

2024. 11. 6



▲ 전기전자/IT부품

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)

-원

현재주가 (11.5)

6,360 원

상승여력

-

KOSDAQ	901.89pt
시가총액	2,890억원
발행주식수	4,544만주
유동주식비율	42.25%
외국인비중	2.18%
52주 최고/최저가	7,380원/3,195원
평균거래대금	98.3억원

주요주주(%)

이수훈 외 12 인 57.75

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.8	55.5	35.0
상대주가	-18.4	24.5	12.6

주가그래프



덕산하이메탈 077360

기판 + HDD 사이클 반등의 숨겨진 수혜주

- ✓ '26년 별도 실적 매출액 1,451억원(+21% YoY), 영업이익 225억원(+33% YoY) 전망
- ✓ 마이크로솔더볼(MSB_: AI용 FC-BGA 수요 확대 및 대용량 HDD향 공급 증가
- ✓ 솔더볼(SB): 메모리 수요 대응을 위한 추가 증설 예정
- ✓ 현재 동사 주가는 덕산네오룩스 지분가치 및 자회사들의 기업가치를 제외, 본업으로만 봐도 글로벌 PCB/CCL 평균 멀티플 대비 저평가 국면

저평가된 본업(솔더볼+마이크로솔더볼) 성장성에 주목

2Q25 동사 별도 사업부인 금속재료 부문은 매출액 307억원(+30.5% YoY), 영업이익 46억원(+48.7% YoY, Opm: 15.0%)을 기록, 매출과 이익 모두 유의미한 성장을 달성했다. 전방 산업인 기판 업황의 회복세가 본격화되면서 낙수효과가 확대되고 있으며, 특히 동사의 MSB은 AI 수요 확대에 따른 CoWoS용 FC-BGA 기판 물량 증가의 직접적인 수혜를 받고 있다. 또한 AI 서버에 사용되는 대용량 HDD향 MSB 공급이 점진적으로 늘어나고 있으며, 솔더볼 제품 역시 메모리 업황 반등에 따라 가동률이 90%를 상회하며 사실상 풀케파 수준을 유지 중인 것으로 파악된다.

2026년 별도 영업이익 225억원(+33.0% YoY) 전망

동사의 2026년 별도 실적은 매출액 1,451억원(+21.0% YoY), 영업이익 225억원(+33.0% YoY)을 전망한다. AI용 FC-BGA의 수급 불균형이 심화되면서 밴드 다변화가 가속화되고 있다. 이는 국내 및 대만 업체 중심으로 MSB을 공급하는 동사에게 우호적인 환경이다. 또한 추론(Inference)용 AI 애플리케이션의 급격한 확산으로 클라우드 데이터 저장 수요가 급증하며 HDD 수요가 폭발적으로 증가하고 있다. 아직 MSB 매출 내 HDD의 비중은 낮지만, 이익 기여도가 매우 높고 동사가 단독으로 대응하고 있기 때문에 동사 실적 성장의 핵심 축으로 부상할 전망이다. 또한 동사는 메모리향 물량 대응을 위해 솔더볼 생산 능력 확충을 추진 중이며, 설비 증설 및 생산 효율 제고를 통해 생산 Capa가 약 50% 확대될 것으로 예상된다.

현재 시총은 본업 기업가치도 미반영

구조적 업황 개선에 대한 기대감으로 글로벌 PCB, CCL 및 주요 소재 업체들은 '26년 평균 PER 24.5배에 거래되고 있다(표2). 동사의 기판 업종 내 역할과 성장성, 현재 동사 주가는 덕산네오룩스 지분가치(36.67% 보유) 및 자회사들의 기업가치를 제외, 본업으로만 봐도 글로벌 PCB/CCL 평균 멀티플 대비 저평가 국면에 위치해 있다. 본업 가치의 재부각을 기반으로 주가 재평가가 본격화될 시점으로 판단된다.

