Analyst 김종배 kjb6551@hmsec.com

덕산하이메탈 (077360)

2분기부터가 진짜다

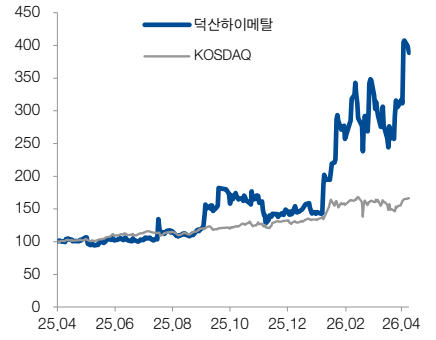
BUY	TP 21,000원
현재주가 (4/22)	15,750원
상승여력	33.3%
시가총액	716십억원
발행주식수	45,437천주
자본금/액면가	9십억원/200원
52주 최고가/최저가	16,530원/3,820원
일평균 거래대금 (60일)	31십억원
외국인 지분율	3.18%
주요주주 지분율	
이수훈외 12인	57.75%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	32.8	92.3	131.3
상대주가(%p)	30.6	58.0	72.1

* K-IFRS 별도 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	423	770	16,500
After	513	912	21,000
Consensus	418	770	16,500
Cons. 차이	22.7%	18.4%	27.3%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- Advanced Packaging의 핵심 소재인 Solder Ball의 글로벌 Top-Tier 업체인 동사는 전방 수요 증가와 더불어 외형 성장을 지속하고 있으며, 고마진 소재인 MSB, CSB의 확대로 인해 실적은 빠르게 성장하고 있음. AI Value-Chain 내 전방 수요의 가파른 성장으로 인해 동사의 성장은 단기 내 멈추지 않고 중장기적으로 연장될 수밖에 없다고 판단됨. 투자의견 BUY, 목표주가 21,000원으로 기존 대비 27.3% 상향(기존 목표주가는 별도기준 26F 순이익 176억원에 Target P/E 24.9배(PCB 25년 상단 P/E)를 적용 후 SOTP로 산출한 16,500원 제시)

주요이슈 및 실적전망

- 1Q26 별도 기준 매출액은 406억원(YoY +55%), 영업이익은 21억원(YoY -33%, OPM +2.6%)으로 당사의 기존 추정치에 부합하는 실적을 기록할 것으로 전망. 매출 성장 대비 수익성이 낮은 이유는 Solder Ball의 은, 주석 등의 원재료 가격 상승 대비 판가 연동에 대한 리드타임으로 인해 1-2월 실적이 부진하였기 때문. 다만, 원가 상승분에 대해 판가 연동이 3월부터 본격적으로 반영되며 3월부터 실적은 일부 정상화된 것으로 보임. MSB, CSB는 원재료 대비 가공비 비중이 높아 1분기에도 양호한 실적을 기록하였을 것으로 추정됨
- 2Q26 별도 기준 매출액은 535억원(YoY +74%), 영업이익은 83억원(YoY +78%, OPM +15.5%)으로 전분기 대비 대폭 개선될 것으로 예상됨. Solder Ball의 수익성 정상화, MSB 및 CSB의 확대로 인한 Mix 개선, Paste 가격 인상으로 인한 적자폭 축소(이미 1분기부터 기반영) 등의 영향으로 1분기 대비 큰 폭으로 증익할 것으로 예상됨. 더 나아가 3분기 계절성 효과 및 FC-BGA의 가동률 확대, HDD 수요 증가분 등을 고려한다면 전 제품 포트폴리오에서의 성장성은 지속될 것으로 보임
- 특히 현재 FC-BGA의 업황을 고려한다면 MSB의 큰 확장성에 대해 고려할 수밖에 없음. ABF, BT 계열 모두 전례없는 Cycle을 맞이하였지만 특히 FC-BGA는 업체들이 공격적인 증설 기조를 발표하고 있는만큼 차후 MSB의 사용성 확대에 주목할 필요가 있음. 글로벌 Top-Tier 업체인 Ibiden, Unimicron, SEMCO 등은 이미 FC-BGA 쇼티지로 인해 증설 발표를 하였고 이에 더해 다른 글로벌 FC-BGA 업체들까지 가동률이 상승하며 전반적으로 수요 확대가 지속되고 있음. 이로 인해 FC-BGA의 수요는 올해 하반기, 내년으로 넘어갈수록 수요 확장이 지속될 것으로 보임. MSB가 고수익성 소재임과 동시에 동사의 절대적은 글로벌 M/S를 고려한다면, 향후 증익폭은 더욱 가팔라질 것

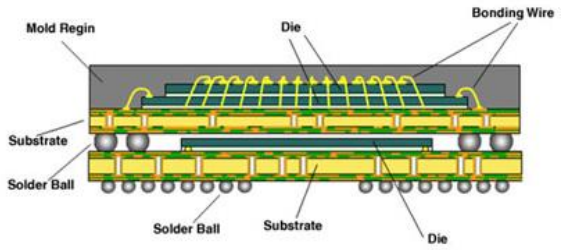
주가전망 및 Valuation

- 동사의 주가는 연초 AI 수혜에 대한 기대감으로 빠르게 상승하였고, 그럼에도 불구하고 연결 자회사의 합산 가치를 제외하였을 때 별도 기준 26F P/E는 17배 수준임. 기존 Valuation을 하였을 때, 기판 업종의 Multiple을 Target Multiple로 산정하였고, 그 이유는 다음과 같음. 우선 전방 수요가 기판 업체 및 Foundry/OSAT 업체들이고 특히 MSB의 경우 FC-BGA 업체들을 직접 고객사로 두고 있는만큼 전방 수요의 성장과 동사의 성장은 동행한다는 점을 고려하였음. 또한, 고수익성 산업으로 이익 성장률이 그들 대비 더욱 두드러질 수 있다는 점 등을 고려하였을 때 기판 업종의 Multiple을 적용하는 것은 크게 무리되지 않는다는 판단임. 이에 따라 기존 별도 이익 추정치 상향과 더불어 Target Multiple을 현재 PCB 업종의 Multiple 수준인 27배를 적용함에 따라 목표주가는 21,000원으로 산출(최종 목표주가는 SOTP Valuation으로 산출)

