된다. 그 외 덕산넵코어스는 흑자유지, DS미안마는 흑자전환을 기록, 자회사 실적 안정화 효과가 지속되고 있다. 1분기 일회성 비용으로 부진했던 에테르시티의 경우, 반대로 일회성환입이 2분기에 발생, 예상을 상회하는 이익률(19%)을 기록하였다.

MSB 성장 지속 + 자회사 가치 반영 기대

2024년 매출액 2,461억원(+70.4% YoY), 영업이익 267억원(흑전 YoY)을 전망한다. 일본 FC-BGA 업체인 이비덴과 신코 모두 4분기부터 가동률 상승 및 매출 회복(그림 10~12)을 전망하고 있다. 원재료로 사용되는 동사의 MSB의 경우 3분기부터 선행적으로 매출 회복이 예상된다. 그 외 다수의 중화권 PCB 업체형 MSB 공급을 추진 중이다. 중국은 경쟁사인 센주메탈의 영업망이 없는 지역이다. 동사의 독점적인 지위 확대가 기대된다. Si용 고용량 HDD 수요도 점진적으로 증가하고 있다. MSB 내에서 매출 비중은 작으나 이익 기여도가 매우 높다

자회사들의 실적 안정화 효과도 지속될 전망이다. 에테르시티 경우 정부 주도의 가스용기 프로젝트 관련 수주가 4분기에 몰려있다. 또한 4분기부터 기존 Type10이 아닌 수소차용 Type4 매출 발생도 기대된다. DS미안마의 경우 하반기내 영업 중단을 발표할 계획이다. 다운사이드 리스크가 사라진다는 측면에서 유의미하다. 방산 자회사인 덕산넵코어스도 분기당 100억원 이상 매출을 기록하는 업체로 기초체력이 올라왔다. 동사가 보유한 덕산네오룩스 지분 가치(8월 20일 기준 시가총액 7,598억원), 본업에서의 독점적인 지위, 자회사들의 기업 가치를 감안 시, 동사 주가는 저평가 국면이 지속되고 있다. 점진적인 비중확대의 기회라고 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	51.8	4.1	11.2	247	0.0	4,452	15.5	0.9	20.9	5.7	5.1
2020	55.2	6.4	15.3	336	36.0	4,781	19.0	1.3	29.2	7.3	7.0
2021	92.7	6.0	31.9	701	107.9	5,764	14.7	1.8	43.0	13.3	18.8
2022	164.4	-3.7	6.1	134	-80.8	6,480	35.7	0.7	98.8	2.2	19.5
2023	144.5	-11.0	5.7	125	-45.5	6,369	57.5	1.1	-125.9	1.9	76.1

표1 덕산하이메탈 실적 테이블

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q23E	4Q23E	2022	2023	2024E
매출액	36.8	35.3	39.0	33.4	60.8	60.7	61.6	65.3	164.4	144.5	246.1
(%, QoQ)	-10.7%	-4.0%	10.4%	-14.2%	81.9%	-0.2%	1.5%	6.0%			
(%, YoY)	-1.6%	30.2%	-33.7%	-18.8%	65.4%	72.0%	58.1%	95.3%	77.3%	-12.1%	70.4%
SB	10.3	10.0	10.8	11.5	13.5	12.7	13.0	13.6	57.4	42.6	50.5
MSB	3.7	3.1	3.6	3.9	4.6	5.4	5.9	6.4	20.0	14.3	22.3
비슬더불군	3.7	4.7	6.0	4.7	5.1	5.4	5.2	4.8	22.7	19.1	20.5
DS미얀마	12.0	8.2	10.3	5.6	3.1	3.9	2.5	1.5	36.2	36.1	11.0
넵코어스	7.1	9.2	7.5	7.5	13.0	11.7	12.0	11.5	35.0	31.4	48.2
에테르시티					21.5	21.6	23.0	27.5			93.6
영업이익	0.4	-2.2	-0.9	-8.3	4.0	7.1	7.3	8.3	-3.7	-11.0	26.7
(%, QoQ)	흑전	적전	적축	적확	흑전	76.9%	3.6%	13.5%			
(%, YoY)	-93.2%	적전	적축	적확	978.4%	흑전	흑전	흑전	적전	적확	흑전
영업이익률	1.0%	-6.3%	-2.2%	-24.7%	6.6%	11.6%	11.9%	12.7%	-2.3%	-7.6%	10.8%