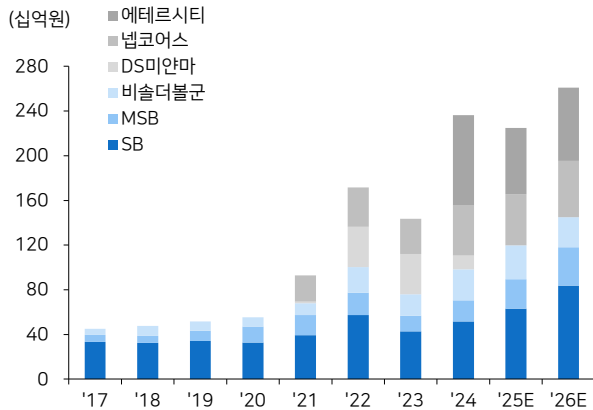
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	55.2	6.4	15.3	336	35.9	4,781	19.0	1.3	29.2	7.3	7.0
2021	92.7	6.0	31.9	701	108.7	5,764	14.7	1.8	43.0	13.3	18.8
2022	164.4	-3.7	6.1	134	-80.9	6,480	35.7	0.7	98.8	2.2	19.5
2023	144.5	-11.0	5.7	125	-7.1	6,369	57.5	1.1	-125.9	1.9	78.2
2024	235.9	18.6	20.4	449	260.2	6,897	8.6	0.6	14.3	6.8	79.9

표1 덕산하이메탈 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	60.8	60.7	57.6	56.9	44.2	57.4	61.8	61.5	235.9	224.9	260.8
(%, QoQ)	81.9%	-0.2%	-5.2%	-1.2%	-22.4%	30.0%	7.6%	-0.5%			
(%, YoY)	65.4%	71.9%	47.7%	70.1%	-27.4%	-5.4%	7.4%	8.2%	63.6%	-4.8%	16.0%
SB	13.3	12.3	12.4	13.5	14.3	15.7	17.0	16.0	51.5	63.0	83.8
MSB	3.7	4.5	5.9	5.0	5.6	6.3	7.5	7.0	19.1	26.4	34.3
비슬더볼군	6.2	6.7	7.5	7.2	6.3	8.7	8.0	7.5	27.6	30.5	27.0
DS미얀마	3.3	4.0	3.0	2.1	0.0	0.0	0.0	0.0	12.4	0.0	0.0
넵코어스	13.0	11.7	10.6	9.9	7.7	12.5	13.1	12.5	45.2	45.8	50.2
에테르시티	21.5	21.6	18.2	19.2	10.3	14.2	16.2	18.5	80.4	59.2	65.5
영업이익	4.0	7.1	2.4	5.2	-1.4	2.6	6.1	4.7	18.6	12.1	26.5
(%, QoQ)	흑전	76.3%	-65.5%	112.3%	적전	흑전	138.2%	-23.2%			
(%, YoY)	981.1%	흑전	흑전	흑전	적전	-63.4%	152.9%	-8.5%	흑전	-35.3%	119.8%
하이메탈(별도)	3.4	3.1	1.7	11.5	3.1	4.6	5.2	4.0	19.6	16.9	22.5
기타	0.6	4.0	0.8	-6.3	0.5	0.8	0.8	0.6	1.8	2.6	3.0
영업이익률	1.0%	-6.3%	-2.2%	-24.7%	6.6%	11.6%	11.9%	12.7%	7.9%	5.4%	10.2%
하이메탈(별도) 영업이익률	14.7%	13.2%	6.5%	44.7%	12.0%	15.0%	16.0%	13.0%	20.0%	14.1%	15.5%

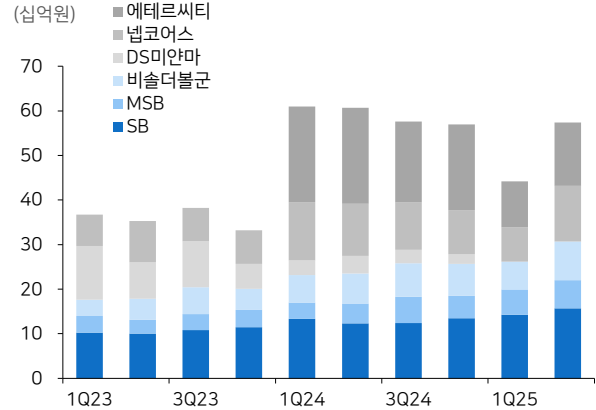
자료: 덕산하이메탈, 메리츠증권 리서치센터

그림1 덕산하이메탈 제품/사업부별 실적 추이 (연간 기준)



