

덕산하이메탈 077360

NDR Review: 반도체, 방산, 수소 모두 순항 중

전기전자/IT부품

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

[1Q24 Review]

1Q24 실적은 매출액 608억원(+65.4% QoQ, +81.9% YoY), 영업이익 40억원(흑전 QoQ, +981.8% YoY, Opm: 6.6%)으로 흑자전환에 성공. 덕산하이메탈 별도 이익률이 14.7%를 기록하며 전사 실적 성장을 견인. 그 외 덕산넵코어스는 흑자전환(영업이익 7.8억원), DS 미안마는 적자규모(-8억원)를 축소하며 자회사 실적 안정화에 성공. 작년 11월에 인수, 올해 1분기부터 실적에 반영된 에테르시티의 경우, 일회성 주식보상비용(약 20억원)이 포함됨에 따라 예상 대비 부진한 실적(매출액 215억원, 당기순익 12억원)을 기록

[NDR 핵심 포인트]

1) 본업(반도체 소재: 솔더볼, MSB, Paste) 성장 지속

통상적으로 동사 별도 본업 실적은 FC-BGA 업황과 연동. 이는 동사의 상대적 고마진 제품인 MSB(마이크로솔더볼) 매출이 FC-BGA 출하와 연동되기 때문. 다만 1Q24는 MSB 매출이 QoQ 감소했음에도 불구하고 큰 폭의 이익 성장을 기록. 이는 1) 국내 고객사향 DDR5 물량을 대응하던 경쟁사의 솔더볼 사업 철수로 인해 동사 물량이 증가했기 때문. 동사가 특허를 가지고 있는 고순도 제품으로 물량을 대체함에 따라 수익성도 동반 상승 2) 기존 공급하던 Paste4~5제품이 아닌 반도체 범용용으로 사용되는 Paste7 제품 매출이 신규로 발생. 통상적으로 Paste는 뒤에 붙는 숫자가 높을수록 입자가 작기 때문에 기술적인 난이도가 높고 고마진 제품으로 분류. 1)과 2) 모두 일회성 요인이 아니기 때문에 동사 별도 본업의 높아진 이익체력이 향후에도 유지될 전망

추가적으로 동사 본업은 하반기 MSB 매출 확대와 신규 반도체 소재(Copper Post)양산을 통한 실적 성장을 기대. MSB의 경우 2022년에 발표한 추가 증설이 올해 3월에 완료, 고객사와 공정 심사 후 하반기 공급 확대가 이뤄질 전망. MSB는 여전히 일본의 센쥬메탈과 동사와의 견고한 독과점 구조가 유지 중. 이 중 동사만 업황 부진에도 공격적인 추가 증설을 진행했기 때문에, 향후 FC-BGA 업황 회복 및 AI향 FC-BGA 수요 증가에 따른 공급 물량 확대를 기대. 이에 더해 동사는 현재 기관에 사용되지 않는 100 μ m Copper post의 연말 내 첫 상용화를 고객사와 논의 중. Copper Post를 사용하게 되면 인터포저 위에 일정한 간격이 만들어짐에 따라 현재 도금 방식 대비 발열 및 내구성에서 강점 보유. 동사 입장에서 하반기 상용화 시 기관 양산 과정에서 MSB와 같은 매출이 추가적으로 발생할 수 있다는 측면에서 의미. 또한 Copper Post의 경우 이론적으로는 중장기적으로 30~40 μ m까지 미세화가 이뤄지면 HBM TSV 적층에도 사용이 가능한 소재로 향후 추가적인 적용 영역 확장을 기대

2) 덕산넵코어스(방산) 역대 최대 실적 달성 전망

동사 방산 자회사인 덕산넵코어스는 개발 사업의 양산 물량 증가와 부품 형태의 납품 체계가 일부 부체계 형식으로 전환됨에 따라 올해 매출이 처음으로 400억대를 돌파할 전망이다. 방산 사업은 통상적으로 정산계약을 통해 미드싱글의 안팎의 마진을 보장받는 사업구조. 작년 빅배스를 진행함에 따라 이례적으로 대규모 적자(-58억원)을 기록했지만 올해부터는 매출 성장과 함께 안정적인 수익성 유지 예상

