덕산하이메탈 (077360)

형님따라 강남간다

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

Meritz Research 2026. 5. 21

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (5.20)	15,930원
상승여력	-

1Q26 Review: 별도 기준 분기 최대 매출 달성

덕산하이메탈의 1Q26 별도 기준 실적은 매출액 426억원(+62.8% YoY), 영업이익 23억원(-26.7% YoY)로 영업이익 기준 당사 추정치를 35.3% 상회했다. 업황 회복에 따른 솔더볼(SB) 및 마이크로솔더볼(MSB) 수요 증가로 분기 최대 매출을 달성했으나, 주요 원재료인 은·주석 가격 급등 영향으로 수익성은 전년 대비 크게 둔화되었다. 다만 상대적으로 수익성이 높은 MSB의 FC-BGA 및 HDD향 출하 증가 효과에 힘입어 예상보다 견조한 수익성을 기록했다. 반면 연결 기준으로는 에테르시티의 재고자산 충당금 비용이 반영되며 적자 전환했다.

2Q부터 시작될 수익성 회복

2Q26 별도 기준 실적은 매출액 530억원(+72.4% YoY), 영업이익 64억원(+39.1% YoY), Opm:12.1%)을 전망한다. 전방위적인 판가 인상, 생산능력 증가와 가동률 개선, 원자재 가격 연동제 확대가 맞물리며 1Q26와 달리 2Q26부터는 외형 성장과 수익성 개선이 동반될 전망이다. 특히 MSB는 FC-BGA 업황이 업사이클에 진입한 가운데 국내 고객사뿐만 아니라 대만 FC-BGA 업체향 출하가 크게 증가한 것으로 파악된다. 그중 GPU/ASIC향 제품을 주력으로 공급하는 대만 FC-BGA 업체 내 점유율은 기존 대비 약 2배 확대된 것으로 추정된다. AI 서버 중심의 HDD향 출하 호조도 지속되고 있으며, 주 고객사의 고용량 제품 전환 과정에서 판가 상승 효과가 기대된다. 신제품인 CSB 역시 현재 주력 고객사 내 채택 확대와 신규 고객사향 추가 공급이 점진적으로 반영될 전망이다. 이에 따라 2Q26부터 두 자릿수 수익성 회복이 기대되며, 성수기인 3Q26에는 전년의 두 자릿수 초반 수익성을 크게 상회하는 두 자릿수 후반의 이익 레벨 진입이 가능할 전망이다.

커지는 판, 필요한 선택

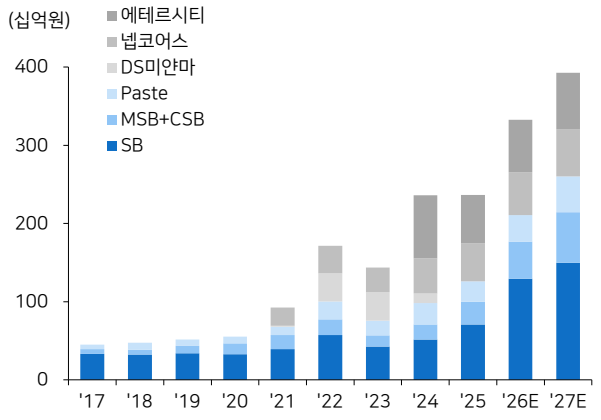
글로벌 FC-BGA 선두권 업체들의 시장 기대를 크게 상회하는 공격적인 증설 계획이 잇따라 발표되고 있다. 특히 다수의 증설이 고객사와의 LTA 계약에 기반하고 있어, FC-BGA 업사이클 장기화에 대한 시장의 공감대도 높아지고 있다. 동사 역시 FC-BGA 업황 사이클에 동행하기 위해서는 공격적인 Capex 집행이 필요하다. 동시에 원자재 가격 상승에 따른 재고 확보 부담까지 확대되고 있어, 자회사 지원 여력은 제한적일 수밖에 없다. 이러한 관점에서 현재 추진 중인 덕산넵코어스 상장은 각 사업이 독립적으로 성장 재원을 확보하고 중장기 기업가치를 제고할 수 있는 전략적 선택으로 판단된다. 또한 현재 동사 주가는 본업 가치만으로 접근하더라도 글로벌 FC-BGA 주요 소재·부품 업체들의 '27년 평균 PER 31.8배 대비 크게 저평가되어 있다. 본업 가치의 재부각만으로도 주가 업사이드는 여전히 유효하다고 판단된다.

