

덕산하이메탈 (077360)

COVERAGE INITIATION
Analyst 김중배 kjb6551@hmsec.com

본업 Super-Cycle + 연결회사 실적 개선=Re-Rating

BUY

TP 16,500원

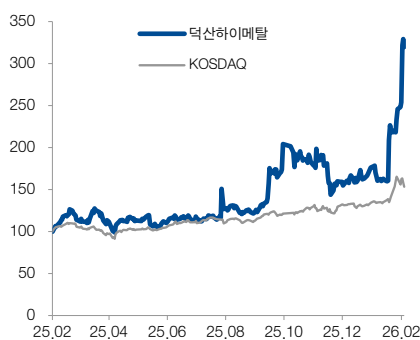
현재주가 (2/6)	11,560원
상승여력	42.7%
시가총액	525십억원
발행주식수	45,437천주
자본금/액면가	9십억원/200원
52주 최고가/최저가	11,900원/3,580원
일평균 거래대금 (60일)	15십억원
외국인 지분율	2.88%
주요주주 지분율	
이수훈 외 12인	57.75%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	79.2	61.0	153.5
상대주가(%p)	58.5	33.8	88.5

* K-IFRS 개별 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before			
After	229	423	16,500
Consensus	N/A	N/A	
Cons. 차이	N/A	N/A	N/A

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- IT Super-Cycle에 따른 SB, MSB, CSB 모두 수요가 급증하고 있음. 특히 Advanced Packaging의 확대에 의해 Micro Solder Ball(MSB)의 수요가 확대 중. MSB는 FC-BGA뿐 아니라 글로벌 HDD(레코딩헤드 접합부)으로 공급 확대 중. FC-BGA, HDD의 수요 증가로 인해 고객사향 MSB 물량 공급 확대 및 신규 고객사 확보 등으로 인해 실적은 빠르게 개선될 것이고, 연결 회사 역시 올해 실적 개선에 기여할 것. 투자 의견 BUY, 목표주가 16,500원으로 커버리지 개시

주요이슈 및 실적전망

- 2026년 연결 기준 매출액은 3,072억원(YoY +33%), 영업이익은 319억원(YoY +447%, OPM +10.4%)을 예상. Solder Ball의 반도체 Super-Cycle 진입에 따른 수요 증가 및 연결 자회사의 실적 개선 등으로 인해 동사의 실적은 빠른 속도로 개선될 것으로 예상. 26년 별도 기준 매출액은 1,770억원(YoY +44%), 영업이익은 235억원(YoY +50%, OPM +13.3%)을 예상하는데, Solder Ball 소재군의 전방 수요 확대와 Micro Solder Ball(MSB), Cored Solder Ball(CSB)의 수요 확대에 의한 Mix 개선으로 인해 Top-line 성장과 수익성 모두 전년대비 빠른 속도로 개선될 것
- Solder Ball군 소재(SB, MSB, CSB)의 주요 성장 포인트는 크게 두가지임. 이는 1) 반도체 수요 확대와 더불어 Value-Chain 전반에 걸친 SB 수요 증가, 2) FC-BGA, HDD 성장에 따른 MSB 수요 확대 등임. 특히 MSB는 FC-BGA 외 HDD의 급격한 성장으로 인해 현재 AI Value-Chain Upstream에서 핵심적인 Supplier로서의 지위를 예상. 글로벌 HDD Top-Tier 업체들로부터 연초부터 수요가 강하게 지속되고 있으며, 이로 인해 MSB 매출액은 전년대비 약 66% 성장할 것으로 예상. 여기에 더해 수율 확보 및 안정적인 생산능력 기반으로 국내 고객사 내 M/S가 증가하고 있다는 점 역시 긍정적. 글로벌 Top-Tier 고객사향으로 올해부터 공급을 확대할 것이고 이는 점진적으로 동사의 SB군 소재 수요가 Reference 확보와 더불어 지속 증가할 것을 암시. 이를 바탕으로 4Q25 SB/CSB 가동률은 90%를 상회하는 Full-Capa 수준이고, MSB는 24년 증설 기반 4Q25 가동률은 65%수준. SB, CSB는 올해 각각 30%, 20% 이상 Capa 확대 계획
- AI Capex 본격 진행과 더불어 FC-BGA의 수요 확대에 의해 24년 별도기준 영업이익은 195억원(YoY 흑자전환, OPM 19.9%, 일회성 환급 비용 제외하면 98억원)으로 업황을 증명하였으며, 25년 영업이익 역시 156억원을 예상하며 업황의 지속세를 예상. 덕산에테르씨의 올해 실적은 수소 용기 공급 확대와 지난해 총당금 관련 일회성 대거 반영으로 전년 대비 흑자전환할 것으로 예상. 덕산넵코어스 역시 항복 측정장치 제품을 국내 방산업체의 발사체에 기 탑재 중이며, 현재 방산 업황과 향후 우주/항공까지 확장성을 감안한다면 높은 성장성이 기대됨

주가전망 및 Valuation

- 연결 자회사의 가치를 제외한 올해 별도기준 P/E는 아직 12배 수준으로 아직까지 전방산업 대비 저평가되어 있다고 판단. 다만, 1) PCB 업황과 함께 동사의 Q는 선형적으로 증가한다는 점, 2) Solder Ball군 공급은 글로벌 공급사가 제한적이고 기술적 해자와 IP 등으로 인해 진입장벽이 높다는 점, 3) 고수익성 소재 Mix로 인해 향후 이익 레버리지가 크게 기대된다는 점 등을 감안하였을 때, 전방 수요와 선형적으로 실적은 증가할 것. 별도기준 26F 순이익 176억원에 Target P/E 24.9배(PCB 업체의 업종 평균)를 적용 및 연결 자회사는 SOTP Valuation으로 목표주가는 16,500원 제시

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	78	-6	-10	-3	-209	적지	N/A	1.5	N/A	-4.4	0.0
2024	98	20	30	23	660	흑전	5.8	0.7	11.2	13.3	0.0
2025F	123	16	10	19	229	-65.3	26.6	1.1	19.0	4.3	0.0
2026F	177	23	19	27	423	84.8	27.3	2.0	22.4	7.4	0.0
2027F	223	42	35	44	770	82.0	15.0	1.7	13.0	12.2	0.0

* K-IFRS 개별 기준

I. 덕산하이메탈(별도) 투자포인트

투자포인트 1. SB: 반도체 Supply-Chain 내 핵심 소재

Solder Ball은 IT Value-Chain 전반에 걸친 수요

반도체 패키지 기판에 사용되는 Solder Ball은 패키지 내부 회로와 PCB를 전기적·기계적으로 연결하는 Interconnect 소재로, BGA 및 FC-BGA 계열 패키지에서 필수적인 구성 요소다. 기존에는 단순 접합 재료로 사용되었다고 하면, 최근 AI 가속기와 서버용 고성능 반도체가 빠르게 확대되면서 Solder Ball은 패키지 신뢰성과 전기적 성능을 좌우하는 기술 요소로 그 중요성이 크게 부각되고 있다.

Solder Ball의 기본적인 역할은 패키지 하부에서 전기 신호와 전력을 메인보드로 전달하는 동시에, 납땜 접합을 통해 패키지를 기계적으로 고정하고 칩·기판·메인보드 간의 열팽창 계수(CTE) 차이로 발생하는 응력을 완충하는 것이다. 특히 고속 신호 환경에서는 접촉 저항과 기생 인덕턴스를 최소화해야 하며, 고전류가 흐르는 AI GPU 및 서버 CPU 패키지에서는 전기적 신뢰성까지 함께 요구된다.

구조적으로 Solder Ball은 패키지 기판의 하부 패드 위에 배열되며, UBM(Under Bump Metallization)을 매개로 기판 패드 및 메인보드 패드와 접합된다. 수천 개~수만 개의 Ball이 Area Array 형태로 배치되며, 패키지 크기와 I/O 수가 증가할수록 Ball 수 역시 급격히 증가하는 구조를 가진다. 이로 인해 Solder Ball의 균일도, 높이 편차(Coplanarity), 접합 품질은 패키지 실장 수율에 직접적인 영향을 미친다.

재료 측면에서 Solder Ball은 환경 규제에 따라 무연(Sn 기반) 합금이 표준으로 자리 잡았다. 현재 가장 널리 사용되는 조성은 Sn-Ag-Cu 계열, 특히 SAC305(Sn-3.0Ag-0.5Cu)로, 비용과 신뢰성의 균형이 우수하다. 다만 AI 가속기 및 서버용 패키지에서는 높은 전력 밀도와 장시간 고온 구동 환경으로 인해 기존 범용 합금의 한계가 나타나고 있으며, 이에 따라 저보이드 특성, 고전류 대응, 고온 신뢰성을 강화한 특수 합금의 적용 비중이 점차 확대되고 있다.

패키지 고성능화의 핵심 과제 중 하나는 Solder Ball의 미세화다. 모바일 및 저가형 패키지에서는 0.8~1.0mm 수준의 Pitch가 일반적이지만, 서버 CPU와 AI GPU용 FC-BGA 패키지에서는 0.6mm 이하, 일부는 0.5mm 수준까지 Pitch 축소가 진행되고 있다. Ball 직경 역시 150~250 μm 수준으로 작아지고 있으며, 이는 기판의 미세 배선 기술, Warpage 제어, 그리고 실장 공정 난이도 상승으로 직결된다.