덕산넵코어스의 주 제품은 항법 장치(PNT)로 자이로, 가속도계, GPS, 레이더 등 감지센서를 이용해 이동체의 위치, 속도 및 자세를 계산하는 기능을 수행. 현재 비인도주의적인 무기들이 퇴출되고 정밀타격, 모자이크전 위주로 전투가 변화됨에 따라 동사 항법장치의 무기 내 적용이 증가하는 트렌드가 확산 중. 또한 동사의 항법 장치는 현재 우주항공(저궤도 위성), 드론, 도심항공교통(UAM) 영역에서 국책과제를 진행하고 있기 때문에, 향후 다양한 분야로의 시장 진출을 기대

3) 에테르시티(수소, 특수가스) Type1을 넘어 Type4 수소 용기 시장 진출 기대

작년 11월달에 인수한 에테르시티는 고압 대형 용기 제작 회사로 현재 에테르시티 제품은 수소 충전소, 반도체·디스플레이·태양광용 특수가스 공정 운송 등에 사용되는 Type1 계열 용기 시장 내 M/S 1위를 기록 중. Type1 계열 용기 공급을 통해 올해 기대되는 매출액과 영업이익은 각각 900억원, 150억원 수준. 이에 더해 에테르시티는 수소차에 사용되는 Type4 계열 용기 시장 진출을 위해 Type4 계열 용기 개발 업체 에스첨단소재를 2023년 흡수합병. 현재 Type4 계열 용기 상용화 후 인증 절차를 진행 중. 하반기 내 인증 완료 시 빠르면 연말 혹은 내년에 Type4 계열 신규 매출 발생 기대. 현재 Type4 용기 시장은 국내 일진하이솔루스(2023년 기준 매출액 787억원, 영업손실 98억원, 5월22일 기준 시가총액 8,897억원)가 독점 공급 중. 향후 에테르시티의 Type4 시장 진출 시 경쟁사 대비 저평가 매력 부각 기대

전망 및 결론

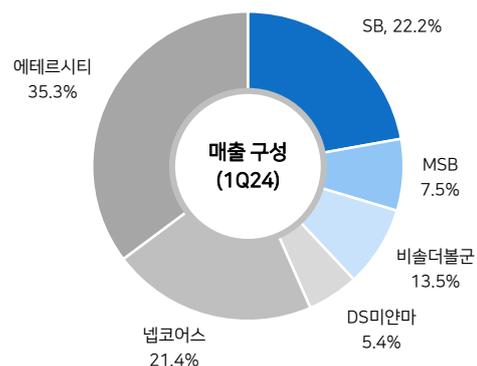
동사에 대한 당사의 연간 실적 전망치(매출액 2,510억원, 영업이익 281억원, 5월 2일 발간)를 유지. 동사가 보유한 덕산네오룩스 지분 가치(5월 22일 기준 시가총액 1조 94억원) 및 자회사들의 기업 가치를 감안 시, 동사 주가는 저평가 국면이 지속되고 있다고 판단. 향후 본업 성장을 통한 HBM, 어드밴스트 패키징용 반도체 소재 업체로의 인식 제고와 자회사들의 성장을 통한 기업가치 재평가 기대

표1 덕산하이메탈 주요 종속·계열회사 현황 (1Q24말 기준)

회사	업종	보유지분 (%)
(주)덕산네오룩스	OLED 소재 양산	36.7
(주)덕산넵코어스	방위산업/우주항공 용 PNT 개발 및 제조	63.2
(주)에테르시티	특수가스 및 수소 고압용기 제조	91.9
(주)DS Myanmar	슬더블 원재료 등의 비철금속 제련사업	100
(주)덕산에스지	플라스틱 필름 제조업	70.8