표1 덕산하이메탈 실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	**44.2**	**57.4**	**61.5**	**73.4**	**68.7**	**83.1**	**88.0**	**93.0**	**236.4**	**332.8**	**393.0**
(%, QoQ)	-22.4%	30.0%	7.1%	19.4%	55.6%	44.8%	43.1%	26.7%			
(%, YoY)	-27.4%	-5.4%	6.8%	29.0%	-6.4%	21.0%	5.8%	5.7%	0.1%	40.8%	18.1%
덕산하이메탈 별도	26.2	30.7	34.3	35.1	42.6	53.0	58.9	56.3	126.3	210.8	260.2
SB	14.0	17.4	20.4	19.2	25.4	33.0	36.3	34.5	71.0	129.2	149.9
MSB/CSB	6.4	7.2	7.2	8.2	10.4	12.0	12.6	12.8	29.0	47.7	64.4
Paste	5.8	6.1	6.7	7.7	6.8	8.0	10.0	9.0	26.3	33.8	45.8
넵코어스	7.7	12.5	11.0	17.3	12.0	15.4	11.0	16.6	48.5	55.0	60.5
에테르씨티	10.3	14.2	16.2	21.0	14.1	14.7	18.1	20.1	61.7	67.0	72.4
영업이익	**-1.4**	**2.6**	**1.6**	**0.1**	**-0.7**	**6.6**	**11.7**	**10.2**	**2.8**	**27.8**	**49.1**
(%, QoQ)	적전	흑전	-39.1%	-96.8%	적전	흑전	76.6%	-12.9%			
(%, YoY)	적전	-63.4%	-35.4%	-99.0%	적축	156.5%	644.5%	20261.3%	-84.9%	889.9%	76.6%
하이메탈(별도)	3.1	4.6	4.4	3.4	2.3	6.4	10.2	9.0	15.6	27.9	43.2
기타	-4.5	-2.0	-2.9	-3.3	-3.0	0.2	1.5	1.2	-12.8	-0.1	5.9
영업이익률	**-3.1%**	**4.5%**	**2.6%**	**0.1%**	**-1.0%**	**8.0%**	**13.3%**	**10.9%**	**1.2%**	**8.4%**	**12.5%**
하이메탈(별도) 영업이익률	**12.0%**	**15.0%**	**13.0%**	**9.6%**	**5.4%**	**12.1%**	**17.3%**	**16.0%**	**12.3%**	**13.2%**	**16.6%**

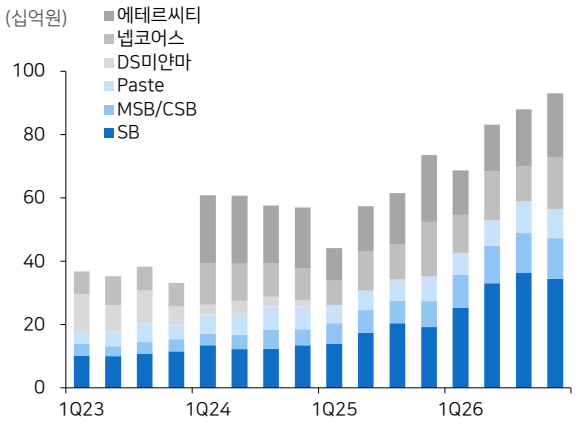
자료: 덕산하이메탈, 메리츠증권 리서치센터

그림1 덕산하이메탈 제품/사업부별 실적 추이 (연간 기준)



