

덕산하이메탈 (077360)

메모리·ABF 병목 소재로서의 재평가 기대

전기전자/IT부품

Analyst 양승수

seungsoo.yang@meritz.co.kr

2Q26 Preview: MSB 중심 수익성 회복에 초점

2Q26 별도 실적은 매출액 540억원(+75.8% YoY), 영업이익 75억원(+61.7% YoY, Opn:13.8%)으로 시장 컨센서스(69억원)를 상회할 전망이다. 스톡옵션 관련 일회성 비용 반영에도 불구하고, 1분기와 달리 원자재 가격 부담이 완화되며 수익성이 빠르게 정상화되고 있다는 점이 긍정적이다. 또한 고마진 제품군인 MSB의 주요 대만 고객사 내 점유율 확대와 가격 인상 효과를 바탕으로 실적 기여도 확대가 예상된다. 특히 스토리지 수요 확대에 따른 MSB 내 HDD항 매출 비중 상승 효과로, 믹스 개선으로 인해 MSB 자체의 수익성도 전분기 대비 개선된 것으로 파악된다.

공격적인 증설이 필연적인 업황

동사의 최대 전방 시장인 메모리와 ABF 기판 모두 고객사들의 공격적인 증설 계획이 연이어 발표되고 있다. 특히 두 시장 모두 공급 부족을 배경으로 고객사와의 LTA 계약이 확대되고 있어, 업사이클 장기화에 대한 가시성도 함께 높아지고 있다. 이에 따라 동사 역시 업황 사이클에 동행하기 위한 공격적인 증설 동참이 예상된다. 솔더볼의 경우 전방 메모리 업황 회복에 대응하기 위해 올해에도 레이아웃 변경 등을 통한 지속적인 Capa 확대가 진행 중이다. 특히 국내 고객사뿐만 아니라 중국항 고객사 매출도 빠르게 증가하고 있어 추가 증설의 필요성이 높아지고 있으며, 내년에도 약 30% 수준의 Capa 확대가 예상된다. MSB는 주요 고객사의 공격적인 증설에 더해 패키징 대면적화와 미세피치 요구 확대에 따른 패키징당 탑재량 증가 효과가 동반되고 있다. 하반기부터 공장 내 여유 부지를 활용한 설비 투자가 진행되며, 내년 MSB Capa는 현재 대비 약 2배 확대될 전망이다. 전방산업의 구조적 공급 부족과 LTA 확대가 동반되고 있다는 점을 감안하면, 현재의 증설은 수요를 기다리는 투자가 아니라 확보된 수요를 따라가는 투자라고 판단된다. 이에 따라 Capa 확대분은 가동률 부담 없이 곧바로 외형 성장으로 연결될 것으로 예상하며, '27년 별도 실적은 매출액 2,793억원(+31.3% YoY), 영업이익 475억원(+64.2% YoY)로의 성장을 전망한다.

ABF 기판 핵심 밸류체인으로서의 지위 격상 기대

AI 하드웨어 관련 주가 조정이 심화되는 국면에서도 중장기 쇼티지 기대감에 기반한 글로벌 ABF 밸류체인의 멀티플 프리미엄은 유지되고 있다. 동사의 MSB 역시 ABF 기판에 필요한 핵심 소재 중 하나로, 글로벌 공급 가능 업체가 동사와 Senju Metal로 제한된 과점 구조가 지속되고 있다. 특히 ABF 기판의 대면적화와 미세피치화가 동시에 진행될수록 MSB의 품질 안정성과 공급 신뢰성은 더욱 부각될 전망이다. 당사는 동사의 ABF 공급망 내 병목 소재를 담당하는 핵심 밸류체인으로 지위 격상 가능성에 주목하며, Peer 대비 밸류에이션 매력도가 높다는 기존 의견을 유지한다.

