Analyst 김종배 kjb6551@hmsec.com

덕산하이메탈 (077360)

SB의 Q + MSB의 P=Up-Cycle

BUY **TP 17,000원**

현재주가 (9/1)	10,020원
상승여력	69.7%
시가총액	455십억원
발행주식수	45,437천주
자본금/액면가	9십억원/200원
52주 최고가/최저가	19,590원/4,390원
일평균 거래대금 (60일)	8십억원
외국인 지분율	5.74%
주요주주 지분율	
이수훈 외 12인	57.75%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	14.4	-18.2	-14.4
상대주가(%p)	0.2	4.6	24.3

* K-IFRS 개별 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	513	888	21,000
After	521	838	17,000
Consensus	N/A	N/A	17,500
Cons. 차이	N/A	N/A	-2.9%

최근 12개월 주가수익률

자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 글로벌 Foundry/OSAT의 가동률 상승에 따라 Solder Ball의 업황은 더욱 개선되고 있으며, **FC-BGA, HDD의 강한 수요에 따른 MSB는 동사의 핵심 모멘텀으로 작용하고 있음. 동사 역시 P, Q 동반 Up-Cycle 국면에 놓여있으며, 향후 이러한 상황은 지속 유지될 것**으로 보임. 특히 MSB 수요 증가가 지속되어 마진 Mix 개선은 지속되고 이에 따라 수익성 역시 지속적으로 회복될 것으로 전망. 투자의견 BUY, 목표주가는 17,000원 제시(기존 목표주가는 26F 실적 기반 SOTP Valuation 방식으로 21,000원으로 산출하였으나 27F EPS 기반 추정치 및 Peer Multiple로 산정하였던 PCB 업종의 Multiple 하락에 따른 목표주가 하향 조정)

주요이슈 및 실적전망

- **범용 Solder Ball은 지난 1Q26와 달리 가격 연동제 비중이 점차 확대되어 안정적인 수익성을 기록하고 있으며, 3분기 기준 약 65% 수준의 연동제 비율로 마진 스프레드의 축소는 제한적**이라고 판단하고 있음. 실제로 지난 6월에 은가격이 20% 수준으로 하락했고, 2개월 래깅으로 인해 3분기 Top-line에 영향을 줄 수 있지만 결국 손익 측면에서의 손실은 판가 연동으로 상쇄될 것
- **특히 CXMT의 실적 호조와 더불어 중국향 실적 개선 추이에 주목할 필요가 있음. 중국향 Solder Ball의 판가 2분기 중 인상되었으며, Mix 개선을 주도하고 있음.** CXMT향 직접 매출이 아닌 중국 OSAT 업체를 통한 간접 매출이지만 단연 CXMT의 주문 증가에 따라 빠르게 수주가 확대되고 있음. 2분기 기준 Solder Ball 매출의 약 19% 수준의 중국향 매출이 발생하였으며, 이익 기여도는 이보다 더 높을 것으로 추정. 내년에 약 30% 이상의 SB Capa 증설이 예상되는데 이는 중국 외 글로벌 수요뿐 아니라 중국향 수요에 대응하기 위한 물량까지 염두해둔 것으로 보임. 글로벌 경쟁사 역시 사실상 중국향 물량 확대는 어려울 것으로 예상. 이는 지정학적 이유와 기술 경쟁력 등에 기인함
- **MSB는 2Q26 QoQ +27% 수준으로 증가하였으며, 이는 사실상 판가 인상에 기인하였음. ABF 기판 고객사의 증설 리드타임에 따른 Q가 큰 폭으로 증가하는데는 향후 4개 분기 정도 소요되겠지만, 고객사의 국내 Fab Capa 증설에 따라 Q는 어느정도 지속 증가할 것**으로 보임. 즉, Q는 내년 상반기까지 완만하게 증가하다 하반기부터 다시 급격하게 증가하는 흐름을 보일 것. HDD 전방 수요 역시 내년부터 본격적인 물량 증가 예상. 이에 더해, 하반기 가격 인상까지 고려한다면 MSB 역시 지속적으로 개선되며 동사의 주요 성장 동력으로 작용할 것
- **손익 측면에서 부정적이었던 Paste 역시 개선세를 보이고 있음. 올해는 판가 인상으로 인해 BEP 수준까지 개선될 것으로 예상되며, 내년에는 물량 확대와 더불어 수익성이 큰 폭으로 개선될 것으로 추정**. 기존 Type 4, 5 제품 외 Type 6, 7 역시 지속 R&D 중이며 연말에 퀄 승인 시 향후 실적 Upside로 작용할 전망. CSB는 4분기 중 북미 추가 고객사향 납품 진행하며 이외 글로벌 Memory사와 지속 공급 논의 중으로 향후 확정 시 추가 모멘텀으로 작용할 것. CSB는 MSB와 마찬가지로 동사의 포트폴리오 중 고마진 제품으로 물량 확대는 곧 Mix의 추가 개선을 의미