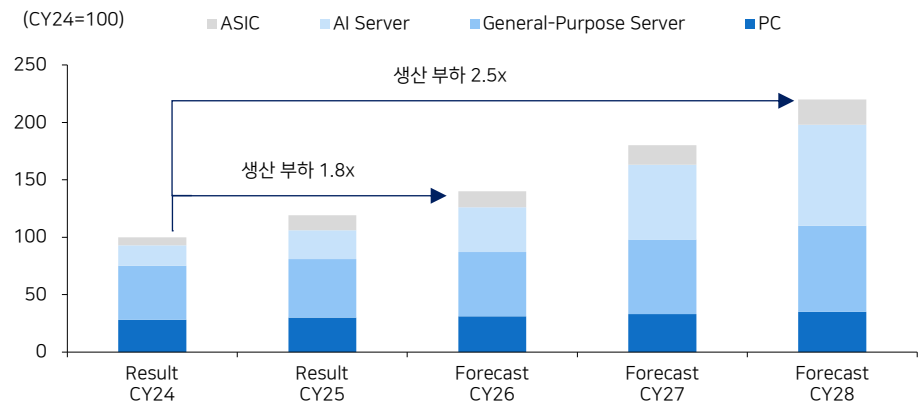
자료: 덕산하이메탈, 메리츠증권 리서치센터

그림2 덕산하이메탈 제품/사업부별 실적 추이 (분기 기준)



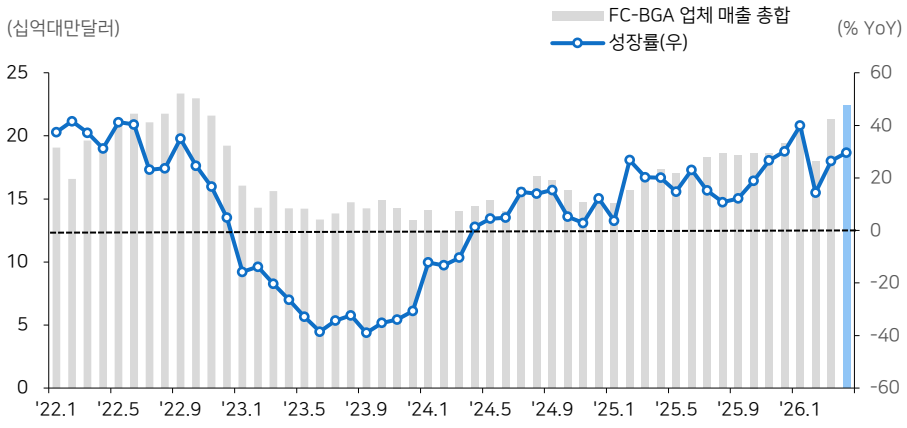
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 Ibiden, ABF 기판 수요 전망



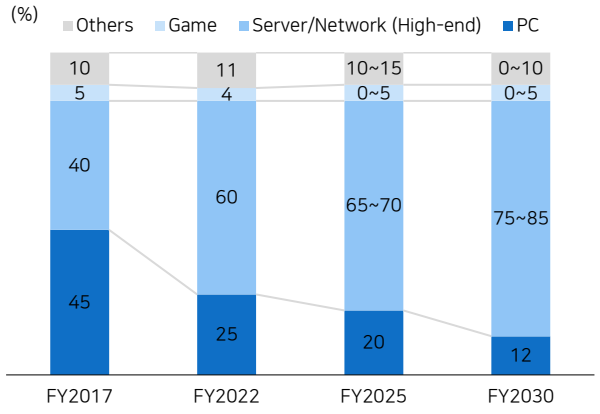
자료: Ibiden, 메리츠증권 리서치센터

그림4 대만 FC-BGA (Unimicron, Nanya PCB, Kinsus) 합산 매출액 추이



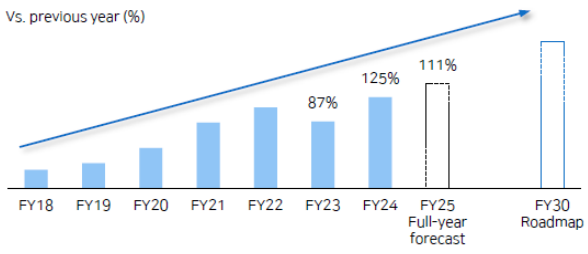
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 Ajinomoto Build-up 필름 응용처별 판매 현황