Meritz Research 2026. 7. 16

Not Rated

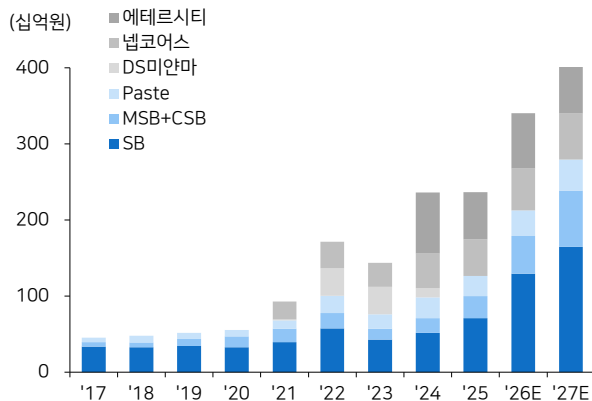
적정주가 (12개월)	-
현재주가 (7.15)	10,140원
상승여력	-

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	89.0	88.4	94.1	236.4	340.2	418.1
(%, QoQ)	-22.4%	30.0%	7.1%	19.4%	-6.4%	29.5%	-0.6%	6.4%			
(%, YoY)	-27.4%	-5.4%	6.8%	29.0%	55.6%	55.0%	43.9%	28.2%	0.1%	43.9%	22.9%
덕산하이메탈 별도	26.2	30.7	34.3	35.1	42.6	54.0	59.3	56.8	126.3	212.7	279.3
SB	14.0	17.4	20.4	19.2	25.4	33.5	36.2	34.4	71.0	129.5	164.5
MSB/CSB	6.4	7.2	7.2	8.2	10.4	12.5	13.1	13.4	29.0	49.4	74.0
Paste	5.8	6.1	6.7	7.7	6.8	8.0	10.0	9.0	26.3	33.8	40.8
넵코어스	7.7	12.5	11.0	17.3	12.0	15.4	11.0	16.6	48.5	55.0	60.5
에테르시티	10.3	14.2	16.2	21.0	14.1	19.6	18.1	20.7	61.7	72.5	78.3
영업이익	-1.4	2.6	1.6	0.1	-0.7	11.9	10.7	10.6	2.8	32.6	53.9
(%, QoQ)	적전	흑전	-39.1%	-96.8%	적전	흑전	-10.4%	-1.1%			
(%, YoY)	적전	-63.4%	-35.4%	-99.0%	적축	363.0%	581.6%	21064.8%	-84.9%	1058.8%	65.7%
덕산하이메탈 (별도)	3.1	4.6	4.4	3.4	2.3	7.5	10.1	9.1	15.6	28.9	47.5
기타	-4.5	-2.0	-2.9	-3.3	-3.0	4.5	0.6	1.5	-12.8	3.6	6.5
영업이익률	-3.1%	4.5%	2.6%	0.1%	-1.0%	13.4%	12.1%	11.2%	1.2%	9.6%	12.9%
덕산하이메탈 (별도) 영업이익률	12.0%	15.0%	13.0%	9.6%	5.4%	13.8%	17.0%	16.0%	12.3%	13.6%	17.0%

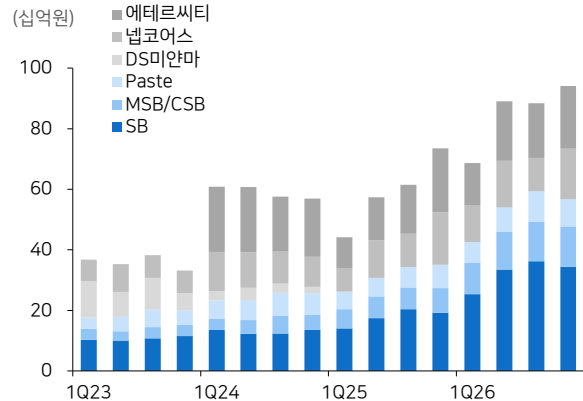
자료: 덕산하이메탈, 메리츠증권 리서치센터

그림1 덕산하이메탈 제품/사업부별 실적 추이 (연간 기준)



자료: 덕산하이메탈, 메리츠증권 리서치센터

그림2 덕산하이메탈 제품/사업부별 실적 추이 (분기 기준)



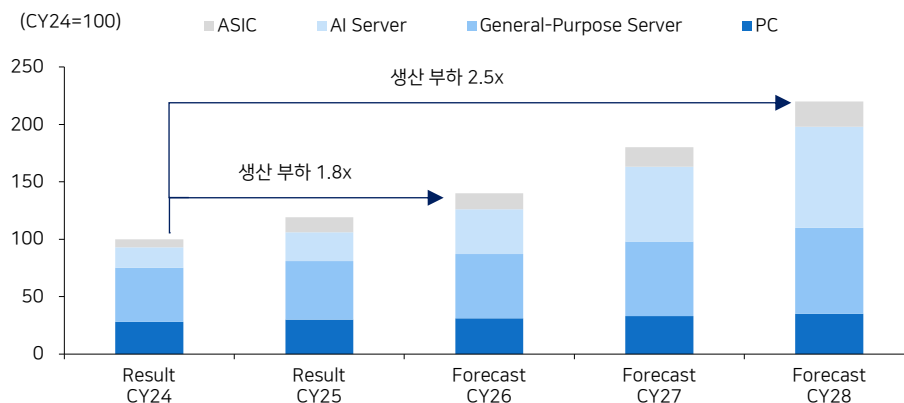
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 덕산하이메탈 제품군