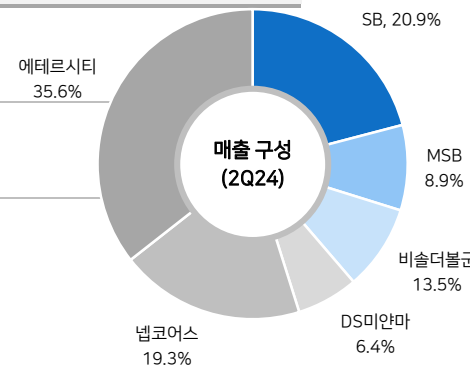
자료: 덕산하이메탈, 메리츠증권 리서치센터

표2 덕산하이메탈 주요 종속회사 현황 (2Q24말 기준)

회사	업종	보유지분 (%)
(주)덕산넵코어스	방위산업/우주항공/PNT개발 및 제조	63.2
(주)에테르시티	특수가스 및 수소 고압용기 제조	91.9
(주)DS Myanmar	솔더볼 원재료 등의 비철금속 제련사업	100.0
(주)덕산에스지	플라스틱 필름 제조업	70.8

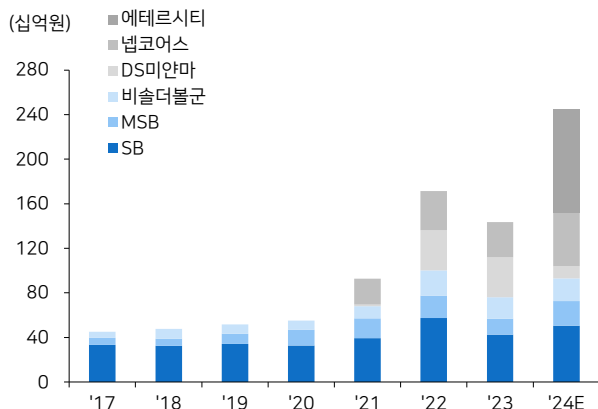
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림1 덕산하이메탈 사업부문별 매출액 비중 (2Q24 기준)



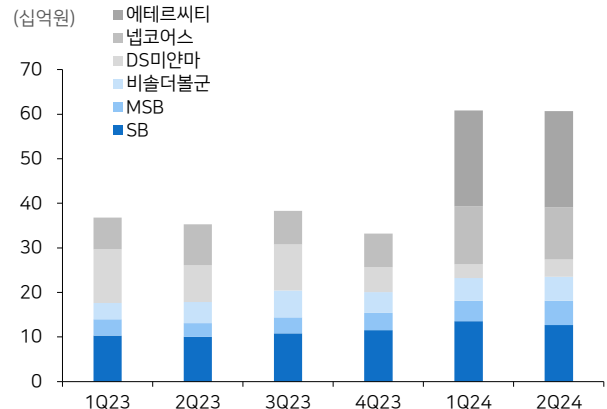
자료: 덕산하이메탈, 메리츠증권 리서치센터

그림2 덕산하이메탈 제품/사업부별 실적 추이 (연간 기준)



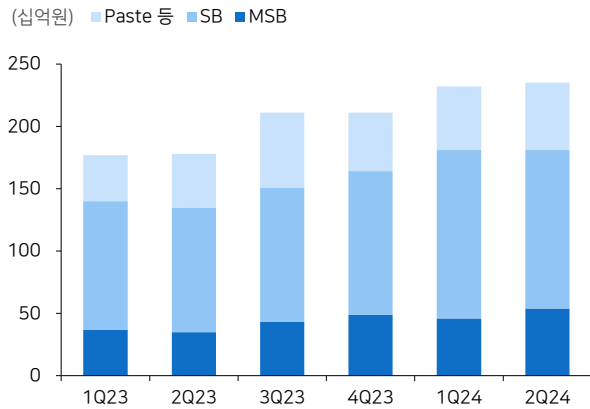
자료: 덕산하이메탈, 메리츠증권 리서치센터

그림3 덕산하이메탈 제품/사업부별 실적 추이 (분기 기준)