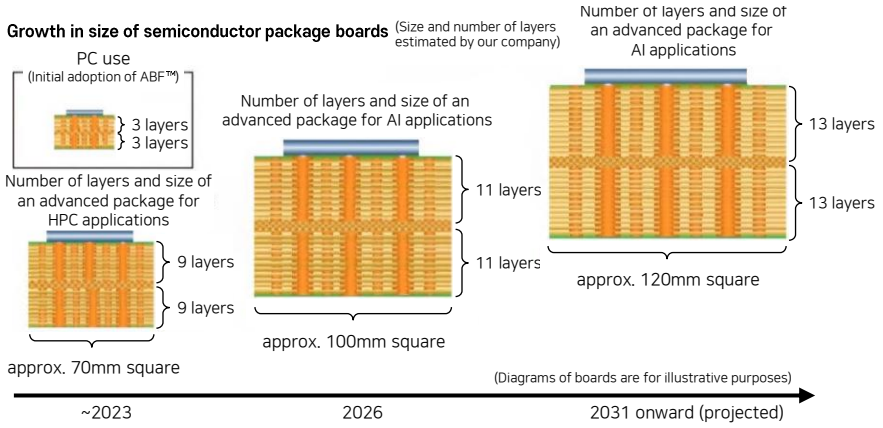
자료: Ajinomoto, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Ajinomoto Build-up 필름 판매량 전망



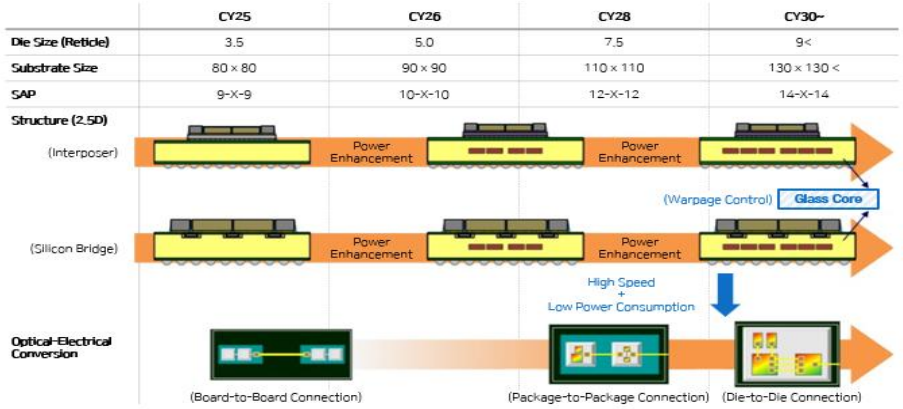
자료: Ajinomoto, 메리츠증권 리서치센터

그림7 ABF 기판 기술 로드맵 (1)



자료: Ajinomoto, 메리츠증권 리서치센터

그림8 ABF 기판 기술 로드맵 (2)



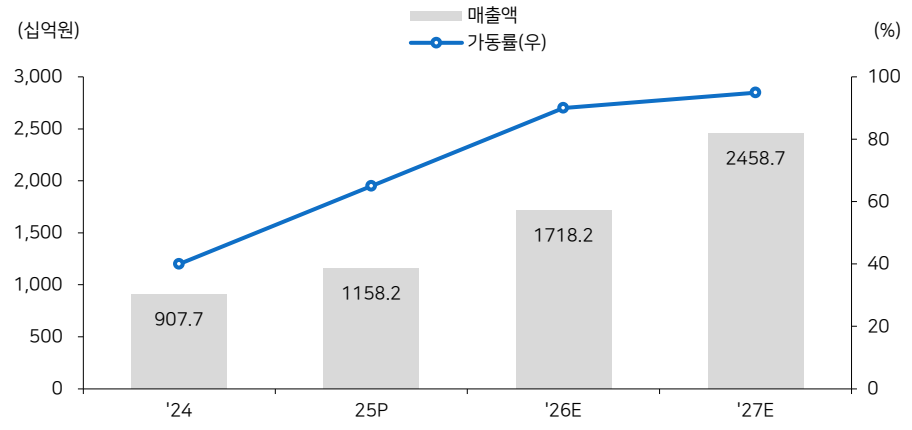
자료: Ibiden, 메리츠증권 리서치센터

표2 Unimicron FC-BGA 로드맵

		2025	2026	2027
Structure		11/2/11 ; 8/6/8	14/n/14	16/n/16
Max. Body Size (mm)		93x93	150x150	>150x150
Bump Area	Bump Pitch	90	70	60
	SRO	45	35	30
Build up Layer	Line/Space	9/12	5/7	5/5
	Min. Via/Land Diameter	55/80	35/60	30/55
Core Layer	Line/Space	25/25	20/25	20/25