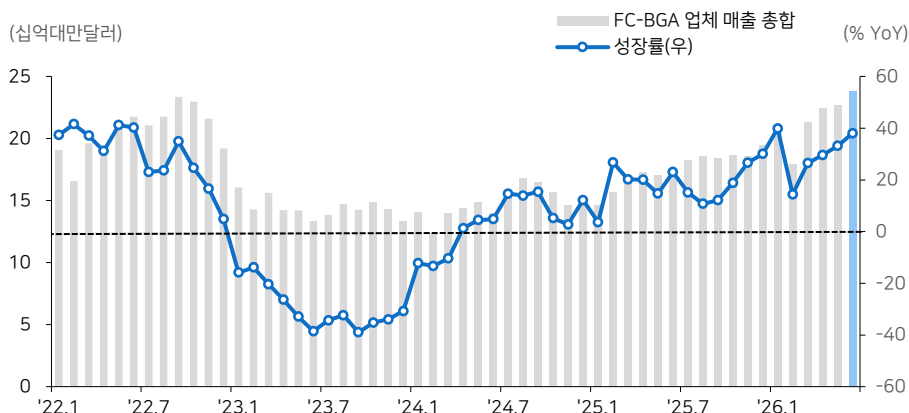
자료: 덕산하이메탈

그림4 Ibsiden, ABF 기판 수요 전망



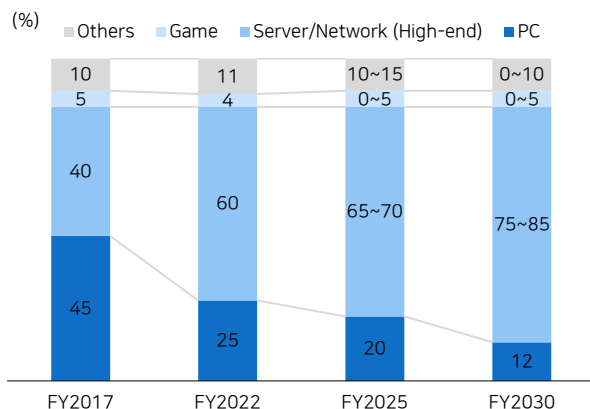
자료: Ibsiden, 메리츠증권 리서치센터

그림5 대만 FC-BGA (Unimicron, Nanya PCB, Kinsus) 합산 매출액 추이



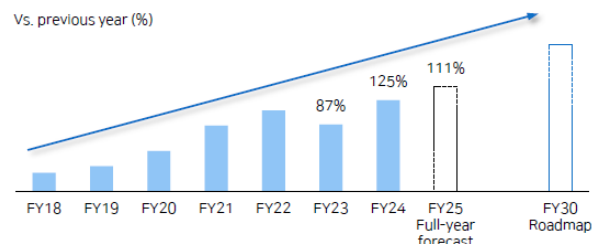
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Ajinomoto Build-up 필름 응용처별 판매 현황