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	98	20	30	23	660	흑전	5.8	0.7	11.2	13.3	0.0
2025	126	16	-126	19	-2,777	적전	NA	2.4	19.7	-71.4	0.0
2026F	205	29	23	32	513	흑전	31.4	5.3	25.8	18.6	0.0
2027F	261	50	41	53	912	77.7	17.7	4.1	15.2	26.3	0.0
2028F	338	106	86	109	1,897	108.1	8.5	2.8	7.3	38.9	0.0

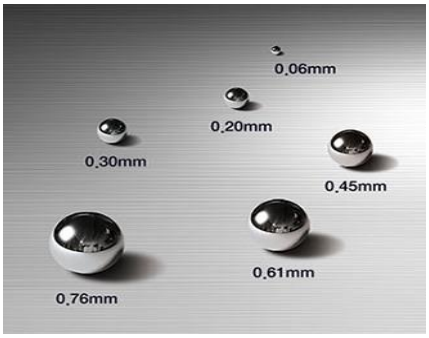
* K-IFRS 별도 기준

<그림1> Packaging 기판과 Solder Ball



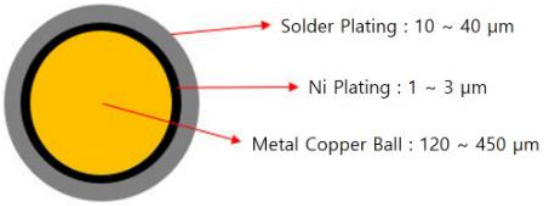
자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

<그림2> Size별 Solder Ball



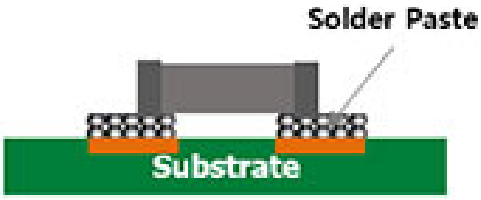
자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

<그림3> CSB(Cored Solder Ball): AP향



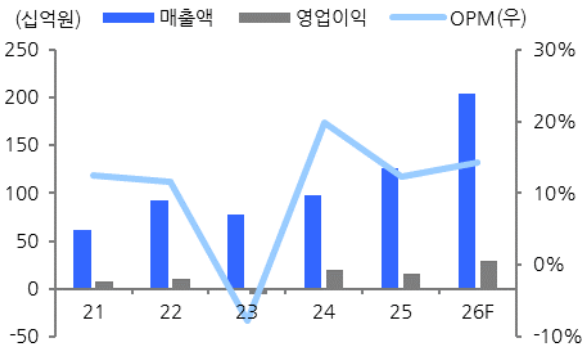
자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

<그림4> Solder Paste: Solder Ball 접합시 사용



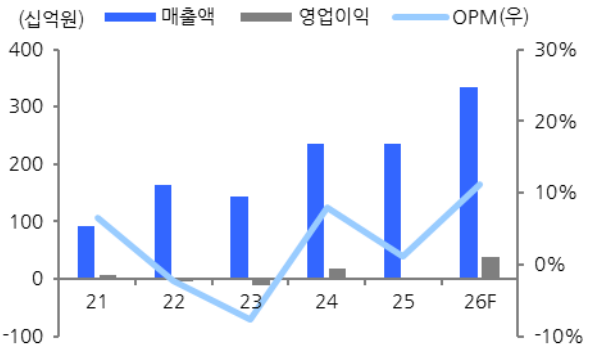
자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

<그림5> 덕산하이메탈(별도) 실적 추이



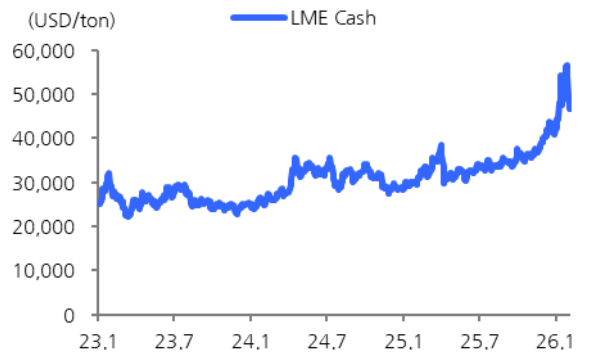
자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

<그림6> 덕산하이메탈(연결) 실적 추이



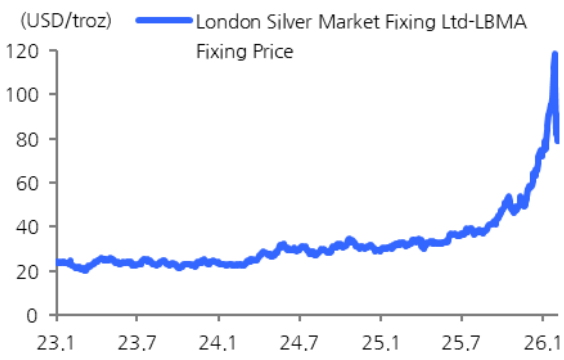
자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

