

덕산하이메탈 (077360/KQ)

3 중 턴어라운드가 목전

SK증권 리서치센터

Not Rated

목표주가: -

현재주가: 7,480 원

상승여력: -



박제민

jeminwa@sk.com.kr
3773-8884

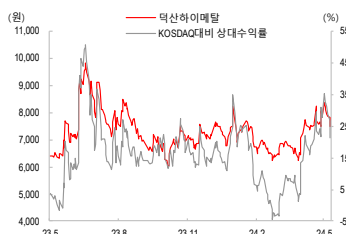
Company Data

발행주식수	4,544 만주
시가총액	3,399 억원
주요주주	
이수훈(외12)	58.13%
자사주	0.00%

Stock Data

주가(24/06/04)	7,480 원
KOSDAQ	845.84 pt
52주 최고가	9,800 원
52주 최저가	5,980 원
60일 평균 거래대금	38 억원

주가 및 상대수익률



기업개요

PCB 기판에 사용되는 솔더볼 전문 기업이다. 인수 자회사를 통해 방산, 수소 영역으로 사업을 확장 중이다. 2023 년 FC-BGA 공급 과잉으로 전방 수요가 부진했고, 미얀마 자회사에서 대규모 손실(2년간 230 억원)과 관련 대손상각(4Q23 117 억원)이 발생하며 주가가 부진했다. 그러나 1) 기판 미세화와 첨단 패키징 추세는 소재의 P, Q 증가로 이어지는 경향이 뚜렷하고, 2) 방산 자회사는 탄탄한 레퍼런스를 기반으로 수주 잔고를 쌓아오며 높은 성장이 예상된다. 3) 미얀마 사업부 축소로 인한 연결 영업 이익 개선 4) 에테르씨티 인수로 인한 매출 단계 레벨업까지 올해 긍정적 변화를 기대해볼 수 있다.

관전 포인트

솔더볼, 바닥을 지나는 업황과 칩렛 포텐셜

제품 믹스 개선이 꾸준히 이루어지는 중이다. 칩 미세화 및 칩렛으로 인한 MSB(마이크로 솔더볼), 고가형 SB 수요가 증가했고, 이는 1 분기 매출원가율 개선(2023 년 평균 78%, 1Q24 70%)으로 나타났다. TSMC 와 글로벌 기판 업체들이 하반기 가이드언스가 긍정적인 상황에서 하반기부터는 Q 증가도 기대해볼 수 있다. 현재 시장 내 MS 1 위(24%) 사업자로 업황 및 기술 변화의 수혜를 가장 앞 단에서 받을 수 있을 것으로 추정된다.

넵코어스 성장의 해, 에테르씨티 편입으로 매출 증대 효과

자회사 DS 넵코어스의 항법장치 기술력이 매출을 본격화하는 해이다. 기존 개발 프로젝트의 양산 전환으로 올해 기존 대비 50% 이상의 성장이 전망된다. 이미 2023 년 수주잔고가 2022 년 대비 34% 성장하였고 1Q 분기 376 억원의 무기 장치를 기납품한 상황이다. 항법 기술은 유도 무기, 드론-안티드론 시스템 등에 대한 수요 증가로 방산 내에서 중요도가 커지는 중이다. 나아가 위성, 무인항공기 등 다양한 산업의 기반 기술로 활용된다. 넵코어스는 누리호에 항법장치를 납품한 이력이 있는 기술력이 입증된 기업으로 향후 방산 수요 증가, 항법 장치 국산화 수요 증가, 산업 확장에 따른 수혜가 강할 것으로 기대된다.

작년 인수하여 올해 1 분기부터 연결로 인식하기 시작한 에테르씨티도 특수가스 수송 분야에서 국내 점유율이 95%, 중국 점유율이 70% 수준의 독점적 지위의 기업이다. 2023 년 에스첨단소재 합병으로 기존 Type 1 시장에서 Type 3,4 시장으로의 확장을 기대 중이다.