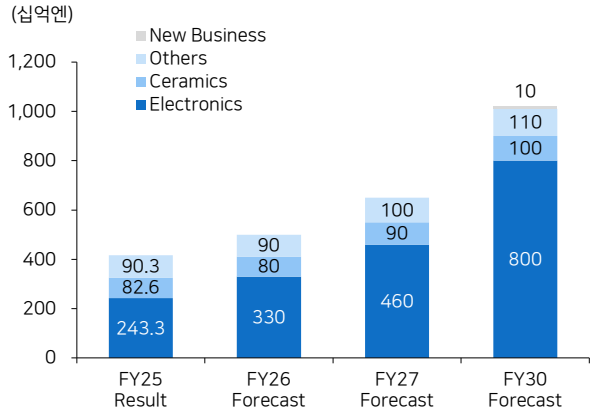
자료: Unimicron, 메리츠증권 리서치센터

그림9 삼성전기 FC-BGA 매출액 및 가동률 전망



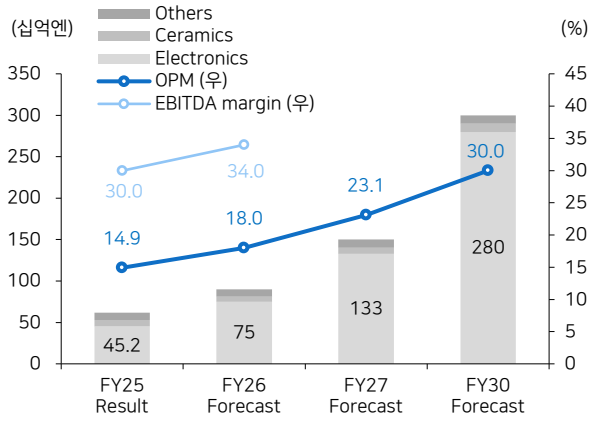
자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