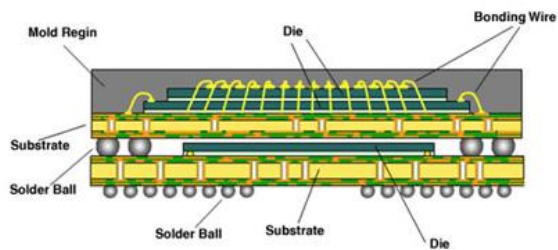
공정 측면에서 Solder Ball은 Ball Placement 이후 Reflow 공정을 거쳐 기판과 접합되며, 이후 Coplanarity, Void 발생 여부, Ball 누락 및 브리징 등에 대한 정밀 검사가 수행된다. 고급 서버 및 AI 패키지의 경우 Coplanarity 허용 오차가 $\pm 20\sim 30\mu\text{m}$ 이하로 요구되며, 이는 패키지 기판의 평탄도 및 공정 관리 능력을 간접적으로 반영하는 지표로 활용된다.

신뢰성 측면에서 Solder Ball은 열 사이클에 따른 크랙, 고전류 구동 시 Electromigration, Void 증가에 따른 접합 저항 상승, 그리고 대형 패키지에서의 Warpage로 인한 Open 불량 등 다양한 리스크에 노출된다. 특히 대형 FC-BGA 기반 AI GPU 패키지에서는 Solder Ball 단독

이 아닌 Underfill, 기판 설계, 패키지 구조 전반과의 통합적인 신뢰성 설계가 필수적이다.

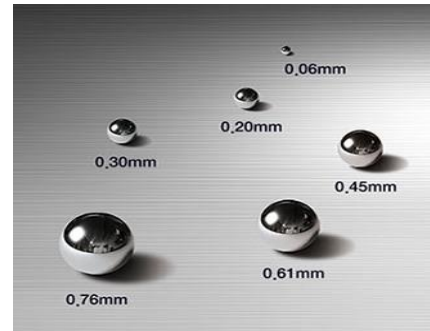
결국, 반도체 패키지 기판용 Solder Ball은 더 이상 단순한 소모성 부자재가 아니라, AI·서버 시대의 고성능 패키지 구현을 위한 핵심 기술 요소로 진화하고 있다. ABF 기판의 고다층화, 패키지 대형화, 전력 밀도 상승이라는 구조적 변화 속에서 Solder Ball의 미세화, 고신뢰 합금 적용, 공정 정밀도 확보는 향후 패키지 경쟁력을 좌우하는 중요한 판단 기준이 될 것으로 전망된다.

〈그림1〉 Packaging 기판과 Solder Ball



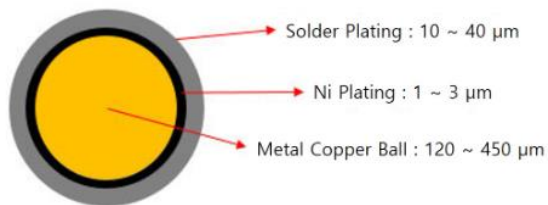
자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

〈그림2〉 Size별 Solder Ball



자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

〈그림3〉 CSB(Cored Solder Ball): AP형



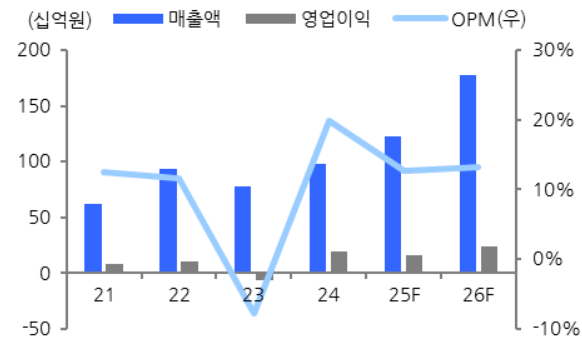
자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

〈그림4〉 Solder Paste: Solder Ball 접합시 사용



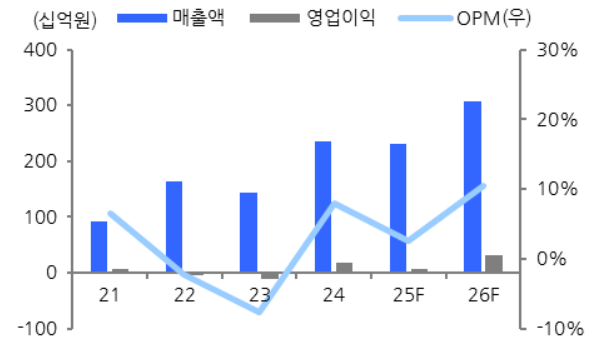
자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

〈그림5〉 덕산하이메탈(별도) 실적 추이



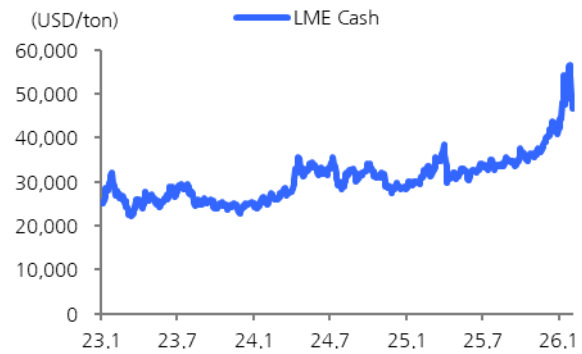
자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

〈그림6〉 덕산하이메탈(연결) 실적 추이



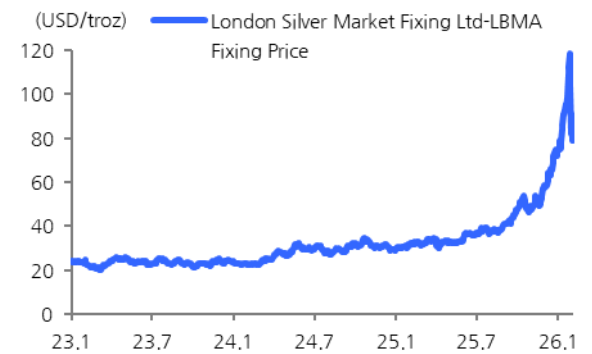
자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

〈그림7〉 주석 가격 추이: 연초 대비 급등하였지만 다시 하향 안정화



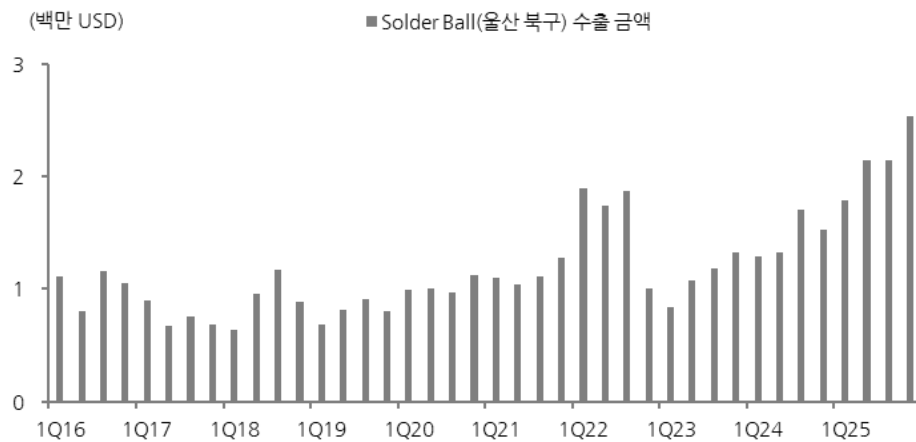
자료: KOMIS, 현대차증권

〈그림8〉 은 가격 추이: 연초 대비 급등하였지만 다시 하향 안정화



자료: KOMIS, 현대차증권

〈그림9〉 Solder Ball 수출 금액(울산 복구 기준): 4Q25 ATH



자료: TRASS, 현대차증권

투자포인트 2-1. MSB: FC-BGA 기존 고객사의 가동률 상승과 신규 고객사 확보

FC-BGA의 기존 고객사는
수주 확대로 Full-Capa 도달
올해 글로벌 Top-Tier 신규
고객사 확보

FC-BGA 내 Micro Solder Ball은 패키지 하부에서 기판과 메인보드를 전기적·기계적으로 연결하는 핵심 인터커넥트 소재다. 이는 Chip과 Substrate를 연결하는 상부 Micro Bump나 Hybrid Bonding과는 구분되는 영역으로, 패키지 외부 I/O의 집적도, 전원 무결성, 그리고 시스템 전체의 기계적 신뢰성을 좌우한다. 특히 서버용 CPU, AI 가속기(GPU·ASIC), 고성능 네트워크 칩과 같이 핀 수가 많고 전력 소모가 큰 반도체일수록 FC-BGA 하부 Solder Ball의 중요성은 구조적으로 확대된다.