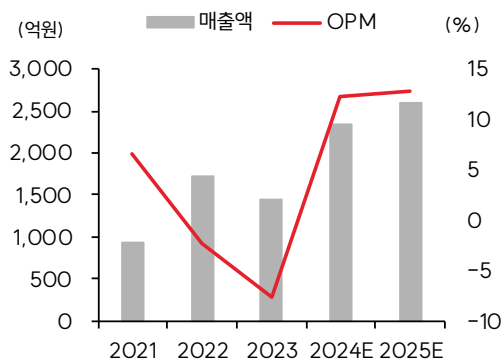
밸류에이션 포인트

2024 년 매출액 2,338 억원(+YoY 61%), 영업이익 286 억원(흑자전환)을 전망한다. 주요 성장 동력은 자회사 에테르씨티의 편입 및 DS 넵코어스의 성장이다. 보유 중인 덕산네오룩스의 지분 36.7%의 가치가 발간 전일 종가 기준 4 천억원을 상회한다. 자산가치와 성장성이 본업 전방에 가려 과하게 할인돼 있는 구간으로 판단된다. 올해 자회사들의 실적 활약과 본업 업황 개선으로 이익 수준 증가와 함께 할인을 해소도 가능하다고 판단된다.

덕산하이메탈 매출 추정					
(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	92,724	171,514	145,317	233,808	260,728
하이메탈	68,011	100,247	77,768	93,627	102,989
SB	39,371	57,471	42,763	50,574	55,632
MSB	17,860	20,034	16,340	23,039	26,495
비슬더블	10,781	22,742	18,666	20,013	22,014
넵코어스	23,351	35,049	31,405	47,108	56,529
미얀마	1,361	36,218	36,143	13,016	5,000
에테르시티				80,058	95,058
영업이익				28,667	35,150
하이메탈				11,818	13,288
넵코어스				4,711	5,653
미얀마				130	50
에테르시티				12,009	16,160