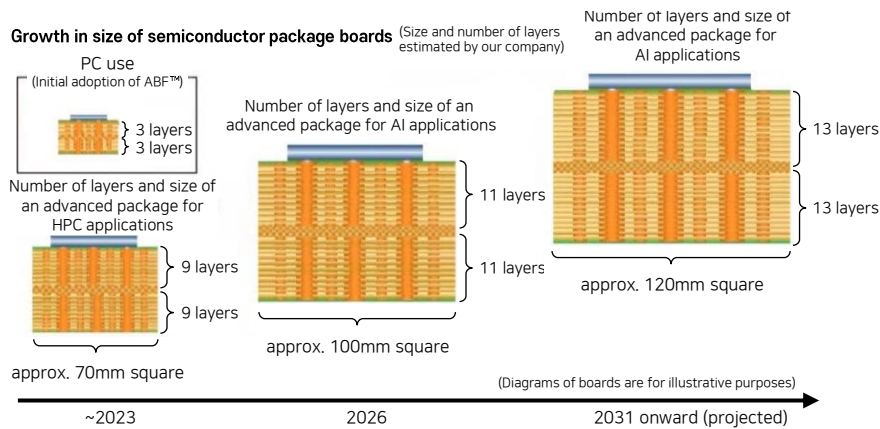
자료: Ajinomoto, 메리츠증권 리서치센터

그림7 Ajinomoto Build-up 필름 판매량 전망



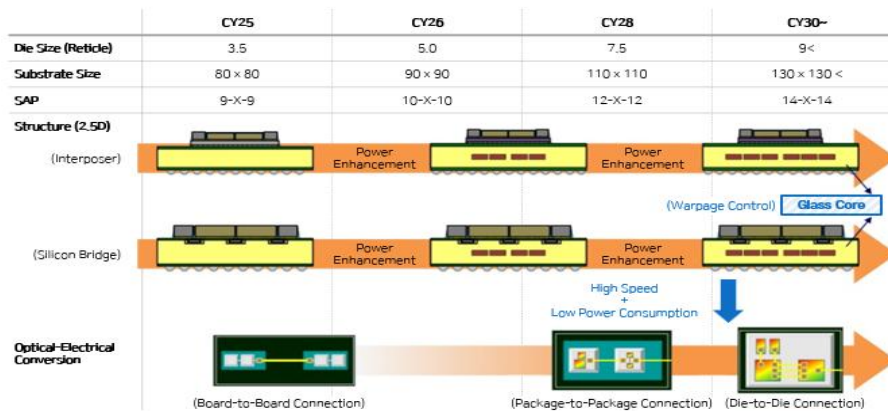
자료: Ajinomoto, 메리츠증권 리서치센터

그림8 ABF 기판 기술 로드맵 (1)



자료: Ajinomoto, 메리츠증권 리서치센터

그림9 ABF 기판 기술 로드맵 (2)



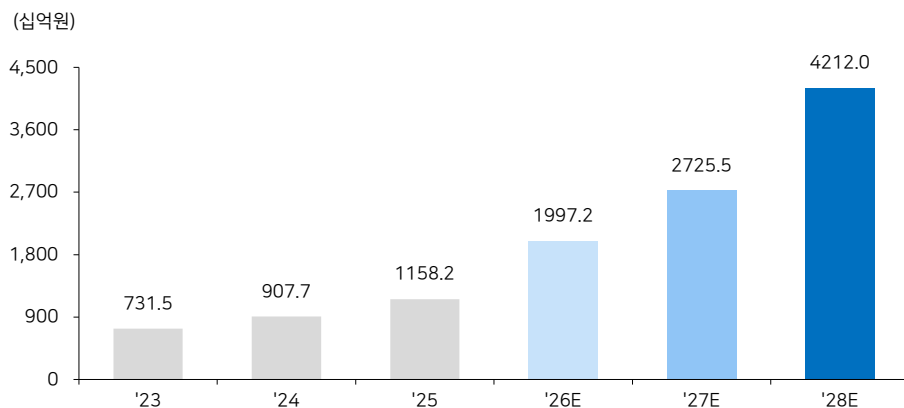
자료: Ibiden, 메리츠증권 리서치센터

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

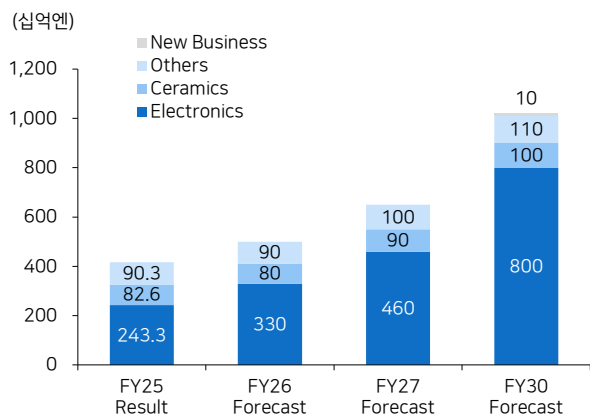
자료: Unimicron, 메리츠증권 리서치센터

그림10 삼성전기 FC-BGA 매출액 전망



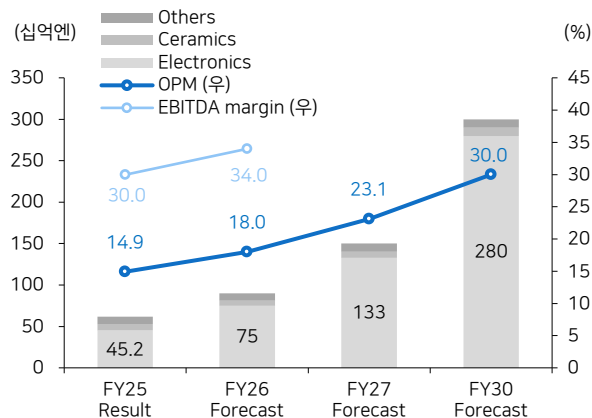
자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