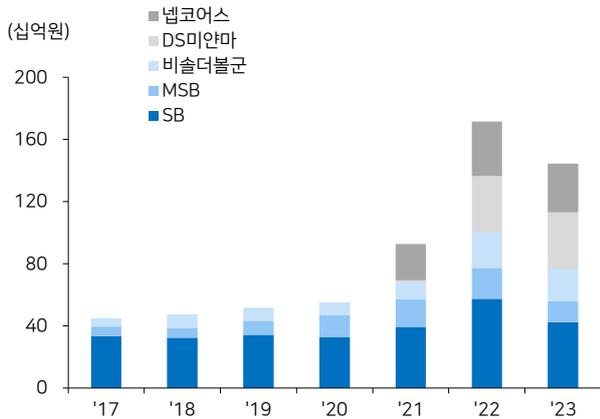
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림1 덕산하이메탈 사업부문별 매출액 비중 (1Q24 기준)



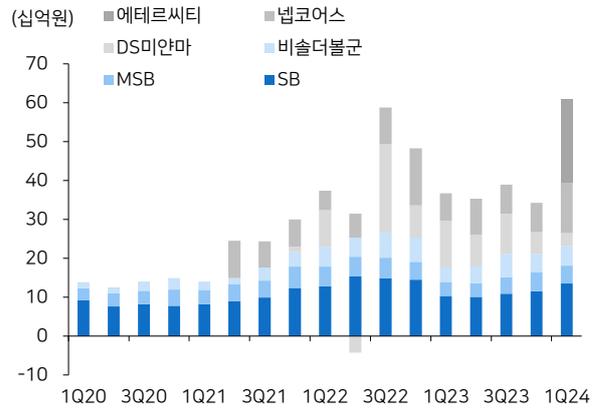
자료: 덕산하이메탈, 메리츠증권 리서치센터

그림2 덕산하이메탈 제품/사업부별 실적 추이 (연간 기준)



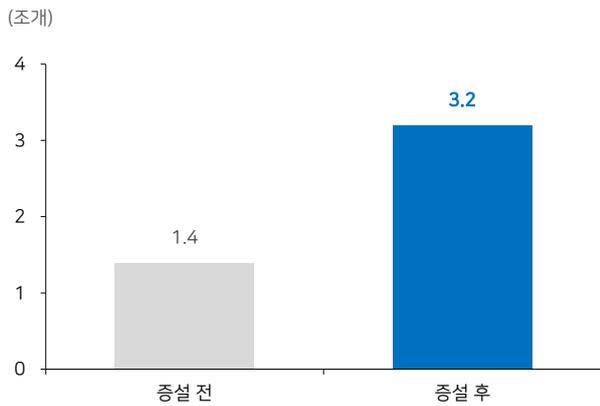
자료: 덕산하이메탈, 메리츠증권 리서치센터

그림3 덕산하이메탈 제품/사업부별 실적 추이 (분기 기준)