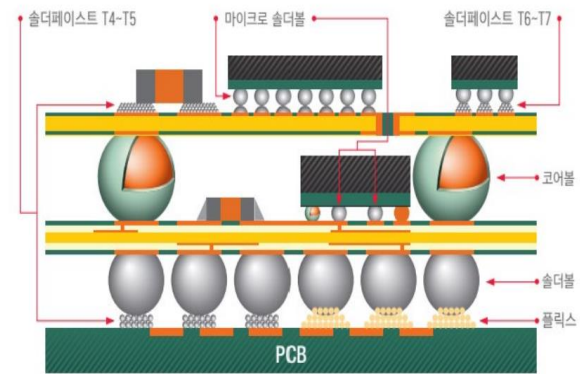
자료: 덕산하이메탈, 메리츠증권 리서치센터

그림4 덕산하이메탈 별도 분기별 매출 추이



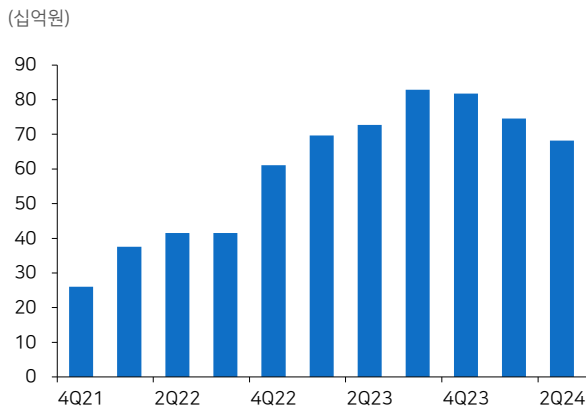
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 패키징 내 Paste, Flux, 솔더볼, MSB 사용 현황



