덕산하이메탈 (077360)

MSB, FC-BGA 따라간다

전기전자/IT부품
Analyst 양승수
seungsoo.yang@meritz.co.kr

1Q26 Preview: 수익성은 아쉬우나 탑라인 성장 지속

1Q26 별도 실적은 매출액 420억원(+60.5% YoY), 영업이익 17억원(-46.5% YoY)로 시장 컨센서스(18억원)에 부합할 전망이다. 2월 설 연휴에 따른 근무일수 감소에도 불구하고, 메모리 및 기판 업황 호조에 힘입어 SB/MSB/CSB 전반의 매출 성장이 기대된다. 특히 이익 기여도가 높은 MSB는 주요 대만 고객사 내 점유율 확대와 가격 인상 효과를 바탕으로 견조한 매출 흐름을 이어갈 것으로 예상된다. 다만 은 가격 급등에 따른 원가 부담으로 단기 수익성 둔화는 불가피할 전망이다. 다행이도 3월부터 원자재 연동제 적용 범위를 확대하고 일부 제품군에 대한 가격 인상을 단행함에 따라, 원가 부담은 점진적으로 완화될 것으로 예상된다.

MSB Super-Cycle에 집중

AI 하드웨어 수요 확대에 기반한 FC-BGA 업황 반전이 본격화되는 가운데, 동사 MSB 또한 급격한 가동률 상승과 함께 중장기적으로 공급 부족 국면 진입을 전망한다. 특히 MSB는 동사와 Senju Metal Industry 두 업체만이 공급 가능한 과점 구조가 유지되고 있어, 전방 시장의 급격한 수요 증가에 대한 대응 여력이 제한적인 상황이다. 이로 인해 단기적으로는 공격적인 가격 인상 사이클이 전개될 것으로 예상되며, 중장기적으로는 수요 대응을 위한 추가 증설 필요성이 확대될 것으로 판단된다. 당사는 FC-BGA 업황 업사이클이 2026년을 넘어 2027년까지 이어질 것으로 전망하며, 이에 따라 동사 MSB 매출액은 '25년 282억원 → '26년 417억원 → '27년 563억원으로 가파른 성장이 예상된다.

자회사 실적 개선 기대감도 유효

올해는 '24~'25년 동사 연결 실적에 부담 요인으로 작용했던 에테르시티의 실적 개선이 예상된다. 하반기 수소 트럭·버스 및 국내 자동차 OEM향 수소 용기 수주가 기대되기 때문이다. 지난해 충당금 반영으로 실적이 크게 훼손된 만큼, 올해는 실적 회복과 함께 충당금 환입에 대한 기대감도 유효하다. 덕산넵코어스의 경우 항법 기술 적용 영역이 기존 방산 → 우주로 확장됨에 따라, 우주향 신규 고객사 확보를 기반으로 안정적인 실적 성장세가 이어질 전망이다.

Meritz Research 2026. 4. 7

Not Rated

적정주가 (12개월)	-원
현재주가 (4.6)	10,430원
상승여력	-

KOSDAQ	1,047.37pt
시가총액	4,739억원
발행주식수	4,544만주
유동주식비율	42.25%
외국인비중	2.53%
52주 최고/최저가	14,130원/3,580원
평균거래대금	267.7억원

주요주주(%)

이수훈 외 12 인	57.75

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.0	41.3	163.7
상대주가	-3.0	15.3	73.1