FC-BGA용 Micro Solder Ball은 일반적인 BGA 대비 직경이 더 작고 균일도가 엄격히 관리된다. 최근 Advanced Packaging에서는 150~200 μ m급 솔더볼이 주력으로 사용되며, Pitch는 0.4~0.6mm 수준까지 미세화되고 있다. 패키지 크기는 커지고 핀 수는 수천~수만 개로 증가하는 반면, 기판 면적과 보드 레이아웃에는 제약이 존재하기 때문에, 솔더볼의 미세화와 배열 정밀도는 곧 패키지 수율과 직결된다. 이로 인해 구형도, 직경 공차, 산화 상태에 스펙 요구는 PC·모바일용 등 범용 패키지 대비 상향되고 있다.

재료 측면에서 FC-BGA용 Micro Solder Ball은 표준 무연 솔더인 SAC305 계열을 기본으로 하되, 서버·AI용 고신뢰 패키지에서는 변형 합금의 적용 비중이 빠르게 증가하고 있다. 전력 밀도와 열 부하가 커지면서 Ag 함량에 따른 취성 문제, 장기 열사이클에서의 크리프 균열, IMC(금속간화합물) 과성장이 주요 리스크로 부각되었기 때문이다. 이에 따라 저Ag·저Cu 조성, Ni 도핑 합금이 채택되며, 이는 IMC 성장 억제와 열사이클 수명 개선이라는 목적을 동시에 달성하기 위한 선택이다. FC-BGA 하부 솔더볼은 단순 신호 전달뿐 아니라 대전류 전원 경로의 일부를 구성하기 때문에, 합금 설계는 전기적 신뢰성과 직결된다.

공정 관점에서 Micro Solder Ball은 패키지 조립 단계에서 Ball Attach 공정을 통해 Substrate 하부 패드에 부착되고, 이후 메인보드 실장 시 리플로우 공정을 거쳐 최종 접합된다. 이 과정에서 솔더볼 위치 Alignment 오차, Missing Ball, Void 발생 여부는 패키지 불량률의 주요 원인이 된다. 특히 대형 FC-BGA는 보드와 패키지 간 열팽창 계수(CTE) 차이가 크기 때문에, 솔더볼 내부 보이드나 미세 균열은 향후 불량문제로 이어질 가능성이 높다. 따라서 AOI와 X-ray 검사를 통한 Void 관리, 산화 억제를 위한 보관·취급 조건 관리가 필수적인 공정 요소로 요구되고 있다.

신뢰성 측면에서 FC-BGA용 Micro Solder Ball은 상부 Micro Bump보다 더 까다롭게 요구된다. 서버와 데이터센터 환경에서는 -40~125℃에 이르는 열사이클이 반복되고, AI 가속기처럼 전력 소모가 큰 칩에서는 특정 솔더볼에 전류와 열이 집중된다. 이로 인해 전자이동(EM), 크리프 변형, 열피로 균열이 주요 열화 메커니즘으로 작용한다. FC-BGA 하부 솔더볼은 이러한 스트레스를 흡수하는 '완충층' 역할을 수행하며, 패키지 신뢰성의 마지막 관문으로 기능한다.

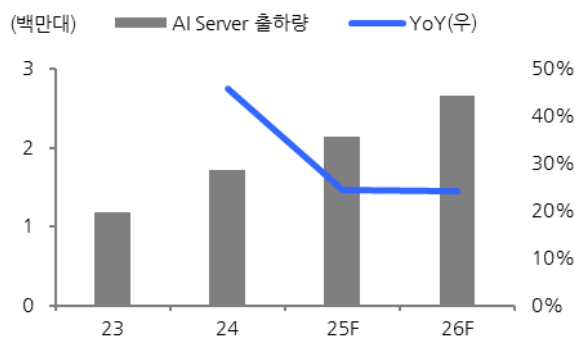
기술적 관점에서 FC-BGA Micro Solder Ball은 상부 인터커넥트 기술과 명확히 역할이 구분된다. 상부 마이크로범프나 하이브리드 본딩이 신호 지연 최소화와 초고밀도 인터커넥트를 목표로 한다면, 하부 Micro Solder Ball은 전원 무결성, 기계적 내구성, 보드 레벨 신뢰성을 책임진다. AI·서버 패키지로 갈수록 상부와 하부 인터커넥트 모두에서 미세화가 진행되지만, 하

부 솔더볼은 여전히 리플로우 기반 공정과 재작업성, 기계적 완충이라는 고유한 기능을 유지한다는 점에서 대체 불가능한 위치를 차지한다.

시장과 공급망 측면에서 FC-BGA형 Micro Solder Ball은 범용 전자기기용 솔더 소재 대비 상대적으로 규모는 작지만, 부가가치와 기술 장벽이 높은 영역에 속한다. 특히 AI 가속기와 서버 CPU용 대형 FC-BGA 패키지가 급증하면서, 고균일도·저보이드·고신뢰 합금에 대한 수요가 빠르게 증가하고 있다. 이 구간에서는 단순 원가 경쟁보다는 합금 설계 역량, 공정 안정성, 고객 인증 경험 등이 ASP와 직결되며, 일본계 정밀 소재사와 글로벌 솔더 전문 업체들이 경쟁력을 유지하고 있다.

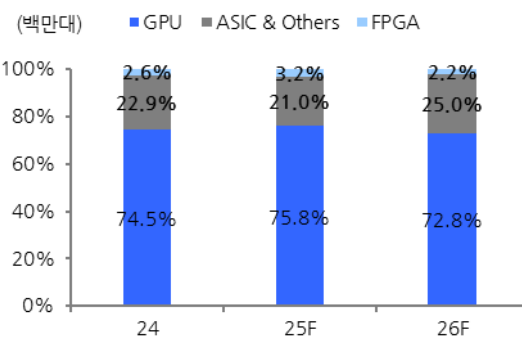
FC-BGA형 Micro Solder Ball은 단순한 패키지 하부 접속재가 아니라, 고성능 반도체 패키지에서 전력·기계·신뢰성을 동시에 책임지는 핵심 소재다. AI와 서버 중심으로 패키지 대형화와 전력 밀도가 계속 상승하는 구조에서는 Micro Solder Ball의 미세화와 합금 고도화가 동시에 요구되며, 이로 인해 해당 영역은 중장기적으로도 기술 차별화와 안정적인 수익성을 유지할 가능성이 높다. 특히 SB과 다르게 원재료 비중이 작아 원재료 가격 상승에 따른 마진 축소가 크지 않고, 향후에도 동사의 MSB 매출 비중이 확대될수록 수익성은 더욱 극적인 개선이 예상된다.