<그림7> 주석 가격 추이: 연초 대비 급등하였지만 다시 하향 안정화



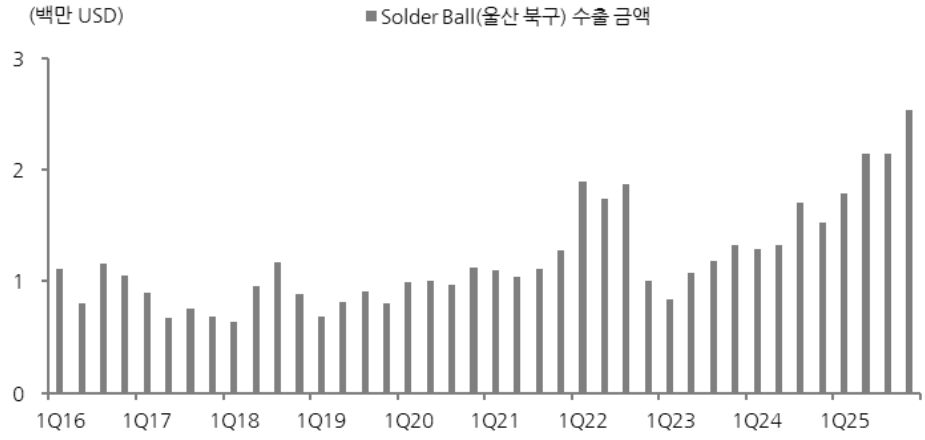
자료: KOMIS, 현대차증권

<그림8> 은 가격 추이: 연초 대비 급등하였지만 다시 하향 안정화



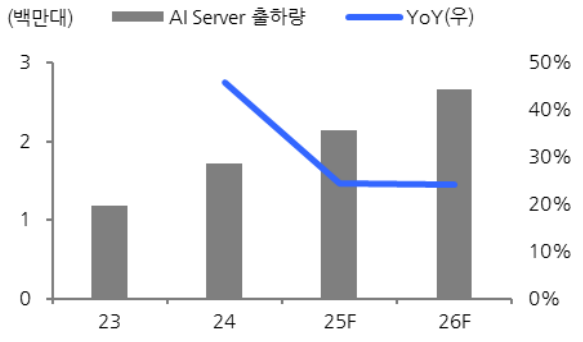
자료: KOMIS, 현대차증권

<그림9> Solder Ball 수출 금액(울산 북구 기준): 4Q25 ATH



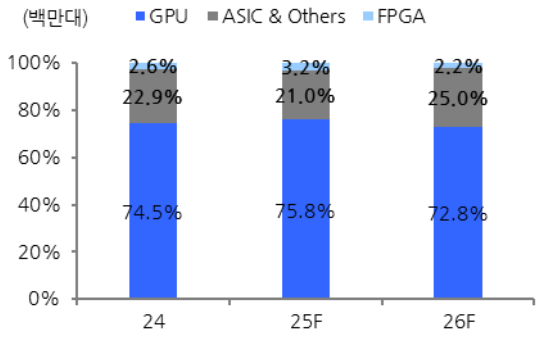
자료: TRASS, 현대차증권

<그림10> 글로벌 AI Server 출하량 추이



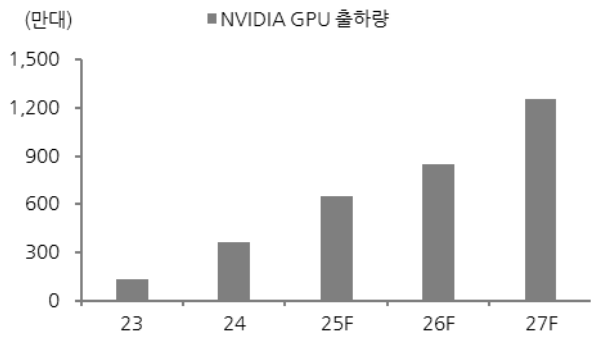
자료: Trendforce, 현대차증권

<그림11> AI 가속기 비중: NVIDIA가 압도적이나 ASIC도 확장 중



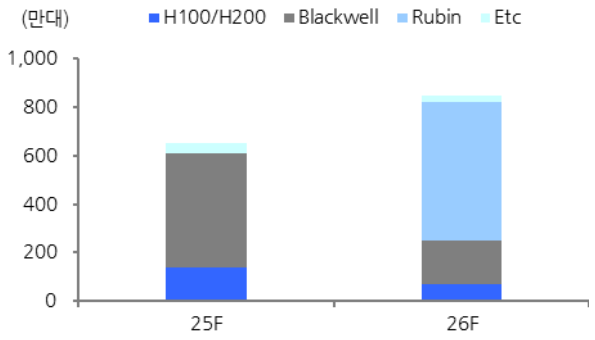
자료: Trendforce, 현대차증권

<그림12> NVIDIA GPU 출하량



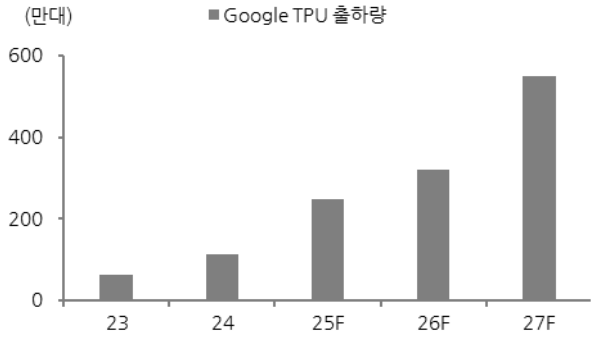
자료: 현대차증권

<그림13> NVIDIA GPU 모델별 출하량 추이