주가그래프

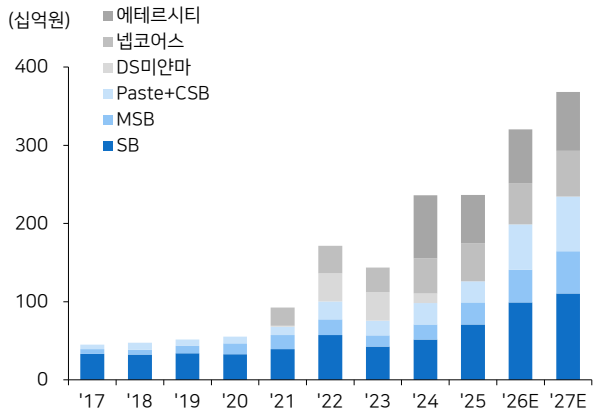
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	55.2	6.4	15.3	336	35.9	4,781	19.0	1.3	29.2	7.3	7.0
2021	92.7	6.0	31.9	701	108.7	5,764	14.7	1.8	43.0	13.3	18.8
2022	164.4	-3.7	6.1	134	-80.9	6,480	35.7	0.7	98.8	2.2	19.5
2023	144.5	-11.0	5.7	125	-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)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	**44.2**	**57.4**	**61.5**	**73.4**	**63.3**	**80.3**	**81.3**	**95.4**	**236.6**	**320.3**	**370.3**
(%, QoQ)	-22.4%	30.0%	7.1%	19.4%	-13.7%	26.8%	1.3%	17.3%			
(%, YoY)	-27.4%	-5.4%	6.8%	29.0%	43.5%	39.8%	32.3%	30.0%	0.1%	35.5%	15.6%
덕산하이메탈 별도	26.2	30.7	34.3	35.1	42.0	50.0	52.2	54.6	126.3	198.8	236.8
SB	14.1	17.4	20.4	19.2	22.0	25.1	25.5	26.5	71.1	99.1	110.5
MSB	5.6	7.2	7.2	8.2	8.4	10.0	11.2	12.1	28.2	41.7	56.3
Paste+CSB	6.5	6.1	6.7	7.7	11.6	14.9	15.5	16.0	27.0	58.0	70.0
넵코어스	7.7	12.5	11.0	17.3	9.0	15.9	10.6	17.5	48.5	53.0	58.3
에테르씨티	10.3	14.2	16.2	21.0	12.3	14.4	18.5	23.3	61.7	68.5	75.2
영업이익	**-1.4**	**2.6**	**1.6**	**0.1**	**2.3**	**5.1**	**8.6**	**11.2**	**2.8**	**27.1**	**48.1**
(%, QoQ)	적전	흑전	-39.1%	-96.8%	4511.8%	122.0%	67.1%	30.5%			
(%, YoY)	적전	-63.4%	-35.4%	-99.0%	흑전	98.4%	444.8%	22231.5%	-84.9%	866.0%	77.3%
하이메탈(별도)	3.4	3.1	1.7	11.5	1.7	3.9	6.5	8.7	15.6	20.8	34.3
기타	0.6	4.0	0.8	-6.3	0.6	1.2	2.0	2.4	-12.8	6.3	13.8
영업이익률	**-3.1%**	**4.5%**	**2.6%**	**0.1%**	**3.6%**	**6.4%**	**10.5%**	**11.7%**	**1.2%**	**8.5%**	**13.0%**
하이메탈(별도) 영업이익률	**12.0%**	**15.0%**	**13.0%**	**9.6%**	**4.0%**	**7.8%**	**12.5%**	**16.0%**	**12.3%**	**10.5%**	**14.5%**

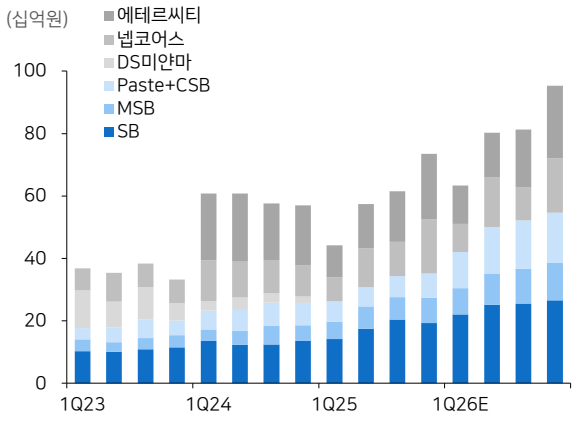
자료: 덕산하이메탈, 메리츠증권 리서치센터

그림1 덕산하이메탈 제품/사업부별 실적 추이 (연간 기준)



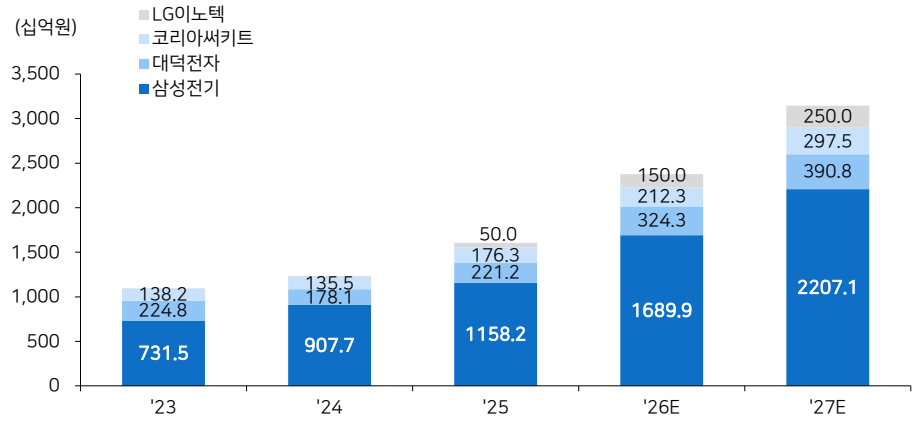
자료: 덕산하이메탈, 메리츠증권 리서치센터

그림2 덕산하이메탈 제품/사업부별 실적 추이 (분기 기준)