〈그림10〉 글로벌 AI Server 출하량 추이



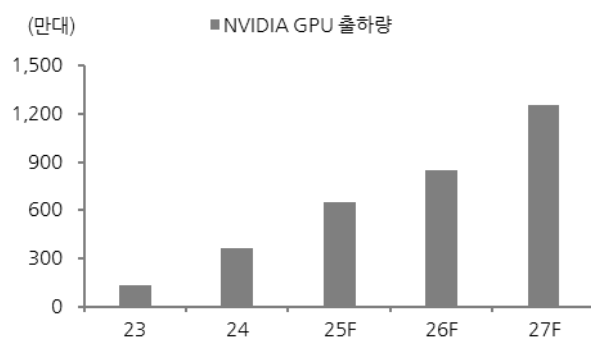
자료: Trendforce, 현대차증권

〈그림11〉 AI 가속기 비중: NVIDIA가 압도적이나 ASIC도 확장 중



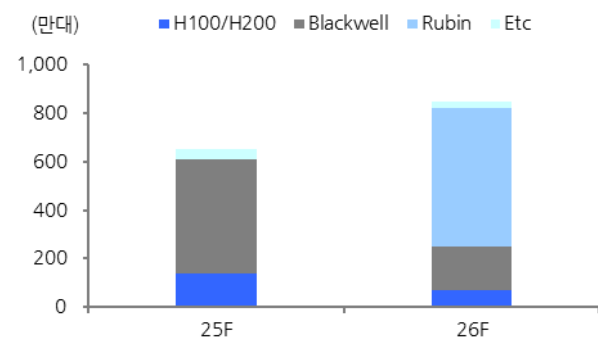
자료: Trendforce, 현대차증권

〈그림12〉 NVIDIA GPU 출하량



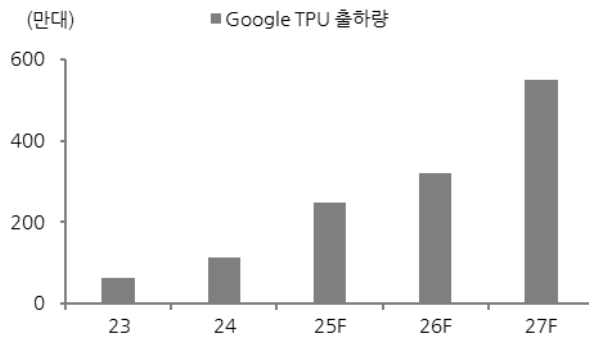
자료: 현대차증권

〈그림13〉 NVIDIA GPU 모델별 출하량 추이



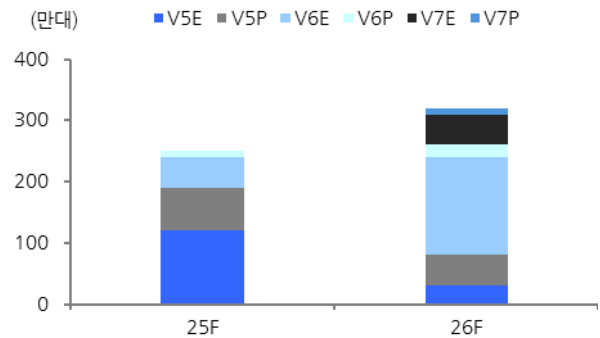
자료: 현대차증권

〈그림14〉 Google TPU 출하량 추이



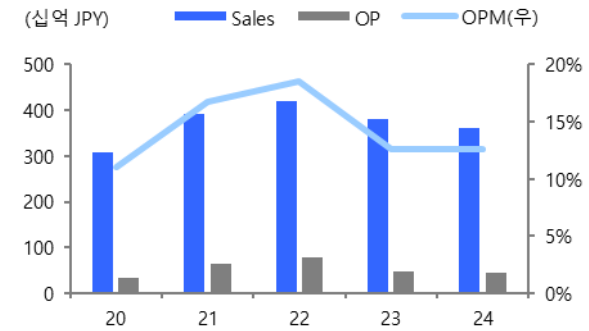
자료: 현대차증권

〈그림15〉 Google TPU 모델별 출하량 추이



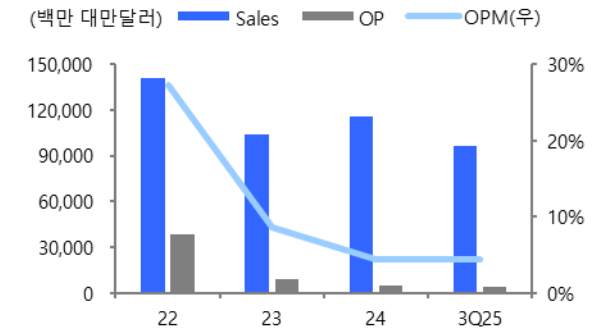
자료: 현대차증권

〈그림16〉 Ilden 연간 실적 추이: AI 성장은 지속



자료: Ilden, 현대차증권

〈그림17〉 Unimicron 연간 실적 추이: AI 성장은 지속



자료: Unimicron, 현대차증권

투자포인트 2-2. MSB: HDD향 강력한 수요 뒷받침

HDD의 성장으로 MSB의 수요는 폭발적인 증가 예상

HDD에 대한 수요는 AI Capex와 맞물려 강하게 유지되고 있다. SSD의 일부 대체에도 불구하고 HDD에 대한 수요는 지속될 수밖에 없는 구조이고, 특히 이는 AI에서 요구하는 대용량 Data Storage와 연관되어 있기 때문이다. Cloud Service, AI DC, Big Data 분석 등에 의해 Cold Data 저장소용 HDD 수요는 지속 확대될 것으로 예상된다. HDD 시장은 2026년 51.82B USD에서 2031년까지 연평균 CAGR 6% 성장이 예상된다. 특히 HDD에 수요뿐만 아니라 기술적 진보(저장 용량 확대, 데이터 처리 속도 증가)가 지속되고 있으며, 이로 인해 HDD의 Value-Chain 역시 수혜를 받을 것으로 예상된다.

Seagate의 HDD 스펙 업그레이드 계획은 용량에서는 30TB → 40~50TB → 100TB로 이어지는 공격적인 로드맵, 성능에서는 200~300MB/s 수준의 안정적 유지(향후 속도는 빠른 속도로 확대될 것으로 예상)와 병렬성 확대, 전력에서는 절대 전력 억제와 TB당 효율 극대화라는 세 축으로 스펙 업그레이드를 계획하고 있다. 특히 HAMR(열보조 자기기록) 방식은 기존 PMR 방식 대비 더 높은 밀도를 유지하고, 동일 전력으로 훨씬 더 많은 데이터를 저장할 수 있다.

WD는 HDD 용량을 100TB 이상(29년)까지 확대할 계획이다. 현재 40TB HDD는 쉼 진행 중에 있으며, 향후 단계적으로 용량을 늘릴 계획이다. 고객 환경에 따라 서로 다른 기술을 선택할 수 있도록 두 가지 방식의 HDD를 병행 개발 중에 있다. 여기에 더해 HDD의 데이터 처리 속도는 2배, 장기적으로는 최대 8배(다중 액추에이터 활용)까지 향상시킬 계획이다. 이로 인해 SSD의 AI 처리 역할을 HDD로 일부 대체할 계획이다. 전력 소모를 기존 대비 약 20% 줄여, AI DC의 운영 비용과 전력 부담을 낮추도록 지속 개발 중이다.

HDD의 레코딩 헤드는 슬라이더(Slider) 상에 집적된 MR/TMR 소자와, 이를 지지하는 서스펜션(Gimbal/Load Beam) 구조로 이루어진다. 슬라이더에는 기록재생을 담당하는 센서와, HAMR의 경우 레이저 다이오드까지 통합되며, 이들 소자를 외부 회로와 연결하기 위해 서스펜션 상의 초박막 구리 리드와 전기적 접속이 필요하다. 이 접속부는 공간 제약이 극심하고, 헤드가 디스크 위를 수 nm 단위로 부상(flying)하며 고속 회전·진동 환경에 노출되기 때문에, 기존 와이어 본딩 방식으로는 물리적·전기적 한계가 명확하다.

이 때문에 레코딩 헤드 접합부(Slider-Suspension)에는 직경 수십 마이크로미터(15~50 μ m 수준)의 Micro Solder Ball 또는 Micro Bump가 사용된다. 이는 일반 BGA용 솔더볼이 아니라, 사실상 반도체 플립칩 접합에 가까운 국부 인터커넥트(Local Interconnect)로, 초저 Z-height, 저인덕턴스, 높은 진동 피로 수명을 동시에 달성하기 위한 수단이다. 이 Micro Solder Ball은 단순한 납땜 소재가 아니라, HDD의 신뢰성과 수명, 기록 밀도를 좌우하는 핵심 접합 요소로 기능한다.

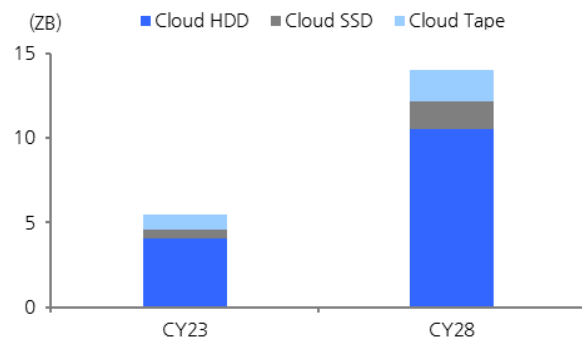
HAMR은 레이저 다이오드를 이용해 기록 시 국부적으로 미디어를 가열함으로써 기록 밀도를 높이는 기술이다. 이로 인해 레코딩 헤드 내부에는 기존 PMR/MAMR 대비 새로운 열원과 광학 구조가 추가된다. 레이저 다이오드의 전원 및 제어 신호를 전달하기 위한 접합부가 늘어나고, 이 접합부는 순간적으로 수백 도에 달하는 열 스트레스와 반복적인 온도 사이클에 노출된다.

이러한 환경 변화는 레코딩 헤드 접합부에 사용되는 Micro Solder Ball의 합금 설계와 공정 조건을 근본적으로 변화시킨다. 기존 헤드에서는 저Ag Sn계 합금 중심의 연성 확보가 중요했다면, HAMR에서는 여기에 더해 고온 안정성, IMC(금속간화합물) 성장 억제, 열팽창 불일치 흡수 능력까지 동시에 요구된다. 일부 엔터프라이즈 HAMR 헤드에서는 Au-Sn 계열과 같은 고신뢰 합금이 검토·적용되는 이유도 이러한 배경이다.

HDD 내 HAMR 전환으로 인해 Micro Solder Ball의 ASP는 상승할 것으로 예상된다. 우선, 레이저 다이오드 통합(Laser Soldering)으로 접합 포인트 수와 스펙이 동시에 상승하면서, 단위 헤드당 Micro Solder Ball 사용 가치가 증가한다. 둘째, 초기 양산 단계에서는 접합 수율이 낮고 인증 비용이 크기 때문에, 공급사는 단순 제조원가가 아닌 ‘양품 기준 단가’를 가격에 반영하게 된다. 셋째, HAMR 헤드용 소재와 접합 기술은 HDD OEM의 핵심 IP 영역에 속해 공급망이 극도로 제한되어 있으며, 초기에는 사실상 단일 또는 소수 벤더 구조가 유지된다. 특히, 글로벌 경쟁사가 HDD의 MSB는 최초 시장을 선점하였으나, 현재는 까다로운 기술 요건으로 인해 동사가 사실상 과점하는 구조로 바뀌었다. 높은 공차 등 기술적 요구사항이 엄격하고 까다로워 향후 몇 년간 타 경쟁사 진입이 어려울 것이다.