그림10 Ibiden 중장기 매출 가이던스



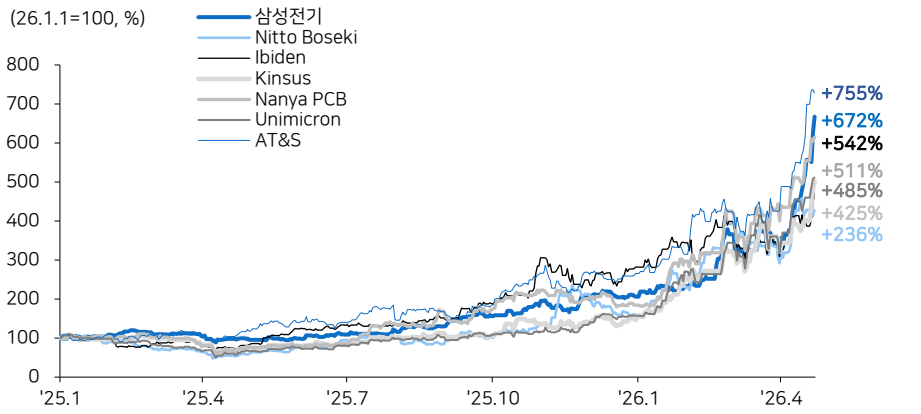
자료: Ibiden, 메리츠증권 리서치센터

그림11 Ibiden 중장기 영업이익 가이던스



자료: Ibiden, 메리츠증권 리서치센터

그림12 글로벌 ABF 기판 밸류체인 상대주가 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 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	삼성전기	78,652	63.4	40.7	7.6	6.5	69.4	55.8	12.5	16.6	13,410	15,952	1,567	2,473	30.0	21.5
	Ibiden	27,706	71.1	51.5	7.3	6.5	0.0	38.1	10.7	13.3	3,174	3,757	558	756	25.0	18.6
	Kinsus	8,389	54.2	27.4	6.2	5.3	169.3	97.6	11.8	19.1	1,633	2,173	210	392	18.5	13.3
	Nanya PCB	16,921	65.2	29.0	10.2	8.5	316.1	124.6	17.8	31.7	1,822	2,620	313	710	30.8	16.8
	Unimicron	40,958	56.8	27.9	10.8	8.4	224.3	103.9	20.2	33.1	5,700	7,963	802	1,804	28.6	16.2
	대덕전자	6,572	35.9	25.9	6.4	5.2	287.2	38.8	18.9	21.9	1,492	1,772	229	311	19.8	15.7
	Toppan	8,089	16.2	13.6	0.9	0.9	0.0	19.1	5.8	6.7	11,794	12,218	557	663	8.1	7.3
MLB	이수페타시스	9,007	33.4	21.9	9.5	6.9	52.9	52.3	32.5	36.2	1,561	2,134	330	508	23.5	15.6
	대덕전자	6,572	35.9	25.9	6.4	5.2	287.2	38.8	18.9	21.9	1,492	1,772	229	311	19.8	15.7
	Unimicron	40,958	56.8	27.9	10.8	8.4	224.3	103.9	20.2	33.1	5,700	7,963	802	1,804	28.6	16.2
	Victory Giant	47,834	33.2	20.0	10.1	7.3	111.9	66.2	34.7	38.0	4,867	7,942	1,526	2,565	26.2	14.9
	WUS(Kunshan)	29,282	36.4	24.8	10.6	8.0	51.1	46.7	28.8	31.1	3,803	5,333	966	1,423	26.9	17.9
	Shennan Circuits	33,410	43.8	30.6	10.5	8.0	64.5	42.2	26.0	28.9	4,528	5,782	838	1,167	30.5	22.4
	Gold Circuit	19,916	34.0	21.2	14.2	10.4	82.9	60.6	49.5	57.2	3,017	4,309	866	1,404	21.0	12.9
	TTM Tech	16,762	44.5	31.9	8.2	6.7	109.8	39.3	19.3	20.8	3,805	4,440	493	670	27.6	21.2
PCB	LG이노텍	18,058	24.1	20.6	2.8	2.5	109.1	16.7	12.2	12.6	24,083	25,636	1,071	1,213	8.8	8.2
	코리아써키트	2,146	19.7	14.2	4.4	3.6	148.1	38.7	22.6	25.1	1,798	2,106	137	194	12.1	9.5
	심텍	3,915	38.4	19.4	5.6	4.4	-153.5	97.2	18.8	25.5	1,787	2,194	159	273	18.3	12.6
	티엘비	932	27.0	19.7	5.5	4.2	70.8	37.1	24.2	24.5	357	451	50	75	16.8	11.6
	대덕전자	6,572	35.9	25.9	6.4	5.2	287.2	38.8	18.9	21.9	1,492	1,772	229	311	19.8	15.7
	해성디에스	1,352	16.8	12.9	2.1	1.9	231.9	30.5	13.5	15.4	814	921	103	130	9.2	7.6
	Tripod Tech	7,679	18.3	13.8	4.0	3.6	27.4	33.2	24.3	27.0	2,777	3,419	540	725	9.4	7.5
AI CCL	EMC	49,745	49.2	26.3	22.2	15.6	110.6	86.7	48.3	57.7	5,235	8,510	1,305	2,462	36.4	20.2
	TUC	10,992	37.8	20.6	14.7	10.4	158.5	83.4	42.7	53.6	1,827	2,777	388	676	26.8	16.7
	ITEQ	2,715	32.5	20.4	3.8	3.4	71.8	59.6	12.4	18.2	1,363	1,696	132	206	15.0	10.9
	Shengyi Tech	35,884	43.9	31.6	11.8	9.6	73.7	39.0	27.0	31.6	5,697	7,382	1,027	1,431	31.6	23.3
소재/부품	Ajinomoto	31,159	35.9	30.6	6.9	6.8	0.0	17.3	18.4	21.3	10,716	11,300	1,274	1,470	17.9	16.1
	Nitto Boseki	5,003	36.9	28.1	4.3	3.8	184.1	-45.3	12.7	15.2	872	993	183	239	19.2	14.8
	MEC	1,189	30.5	26.2	4.7	4.2	13.4	14.7	17.0	18.0	168	185	51	59	18.4	15.5
	Union Tool	2,363	36.5	30.9	3.6	3.3	12.4	20.5	n/a	n/a	329	368	79	94	17.8	15.6
	Topoint	1,654	57.7	31.7	8.4	8.5	126.4	81.9	15.5	41.5	197	321	42	80	n/a	n/a
	Dtech	14,992	109.3	65.6	30.3	22.3	125.0	66.6	30.3	38.4	551	848	162	275	79.1	48.1
	네오티스	362	28.0	13.8	5.7	4.2	166.5	102.9	21.2	33.5	102	156	19	32	16.2	9.2
	Mitsui mining	16,016	31.1	27.5	5.5	4.8	0.0	13.2	20.2	19.7	5,041	5,313	689	789	17.7	15.6
Leadframe	CWTC	1,459	19.8	n/a	3.5	n/a	48.7	n/a	19.5	n/a	517	n/a	81	n/a	n/a	n/a
	SDI Corporation	1,036	37.3	29.3	4.2	4.0	186.5	27.5	12.7	14.6	382	427	37	46	18.6	16.3
Wafer Business	Shin-etsu	85,439	22.6	20.1	2.7	2.6	0.0	12.6	12.5	13.5	17,553	18,659	4,753	5,319	11.9	10.9
	SUMCO	6,650	43.8	22.9	1.9	1.8	-257.8	91.0	3.7	7.3	2,905	3,103	236	450	9.3	8.5
	Global Wafers	9,635	31.8	22.3	3.1	2.9	29.3	42.8	10.1	13.4	2,069	2,507	303	499	17.4	12.9