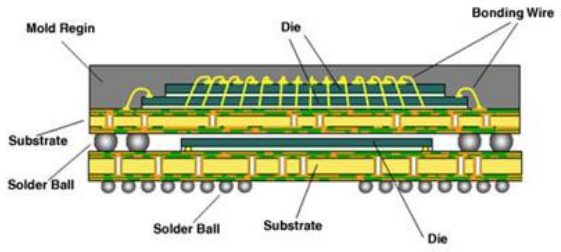
주가전망 및 Valuation

- SOTP Valuation을 적용하여 목표주가는 17,000원으로 산출(목표주가 산출 논리는 3p 참고)

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	233	30	24	34	521	흑전	20.0	3.4	17.6	18.9	0.0
2027F	299	49	38	52	838	60.9	12.4	2.7	10.8	24.4	0.0
2028F	335	64	49	67	1,071	27.8	9.7	2.1	7.9	24.4	0.0

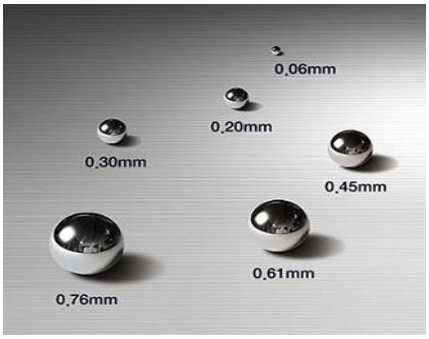
* K-IFRS 별도 기준

<그림1> Packaging 기판과 Solder Ball



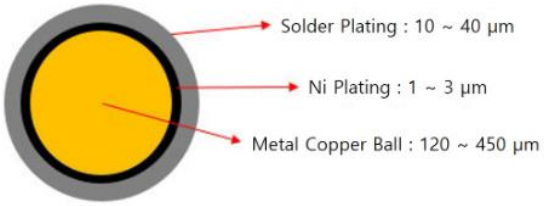
자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

<그림2> Size별 Solder Ball



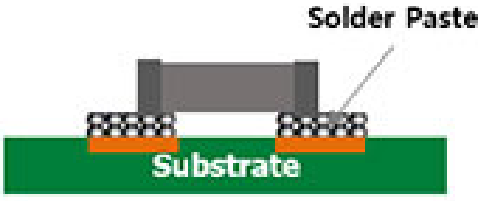
자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