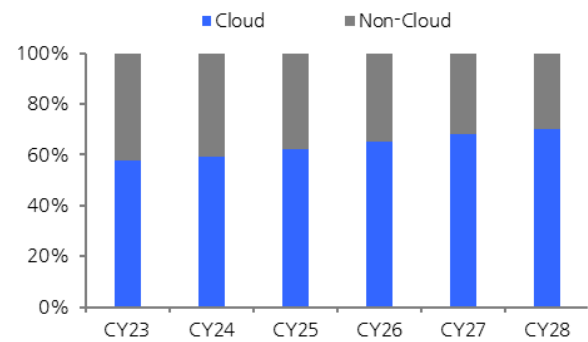
이러한 조건이 겹치면서 HAMR 본격 양산 초기에는 Micro Solder Ball이 단순 소모성 부품이 아니라, 고신뢰 정밀 소재로 재정의되며 기술 프리미엄이 ASP에 반영된다. 특히 레코딩 헤드 접합부는 불량 발생 시 헤드 전체를 폐기해야 하므로, OEM 입장에서는 단가보다 신뢰성을 우선시할 수밖에 없고, 이는 단기적으로 공급사의 가격 방어력을 강화한다.

〈그림18〉 기업용 Storage 수요



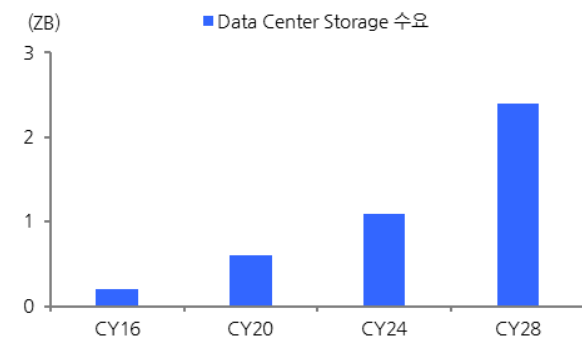
자료: Seagate, IDC, 현대차증권

〈그림19〉 Cloud vs Non-Cloud Storage 비중



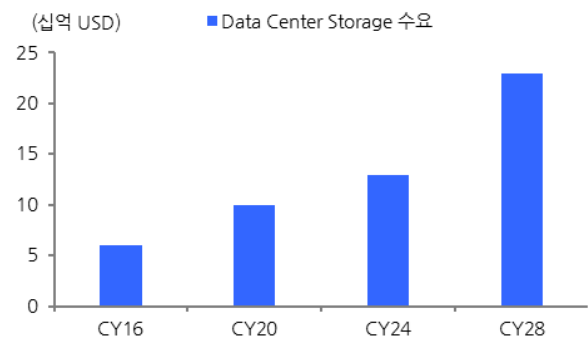
자료: Seagate, IDC, 현대차증권

〈그림20〉 Data Center Storage 수요 전망(용량 기준)



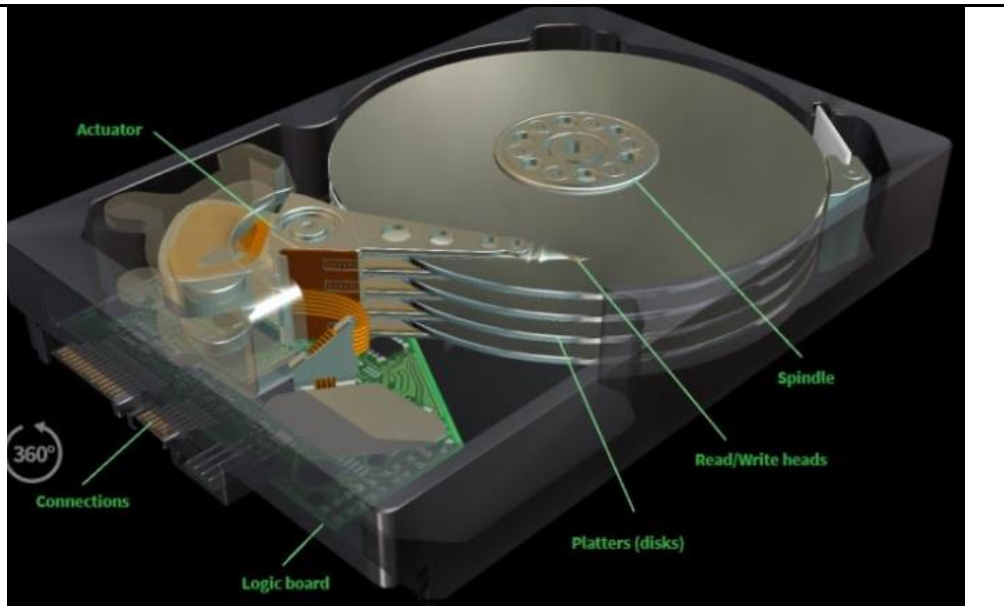
자료: Seagate, IDC, 현대차증권

〈그림21〉 Data Center Storage 수요 전망(금액 기준)



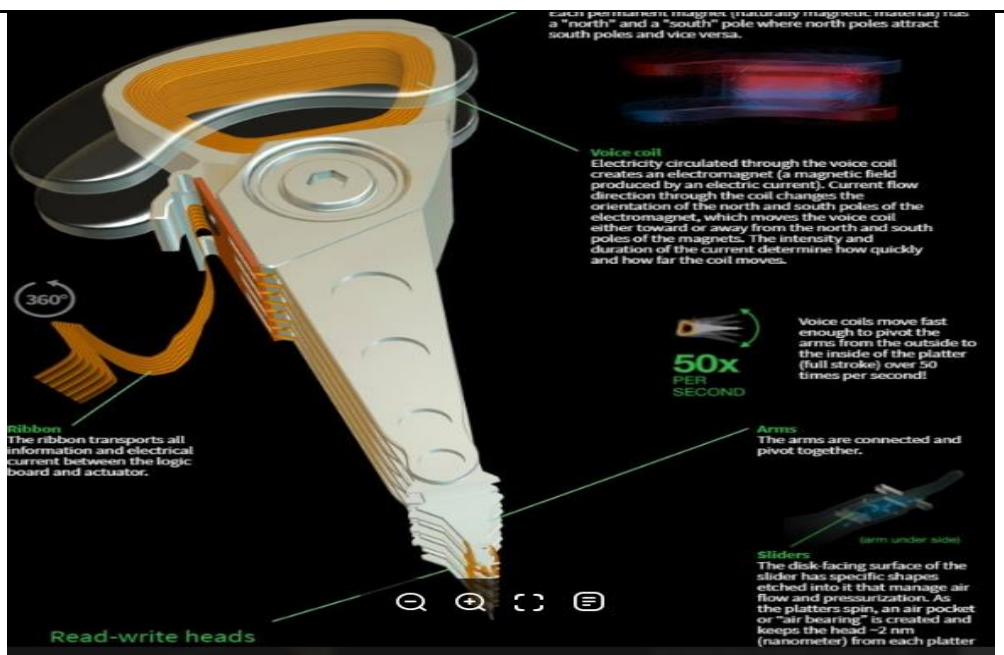
자료: Seagate, IDC, 현대차증권

<그림22> HDD 구성



자료: Seagate, 현대차증권

<그림23> HDD의 Head 및 Slider: Slider와 Suspension에 Soldering 필요(MSB)



자료: Seagate, 현대차증권

투자포인트 3. Solder Ball은 Supplier가 제한적인 과점 구조

Solder Ball 글로벌 2위, M/S 지속 확대 중
Micro Solder Ball 글로벌 1위
MSB의 수요 증가와 M/S 확대 예상

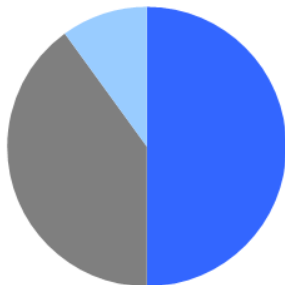
전방산업의 급증하는 수요에도 불구하고 Solder Ball의 공급여력은 제한적이다. Solder Ball을 양산하고 있는 업체는 지역별로 있지만, 고사양/초미세 스펙에 대응할 수 있는 업체는 제한적이며, 실질적으로 아시아 지역의 업체들이 글로벌 점유율의 대부분을 차지하고 있다고 봐도 무방할 정도이다. 일본의 Senju Metal, 대만의 Accurus 등이 동사의 경쟁사이며 Senju Metal 과 동사는 Solder Ball 내에서는 Global Top-Tier업체이다. 동사는 Solder Ball 내에서는 Senju Metal 다음 글로벌 2위 공급사이며 안정적인 공급능력과 기술력을 바탕으로 공급망을 점차 확대하고 있다.

MSB에 대해서는 특히 공급망 내 독보적인 지배력을 갖고 있다. 글로벌 M/S 기준 약 70% 을 차지하는 Market Leader이다. 앞서 언급한 바와 같이 FC-BGA와 HDD로 인해 MSB에 대한 수요는 지속적으로 증가할 것으로 예상되는 바 동사의 MSB 매출은 빠르게 확장될 것으로 예상된다. 또한, MSB에 대한 기술 요건이 더욱 까다로워지고 있어 전방산업이 확대될 때, 동사의 M/S는 더욱더 확대될 것으로 예상된다. 특히 MSB는 SB 대비 고수익성 소재로 MSB의 수요 확대는 동사의 Mix 개선으로 이어져 향후 성장의 핵심 동력으로 작용할 것이다.