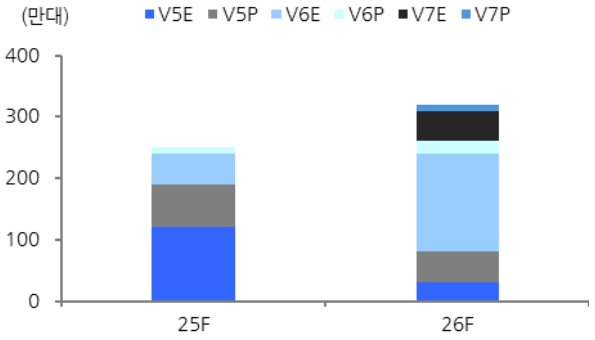
자료: 현대차증권

<그림14> Google TPU 출하량 추이



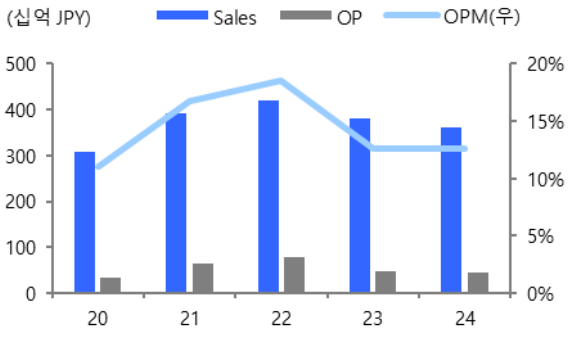
자료: 현대차증권

<그림15> Google TPU 모델별 출하량 추이



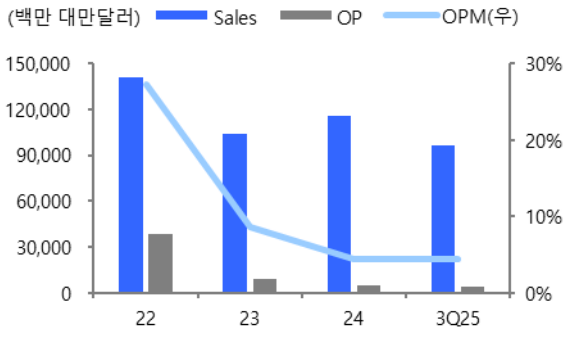
자료: 현대차증권

<그림16> Ibiden 연간 실적 추이: AI 성장은 지속



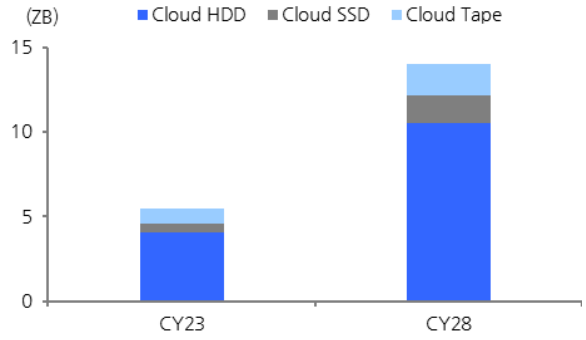
자료: Ibiden, 현대차증권

<그림17> Unimicron 연간 실적 추이: AI 성장은 지속



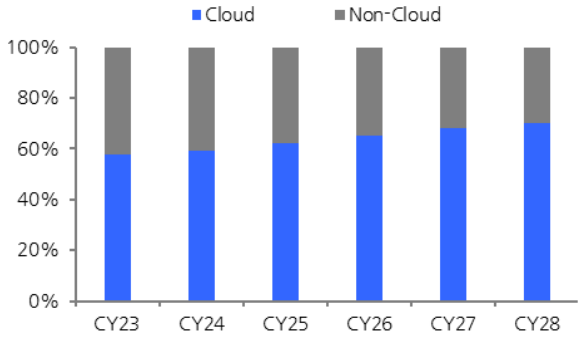
자료: Unimicron, 현대차증권

<그림18> 기업용 Storage 수요



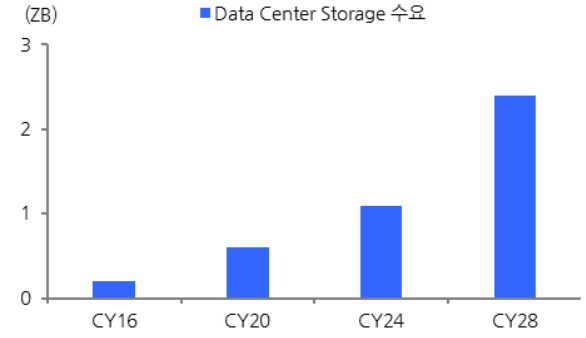
자료: Seagate, IDC, 현대차증권

<그림19> Cloud vs Non-Cloud Storage 비중



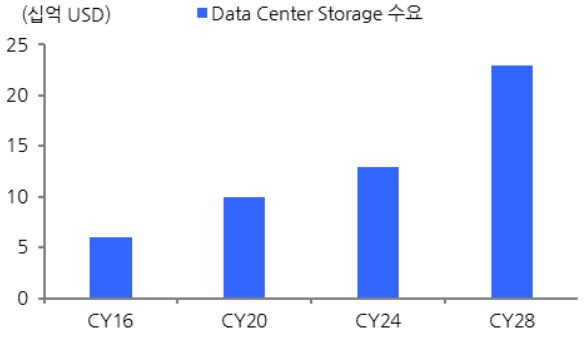
자료: Seagate, IDC, 현대차증권

<그림20> Data Center Storage 수요 전망(용량 기준)