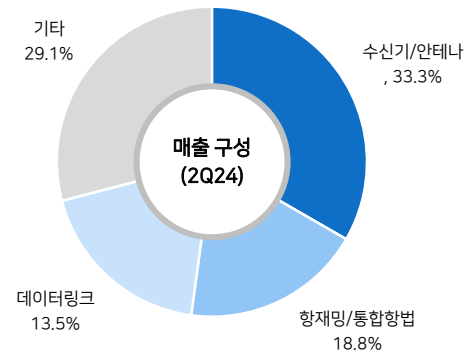
자료: 덕산하이메탈

그림6 덕산넵코어스 수주잔고 추이



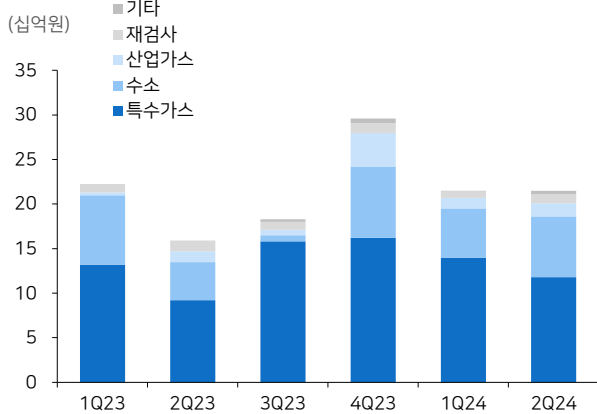
자료: 덕산넵코어스, 메리츠증권 리서치센터

그림7 덕산넵코어스 매출구성



자료: 덕산넵코어스, 메리츠증권 리서치센터

그림8 에테르시티 분기별 매출 추이



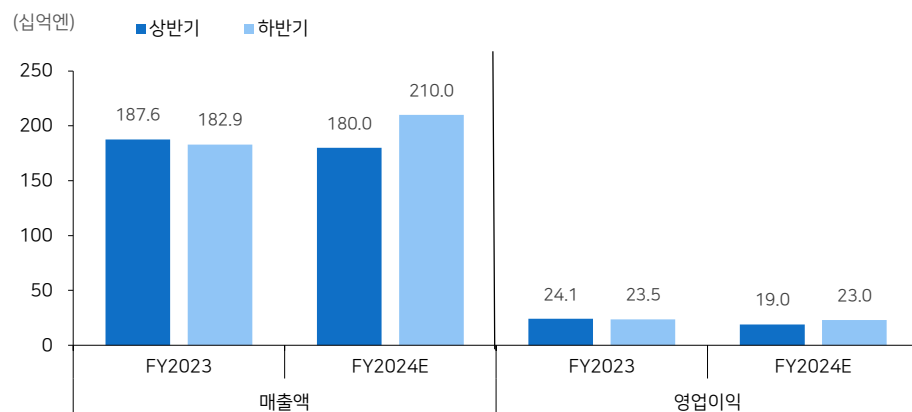
자료: 에테르시티

그림9 수소 밸류체인 내 고압가스 용기 사용 현황



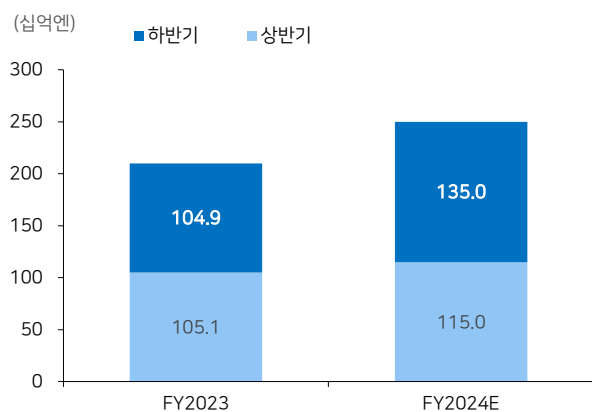
자료: 에테르시티

그림10 이비덴 상하반기 가이드نس 정리



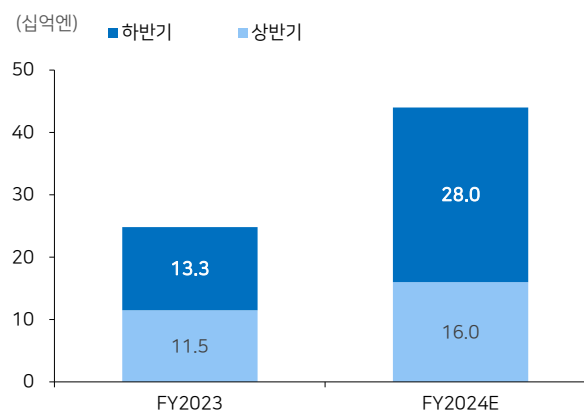
자료: Ividen, 메리츠증권 리서치센터

그림11 Shinko FY2024E 매출액 가이드نس



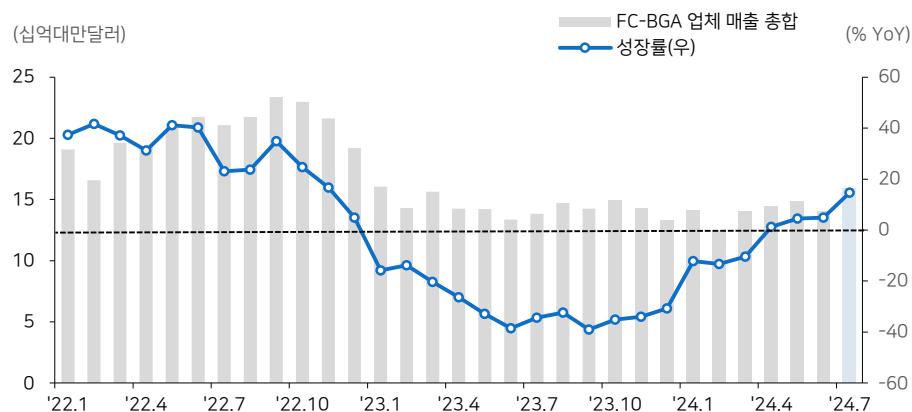
자료: Shinko, 메리츠증권 리서치센터

그림12 Shinko FY2024E 영업이익 가이드نس



자료: Shinko, 메리츠증권 리서치센터

그림13 대만 FC-BGA 업체 합산 매출액



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

덕산하이메탈 (077360)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	51.8	55.2	92.7	164.4	144.5
매출액증가율(%)	8.4	6.7	67.9	77.3	-12.1
매출원가	40.5	35.7	69.6	150.5	133.6
매출총이익	11.3	19.5	23.1	13.9	10.9
판매관리비	7.2	13.2	17.1	17.6	21.9
영업이익	4.1	6.4	6.0	-3.7	-11.0
영업이익률(%)	7.9	11.6	6.5	-2.3	-7.6
금융손익	0.6	-0.8	0.5	-1.5	-0.2
종속/관계기업손익	7.1	10.6	18.0	14.3	5.8
기타영업외손익	0.5	5.2	12.5	-6.4	-8.3
세전계속사업이익	12.3	21.4	37.1	2.7	-13.7
법인세비용	1.0	6.1	5.3	-2.7	-1.7
당기순이익	11.2	15.3	31.7	6.1	3.3
지배주주지분 순이익	11.2	15.3	31.9	6.1	5.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	7.3	7.8	-13.7	3.8	5.3
당기순이익(손실)	11.2	15.3	31.7	6.1	3.3
유형자산상각비	2.3	2.5	3.9	4.3	4.3
무형자산상각비	0.0	0.0	1.2	1.6	1.7
운전자본의 증감	-2.4	-5.0	-26.8	-6.4	9.3
투자활동 현금흐름	-8.1	-14.7	-27.0	-11.7	-296.8
유형자산의증가(CAPEX)	-8.5	-9.6	-5.0	-10.7	-10.6
투자자산의감소(증가)	-7.0	-14.1	-28.6	-14.1	-19.2
재무활동 현금흐름	-0.1	-0.2	27.5	23.0	313.5
차입금의 증감	0.2	-0.1	17.7	1.2	229.6
자본의 증가	0.0	0.0	6.7	13.9	-10.1
현금의 증가(감소)	-1.5	-8.2	-12.4	14.5	22.0
기초현금	40.7	39.1	30.9	18.5	33.0