동사의 Solder Ball/Paste 소재의 경우 지속적인 증가세로 인해 별도 기준 23년 매출액 778억원, 영업이익 -61억원 수준이었으나, 24년에는 흑자전환하였고, 25년에는 매출액 1,232억원, 영업이익은 156억원 수준으로 예상된다. Solder Ball의 경우 이미 가동률이 90% 수준으로 실질적인 Full-Capa 수준이다. 24년 상반기 증설완료된 MSB Capa는 기존 대비 약 2.3배 정도 확대하였고, 여기에 더해 MSB는 가동률이 빠르게 상승하여 연말 기준 약 70% 수준이었고, 전방 수요의 빠른 확대와 더불어 가동률은 상승하여 연평균 가동률은 최소 80% 수준에 달할 것으로 예상(고객사 수요에 따라 연내 Full-Capa도 가능성 존재). MSB의 주요 고객사인 FC-BGA 업체는 올해 FC-BGA의 가동률이 빠르게 상승하여 하반기 FC-BGA의 가동률이 Full-Capa 수준에 도달할 것으로 예상된다. 여기에 더해 추가적인 글로벌 고객사를 확보함으로써 인해 내년에는 연간 생산능력이 최대치에 달하는 것은 물론이고 추가적인 증설 가능성 역시 더해지고 있는 상황이다. 이에 HDD 글로벌 Top-Tier들의 수요가 지속되는 바 동사의 MSB 수요는 예상보다 빠르게 확대될 것으로 보인다.

<그림24> Solder Ball 글로벌 시장 점유율

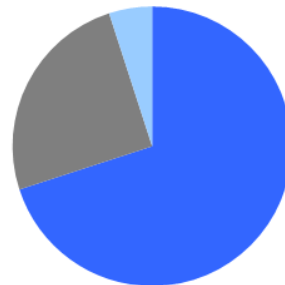
■ Senju Metal ■ 덕산하이메탈 ■ Accurus 및 기타



자료: 현대차증권 추정

<그림25> Micro Solder Ball 글로벌 시장 점유율

■ 덕산하이메탈 ■ Senju Metal ■ Accurus 및 기타



자료: 현대차증권 추정

II. 연결회사 점검

연결 자회사는 더 이상 Discount 요소가 아니다

에테르씨티의 부진은 올해 어느정도 회복될 것
 덕산넵코어스는 내년부터 본격적인 실적 확대 예상
 덕산미안마는 연결 사업 반영x

지난해 별도 기준 누적 매출액은 1,232억원, 영업이익은 156억원, 연결 기준 매출액은 2,319억원, 영업이익 58억원으로 추정된다. 연결 실적의 부진은 덕산에테르씨티의 실적 부진이 영향을 주었다. 다만, 작년에는 사업부진으로 인한 충당금이 분기별로 지속 반영되었다. 연간 충당금 규모가 약 70억원 수준으로 반영되었기에 일회성을 제외한다면, 올해 실적 턱어라운드라는 문제가 없을 것으로 예상된다. 중국 정부의 태양광 수출증치세 환급 정책이 축소 및 폐지되기로 하여 태양전지에 들어가는 특수가스인 실란(SiH4)용 고압용기 실적이 급감하였다.

특히, 자동차 OEM사향으로 하반기 공급을 논의 중에 있어 향후 추가적인 실적 개선 가능성도 있는 상황이다. 글로벌 수소 고압용기 시장은 대형 프로젝트의 지연으로 성장률은 기대치보다 낮지만, 2030년까지 CAGR +7%의 꾸준한 성장이 예상된다. 이로 인해 덕산에테르씨티의 올해 매출액은 828억원(YoY +26%), 영업이익은 37억원(흑자전환)을 예상한다.

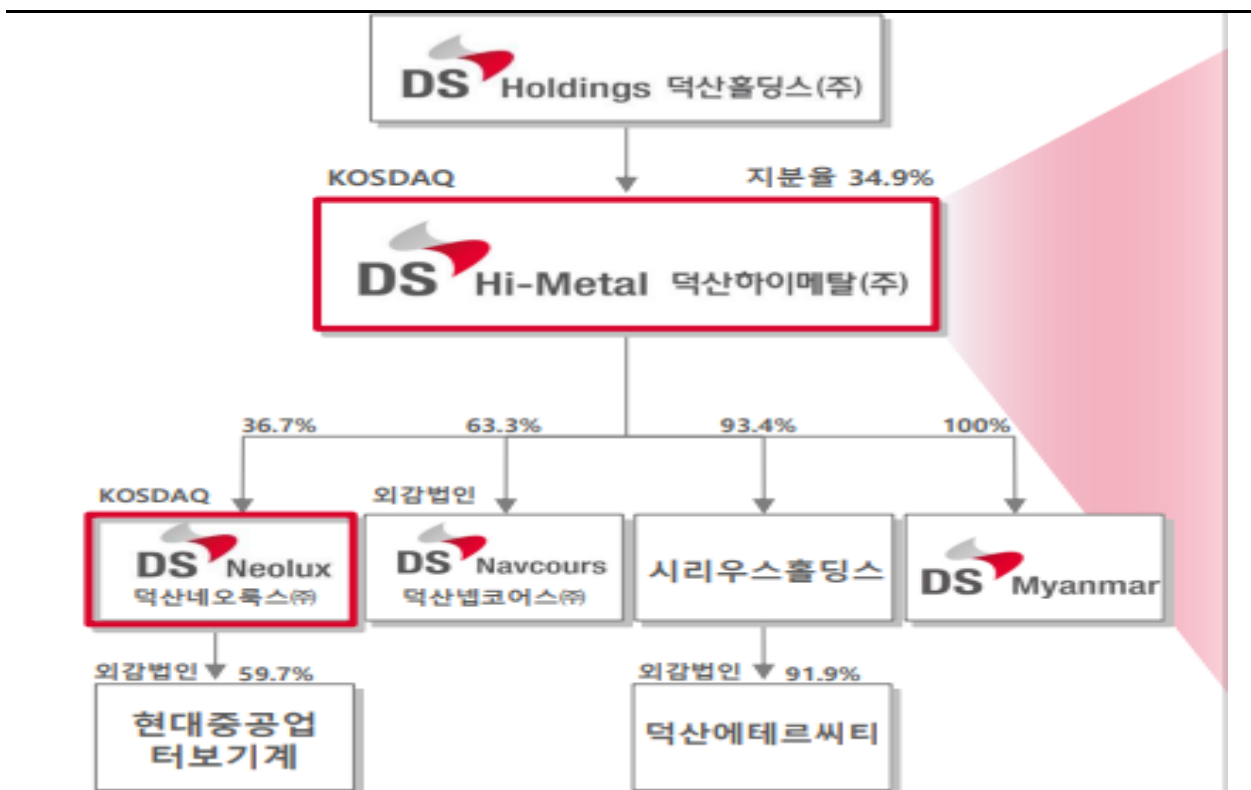
덕산넵코어스는 현재는 방산 중심으로 매출이 발생하고 있지만 향후에는 우주산업까지 전방산업을 확대할 계획이다. 주요비즈니스 아이템은 관성항법·측정장치(Inertial Navigation/Measurement Systems)이다. 주력 사업은 IMU(Inertial Measurement Unit), INS(Inertial Navigation System), AHRS(자세·방위 기준 시스템) 등 고정밀 항법·자세 측정 장치의 개발·제조이며, 방산·항공우주·무인체계·산업용 로봇 및 자율주행 플랫폼을 핵심 적용처로 한다. 덕산넵코어스의 기술적 기반은 자이로(Gyro)와 가속도계(Accelerometer)를 중심으로 한 관성센서 융합 기술에 있다. GNSS(위성항법)가 제한되거나 교란되는 환경에서도 위치·속도·자세를 추정할 수 있는 관성항법은 군수·항공·무인 시스템에서 필수 기술로 분류된다. 특히 동사는 전술급(Tactical grade)~산업급(Industrial grade) 관성센서를 중심으로, 소형화·경량화·내환경성을 동시에 요구하는 응용 분야에 특화된 포지션을 구축해 왔다. 사업 구조를 보면 덕산넵코어스는 방산 및 특수 목적 산업 비중이 높은 회사다. 유도무기, 무인기(UAV), 무인차량(UGV), 함정·항공기 보조항법 장치, 군용 플랫폼의 자세·항법 보조 시스템 등이 주요 적용 분야다. 이 시장은 단가가 높고 진입 장벽이 매우 높지만, 대신 개발 기간이 길고 양산까지의 리드타임이 길며 프로젝트 의존도가 높다는 특징을 가진다. 고객 인증과 군수 규격 충족 여부가 매출 발생의 전제 조건이 된다.