그림11 Ibsiden 중장기 매출 가이드스



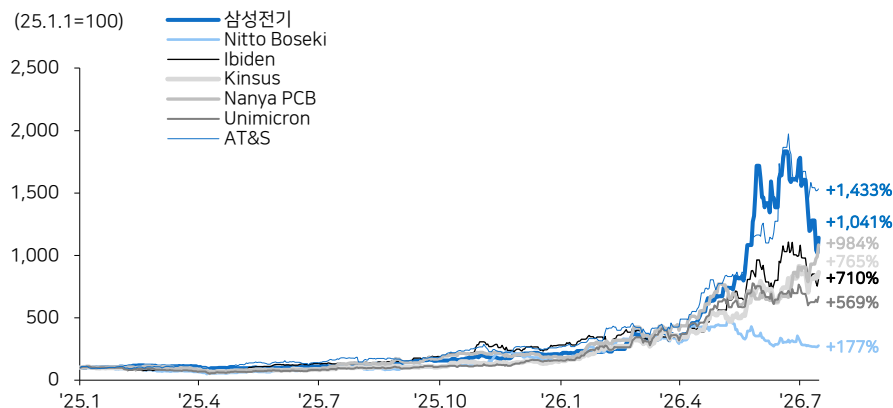
자료: Ibsiden, 메리츠증권 리서치센터

그림12 Ibsiden 중장기 영업이익 가이드스



자료: Ibsiden, 메리츠증권 리서치센터

그림13 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	105,542	79.3	39.2	10.0	8.2	81.1	102.2	13.2	21.6	13,650	17,604	1,669	3,415	38.5	22.7
	Ibiden	33,575	77.9	52.4	8.9	7.7	0.8	48.7	11.7	16.6	3,183	3,981	621	954	29.1	19.9
	Kinsus	13,825	81.9	34.8	10.2	8.3	194.0	134.9	13.1	23.1	1,679	2,473	233	508	30.2	20.1
	Nanya PCB	28,391	91.5	37.0	16.7	13.3	396.7	146.8	19.2	39.1	1,819	2,945	377	975	46.7	22.1
	Unimicron	46,179	59.9	28.9	12.0	9.5	244.9	107.0	20.8	34.8	5,663	8,111	818	1,926	32.2	17.5
	대덕전자	7,077	36.8	25.9	6.8	5.5	296.6	41.8	19.7	23.0	1,512	1,823	242	340	20.4	15.5
MLCC	삼성전기	105,542	79.3	39.2	10.0	8.2	81.1	102.2	13.2	21.6	13,650	17,604	1,669	3,415	38.5	22.7
	Murata	110,077	49.7	36.0	5.8	5.1	33.0	37.9	12.0	16.4	12,456	14,502	2,636	3,721	27.9	20.5
	Taiyo Yuden	10,122	58.5	32.9	4.4	4.0	68.3	77.8	8.0	13.7	2,435	2,767	250	425	19.4	14.1
	TDK	38,882	26.4	22.3	2.6	2.4	10.4	18.3	10.4	11.6	16,560	17,748	1,935	2,278	10.6	9.2
	Yageo	51,328	42.0	26.7	8.0	4.0	59.0	57.7	20.1	27.4	5,489	7,285	1,490	2,379	29.1	19.5
MLB	이수페타시스	7,495	26.8	18.3	7.5	5.2	58.5	45.9	30.7	33.1	1,566	2,096	332	503	18.8	13.1
	대덕전자	7,077	36.8	25.9	6.8	5.5	296.6	41.8	19.7	23.0	1,512	1,823	242	340	20.4	15.5
	Unimicron	46,179	59.9	28.9	12.0	9.5	244.9	107.0	20.8	34.8	5,663	8,111	818	1,926	32.2	17.5
	Victory Giant	38,962	29.5	16.0	7.0	5.3	98.2	84.9	29.6	37.1	4,923	8,468	1,508	2,759	22.9	12.6
	WUS(Kunshan)	38,998	46.5	28.9	13.1	9.4	57.6	60.8	32.2	37.2	4,142	6,291	1,080	1,804	30.9	18.1
	Shennan Circuits	37,946	49.1	33.5	11.8	8.8	65.8	46.8	26.5	30.2	4,653	6,101	863	1,252	33.9	24.3
	Gold Circuit	16,456	26.5	16.4	11.1	8.4	91.6	61.8	51.3	58.9	3,132	4,515	909	1,485	16.3	11.4
	TTM Tech	14,744	35.2	26.7	7.7	6.5	132.8	32.0	21.8	22.3	4,002	4,706	553	709	22.5	18.1
PCB	LG이노텍	16,283	20.0	16.2	2.5	2.2	126.5	23.5	13.2	13.9	24,438	26,306	1,137	1,359	7.7	6.9
	코리아써킷	1,856	16.2	11.1	3.8	3.0	156.9	46.0	23.0	26.0	1,830	2,179	142	217	11.0	8.4
	심텍	4,556	32.4	18.7	6.4	4.8	-169.5	72.7	21.6	28.9	1,935	2,353	174	312	19.8	12.9