기말현금	39.1	30.9	18.5	33.0	55.0

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
유동자산	58.2	56.2	81.7	109.6	196.3
현금및현금성자산	39.1	30.9	18.5	33.0	55.0
매출채권	9.4	8.4	14.3	18.8	43.1
재고자산	8.3	9.2	42.4	51.7	56.2
비유동자산	151.9	173.8	242.0	254.0	545.8
유형자산	28.2	35.6	47.6	50.0	81.4
무형자산	1.4	1.3	28.1	26.5	266.7
투자자산	115.7	129.8	158.4	172.6	191.7
자산총계	210.2	230.1	323.7	363.5	742.1
유동부채	8.3	9.2	37.6	48.9	101.4
매입채무	1.2	2.9	5.4	8.3	15.9
단기차입금	1.6	1.5	17.0	16.6	45.9
유동성장기부채	0.0	0.0	0.6	0.5	1.0
비유동부채	1.9	5.9	13.7	10.5	219.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.7	2.0	202.3
부채총계	10.2	15.1	51.2	59.4	320.8
자본금	4.5	4.5	4.5	9.1	9.1
자본잉여금	108.5	108.5	115.1	124.5	114.4
기타포괄이익누계액	0.0	-0.3	-2.5	0.1	0.1
이익잉여금	194.2	209.7	242.3	250.2	255.4
비지배주주지분	-2.3	-2.3	10.5	9.7	132.0
자본총계	200.0	214.9	272.4	304.1	421.4

Key Financial Data

	2019	2020	2021	2022	2023
주당데이터(원)					
SPS	1,139	1,216	2,041	3,618	3,179
EPS(지배주주)	247	336	701	134	125
CFPS	191	271	334	158	60
EBITDAPS	141	196	244	47	-110
BPS	4,452	4,781	5,764	6,480	6,369
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	15.5	19.0	14.7	35.7	57.5
PCR	20.0	23.6	30.8	30.3	118.5
PSR	3.4	5.3	5.0	1.3	2.3
PBR	0.9	1.3	1.8	0.7	1.1
EBITDA(십억원)	6.4	8.9	11.1	2.2	-5.0
EV/EBITDA	20.9	29.2	43.0	98.8	-125.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.7	7.3	13.3	2.2	1.9
EBITDA 이익률	12.4	16.1	12.0	1.3	-3.5
부채비율	5.1	7.0	18.8	19.5	76.1
금융비용부담률	0.0	0.0	0.4	0.2	1.5
이자보상배율(x)	166.6	261.1	15.7	-11.2	-4.9
매출채권회전율(x)	5.6	6.2	8.2	9.9	4.7
재고자산회전율(x)	6.8	6.3	3.6	3.5	2.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 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, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율