2024. 5. 2

▲ 전기전자/부품
Analyst **양승수**
02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

덕산하이메탈 077360

완벽한 턴어라운드 기대

- ✓ MSB 증설 완료 + HBM, Paste7 신규 납품으로 본업 회복 전망
- ✓ 방산 자회사 덕산넵코어스의 탑라인 성장, 적자 규모가 컸던 DS미얀마의 사업 축소, 수익성 높은 에테르시티의 실적 반영을 통한 자회사 실적 성장 기대
- ✓ 1분기부터 시작될 실적 개선 흐름과 올해 실적 성장이 일회성이 아닌 중장기적인 변화라는 점에 주목
- ✓ 2024년 매출액 2,510억원(+73.7% YoY), 영업이익 281억원(흑전 YoY) 예상

Not Rated)

적정주가 (12 개월)	**-원**
현재주가 (4.30)	**7,430 원**
상승여력	**-**
KOSDAQ	868.93pt
시가총액	3,376억원
발행주식수	4,544만주
유동주식비율	41.87%
외국인비중	3.22%
52주 최고/최저가	9,800원/5,410원
평균거래대금	22.5억원
주요주주(%)	
이수훈 외 12 인	58.13

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.6	19.1	32.0
상대주가	13.2	3.7	28.0

주가그래프

증설 완료 + 업황 회복 = 2년만에 본업 회복 전망

2022 년에 발표한 동사의 어드밴스트 패키징용 MSB(마이크로솔더볼) 증설이 올해 3 월 완료, 월 14 억 K 규모의 MSB 생산능력이 월 32 억 K 규모로 확대되었다. 증설된 라인은 고객사 공정 심사 후 하반기 업황 회복 시점에 맞춰 공급 확대가 이뤄질 전망이다. 이에 더해 1) 국내 HBM 선두업체향 HBM 공정용 MSB 신규 공급과 2) 작년 진입에 실패했던 반도체/디스플레이 공정용 고부가 솔더페이스트 Type7 국내 고객사향 납품에 성공한 것으로 파악된다. 올해 완연한 본업의 회복세가 예상되며 2024 년 덕산하이메탈 별도 매출액은 943 억원(+22.6% YoY)을 전망한다.

부진했던 자회사 실적 안정화 + 에테르시티 실적 반영

방산 자회사인 덕산넵코어스는 올해 475 억원의 역대 최고 매출액 시현을 전망한다. 이는 폴란드향 천무 수출 물량 증가와 올해부터 부품 형태의 동사의 납품 체계가 일부 부체계 형식으로 전환돼서 공급되기 때문이다. 인수 후 개발과제 수주 금액이 증가(그림 7)하고 있기 때문에 향후 양산으로 전환 과정에서 지속적인 실적 성장이 기대된다. 지속적인 적자를 기록했던 DS 미얀마는 작년 손상차손 회계처리와 함께 매출 규모를 축소시켰다. 탑라인은 둔화되나 더 이상 적자가 발생하지 않는다는 측면에서 유의미한 결정이라 판단된다. 또한 작년에 인수한 반도체 공정용 특수가스 및 수소 초대형 고압 용기 제조업체인 에테르씨티의 실적이 올해부터 반영된다. 인수 전 2022 년 매출 876 억원을 기록했고, 시장 내 독점적인 지위로 고수익성을 유지하고 있기 때문에 올해 동사 실적 성장을 견인할 전망이다.

올해 동사 매출액과 영업이익은 각각 2,510억원(+73.7% YoY), 281억원(흑전, Opm: 11.2%)의 완벽한 턴어라운드가 예상된다. 올해 실적 성장이 일회성이 아닌 중장기적인 변화라는 점도 주목할 필요가 있다. 1분기부터 시작될 실적 개선 흐름과 동사의 구조적인 변화를 감안했을 때, 투자 매력도가 높다고 판단된다.