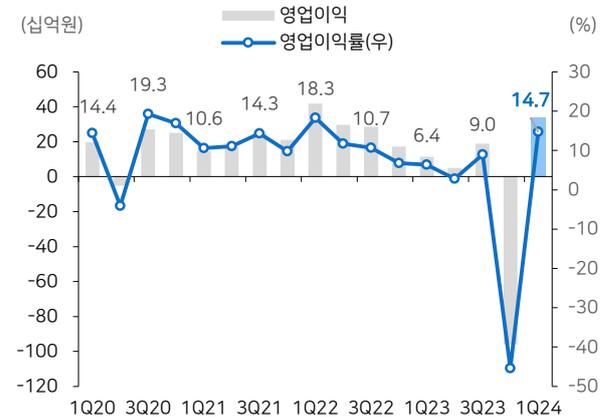
자료: 덕산하이메탈, 메리츠증권 리서치센터

그림4 마이크로솔더볼 증설 전후 Capa 비교



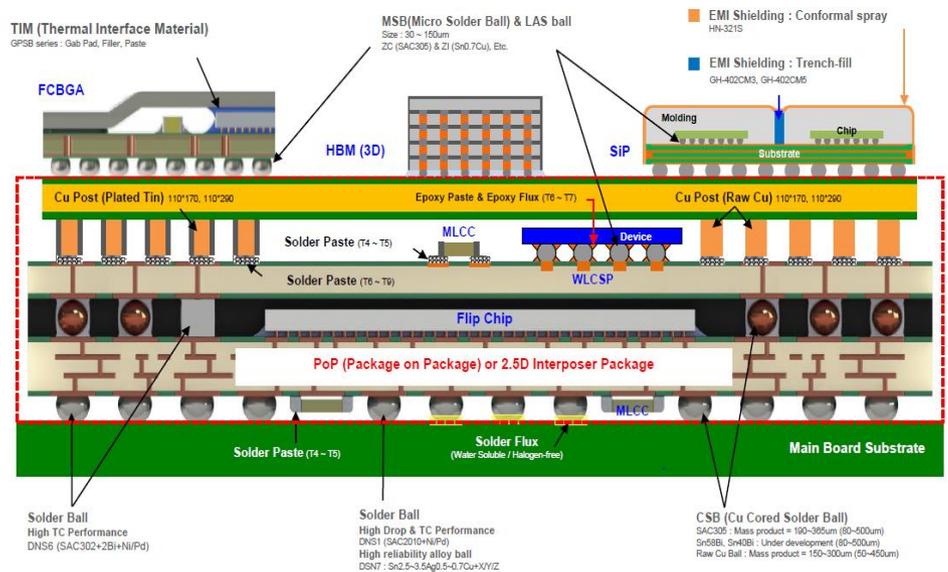
자료: 덕산하이메탈, 메리츠증권 리서치센터

그림5 덕산하이메탈 별도 영업이익률 추이



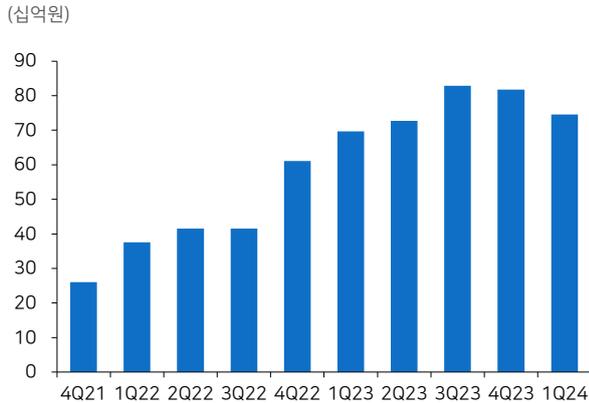
자료: 덕산하이메탈, 메리츠증권 리서치센터

그림6 패키징 내 Paste, Flux, 솔더볼, MSB 사용 현황



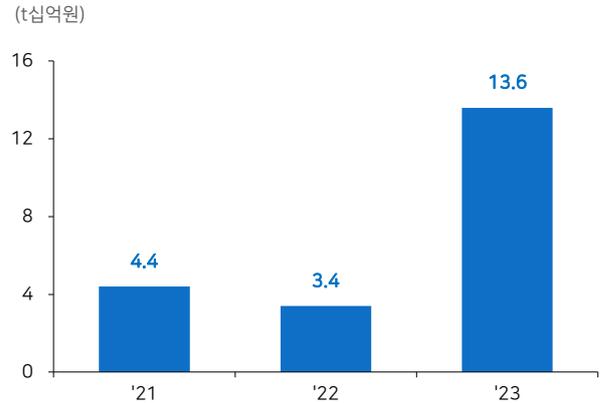
자료: 덕산하이메탈

그림7 덕산넵코스 수주잔고 추이



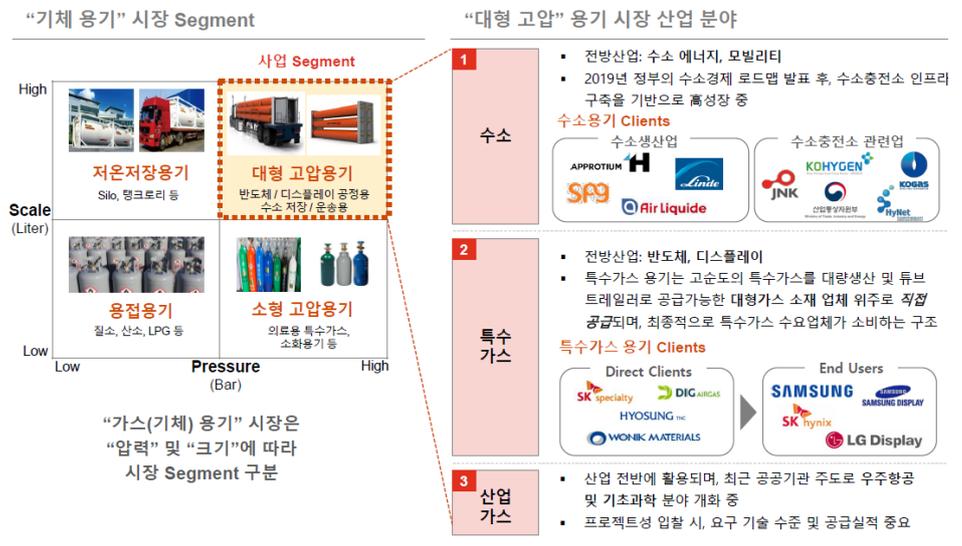
자료: 덕산넵코스, 메리츠증권 리서치센터