<그림3> CSB(Cored Solder Ball): AP향



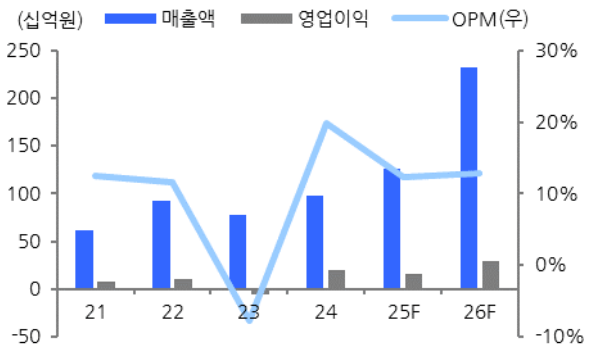
자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

<그림4> Solder Paste: Solder Ball 접합시 사용



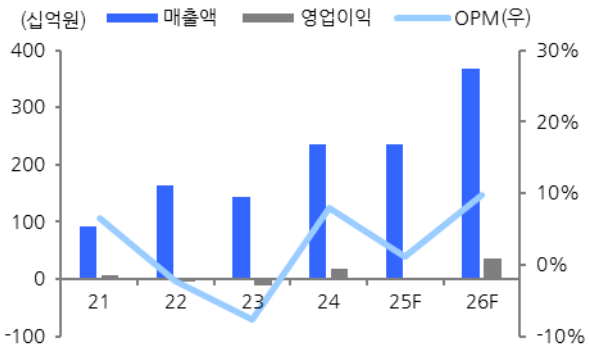
자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

<그림5> 덕산하이메탈(별도) 실적 추이



자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

<그림6> 덕산하이메탈(연결) 실적 추이



자료: 덕산하이메탈, 현대차증권

〈표1〉 덕산하이메탈 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액(연결)	**44.2**	**57.4**	**61.5**	**73.4**	**68.7**	**90.8**	**100.0**	**107.8**	**236.4**	**367.3**	**484.3**
YoY	*-27.4%*	*-5.4%*	*6.8%*	*29.0%*	*55.6%*	*58.1%*	*62.7%*	*46.9%*	*0.2%*	*55.4%*	*31.9%*
QoQ	*-22.4%*	*30.0%*	*7.1%*	*19.4%*	*-6.4%*	*32.1%*	*10.2%*	*7.8%*			
매출액(별도)(솔더볼/Paste)	26.2	30.7	34.3	**35.2**	**42.6**	**57.7**	**65.1**	**67.3**	**126.3**	**232.7**	**299.4**
YoY	*12.7%*	*30.6%*	*33.0%*	*36.8%*	*63.0%*	*87.8%*	*89.9%*	*91.4%*	*28.6%*	*84.2%*	*28.7%*
QoQ	*1.8%*	*17.5%*	*11.6%*	*2.5%*	*21.3%*	*35.4%*	*12.8%*	*3.3%*			
에테르씨티(가스용기)	**10.3**	**14.2**	**16.3**	**25.0**	**15.5**	**21.3**	**22.8**	**27.5**	**65.8**	**87.0**	**124.3**
넵코어스(방산)	**7.7**	**12.5**	**11.0**	**11.9**	**8.5**	**11.8**	**12.1**	**13.1**	**43.1**	**45.4**	**60.6**
매출원가	**36.2**	**45.2**	**49.7**	**61.2**	**58.5**	**69.8**	**76.7**	**81.0**	**192.3**	**285.9**	**363.9**
(%)	*82.1%*	*78.7%*	*80.8%*	*83.4%*	*85.1%*	*77.0%*	*76.6%*	*75.1%*	*81.4%*	*77.9%*	*75.2%*
매출총이익	**7.9**	**12.2**	**11.8**	**12.2**	**10.2**	**20.9**	**23.4**	**26.8**	**44.1**	**81.3**	**120.3**
GPM	*17.9%*	*21.3%*	*19.2%*	*16.6%*	*14.9%*	*23.0%*	*23.4%*	*24.9%*	*18.6%*	*22.1%*	*24.8%*
판매관리비	**9.3**	**9.6**	**10.2**	**12.1**	**10.9**	**10.8**	**10.5**	**13.2**	**41.3**	**45.4**	**51.0**
(%)	*21.1%*	*16.8%*	*16.6%*	*16.5%*	*15.9%*	*11.9%*	*10.5%*	*12.2%*	*17.5%*	*12.4%*	*10.5%*
영업이익(연결)	**-1.4**	**2.6**	**1.6**	**0.1**	**-0.7**	**10.1**	**12.9**	**13.7**	**2.8**	**36.0**	**69.3**
YoY	*적자전환*	*-63.5%*	*-35.1%*	*-98.8%*	*흑자전환*	*290.7%*	*718.7%*	*22711.2%*	*-84.9%*	*1174.8%*	*92.8%*
OPM	*-3.1%*	*4.5%*	*2.6%*	*0.1%*	*-1.0%*	*11.1%*	*12.9%*	*12.7%*	*1.2%*	*9.8%*	*14.3%*
영업이익(별도)	**3.1**	**4.7**	**4.5**	**3.4**	**2.3**	**8.7**	**9.4**	**9.6**	**15.6**	**29.9**	**48.5**
YoY	*-9.1%*	*49.4%*	*166.5%*	*-70.2%*	*-26.5%*	*85.8%*	*110.4%*	*185.9%*	*-20.2%*	*92.1%*	*62.0%*
OPM	*11.8%*	*15.2%*	*13.0%*	*10.5%*	*5.4%*	*15.0%*	*14.4%*	*14.3%*	*12.3%*	*12.9%*	*16.2%*