센서 자체 성능보다는 시스템 통합 및 알고리즘 역량에서 기술적인 해자를 구축하고 있다. 관성항법 시스템은 센서 오차를 얼마나 정교하게 보정하고, 외부 센서(GNSS, 자자기, 속도계 등)와 얼마나 안정적으로 융합하느냐에 따라 성능 차이가 크게 벌어진다. 덕산넵코어스는 이 영역에서 소프트웨어 알고리즘과 하드웨어 패키징을 함께 내재화한 구조를 지향하고 있으며, 이는 단순 센서 조립 업체와의 가장 큰 차별점이다. 산업 환경 측면에서는 최근 몇 년간 덕산넵코어스에 유리한 구조적 변화가 나타나고 있다. 글로벌 방위산업 확대, 무인체계 고도화, 드론 및 자율 플랫폼 확산으로 인해 GNSS 의존도를 낮춘 독립 항법 수요가 증가하고 있다. 특

히 전자전(EW) 환경에서 GPS 재밍·스푸핑 대응이 중요해지면서, 관성항법 시스템의 전략적 가치가 재평가되고 있다. 이로 인해 덕산넵코어스의 올해 실적은 매출액 474억원(YoY +10%), 영업이익은 47억원(YoY +11%) 수준을 예상한다. 올해까지는 정부과제 중심의 실적이 발생하였지만, 내년에는 B2B 실적이 확대되며 이익은 빠른 속도로 성장할 것으로 예상된다.

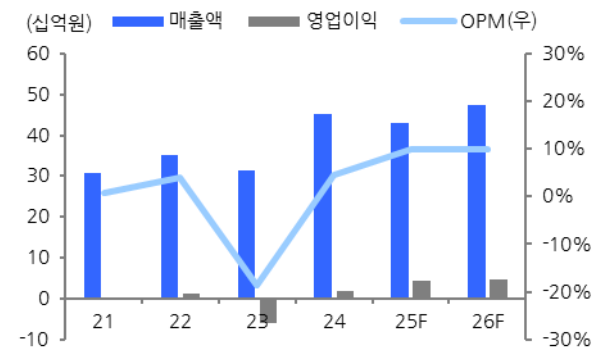
덕산미안마 역시 그동안 연결 실적 부진의 원인이었지만, 24년 말 기준 상각 처리를 하여 더 이상의 연결 실적 부담을 완화할 것이다. 실제로 22년 -158억원, 23년 -77억원의 당기순손실을 기록하였기 때문에 연결 실적에 있어 큰 부담이 되었지만, 26년부터는 연결 손익에 대한 영향을 주지 않을 것이다.

〈그림26〉 덕산하이메탈 지배구조



자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

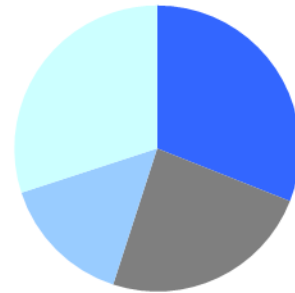
〈그림27〉 덕산넵코어스 실적추이



자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

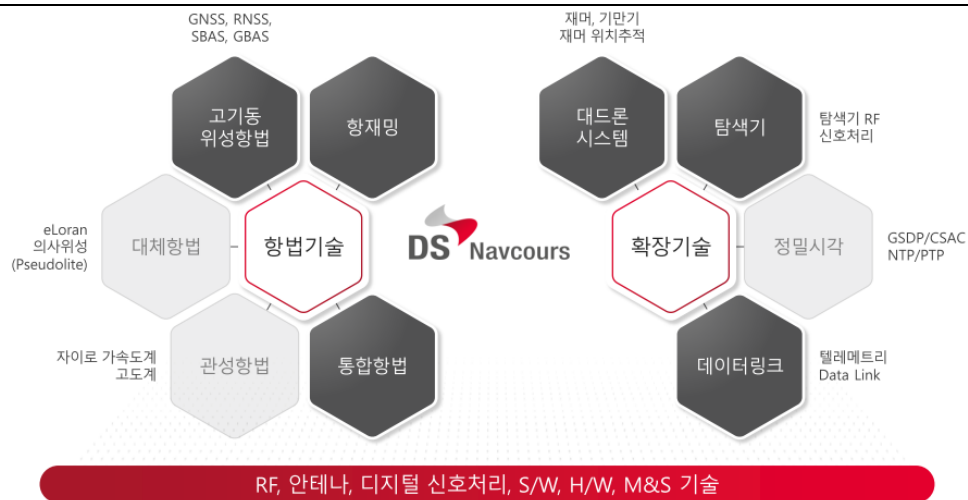
〈그림28〉 덕산넵코어스 고객사별 비중(24년 기준)

■ LIG ■ 한화에어로스페이스 ■ 현대로템 ■ 기타



자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

〈그림29〉 덕산넵코어스 주요 사업 내용



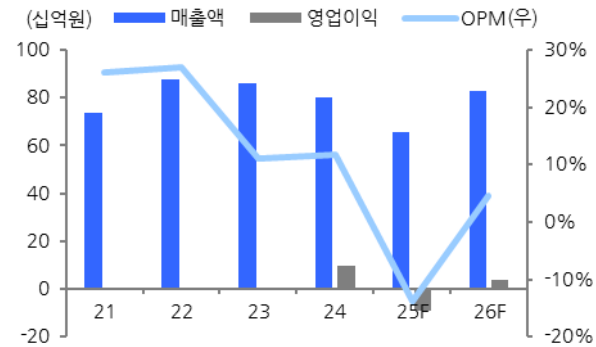
자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

〈그림30〉 덕산넵코어스 전방 산업 및 품목



자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

〈그림31〉 덕산에테르시티 실적 추이



자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

〈그림32〉 고압가스용기 Value-Chain



자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

〈그림33〉 덕산에테르시티 Type별 고압용기



자료: 덕산하이메탈, PwC, 현대차증권

III. Valuation 및 목표주가 산출

SOTP 방식으로 Valuation 및 목표주가 산출

SOTP 방식	사업 내용과 산업 구조의 성장성 차이를 감안하여 SOTP 방식으로 Valuation을 진행하였다.
1) 덕산하이메탈(별도) PCB 업종 Multiple 적용	우선, <u>Solder Ball 사업을 영위하는 별도 기준에는 전방 산업인 PCB의 업종 평균 Multiple을 적용</u> 하였다. Solder Ball은 PCB뿐 아니라 반도체 Foundry, OSAT 등 IT 전반에 걸친 수요가 있지만, 특히 동사의 주요 성장 동력인 MSB의 전방 업체인 FC-BGA 공급사와 실적은 선형적으로 증가할 것으로 예상된다. 특히 동사의 별도 기준 매출액은 YoY +44% 증가할 것으로 예상되며, <u>Top-line 성장을 본다면 PCB 업체와 유사하거나 더 높은 성장이 예상된다.</u> 수익성 역시 MSB, CSB의 수요 증가로 인해 점차 Mix가 개선될 것으로 보이며, <u>기관 업종 대비 더 수익성이 높고 기술적인 장벽을 구축할 수 있다는 점에서 전방 산업 대비 저평가될 이유는 없다고 판단</u> 된다. 우선 Q 성장을 함께 한다는 점에서 보수적인 Valuation을 위해 PCB 업종의 평균 Multiple을 적용하였다.
2) 덕산에테르씨티 인수당시 Valuation Discount	덕산에테르씨티는 2023년 12월 시리우스홀딩스가 지분 91.88%를 3,050억원에 인수하였다. 인수 당시에 비해서 작년에는 매출액은 YoY 18% 감소한 것으로 추정되며, 이는 앞서 언급한 바와 같이 중국 태양전지향 특수가스 용기의 실적 부진이 반영된 영향이다. 다만, 올해부터는 자동차 OEM향 매출이 일부 반영되고 내년부터 본격적으로 반영될 것으로 예상된다. <u>지난해 실적부진의 영향을 반영하여 덕산에테르씨티의 인수금액 대비 20% Discount를 적용</u> 하였다. 할인율 적용하지 않아도 국내 Peer인 일진하이솔루스 대비 현저히 저평가된 수준이다. (컨센서스 기준 일진하이솔루스 26년 순이익 적자, 시가총액 2/7 기준 4,917억원, 동사 26년 순이익 30억원 예상)
3) 덕산넵코어스 방산업종 Multiple 적용	덕산넵코어스는 방산업체의 Peer P/E를 Target Multiple로 적용하였다. 향후 우주까지 확대 적용된다고 하면 추가적인 Re-Rating이 가능하겠지만, <u>지금은 주요 매출처인 방산업체를 Peer로 적용하는 것이 적절하다고 판단</u> 하였다. 아직까지 정부과제 중심의 B2G 비중이 높다보니 수익성이 저조한 수준이지만, 내년부터 B2B 비중이 크게 확대되어 수익성은 빠르게 확대될 것이다. 이로 인해 동사의 성장성은 방산업체의 성장과 궤를 같이할 것으로 보인다.