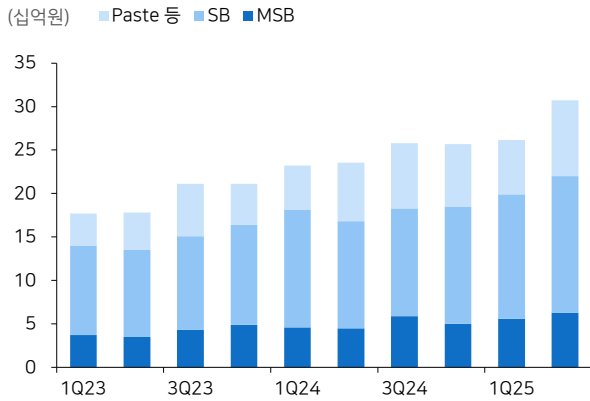
자료: 덕산하이메탈, 메리츠증권 리서치센터

그림2 덕산하이메탈 제품/사업부별 실적 추이 (분기 기준)



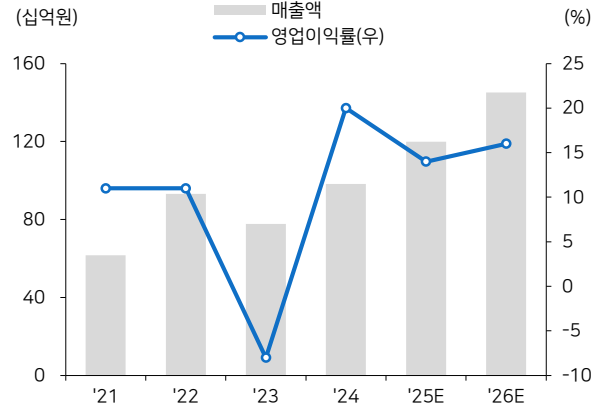
자료: 덕산하이메탈, 메리츠증권 리서치센터

그림3 덕산하이메탈 별도 분기별 매출 추이



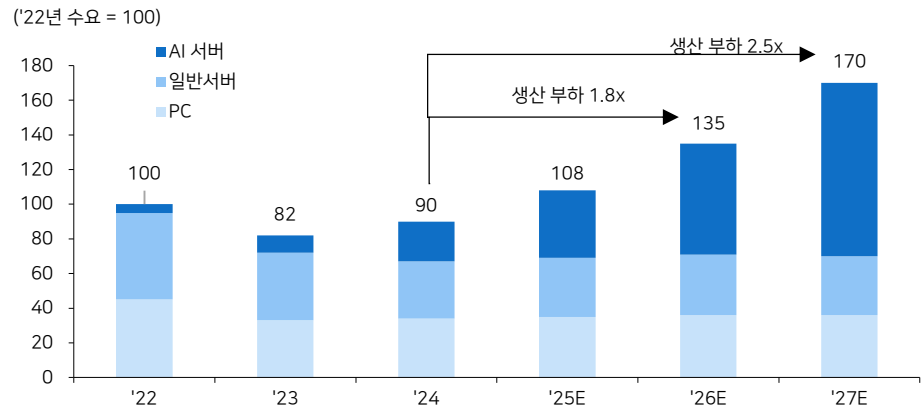
자료: 덕산하이메탈, 메리츠증권 리서치센터

그림4 덕산하이메탈 별도 연간 매출액 추이 및 전망