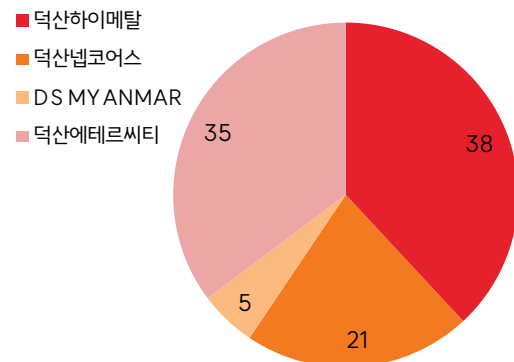
자료: SK 증권 추정 / 주: 연결 조정 이전 수치

매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



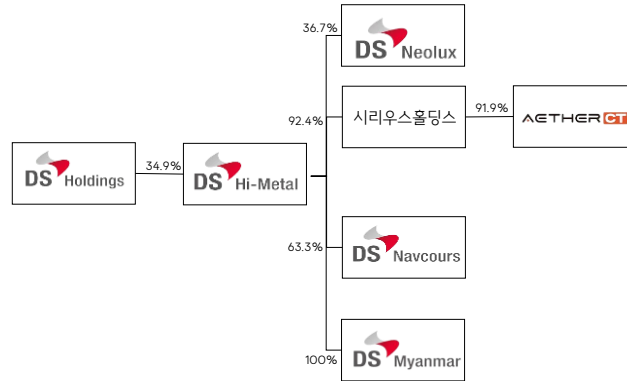
자료: 덕산하이메탈, SK 증권/ 주: 연결 조정 이전 수치

1Q24 사업부별 매출 비중



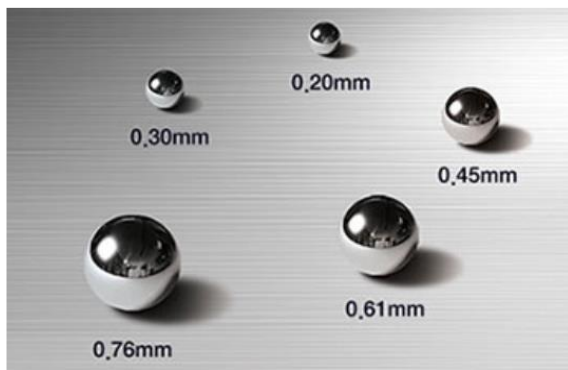
자료: 덕산하이메탈, SK 증권

덕산하이메탈 지배구조도



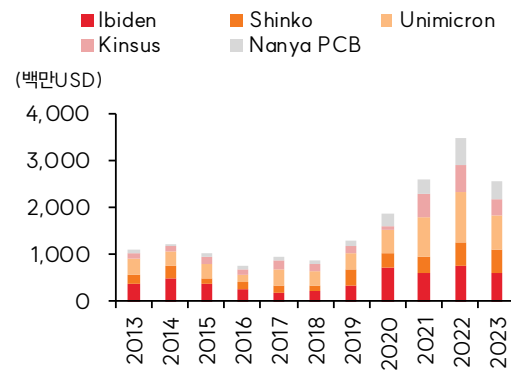
자료: 덕산하이메탈, SK 증권

덕산하이메탈 솔더볼 제품



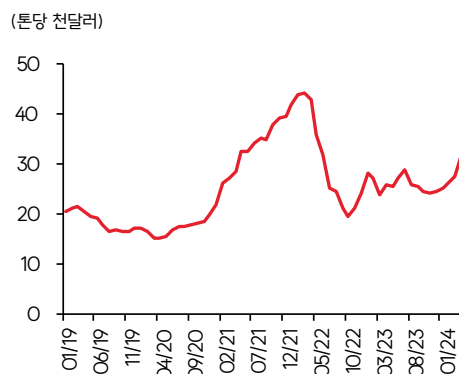
자료: 덕산하이메탈, SK 증권

글로벌 해외 패키지 기판 공급사



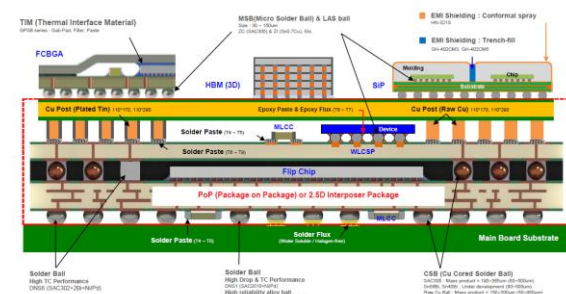
자료: Bloomberg, SK 증권

주식 가격 추이



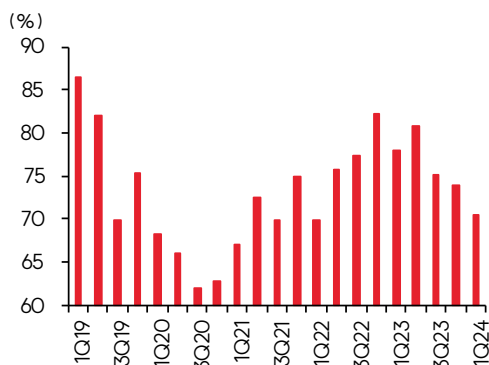
자료: 조달청, SK 증권/ 주 LME Official Cash 평균가격 기준

솔더볼 적용처 확대



자료: SK 증권

별도 기준 매출원가율 추이



자료: 덕산하이메탈, SK 증권

에테르티씨 인수 개요

기업명	에테르티씨
설립일	2020/05/04 (“엔케이”에서 물적분할)
인수일	2023/12/11
인수가격(억원)	3,000 억
2023년 매출(억원)	412.5
자본금(억원)	68

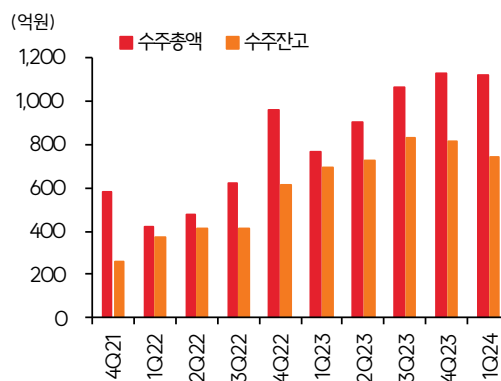
자료: 덕산하이메탈, SK 증권

DS넵코스 주요 사업분야



자료: 덕산하이메탈, SK 증권

DS넵코스 수주총액 및 수주잔고 추이



자료: 덕산하이메탈, SK 증권

재무상태표

12월 결산(억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	817	1,095	1,963	1,792	1,957
현금및현금성자산	185	330	550	110	80
매출채권 및 기타채권	152	188	431	564	629
재고자산	424	517	562	737	821
비유동자산	2,420	2,540	5,458	6,573	6,872
장기금융자산	69	80	181	270	296
유형자산	476	500	814	775	738
무형자산	281	265	2,667	2,650	2,635
자산총계	3,237	3,635	7,421	8,366	8,829
유동부채	376	489	1,014	1,674	1,862
단기금융부채	179	174	473	766	854
매입채무 및 기타채무	126	171	234	437	487
단기충당부채	0	1	29	48	53
비유동부채	137	105	2,194	2,258	2,284
장기금융부채	17	30	2,031	2,031	2,031
장기매입채무 및 기타채무	7	12	22	22	22
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	512	594	3,208	3,932	4,147
지배주주지분	2,619	2,944	2,894	3,268	3,691
자본금	45	91	91	91	91
자본잉여금	1,151	1,245	1,144	1,144	1,144
기타자본구성요소	-976	-896	-896	-896	-896
자기주식	-80	0	0	0	0
이익잉여금	2,423	2,502	2,554	2,928	3,351
비지배주주지분	105	97	1,320	1,165	991
자본총계	2,724	3,041	4,214	4,434	4,682
부채외자본총계	3,237	3,635	7,421	8,366	8,829