주: 국내 기업은 십억원, 해외 기업은 백만달러 단위
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Company Data

덕산하이메탈 (077360)

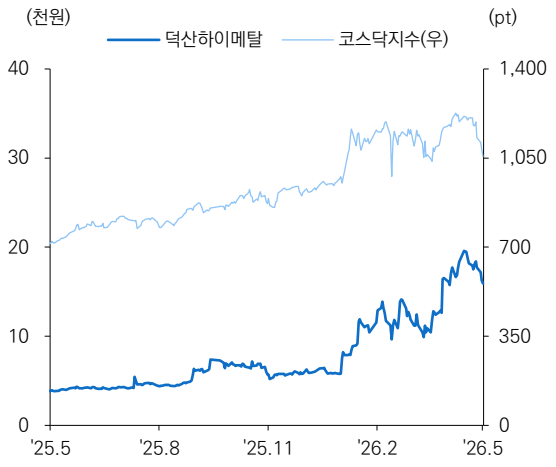
KOSDAQ	1,056.07pt
시가총액	7,238억원
발행주식수	4,544만주
유동주식비율	42.25%
외국인비중	4.45%
52주 최고/최저가	19,590원/3,820원
평균거래대금	288.1억원

주요주주(%)

이수훈 외 12 인	57.75

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.8	179.5	311.1
상대주가	9.3	136.0	178.5

주가그래프



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	92.7	6.0	31.9	701	108.7	5,764	14.7	1.78	43.0	13.3	18.8
2022	164.4	-3.7	6.1	134	-80.9	6,480	35.7	0.74	98.8	2.2	19.5
2023	144.5	-11.0	5.7	125	-7.1	6,369	57.5	1.12	-125.9	1.9	78.2
2024	235.9	18.6	20.4	449	260.2	6,897	8.6	0.56	14.3	6.8	79.9
2025	283.3	19.5	6.3	138	-69.2	6,952	46.0	0.91	24.0	2.0	86.3