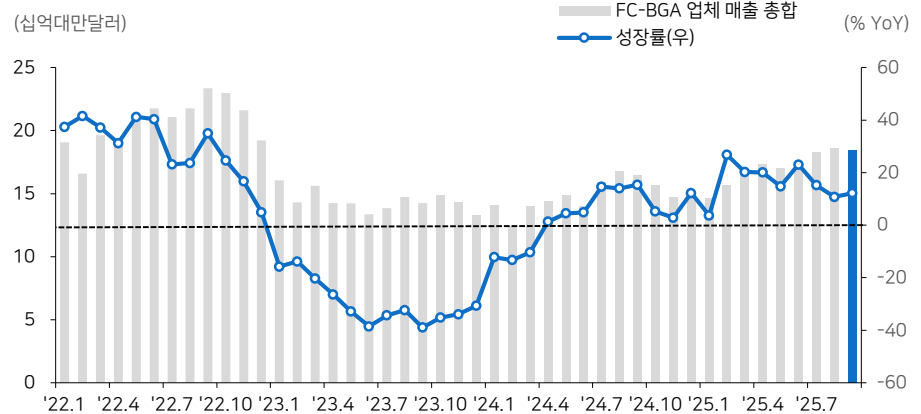
자료: 덕산하이메탈, 메리츠증권 리서치센터

그림5 Ibsiden, FC-BGA 기판 수요 전망



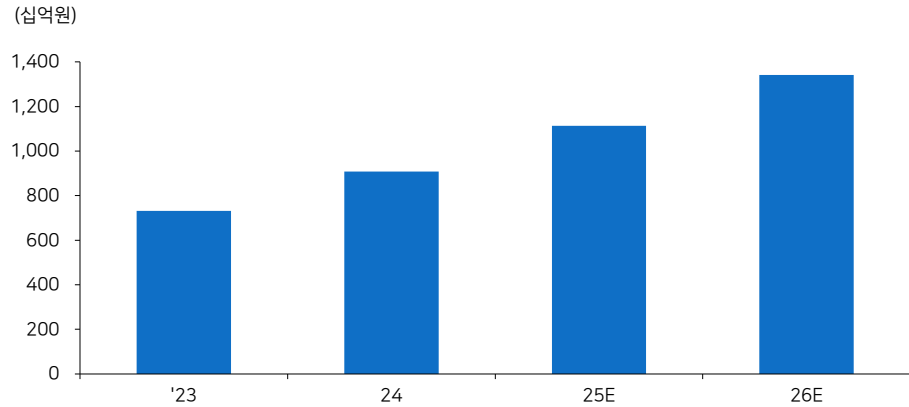
자료: Ibsiden, 메리츠증권 리서치센터

그림6 대만 FC-BGA 업체 합산 매출액 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 삼성전기 FC-BGA 매출액 추이 및 전망