자료: 현대차증권

〈표2〉 덕산하이메탈 Valuation 및 목표주가 산출

구분	내용	비고
덕산하이메탈 별도(①=axb) (십억원)	499	
27F 별도 순이익(a) (십억원)	38	
Target P/E(b) (x)	13.1	국내 Peer PCB 27F 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)	43	1) 27년 예상 순이익 46억원 2) 방산업체 평균 Multiple 28.2배 한화에어로스페이스, 한국항공우주, 현대로템, LIG넥스원 25년 평균 FY1 P/E 3) 덕산넵코어스 지분율 63.3%, 추후 IPO 고려하여 NAV 할인율 50% 적용
시총 Total (십억원) (① +②+③)	770	
유통주식수 (주)	45,437,002	
목표주가 (원)	17,000	
현재주가 (원)	10,020	
Upside Potential(%)	69.7	

주: 덕산네오룩스 지분법 가치는 보수적인 Valuation을 위해 Valuation에 미반영

자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	98	126	233	299	335
증가율 (%)	25.6	28.6	84.9	28.3	12.0
매출원가	71	94	176	220	237
매출원가율 (%)	72.4	74.6	75.5	73.6	70.7
매출총이익	27	32	57	79	98
매출이익률 (%)	27.6	25.4	24.5	26.4	29.3
증가율 (%)	50.0	18.5	78.1	38.6	24.1
판매관리비	7	17	27	31	34
판관비율(%)	7.1	13.5	11.6	10.4	10.1
EBITDA	23	19	34	52	67
EBITDA 이익률 (%)	23.5	15.1	14.6	17.4	20.0
증가율 (%)	흑전	-17.4	78.9	52.9	28.8
영업이익	20	16	30	49	64
영업이익률 (%)	20.4	12.7	12.9	16.4	19.1
증가율 (%)	흑전	-20.0	87.5	63.3	30.6
영업외손익	19	-145	1	-2	-4
금융수익	27	2	6	4	2
금융비용	9	25	7	6	6
기타영업외손익	1	-122	2	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	38	-130	30	46	59
세전계속사업이익률	38.8	-103.2	12.9	15.4	17.6
증가율 (%)	흑전	적전	흑전	53.3	28.3
법인세비용	8	-3	7	8	11
계속사업이익	30	-126	24	38	49
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	-126	24	38	49
당기순이익률 (%)	30.6	-100.0	10.3	12.7	14.6
증가율 (%)	흑전	적전	흑전	58.3	28.9
지배주주지분 순이익	30	-126	24	38	49
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	0	0	0	0
총포괄이익	29	-126	24	38	49