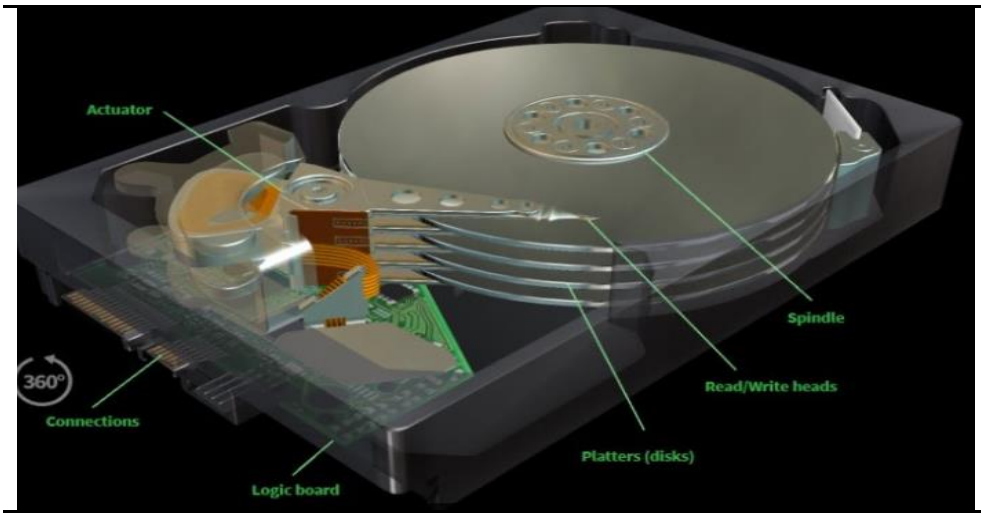
자료: Seagate, IDC, 현대차증권

<그림21> Data Center Storage 수요 전망(금액 기준)



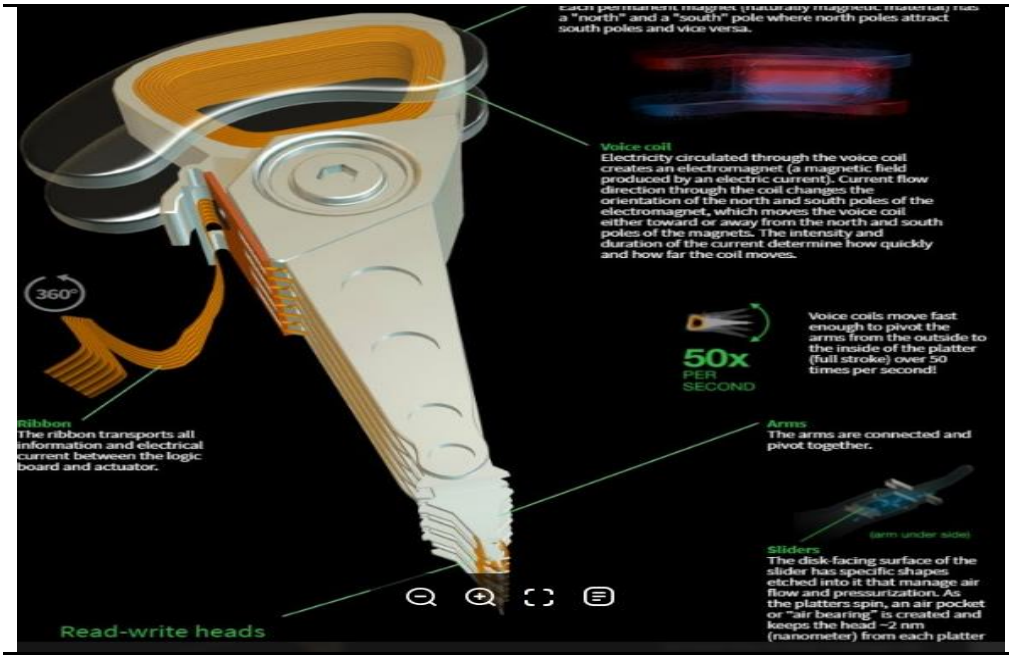
자료: Seagate, IDC, 현대차증권

<그림22> HDD 구성



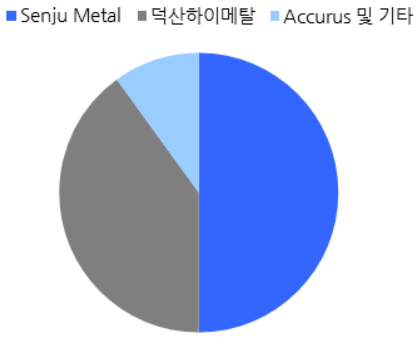
자료: Seagate, 현대차증권

〈그림23〉 HDD의 Head 및 Slider: Slider와 Suspension에 Soldering 필요(MSB)