그림8 덕산넵코스 개발과제 수주잔고 추이



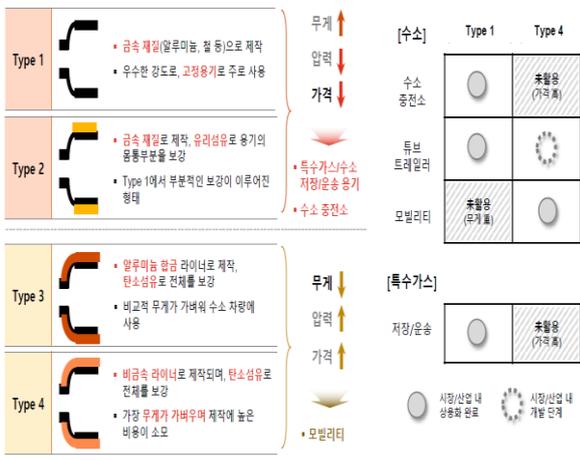
자료: 덕산넵코스, 메리츠증권 리서치센터

그림9 에테르시티 사업 포트폴리오



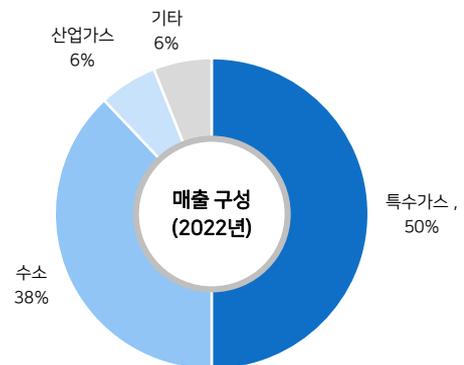
자료: 에테르시티

그림10 고압용기 Type Coverage



자료: 에테르시티

그림11 2022년 매출액 876억원 기준 에테르시티 매출 비중



자료: 에테르시티, 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 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 하시기를 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.