〈표1〉 덕산하이메탈 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액(연결)	60.8	60.7	57.6	56.9	44.2	57.4	61.5	68.8	62.4	71.1	86.1	87.5	235.9	231.9	307.2
YoY	65.4%	71.9%	47.7%	70.1%	-27.4%	-5.4%	6.8%	21.1%	41.3%	23.9%	40.1%	27.1%	63.3%	-1.7%	32.5%
QoQ	81.9%	-0.2%	-5.2%	-1.2%	-22.4%	30.0%	7.1%	12.0%	-9.4%	14.0%	21.1%	1.6%			
매출액(별도)(솔더볼/Paste)	23.2	23.5	25.8	25.7	26.2	30.7	34.3	32.0	38.5	40.3	51.2	47.0	98.2	123.2	177.0
YoY	31.5%	31.8%	22.0%	21.5%	12.7%	30.6%	33.0%	24.5%	47.0%	31.2%	49.4%	46.9%	26.3%	25.4%	43.7%
QoQ	9.7%	1.4%	9.5%	-0.3%	1.8%	17.5%	11.6%	-6.7%	20.2%	4.9%	27.0%	-8.3%			
에테르씨티(가스용기)	21.5	21.5	18.1	19.2	10.3	14.2	16.3	25.0	15.5	17.0	22.8	27.5	80.3	65.8	82.8
넵코어스(방산)	13.0	11.7	10.6	9.9	7.7	12.5	11.0	11.9	8.5	13.8	12.1	13.1	45.2	43.1	47.4
매출원가(별도)	16.4	16.8	19.4	18.6	19.2	22.3	25.5	23.1	32.4	30.0	37.9	33.6	71.2	90.1	133.8
(%)	26.9%	27.7%	33.7%	32.8%	43.5%	38.9%	41.4%	33.6%	51.9%	42.1%	44.0%	38.4%	30.2%	38.9%	43.6%
매출총이익(별도)	6.9	6.7	6.4	7.1	7.0	8.4	8.8	8.9	6.1	10.4	13.3	13.4	27.0	33.0	43.2
GPM	11.3%	11.1%	11.0%	12.4%	15.8%	14.6%	14.3%	12.9%	9.8%	14.6%	15.5%	15.3%	11.4%	14.2%	14.1%
판매관리비(별도)	3.5	3.6	4.7	-4.3	3.9	3.7	4.4	5.4	4.3	4.5	4.9	6.0	7.5	17.4	19.7
(%)	5.7%	6.0%	8.1%	-7.5%	8.8%	6.5%	7.1%	7.9%	7.0%	6.4%	5.6%	6.9%	3.2%	7.5%	6.4%
영업이익(연결)	4.0	7.1	2.4	5.2	-1.4	2.6	1.6	3.1	1.4	7.1	11.5	12.0	18.6	5.8	31.9
YoY	981.1%	후자전환	후자전환	후자전환	적자전환	-63.5%	-35.1%	-40.4%	후자전환	173.4%	633.5%	289.9%	후자전환	-68.7%	447.1%
OPM	6.6%	11.6%	4.2%	9.1%	-3.1%	4.5%	2.6%	4.5%	2.2%	9.9%	13.4%	13.7%	7.9%	2.5%	10.4%
영업이익(별도)	3.4	3.1	1.7	11.3	3.1	4.7	4.5	3.4	1.8	5.8	8.5	7.4	19.5	15.6	23.5
YoY	199.1%	524.0%	-12.1%	후자전환	-9.1%	49.4%	166.5%	-69.7%	-43.3%	25.5%	90.6%	115.3%	후자전환	-19.9%	50.1%
OPM	14.7%	13.3%	6.5%	44.0%	11.8%	15.2%	13.0%	10.7%	4.6%	14.5%	16.6%	15.7%	19.9%	12.7%	13.3%

자료: 현대차증권

〈표2〉 덕산하이메탈 Valuation 및 목표주가 산출

구분	내용	비고
덕산하이메탈 별도(①=axb) (십억원)	439	
26F 별도 순이익(a) (십억원)	17	
Target P/E(b) (x)	24.9	국내 Peer PCB 평균 12M Fwd. P/E 25년 상단값 (대덕전자, 심텍, 티엘비, 해성디에스)
덕산에테르씨티(②) (십억원)	228	1) 인수 당시 기업가치 3,320억원 대비 20% Discount 적용= 2,656억원 2) 시리우스홀딩스 지분 93.4% x 시리우스홀딩스의 덕산에테르씨티 지분 91.9%= 85.8% 3) Peer 대비 저평가(동사 올해 Turn-around 예상)
덕산넵코어스(③) (십억원)	72	1) 26년 예상 순이익 43억원 2) 방산업체 평균 Multiple 28.2배 한화에어로스페이스, 한국항공우주, 현대로템, LIG넥스원 25년 평균 FY1 P/E 3) 덕산넵코어스 지분율 63.3%
시총 Total (십억원) (①+②+③)	738	
유통주식수 (주)	45,437,002	
목표주가 (원)	16,500	
현재주가 (원)	11,560	
Upside Potential(%)	42.7	

주: 덕산네오룩스 지분법 가치는 보수적인 Valuation을 위해 Valuation에 미반영

자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	78	98	123	177	223
증가율 (%)	-16.1	25.6	25.5	43.9	26.0
매출원가	60	71	90	134	159
매출원가율 (%)	76.9	72.4	73.2	75.7	71.3
매출총이익	18	27	33	43	64
매출이익률 (%)	23.1	27.6	26.8	24.3	28.7
증가율 (%)	-18.2	50.0	22.2	30.3	48.8
판매관리비	24	7	17	20	23
판매비율 (%)	30.8	7.1	13.8	11.3	10.3
EBITDA	-3	23	19	27	44
EBITDA 이익률 (%)	-3.8	23.5	15.4	15.3	19.7
증가율 (%)	적전	흑전	-17.4	42.1	63.0
영업이익	-6	20	16	23	42
영업이익률 (%)	-7.7	20.4	13.0	13.0	18.8
증가율 (%)	적전	흑전	-20.0	43.8	82.6
영업외손익	-16	19	-2	-1	0
금융수익	6	27	5	5	6
금융비용	3	9	6	6	6
기타영업외손익	-19	1	-1	0	0
종속관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-23	38	14	23	42
세전계속사업이익률	-29.5	38.8	11.4	13.0	18.8
증가율 (%)	적지	흑전	-63.2	64.3	82.6
법인세비용	2	8	4	4	7
계속사업이익	-25	30	10	19	35
중단사업이익	15	0	0	0	0
당기순이익	-10	30	10	19	35
당기순이익률 (%)	-12.8	30.6	8.1	10.7	15.7
증가율 (%)	적지	흑전	-66.7	90.0	84.2
지배주주지분 순이익	-10	30	10	19	35
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-0	-1	0	0	0
총포괄이익	-10	29	10	19	35

(단위: 십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	8	14	13	18	31
당기순이익	-10	30	10	19	35
유형자산 상각비	3	3	3	3	3
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	-0	-1	-0	0	0
운전자본의 감소(증가)	3	4	-4	-5	-7
기타	12	-22	4	1	0
투자활동으로인한현금흐름	-122	-16	-19	1	-13
투자자산의 감소(증가)	-102	-25	-16	7	-6
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-10	-2	-2	-5	-6
기타	-10	11	-1	-1	-1
재무활동으로인한현금흐름	121	9	3	0	0
차입금의 증가(감소)	101	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	20	9	3	0	0
기타현금흐름	-0	1	-0	0	0
현금의증가(감소)	6	8	-3	18	17
기초현금	24	30	38	35	53
기말현금	30	38	35	53	70

* K-IFRS 개별 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	98	96	99	131	165
현금성자산	30	38	35	53	70
단기투자자산	18	26	27	29	30
매출채권	32	12	17	21	27
재고자산	17	17	16	23	31
기타유동자산	2	3	4	5	7
비유동자산	280	303	317	312	321
유형자산	35	33	32	34	37
무형자산	1	1	1	1	1
투자자산	242	268	283	276	282
기타비유동자산	2	1	1	1	1
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	378	399	416	443	487
유동부채	64	51	56	61	65
단기차입금	34	43	46	46	46
매입채무	23	0	1	1	1
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	7	8	9	14	18
비유동부채	104	108	109	113	117
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	101	101	101	101	101
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	3	7	8	12	16
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	167	159	166	174	182
지배주주지분	211	240	250	269	304
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	125	125	125	125	125
자본조정 등	-90	-90	-90	-90	-90
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	166	196	206	225	260
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	211	240	250	269	304

(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	-209	660	229	423	770
EPS(지배순이익 기준)	-209	660	229	423	770
BPS(자본총계 기준)	4,633	5,273	5,502	5,925	6,695
BPS(지배지분 기준)	4,633	5,273	5,502	5,925	6,695
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	N/A	5.8	26.6	27.3	15.0
P/E(지배순이익 기준)	N/A	5.8	26.6	27.3	15.0
P/B(자본총계 기준)	1.5	0.7	1.1	2.0	1.7
P/B(지배지분 기준)	1.5	0.7	1.1	2.0	1.7
EV/EBITDA(Reported)	NA	11.2	19.0	22.4	13.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적지	흑전	-65.3	84.8	82.0
EPS(지배순이익 기준)	적지	흑전	-65.3	84.8	82.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-4.4	13.3	4.3	7.4	12.2
ROE(지배순이익 기준)	-4.4	13.3	4.3	7.4	12.2
ROA	-3.0	7.7	2.6	4.5	7.5
안정성 (%)					
부채비율	79.5	66.4	66.2	64.7	59.9
순차입금비율	41.9	33.7	34.1	24.4	15.4
이자보상배율	N/A	3.3	2.5	3.8	6.7

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2026.02.09	BUY	16,500		

▶ 최근 2년간 덕산하이메탈 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 중간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 김종배의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2025.01.01~2025.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	90.7%
보유	15건	9.3%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.