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

표2 글로벌 PCB, CCL 밸류체인 밸류에이션 비교

		시가총액	P/E (배)		P/B(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액*		영업이익*		EV/EBITDA(배)	
		(백만달러)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
ABF Substrate	Ibiden	12,340	46.3	33.9	3.6	3.4	19.3	36.8	8.0	10.0	2,700	3,136	393	529	14.2	11.4
	Kinsus	1,957	36.2	18.5	1.8	1.6	3,374.9	95.8	4.6	8.7	1,277	1,506	93	165	7.8	6.3
	Nanya PCB	5,682	109.2	32.5	3.8	3.6	713.1	234.6	3.6	11.9	1,292	1,571	64	196	21.0	13.4
	Toppan	7,089	13.9	10.9	0.7	0.7	-11.0	27.6	5.9	6.8	12,075	12,836	633	801	6.7	5.8
PCB	이수페타시스	5,375	48.6	35.6	12.0	9.2	80.8	36.6	32.1	29.7	1,047	1,329	191	270	34.8	24.7
	대덕전자	1,482	47.7	22.5	2.5	2.2	85.5	112.6	5.0	10.9	1,042	1,291	44	99	13.6	9.1
	심텍	1,633	na	22.4	4.9	4.0	-67.7	-1,025.2	-2.4	19.3	1,373	1,586	30	141	24.1	12.2
	해성디에스	645	34.4	13.7	1.6	1.5	-56.2	151.2	4.8	11.1	642	743	39	86	11.2	7.4
	티엘비	448	36.4	21.5	5.0	4.1	365.7	69.2	14.8	21.1	252	311	25	39	20.9	14.4
	Unimicron	8,110	46.8	18.6	2.6	2.4	8.7	153.1	5.4	13.1	4,286	5,078	236	535	10.5	7.5
	Victory Giant	36,440	49.9	29.8	17.9	11.7	351.3	67.4	38.7	40.0	2,839	4,318	821	1,382	38.1	23.1
	WUS(Kunshan)	19,000	36.2	26.4	9.4	7.4	45.4	37.4	26.3	28.5	2,547	3,348	603	840	28.8	20.8
	Shennan Circuits	21,143	47.9	36.7	8.0	6.8	69.5	30.6	18.7	21.4	3,166	3,874	466	634	34.4	27.7
	Gold Circuit	7,386	25.6	17.7	8.7	7.0	63.7	44.4	37.1	40.4	1,935	2,471	435	611	15.8	11.4
	Tripod Tech	5,735	17.1	14.8	3.4	3.1	29.3	16.0	20.2	21.7	2,369	2,582	423	484	9.6	8.7
	Dynamic Holdings	828	21.9	14.0	3.1	3.0	16.4	56.9	14.4	23.4	616	745	53	90	na	na
	TTM Tech	7,239	28.7	24.5	4.4	4.1	343.3	17.1	na	na	2,886	3,151	334	392	17.1	15.6
First-Hi Tech	993	27.0	15.1	9.1	11.9	263.3	78.6	na	na	320	479	49	82	na	na	
AI CCL	EMC	16,408	34.0	23.5	11.8	9.6	58.5	44.7	37.4	42.4	3,060	3,910	625	890	24.1	17.3
	TUC	3,545	32.9	21.2	7.6	6.9	31.7	54.8	22.6	31.4	955	1,202	145	222	21.9	14.6
	ITEQ	1,361	23.8	16.7	2.1	2.0	126.0	42.1	8.6	11.7	1,117	1,273	95	131	10.0	7.7
	Shengyi Tech	21,569	46.7	33.0	9.0	7.7	84.9	41.6	20.1	24.9	3,836	4,914	577	829	32.5	24.0
핵심 소재	Ajinomoto	28,923	34.3	30.8	6.0	6.1	83.6	11.4	17.1	17.8	10,396	10,989	1,250	1,344	17.6	16.0
	Nitto Boseki	2,005	21.9	18.5	2.2	2.0	4.8	18.3	10.5	11.6	782	855	120	144	12.0	9.8
	Union Tool	1,008	22.4	17.3	1.8	1.7	16.9	20.3	na	na	258	293	54	65	12.1	10.2
	Topoint	563	49.8	na	3.5	3.7	79.4	80.2	6.4	13.2	137	179	17	29	16.5	11.7
	Mitsui mining	5,715	42.1	21.1	2.6	2.4	-68.1	99.2	6.2	11.4	4,340	4,255	327	406	12.2	10.2
	Co-tech	1,894	56.1	24.3	8.0	6.4	21.4	174.6	14.5	30.7	260	322	46	119	na	na