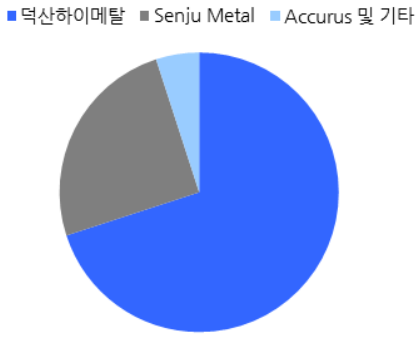
자료: Seagate, 현대차증권

〈그림24〉 Solder Ball 글로벌 시장 점유율



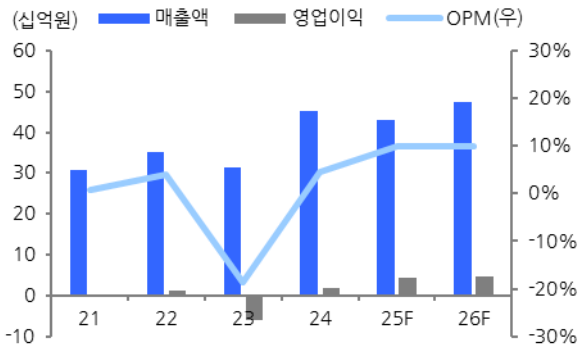
자료: 현대차증권 추정

〈그림25〉 Micro Solder Ball 글로벌 시장 점유율



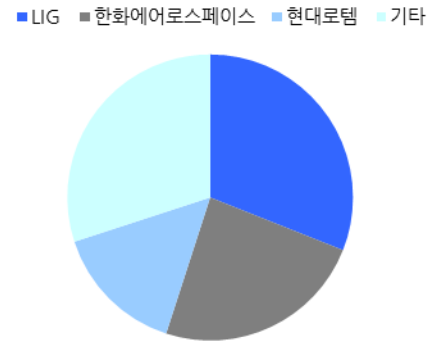
자료: 현대차증권 추정

〈그림26〉 덕산넵코어스 실적추이



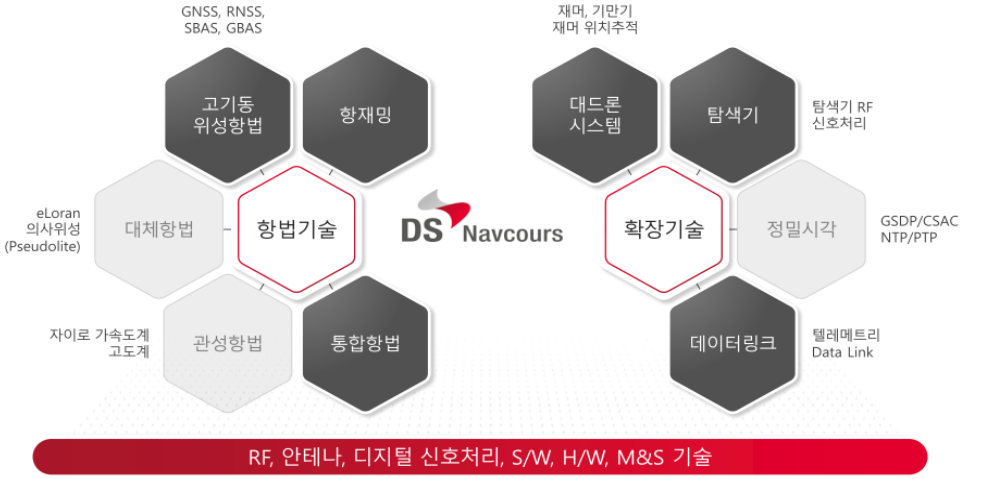
자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

〈그림27〉 덕산넵코어스 고객사별 비중(24년 기준)