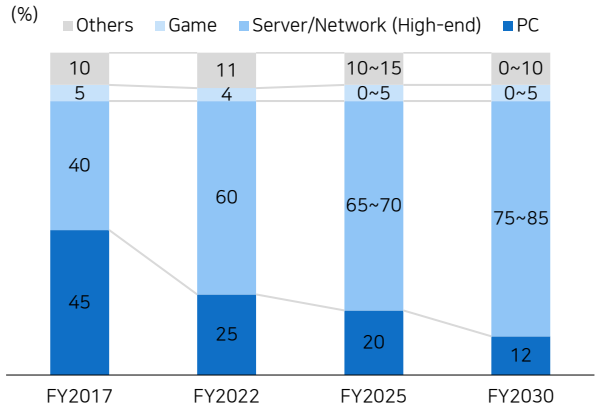
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 국내 기판 업체 FC-BGA 매출액 추이 및 전망



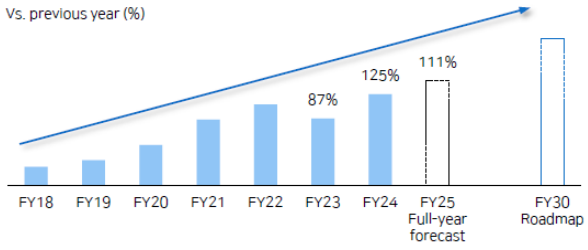
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Ajinomoto Build-up 필름 응용처별 판매 현황



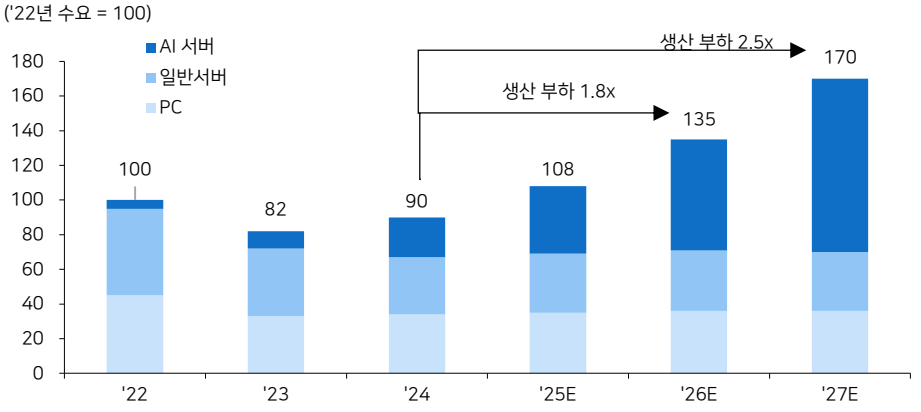
자료: Ajinomoto, 메리츠증권 리서치센터

그림5 Ajinomoto Build-up 필름 판매량 전망



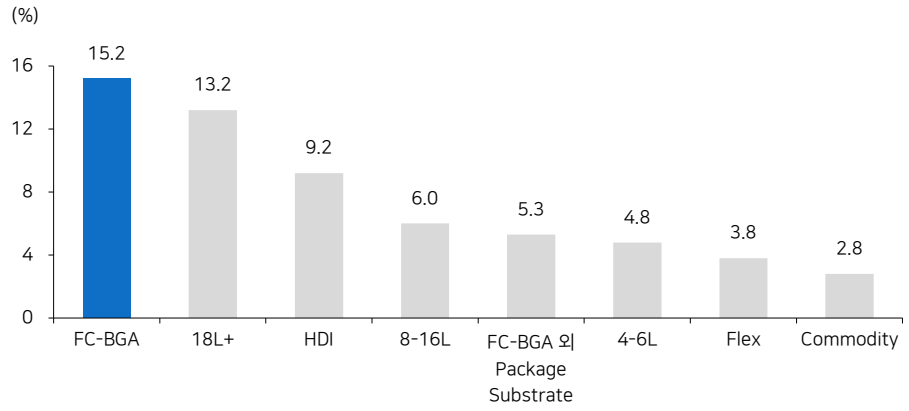
자료: Ajinomoto, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Ibiden, FC-BGA 기판 수요 전망