현금흐름표

12월 결산(억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동현금흐름	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
당기순이익(손실)	317	61	33	220	249
비현금성항목등	-166	11	-6	186	206
유형자산감가상각비	39	43	43	40	37
무형자산상각비	12	16	17	16	16
기타	-217	-48	-66	130	154
운전자본감소(증가)	-268	-64	93	39	-56
매출채권및기타채권의감소(증가)	-36	-26	46	-133	-65
재고자산의감소(증가)	-246	-86	48	-174	-85
매입채무및기타채무의증가(감소)	28	68	-43	202	50
기타	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
법인세납부	-18	-0	-70	-40	-55
투자활동현금흐름	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
금융자산의감소(증가)	-0	-4	-153	146	-12
유형자산의감소(증가)	-32	-105	-106	0	0
무형자산의감소(증가)	-3	-9	-5	0	0
기타	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
재무활동현금흐름	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
단기금융부채의증가(감소)	0	10	276	293	88
장기금융부채의증가(감소)	216	11	1,989	0	0
자본의증가(감소)	66	139	-101	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
현금의 증가(감소)	-124	145	220	-440	-29
기초현금	309	185	330	550	110
기말현금	185	330	550	110	80
FCF	-167	-97	-55	315	245

자료 : 덕산하이메탈, SK증권

포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	927	1,644	1,445	2,338	2,607
매출원가	696	1,505	1,336	1,698	1,900
매출총이익	231	139	109	640	707
매출총이익률(%)	24.9	8.4	7.5	27.4	27.1
판매비와 관리비	171	176	219	354	360
영업이익	60	-37	-110	286	347
영업이익률(%)	6.5	-2.3	-7.6	12.2	13.3
비영업손익	311	64	-27	-26	-38
순금융손익	-2	-1	-4	-90	-99
외환관련손익	7	15	7	0	0
관계기업등 투자손익	180	143	58	0	0
세전계속사업이익	371	27	-137	260	309
세전계속사업이익률(%)	40.0	1.6	-9.5	11.1	11.8
계속사업법인세	53	-27	-17	40	60
계속사업이익	317	53	-120	220	249
중단사업이익	0	8	153	0	0
*법인세효과	0	0	40	0	0
당기순이익	317	61	33	220	249
순이익률(%)	34.2	3.7	2.3	9.4	9.5
지배주주	319	61	57	374	423
지배주주귀속 순이익률(%)	34.4	3.7	3.9	16.0	16.2
비지배주주	-1	0	-23	-154	-174
총포괄이익	304	108	26	220	249
지배주주	304	105	51	429	484
비지배주주	-1	3	-25	-209	-236
EBITDA	111	21	-50	342	399

주요투자지표

12월 결산(억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	67.9	77.3	-12.1	61.9	11.5
영업이익	-6.0	적전	적지	흑전	21.3
세전계속사업이익	73.6	-92.8	적전	흑전	18.7
EBITDA	24.7	-80.6	적전	흑전	16.8
EPS	108.7	-83.3	적전	흑전	13.0
수익성 (%)					
ROA	11.5	1.8	0.6	2.8	2.9
ROE	13.3	2.2	1.9	12.1	12.2
EBITDA마진	12.0	1.3	-3.5	14.6	15.3
안정성 (%)					
유동비율	217.4	224.1	193.6	107.1	105.1
부채비율	18.8	19.5	76.1	88.7	88.6
순차입금/자기자본	-0.3	-4.9	40.5	58.4	57.5
EBITDA/이자비용(배)	29.1	6.5	-2.2	3.6	4.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	701	117	-213	824	931
BPS	5,941	6,480	6,369	7,193	8,124
CFPS	813	263	256	947	1,046
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	14.7	40.9	-33.7	9.1	8.0
PBR	1.7	0.7	1.1	1.0	0.9
PCR	12.6	18.2	27.9	7.9	7.2
EV/EBITDA	43.0	98.8	-126.0	20.9	17.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