자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

〈그림28〉 덕산넵코어스 주요 사업 내용

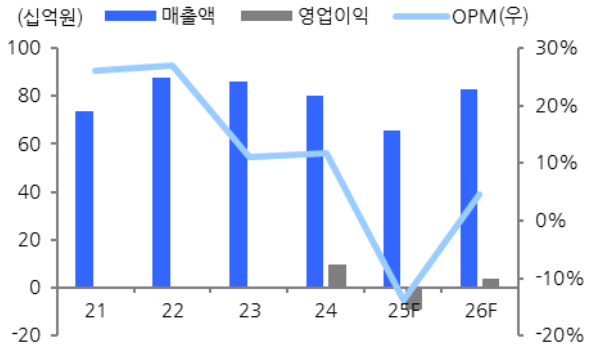


자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

〈그림29〉 덕산넵코어스 전방 산업 및 품목

자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

<그림30> 덕산에테르씨티 실적 추이

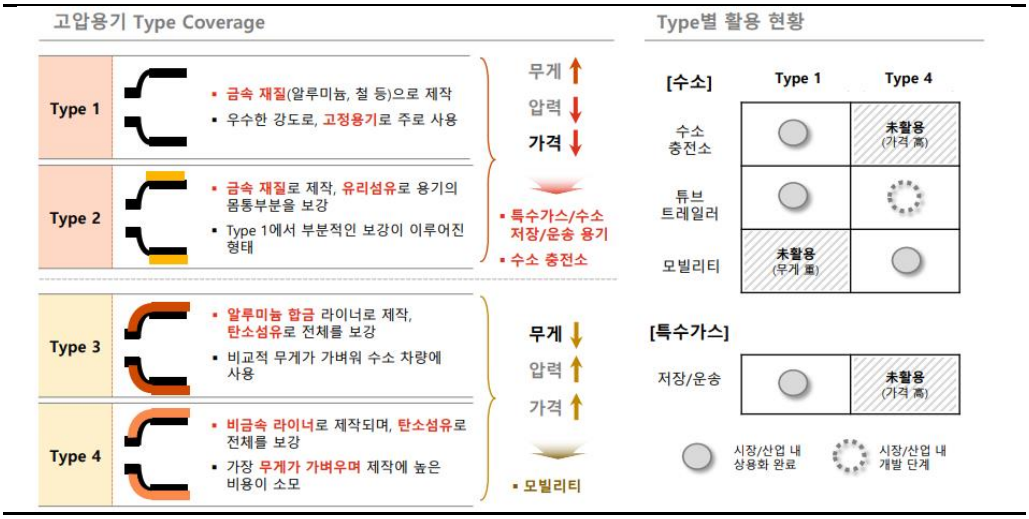


자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

<그림31> 고압가스용기 Value-Chain

자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

<그림32> 덕산에테르씨티 Type별 고압용기



자료: 덕산하이메탈, PwC, 현대차증권

〈표1〉 덕산하이메탈 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출액(연결)	**44.2**	**57.4**	**61.5**	**73.4**	**64.5**	**84.3**	**92.5**	**93.4**	**235.9**	**236.4**	**334.8**
YoY	*-27.4%*	*-5.4%*	*6.8%*	*29.0%*	*46.2%*	*46.8%*	*50.5%*	*27.4%*	*63.3%*	*0.2%*	*41.6%*
QoQ	*-22.4%*	*30.0%*	*7.1%*	*19.4%*	*-12.0%*	*30.6%*	*9.8%*	*1.0%*			
매출액(별도)(솔더볼/Paste)	26.2	30.7	34.3	**35.2**	**40.6**	**53.5**	**57.6**	**52.9**	**98.2**	**126.3**	**204.6**
YoY	*12.7%*	*30.6%*	*33.0%*	*36.8%*	*55.2%*	*74.1%*	*68.0%*	*50.6%*	*26.3%*	*28.6%*	*62.0%*
QoQ	*1.8%*	*17.5%*	*11.6%*	*2.5%*	*15.5%*	*31.7%*	*7.7%*	*-8.1%*			
에테르씨티(가스용기)	**10.3**	**14.2**	**16.3**	**25.0**	**15.5**	**17.0**	**22.8**	**27.5**	**80.3**	**65.8**	**82.8**
넵코어스(방산)	**7.7**	**12.5**	**11.0**	**11.9**	**8.5**	**13.8**	**12.1**	**13.1**	**45.2**	**43.1**	**47.4**
매출원가	**36.2**	**45.2**	**49.7**	**61.2**	**52.0**	**62.1**	**67.7**	**67.5**	**179.9**	**192.3**	**249.3**
(%)	*82.1%*	*78.7%*	*80.8%*	*83.4%*	*80.6%*	*73.7%*	*73.1%*	*72.2%*	*76.3%*	*81.4%*	*74.5%*
매출총이익	**7.9**	**12.2**	**11.8**	**12.2**	**12.5**	**22.2**	**24.8**	**26.0**	**56.0**	**44.1**	**85.5**
GPM	*17.9%*	*21.3%*	*19.2%*	*16.6%*	*19.4%*	*26.3%*	*26.9%*	*27.8%*	*23.7%*	*18.6%*	*25.5%*
판매관리비	**9.3**	**9.6**	**10.2**	**12.1**	**10.8**	**12.6**	**11.8**	**12.6**	**37.4**	**41.3**	**47.9**
(%)	*21.1%*	*16.8%*	*16.6%*	*16.5%*	*16.8%*	*15.0%*	*12.8%*	*13.5%*	*15.8%*	*17.5%*	*14.3%*
영업이익(연결)	**-1.4**	**2.6**	**1.6**	**0.1**	**1.7**	**9.5**	**13.0**	**13.4**	**18.6**	**2.8**	**37.6**
YoY	*적자전환*	*-63.5%*	*-35.1%*	*-98.8%*	*흑자전환*	*268.6%*	*728.4%*	*22154.4%*	*흑자전환*	*-84.9%*	*1231.7%*
OPM	*-3.1%*	*4.5%*	*2.6%*	*0.1%*	*2.6%*	*11.3%*	*14.1%*	*14.3%*	*7.9%*	*1.2%*	*11.2%*
영업이익(별도)	**3.1**	**4.7**	**4.5**	**3.4**	**2.1**	**8.3**	**10.0**	**8.8**	**19.5**	**15.6**	**29.1**
YoY	*-9.1%*	*49.4%*	*166.5%*	*-70.2%*	*-33.1%*	*78.2%*	*124.1%*	*159.7%*	*흑자전환*	*-20.2%*	*86.8%*
OPM	*11.8%*	*15.2%*	*13.0%*	*10.5%*	*5.1%*	*15.5%*	*17.3%*	*16.5%*	*19.9%*	*12.3%*	*14.2%*

자료: 현대차증권

〈표2〉 덕산하이메탈 Valuation 및 목표주가 산출

구분	내용	비고
덕산하이메탈 별도(①=axb) (십억원)	649	
26F 별도 순이익(a) (십억원)	24	
Target P/E(b) (x)	27	국내 Peer PCB 평균 (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)	76	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)	953	
유통주식수 (주)	45,437,002	
목표주가 (원)	21,000	
현재주가 (원)	15,750	
Upside Potential(%)	33.3	