(단위: 십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	96	82	128	173	219
현금성자산	38	40	39	68	101
단기투자자산	26	1	1	1	1
매출채권	12	17	32	38	42
재고자산	17	21	51	60	67
기타유동자산	3	3	6	7	7
비유동자산	303	183	194	192	199
유형자산	33	33	43	48	51
무형자산	1	1	1	1	1
투자자산	268	147	147	140	144
기타비유동자산	1	2	3	3	3
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	399	265	322	366	418
유동부채	51	150	181	185	189
단기차입금	43	36	56	56	56
매입채무	0	1	1	2	2
유동성장기부채	0	101	101	101	101
기타유동부채	8	12	23	26	30
비유동부채	108	2	4	5	5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	101	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	7	2	4	5	5
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	159	152	185	190	194
지배주주지분	240	114	137	175	224
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	131	180
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	240	114	137	175	224

(단위: 십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	14	6	-6	30	43
당기순이익	30	-126	24	38	49
유형자산 상각비	3	3	4	3	3
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	-1	0	-1	0	0
운전자본의 감소(증가)	4	-9	-37	-11	-9
기타	-22	138	4	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-16	4	-15	-1	-10
투자자산의 감소(증가)	-25	121	-1	7	-4
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	-3	-13	-8	-6
기타	11	-114	-1	0	0
재무활동으로인한현금흐름	9	-7	20	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	20	0	0
기타현금흐름	1	-0	0	0	0
현금의증가(감소)	8	2	-1	29	33
기초현금	30	38	40	39	68
기말현금	38	40	39	68	101

(단위: 원, 배, %)

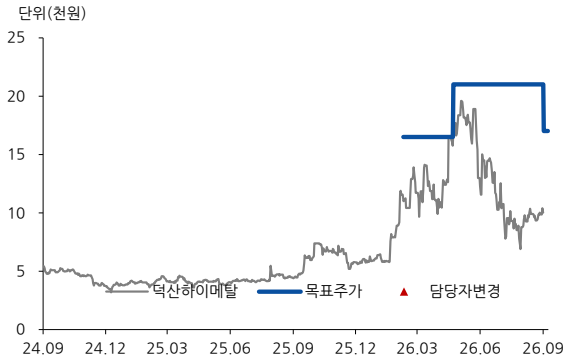
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	660	-2,777	521	838	1,071
EPS(지배순이익 기준)	660	-2,777	521	838	1,071
BPS(자본총계 기준)	5,273	2,501	3,022	3,860	4,932
BPS(지배지분 기준)	5,273	2,501	3,022	3,860	4,932
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	5.8	NA	20.0	12.4	9.7
P/E(지배순이익 기준)	5.8	NA	20.0	12.4	9.7
P/B(자본총계 기준)	0.7	2.4	3.4	2.7	2.1
P/B(지배지분 기준)	0.7	2.4	3.4	2.7	2.1
EV/EBITDA(Reported)	11.2	19.7	17.6	10.8	7.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	적전	흑전	60.9	27.8
EPS(지배순이익 기준)	흑전	적전	흑전	60.9	27.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	13.3	-71.4	18.9	24.4	24.4
ROE(지배순이익 기준)	13.3	-71.4	18.9	24.4	24.4
ROA	7.7	-38.0	8.1	11.1	12.4
안정성 (%)					
부채비율	66.4	133.6	134.8	108.5	86.7
순차입금비율	33.7	86.4	85.3	50.1	24.6
이자보상배율	3.3	2.5	4.8	7.5	9.8

** 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	-41.13	-6.71
2026.09.02	BUY	17,000		

▶ 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 (2025.07.01~2026.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	189건	95.5%
보유	9건	4.5%
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.