주: 국내업체는 십억원, 해외업체는 백만달러 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

덕산하이메탈 (077360)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	55.2	92.7	164.4	144.5	235.9
매출액증가율(%)	6.7	67.9	77.3	-12.1	63.3
매출원가	35.7	69.6	150.5	133.6	179.9
매출총이익	19.5	23.1	13.9	10.9	56.0
판매관리비	13.2	17.1	17.6	21.9	37.4
영업이익	6.4	6.0	-3.7	-11.0	18.6
영업이익률(%)	11.6	6.5	-2.3	-7.6	7.9
금융손익	-0.8	0.5	-1.5	-0.2	3.3
종속/관계기업손익	10.6	18.0	14.3	5.8	17.4
기타영업외손익	5.2	12.5	-6.4	-8.3	3.4
세전계속사업이익	21.4	37.1	2.7	-13.7	42.7
법인세비용	6.1	5.3	-2.7	-1.7	11.4
당기순이익	15.3	31.7	6.1	3.3	31.3
지배주주지분 순이익	15.3	31.9	6.1	5.7	20.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	7.8	-13.7	3.8	5.3	13.8
당기순이익(손실)	15.3	31.7	6.1	3.3	31.3
유형자산상각비	2.5	3.9	4.3	4.3	8.2
무형자산상각비	0.0	1.2	1.6	1.7	7.9
운전자본의 증감	-5.0	-26.8	-6.4	9.3	-3.8
투자활동 현금흐름	-14.7	-27.0	-11.7	-296.8	-32.0
유형자산의증가(CAPEX)	-9.6	-5.0	-10.7	-10.6	-20.9
투자자산의감소(증가)	-14.1	-28.6	-14.1	-19.2	-34.1
재무활동 현금흐름	-0.2	27.5	23.0	313.5	31.4
차입금의 증감	-0.1	17.7	1.2	229.6	36.7
자본의 증가	0.0	6.7	13.9	-10.1	0.0
현금의 증가(감소)	-8.2	-12.4	14.5	22.0	14.4
기초현금	39.1	30.9	18.5	33.0	55.0
기말현금	30.9	18.5	33.0	55.0	69.4

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	56.2	81.7	109.6	196.3	214.3
현금및현금성자산	30.9	18.5	33.0	55.0	69.4
매출채권	8.4	14.3	18.8	43.1	49.3
재고자산	9.2	42.4	51.7	56.2	48.9
비유동자산	173.8	242.0	254.0	554.8	604.2
유형자산	35.6	47.6	50.0	96.2	111.7
무형자산	1.3	28.1	26.5	260.9	253.5
투자자산	129.8	158.4	172.6	191.7	225.8
자산총계	230.1	323.7	363.5	751.1	818.5
유동부채	9.2	37.6	48.9	101.4	108.4
매입채무	2.9	5.4	8.3	15.9	8.4
단기차입금	1.5	17.0	16.6	45.9	63.2
유동성장기부채	0.0	0.6	0.5	1.0	0.6
비유동부채	5.9	13.7	10.5	228.1	255.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.7	2.0	202.3	219.7
부채총계	15.1	51.2	59.4	329.5	363.6
자본금	4.5	4.5	9.1	9.1	9.1
자본잉여금	108.5	115.1	124.5	114.4	114.4
기타포괄이익누계액	-0.3	-2.5	0.1	0.1	4.9
이익잉여금	209.7	242.3	250.2	255.4	274.6
비지배주주지분	-2.3	10.5	9.7	132.2	141.5
자본총계	214.9	272.4	304.1	421.6	454.9

Key Financial Data

	2020	2021	2022	2023	2024
주당데이터(원)					
SPS	1,216	2,041	3,618	3,179	5,192
EPS(지배주주)	336	701	134	125	449
CFPS	271	334	158	60	821
EBITDAPS	196	244	47	-110	764
BPS	4,781	5,764	6,480	6,369	6,897
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	19.0	14.7	35.7	57.5	8.6
PCR	23.6	30.8	30.3	118.5	4.7
PSR	5.3	5.0	1.3	2.3	0.7
PBR	1.3	1.8	0.7	1.1	0.6
EBITDA(십억원)	8.9	11.1	2.2	-5.0	34.7
EV/EBITDA	29.2	43.0	98.8	-125.9	14.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.3	13.3	2.2	1.9	6.8
EBITDA 이익률	16.1	12.0	1.3	-3.5	14.7
부채비율	7.0	18.8	19.5	78.2	79.9
금융비용부담률	0.0	0.4	0.2	1.5	6.3
이자보상배율(x)	261.1	15.7	-11.2	-4.9	1.3
매출채권회전율(x)	6.2	8.2	9.9	4.7	5.1
재고자산회전율(x)	6.3	3.6	3.5	2.7	4.5

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, 배포 될 수 없습니다.