덕산하이메탈 (077360)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	**92.7**	**164.4**	**144.5**	**235.9**	**283.3**
매출액증가율(%)	67.9	77.3	-12.1	63.3	20.1
매출원가	69.6	150.5	133.6	179.9	220.9
매출총이익	23.1	13.9	10.9	56.0	62.4
판매관리비	17.1	17.6	21.9	37.4	42.9
영업이익	**6.0**	**-3.7**	**-11.0**	**18.6**	**19.5**
영업이익률(%)	6.5	-2.3	-7.6	7.9	6.9
금융손익	0.5	-1.5	-0.2	3.3	-11.1
종속/관계기업손익	18.0	14.3	5.8	17.4	6.7
기타영업외손익	12.5	-6.4	-8.3	3.4	-1.6
세전계속사업이익	37.1	2.7	-13.7	42.7	13.5
법인세비용	5.3	-2.7	-1.7	11.4	3.4
당기순이익	**31.7**	**6.1**	**3.3**	**31.3**	**10.1**
지배주주지분 순이익	31.9	6.1	5.7	20.4	6.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	**-13.7**	**3.8**	**5.3**	**13.8**	**-5.3**
당기순이익(손실)	31.7	6.1	3.3	31.3	10.1
유형자산상각비	3.9	4.3	4.3	8.2	8.2
무형자산상각비	1.2	1.6	1.7	7.9	4.7
운전자본의 증감	-26.8	-6.4	9.3	-3.8	-27.1
투자활동 현금흐름	**-27.0**	**-11.7**	**-296.8**	**-32.0**	**-187.5**
유형자산의증가(CAPEX)	-5.0	-10.7	-10.6	-20.9	-11.0
투자자산의감소(증가)	-28.6	-14.1	-19.2	-34.1	-150.1
재무활동 현금흐름	**27.5**	**23.0**	**313.5**	**31.4**	**-19.7**
차입금의 증감	17.7	1.2	229.6	36.7	-20.0
자본의 증가	6.7	13.9	-10.1	0.0	-0.2
현금의 증가(감소)	-12.4	14.5	22.0	14.4	-213.0
기초현금	30.9	18.5	33.0	55.0	69.4
기말현금	18.5	33.0	55.0	69.4	-143.6

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	81.7	109.6	196.3	214.3	102.4
현금및현금성자산	18.5	33.0	55.0	69.4	-143.6
매출채권	14.3	18.8	43.1	49.3	83.8
재고자산	42.4	51.7	56.2	48.9	83.2
비유동자산	242.0	254.0	554.8	604.2	755.4
유형자산	47.6	50.0	96.2	111.7	112.0
무형자산	28.1	26.5	260.9	253.5	248.9
투자자산	158.4	172.6	191.7	225.8	382.6
자산총계	**323.7**	**363.5**	**751.1**	**818.5**	**857.9**
유동부채	37.6	48.9	101.4	108.4	136.1
매입채무	5.4	8.3	15.9	8.4	14.3
단기차입금	17.0	16.6	45.9	63.2	59.7
유동성장기부채	0.6	0.5	1.0	0.6	0.6
비유동부채	13.7	10.5	228.1	255.3	261.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.7	2.0	202.3	219.7	203.2
부채총계	**51.2**	**59.4**	**329.5**	**363.6**	**397.3**
자본금	4.5	9.1	9.1	9.1	9.1
자본잉여금	115.1	124.5	114.4	114.4	114.2
기타포괄이익누계액	-2.5	0.1	0.1	4.9	1.4
이익잉여금	242.3	250.2	255.4	274.6	280.8
비지배주주지분	10.5	9.7	132.2	141.5	144.7
자본총계	**272.4**	**304.1**	**421.6**	**454.9**	**460.6**

Key Financial Data

	2021	2022	2023	2024	2025
주당데이터(원)					
SPS	2,041	3,618	3,179	5,192	6,234
EPS(지배주주)	701	134	125	449	138
CFPS	334	158	60	821	784
EBITDAPS	244	47	-110	764	713
BPS	5,764	6,480	6,369	6,897	6,952
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	14.7	35.7	57.5	8.6	46.0
PCR	30.8	30.3	118.5	4.7	8.1
PSR	5.0	1.3	2.3	0.7	1.0
PBR	1.78	0.74	1.12	0.56	0.91
EBITDA(십억원)	11.1	2.2	-5.0	34.7	32.4
EV/EBITDA	43.0	98.8	-125.9	14.3	24.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.3	2.2	1.9	6.8	2.0
EBITDA 이익률	12.0	1.3	-3.5	14.7	11.4
부채비율	18.8	19.5	78.2	79.9	86.3
금융비용부담률	0.4	0.2	1.5	6.3	4.4
이자보상배율(x)	15.7	-11.2	-4.9	1.3	1.6
매출채권회전율(x)	8.2	9.9	4.7	5.1	4.3
재고자산회전율(x)	3.6	3.5	2.7	4.5	4.3

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