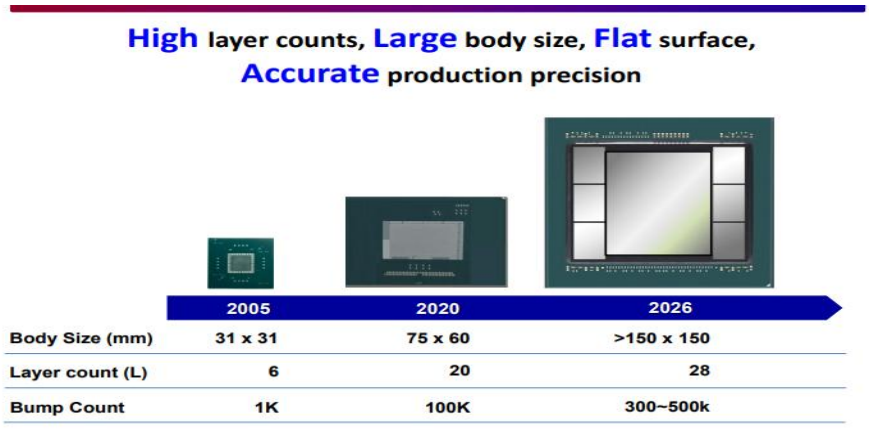
자료: Ibiden, 메리츠증권 리서치센터

그림7 2025~2030E PCB 제품 별 CAGR 비교



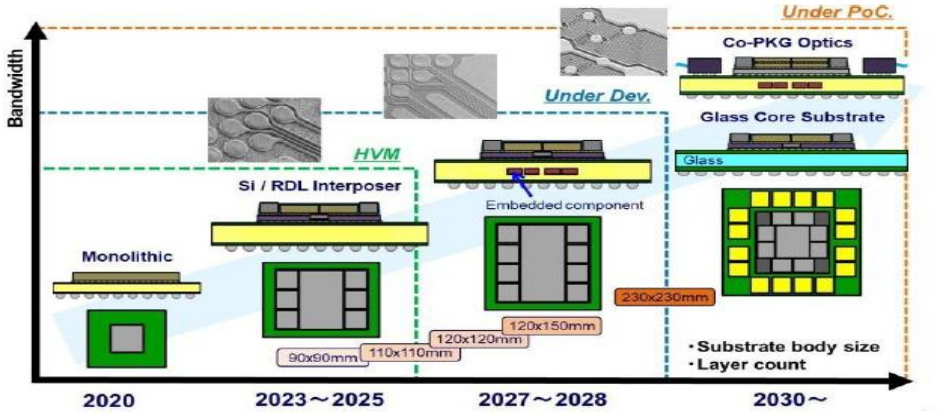
자료: Prismark, 메리츠증권 리서치센터

그림8 ABF 기판 발전 추이



자료: Zhending

그림9 ABF 기판 기술 로드맵



자료: Ibiden

표2 PCB, CCL 밸류체인 밸류에이션 비교

		시가총액	P/E (배)		P/B(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액*		영업이익*		EV/EBITDA(배)	
			2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
ABF Substrate	Ibiden	15,098	39.6	29.3	4.0	3.6	24.0	35.4	10.7	13.0	3,129.8	3,682.1	557.3	752.2	13.9	10.7
	Kinsus	5,541	39.0	22.8	4.0	3.7	146.4	70.6	11.0	15.7	1,556.2	1,951.2	194.9	296.5	15.7	11.4
	Nanya PCB	11,486	55.1	30.4	7.4	6.6	232.5	81.7	13.8	19.0	1,692.4	2,142.4	243.6	441.9	25.2	19.1
	Unimicron	25,589	43.3	24.1	7.1	5.9	166.1	79.7	16.6	25.6	5,312.4	6,746.8	704.4	1,292.3	19.7	13.0
	삼성전기	23,149	31.8	23.2	3.5	3.1	47.9	37.1	11.4	13.8	8,610.1	9,928.9	939.2	1,308.6	14.2	11.5
	Toppan	8,106	15.9	13.3	0.9	0.9	15.8	19.9	5.9	6.7	11,585	11,978	552	650	8.2	7.4
	대덕전자	2,654	27.4	21.0	4.0	3.4	199.6	30.4	15.1	17.2	919.9	1,071.9	115.6	152.4	13.6	11.3
	코리아써키트	1,115	17.8	12.4	3.7	2.9	123.7	43.2	21.6	24.9	1,200.8	1,391.9	93.9	128.3	9.6	7.6
MLB	이수페타시스	5,227	29.7	20.3	8.8	6.2	48.4	46.4	34.7	36.2	1,027.8	1,390.5	220.0	315.5	21.0	14.4
	대덕전자	2,654	27.4	21.0	4.0	3.4	199.6	30.4	15.1	17.2	919.9	1,071.9	115.6	152.4	13.6	11.3
	Unimicron	25,589	43.3	24.1	7.1	5.9	166.1	79.7	16.6	25.6	5,312.4	6,746.8	704.4	1,292.3	19.7	13.0
	Victory Giant	33,431	25.7	15.6	9.9	6.7	112.5	65.0	40.0	42.7	4,739.8	7,593.7	1,476.1	2,446.9	19.6	11.5
	WUS(Kunshan)	21,340	27.3	19.4	7.8	6.0	46.0	40.8	30.1	31.8	3,649.8	4,907.1	937.6	1,328.2	20.3	14.8
	Shennan Circuits	21,060	28.4	20.4	6.3	5.1	58.5	39.4	25.9	28.4	4,434.6	5,565.1	803.0	1,101.3	21.1	16.3
	Gold Circuit	14,459	27.6	18.7	11.6	7.9	63.3	47.4	49.9	54.6	2,782.2	3,775.8	778.3	1,144.4	16.8	11.7