주: 덕산네오룩스 지분법 가치는 보수적인 Valuation을 위해 Valuation에 미반영

자료: 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	98	126	205	261	338
증가율 (%)	25.6	28.6	62.7	27.3	29.5
매출원가	71	94	153	184	201
매출원가율 (%)	72.4	74.6	74.6	70.5	59.5
매출총이익	27	32	52	77	137
매출이익률 (%)	27.6	25.4	25.4	29.5	40.5
증가율 (%)	50.0	18.5	62.5	48.1	77.9
판매관리비	7	17	23	27	31
판관비율(%)	7.1	13.5	11.2	10.3	9.2
EBITDA	23	19	32	53	109
EBITDA 이익률 (%)	23.5	15.1	15.6	20.3	32.2
증가율 (%)	흑전	-17.4	68.4	65.6	105.7
영업이익	20	16	29	50	106
영업이익률 (%)	20.4	12.7	14.1	19.2	31.4
증가율 (%)	흑전	-20.0	81.3	72.4	112.0
영업외손익	19	-145	-2	-1	-4
금융수익	27	2	4	5	2
금융비용	9	25	6	6	6
기타영업외손익	1	-122	0	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	38	-130	28	49	103
세전계속사업이익률	38.8	-103.2	13.7	18.8	30.5
증가율 (%)	흑전	적전	흑전	75.0	110.2
법인세비용	8	-3	4	8	16
계속사업이익	30	-126	23	41	86
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	-126	23	41	86
당기순이익률 (%)	30.6	-100.0	11.2	15.7	25.4
증가율 (%)	흑전	적전	흑전	78.3	109.8
지배주주지분 순이익	30	-126	23	41	86
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	0	0	0	0
총포괄이익	29	-126	23	41	86

(단위:십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	96	82	105	152	193
현금성자산	38	40	50	79	94
단기투자자산	26	1	1	1	1
매출채권	12	17	24	31	42
재고자산	17	21	26	35	48
기타유동자산	3	3	4	6	8
비유동자산	303	183	191	193	248
유형자산	33	33	40	45	48
무형자산	1	1	1	1	1
투자자산	268	147	147	144	196
기타비유동자산	1	2	3	3	3
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	399	265	296	344	441
유동부채	51	150	156	162	171
단기차입금	43	36	36	36	36
매입채무	0	1	1	1	2
유동성장기부채	0	101	101	101	101
기타유동부채	8	12	18	24	32
비유동부채	108	2	3	4	6
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	101	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	7	2	3	4	6
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	159	152	159	166	177
지배주주지분	240	114	137	178	265
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	196	70	93	134	221
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	240	114	137	178	265

(단위:십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	14	6	21	34	73
당기순이익	30	-126	23	41	86
유형자산 상각비	3	3	3	3	2
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	-1	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	4	-9	-6	-10	-16
기타	-22	138	1	0	1
투자활동으로인한현금흐름	-16	4	-11	-5	-59
투자자산의 감소(증가)	-25	121	-1	3	-52
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	-3	-10	-8	-6
기타	11	-114	0	0	-1
재무활동으로인한현금흐름	9	-7	0	0	0
차입금의 증가(감소)	0	-101	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	9	94	0	0	0
기타현금흐름	1	-0	0	0	0
현금의증가(감소)	8	2	10	29	14
기초현금	30	38	40	50	79
기말현금	38	40	50	79	94

(단위:원, 배, %)

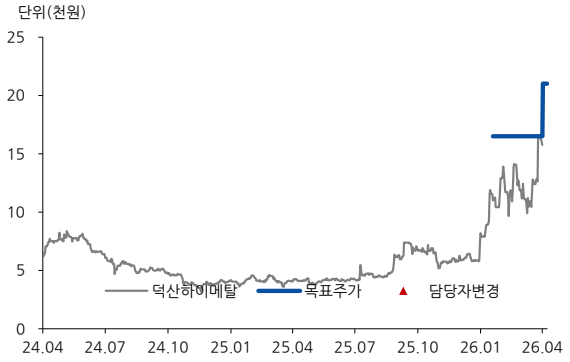
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	660	-2,777	513	912	1,897
EPS(지배순이익 기준)	660	-2,777	513	912	1,897
BPS(자본총계 기준)	5,273	2,501	3,015	3,926	5,824
BPS(지배지분 기준)	5,273	2,501	3,015	3,926	5,824
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	5.8	NA	31.4	17.7	8.5
P/E(지배순이익 기준)	5.8	NA	31.4	17.7	8.5
P/B(자본총계 기준)	0.7	2.4	5.3	4.1	2.8
P/B(지배지분 기준)	0.7	2.4	5.3	4.1	2.8
EV/EBITDA(Reported)	11.2	19.7	25.8	15.2	7.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	적전	흑전	77.7	108.1
EPS(지배순이익 기준)	흑전	적전	흑전	77.7	108.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	13.3	-71.4	18.6	26.3	38.9
ROE(지배순이익 기준)	13.3	-71.4	18.6	26.3	38.9
ROA	7.7	-38.0	8.3	12.9	21.9
안정성 (%)					
부채비율	66.4	133.6	116.2	93.1	66.8
순차입금비율	33.7	86.4	63.0	31.9	16.0
이자보상배율	3.3	2.5	5.0	8.7	18.4

** K-IFRS 별도 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2026.02.09	BUY	16,500	-25.07	0.18
2026.04.23	BUY	21,000		

▶ 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 주간사로 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 (2025.04.01~2026.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181건	93.8%
보유	12건	6.2%
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.