(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)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2022	2023	2024E
매출액	37.4	27.1	58.8	41.2	36.8	35.3	39.0	33.4	164.4	144.5	251.0
(%, QoQ)	24.6%	-27.4%	116.6%	-29.9%	-10.7%	-4.0%	10.4%	-14.2%			
(%, YoY)	167.6%	10.8%	141.7%	37.4%	-1.6%	30.2%	-33.7%	-18.8%	77.3%	-12.1%	73.7%
SB	12.7	15.3	14.9	14.5	10.3	10.0	10.9	11.2	57.4	42.5	50.5
MSB	5.1	5.1	5.3	4.5	3.0	3.1	3.6	3.9	20.0	13.6	20.4
비솔더볼군	5.1	4.9	6.5	6.2	4.3	4.7	6.6	5.2	22.7	20.9	24.0
DS미얀마	9.5	(4.3)	22.7	8.4	12.0	8.2	10.3	5.6	36.2	36.1	14.2
넵코어스	4.9	6.1	9.4	14.6	7.1	9.2	7.5	7.5	35.0	31.4	47.5
에테르씨티	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			95.0
영업이익	5.4	0.6	-3.2	-6.6	0.4	-2.2	-0.9	-8.3	-3.7	-11.0	28.1
(%, QoQ)	822.5%	-89.0%	적전	적확	흑전	적전	적축	적확			
(%, YoY)	294.4%	-66.3%	적전	적전	-93.2%	적전	적축	적확	적전	적확	흑전
영업이익률	14.6%	2.2%	-5.4%	-16.1%	1.0%	-6.3%	-2.2%	-24.7%	-2.3%	-7.6%	11.2%

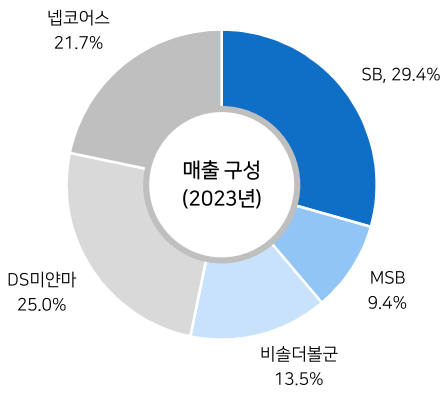
자료: 덕산하이메탈, 메리츠증권 리서치센터

표2 덕산하이메탈 주요 종속회사 현황 (4Q24말 기준)

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

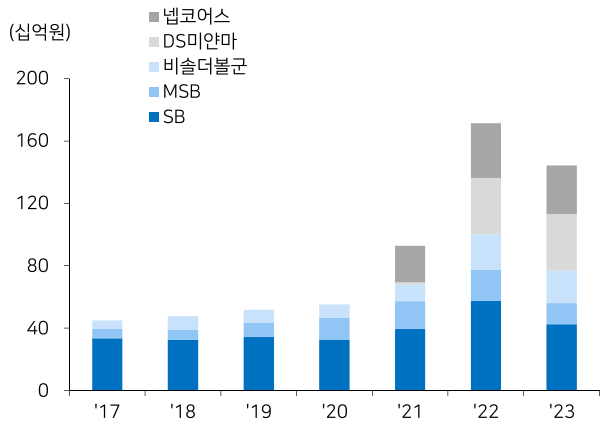
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림1 덕산하이메탈 사업부문별 매출액 비중 (2023년 기준)



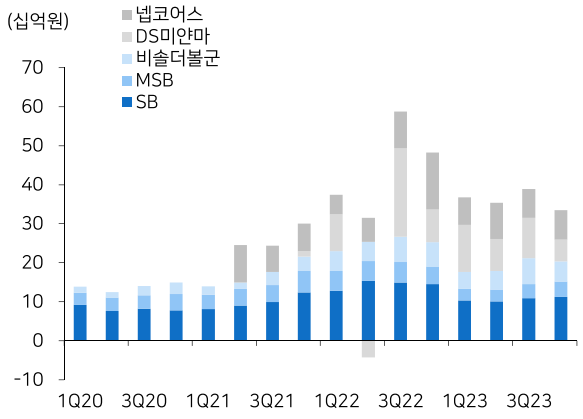
자료: 덕산하이메탈, 메리츠증권 리서치센터

그림2 덕산하이메탈 제품/사업부별 실적 추이 (연간 기준)



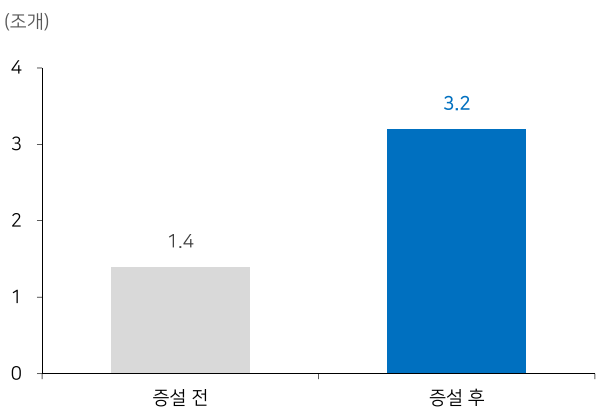
자료: 덕산하이메탈, 메리츠증권 리서치센터

그림3 덕산하이메탈 제품/사업부별 실적 추이 (분기 기준)