	TTM Tech	9,938	30.2	21.8	5.6	4.9	83.4	38.2	16.3	18.8	3,379.2	3,951.0	433.6	479.7	19.5	15.1
PCB	코리아써키트	1,115	17.8	12.4	3.7	2.9	123.7	43.2	21.6	24.9	1,200.8	1,391.9	93.9	128.3	9.6	7.6
	심텍	1,394	19.8	12.7	3.4	2.6	-153.5	55.7	19.1	22.9	1,109.9	1,274.0	98.9	146.0	11.1	8.5
	티엘비	448	19.0	13.7	4.2	3.2	75.4	38.8	24.6	27.0	231.9	281.2	30.3	43.8	13.5	9.7
	대덕전자	2,654	27.4	21.0	4.0	3.4	199.6	30.4	15.1	17.2	919.9	1,071.9	115.6	152.4	13.6	11.3
	해성디에스	607	11.3	9.2	1.4	1.3	225.6	22.2	13.5	14.4	532.9	584.7	68.1	81.7	6.4	5.5
	Tripod Tech	5,699	13.8	11.1	3.1	2.6	25.6	24.2	22.4	24.1	2,606.0	2,973.7	509.0	633.8	7.7	6.5
AI CCL	EMC	31,229	37.3	22.3	15.4	11.7	73.9	66.8	43.4	50.9	4,501.0	6,619.3	1,065.6	1,758.3	27.3	17.0
	TUC	5,612	27.6	18.5	8.6	7.1	80.1	49.2	32.2	40.2	1,390.9	1,923.8	261.2	409.5	19.3	12.7
	ITEQ	1,933	25.5	18.4	2.8	2.6	55.4	38.9	11.3	14.3	1,234.1	1,431.7	118.5	161.2	11.5	9.8
	Shengyi Tech	18,530	23.4	17.3	6.2	5.2	55.2	35.3	27.0	31.4	5,640.0	7,248.0	995.9	1,346.4	17.0	12.9
소재/부품	Ajinomoto	28,528	32.0	27.3	6.4	6.4	10.6	17.0	19.8	22.8	10,598.5	11,182.5	1,316.3	1,487.6	16.7	15.0
	Nitto Boseki	4,907	37.3	29.6	4.2	3.8	-46.9	26.2	12.5	14.8	855.0	958.0	176.6	226.1	19.4	15.6
	MEC	852	22.7	19.4	3.4	3.0	16.5	17.3	16.7	17.4	163	179	49	58	13.9	10.6
	Union Tool	1,804	28.0	23.7	2.7	2.5	12.4	20.5	n/a	n/a	328.9	367.8	78.5	94.4	13.4	11.8
	Topoint	1,101	46.4	29.3	6.5	n/a	87.7	58.2	15.6	n/a	185.4	264.5	37.1	34.0	n/a	n/a
	Dtech	11,504	101.2	57.9	23.9	17.7	0.0	74.7	26.9	34.6	545.1	833.5	141.6	242.3	69.5	41.6
	네오티스	202	24.8	13.6	4.8	3.7	164.8	82.3	21.1	30.7	69	105	13	22	14.3	9.2
	Mitsui Kinzoku	11,497	24.7	20.7	4.0	3.5	13.8	19.4	18.5	18.4	4,827.2	5,165.4	646.6	772.6	13.4	11.7

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.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.5%

2026 년 3 월 31 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율