	티엘비	860	24.4	18.8	4.0	3.7	80.8	30.3	23.4	23.3	365	470	56	82	14.2	9.9
	대덕전자	7,077	36.8	25.9	6.8	5.5	296.6	41.8	19.7	23.0	1,512	1,823	242	340	20.4	15.5
	해성디에스	1,042	12.8	9.6	1.6	1.4	222.3	33.1	13.7	15.8	822	933	103	133	7.3	5.9
	Tripod Tech	6,953	15.3	11.8	3.6	3.1	38.5	29.9	24.6	27.4	3,050	3,623	599	783	8.7	7.1
AI CCL	EMC	56,521	52.6	26.8	24.1	14.8	123.9	96.3	53.6	60.8	5,469	9,160	1,390	2,748	38.4	20.1
	TUC	12,867	44.5	23.5	16.7	12.2	156.7	89.5	44.7	62.3	1,828	2,894	398	732	30.4	18.1
	ITEQ	3,782	39.5	23.3	5.3	4.8	96.5	70.0	13.7	21.9	1,465	1,892	147	251	19.7	13.8
	Shengyi Tech	54,677	62.3	42.7	17.6	14.0	86.6	46.0	30.8	38.1	6,052	8,282	1,112	1,696	43.6	30.2
소재/부품	Ajinomoto	33,776	40.0	33.2	6.9	6.8	-6.1	20.4	17.2	20.1	10,579	11,230	1,235	1,458	19.8	17.6
	Nitto Boseki	4,132	33.2	24.2	3.5	3.2	184.0	-49.5	11.2	14.0	862	993	176	236	16.4	12.3
	MEC	1,124	25.2	21.4	4.3	3.8	15.1	18.0	19.7	20.0	177	200	57	68	15.0	12.8
	Union Tool	2,499	33.0	27.1	3.7	3.3	11.7	21.1	n/a	n/a	357	402	94	113	17.1	15.1
	Topoint	2,396	61.6	28.5	11.0	12.6	211.7	115.3	15.5	41.5	243	427	61	130	n/a	n/a
	Dtech	29,116	158.0	87.3	54.1	37.2	196.2	81.0	37.2	47.4	609	1,028	204	370	115.0	63.7
	네오티스	256	21.0	9.9	4.1	3.0	154.5	113.0	20.3	33.8	103	164	19	34	11.7	6.7
	Mitsui Mining	12,376	22.1	19.5	4.1	3.6	-6.7	13.1	20.4	19.6	5,288	5,515	721	848	13.9	11.9

주: 국내 기업은 십억원, 해외 기업은 백만달러 단위

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Company Data

덕산하이메탈 (077360)

KOSDAQ	829.43pt
시가총액	4,607억원
발행주식수	4,544만주
유동주식비율	42.25%
외국인비중	6.58%
52주 최고/최저가	19,590원/4,135원
평균거래대금	247.5억원

주요주주(%)

이수훈 외 12 인	57.75
국민연금공단	5.00

주가상승률 (%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-30.9	72.2	141.7
상대주가	-13.9	97.4	136.9

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
2025E	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 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold 추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell 추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)
	Neutral (중립)
	Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.7%
중립	10.3%
매도	0.0%

2026년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율