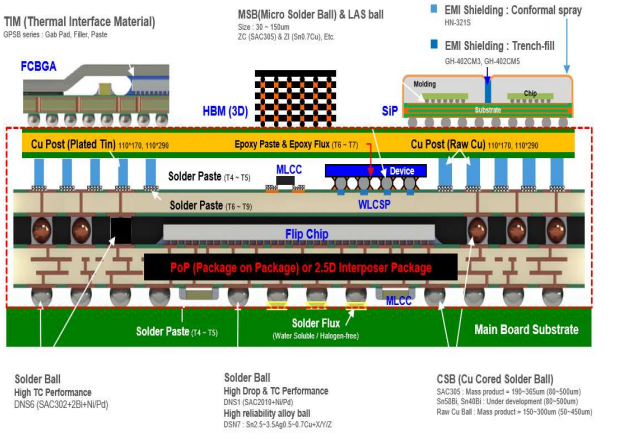
자료: 덕산하이메탈, 메리츠증권 리서치센터

그림4 마이크로솔더블 증설 전후 Capa 비교



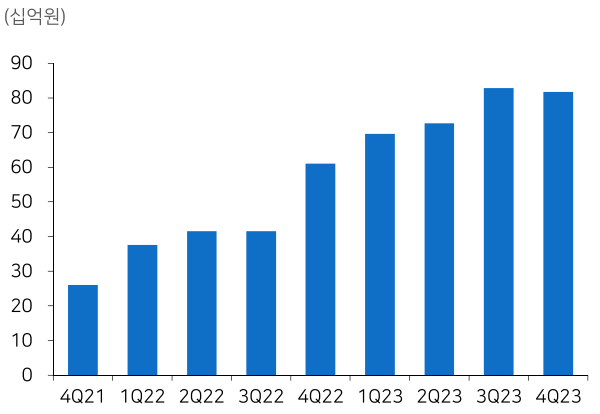
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 패키징 내 Paste, Flux, 솔더볼, MSB 사용 현황



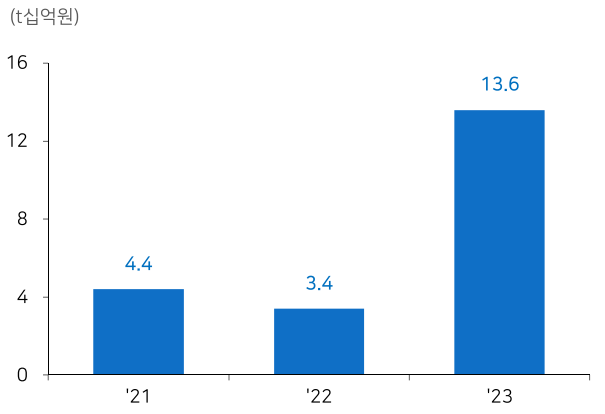
자료: 덕산하이메탈

그림6 덕산넵코어스 수주잔고 추이



자료: 덕산넵코어스, 메리츠증권 리서치센터

그림7 덕산넵코어스 개발과제 수주잔고 추이

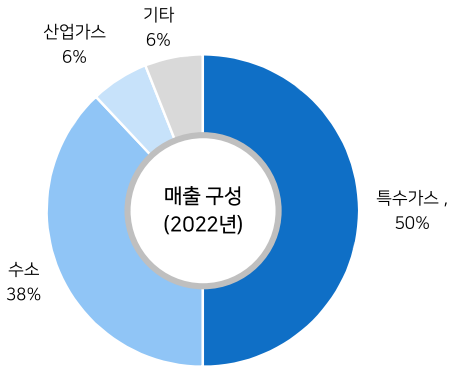


자료: 덕산넵코어스, 메리츠증권 리서치센터

그림8 에테르시티 사업 포트폴리오

자료: 에테르시티

그림9 2022년 매출액 876억원 기준 에테르시티 매출 비중



자료: 에테르시티, 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	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율