

덕산하이메탈 077360

탐방노트: 매력도가 높아질 마이크로솔더볼

전기전자/IT부품장비

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

[회사개요]

덕산하이메탈은 반도체 패키징 소재 솔더볼(Solder Ball) 공급 업체로 솔더볼은 반도체 칩과 기판 사이를 접합해 전기적 신호를 전달하는 핵심 부품. 동사는 130마이크로미터(μm) 미만 크기 초소형·초정밀 솔더볼인 MSB(마이크로솔더볼)를 자체 개발해 공급 중. 주요 고객사는 파운드리, OSAT업체, 반도체 기판업체 등 글로벌 70여 업체. 동사는 솔더볼 주 원재료인 주석 내재화를 위해 2019년에 DS 미안마를 설립했으며 2021년에는 방산 전문회사인 덕산넵코어스 지분 60%를 370억원에 인수

[투자 포인트]

1) **MSB 내 독점적인 지위 구축:** 동사는 FC-BGA 위주로 사용되는 MSB내 독점적인 지위(점유율 80%, 1위)를 구축. 이는 1) 글로벌 MSB 생산 가능 업체가 두 업체(동사와 센주메탈)밖에 없고 2) 고객사가 리스크를 감수하고 원재료 업체를 바꾸지 않는 상황에서 경쟁사가 증설을 진행하지 않고 동사만 증설(1.2조/월 → 3.2조/월)을 진행하고 있기 때문. 당사는 중장기적으로 MSB의 안정적인 수요 확대를 예상. 이는 MSB가 사용되는 FC-BGA가 1) AI, 자율주행, 서버 등 고성능 반도체 활용이 늘면서 적용처 확대가 예상되고, 2) 동시에 반도체 설계가 미세화됨에 따라 솔더볼과 솔더볼 사이의 피치가 좁아져 탑재량이 늘어나기 때문. 특히 AI 분야에서 급격한 수요 확대가 예상되는 HBM의 경우, Paste만 사용하게 되면 일정한 높이를 맞출 수 없기 때문에 디램을 수직으로 쌓는 과정에서 범용으로도 MSB가 추가 사용(그림 11). MSB는 재료비 비중이 솔더볼 대비 낮아 판매 상승에 따른 고정비 레버리지 효과가 크기 때문에 사용 확대에 따라 향후에도 40% 이상의 고마진 유지가 가능할 전망

솔더볼 판매도 하반기 반등을 예상. 이는 올해 하반기부터 서버용 DDR5 공급 본격화 등 메모리 업황의 턴어라운드가 예상되기 때문. 통상 메모리 반도체 시장이 호황이면 솔더볼이, 비메모리 시장이 호황이면 MSB가 많이 판매됨. 올해 하반기부터는 DDR5로의 교체 수요와 FC-BGA 적용처 확대로 솔더볼과 MSB 모두 반등이 가능할 전망

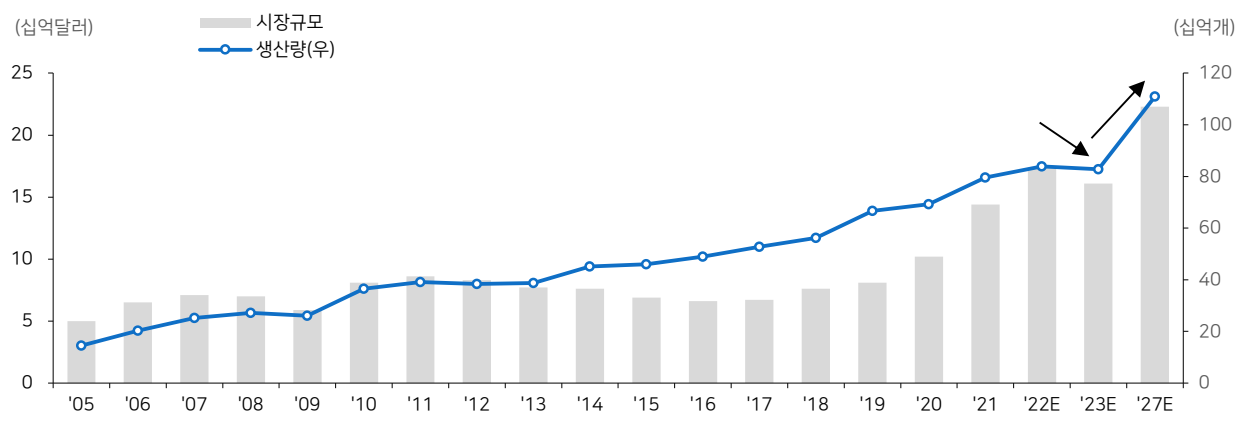
2) **자회사 실적 안정화:** 2019년 설립한 DS 미안마는 현재 주석 외부 판매만 진행하고 있으며 작년 글로벌 주석 가격이 큰 폭으로 하락함에 따라 2022년 157.7억의 당기손실 기록. 다만 금년부터는 주석 가격이 안정화(그림6)되고, 원재료 내재화에 사용되는 비중이 점진적으로 확대됨에 따라 정상화가 가능할 전망. 덕산넵코어스의 경우 수주금액이 꾸준히 증가(그림7)하고 있어 연결 실적 기여도가 높아질 전망. 금년 내 상장에 따른 가치 상승분이 덕산하이메탈 기업가치에 반영될 가능성도 존재

3) P&F 신사업: 덕산하이메탈의 신제품은 CP(Conductive particle)와 P&F(Paste and Flux Paste)로 분류. 이 중 기대되는 신제품은 P&F로 2021년 3분기 Type 4~5 제품 출시로 연간 기준 50억원 매출 발생 중. 작년 기대했던 Type 6~7 제품 진입 실패로 매출이 정체 중이나 연말 내 테스트 재진행 후, 진입 확정 시 내년 기준 100억 이상의 매출 발생이 가능할 전망. 글로벌 반도체 Paste 시장은 4,000억~5,000억원으로 솔더볼(4,000억원 추정)과 유사한 규모이기 때문에 동사의 신성장 동력이 될 전망

[실적 전망 및 결론]

'2022년 역대 최고 매출액 1,715억원(+85.0% YoY)에도 자회사 비용 반영으로 인해 영업손실 27억원(적전 YoY) 기록. 2023년에는 자회사 정상화에 따른 흑자전환이 예상되나 반도체 업황 악화에 따른 기관 수요 감소로 매출의 성장을 기대하기는 어려울 전망. 이에 따라 최근 단기 주가 상승에 따른 밸류에이션 부담은 존재. 다만 1) FC-BGA 포함 반도체 기관 업황이 바닥에서의 회복이 예상되고 2) AI, Server, 자율주행 향 고성능·고부가 FC-BGA 사용이 확대되며 3) HBM 수요 확대에 따른 실질적인 수혜가 예상된다는 점에서 중장기적 관심 유효

그림1 Substrate 시장 현황 및 전망



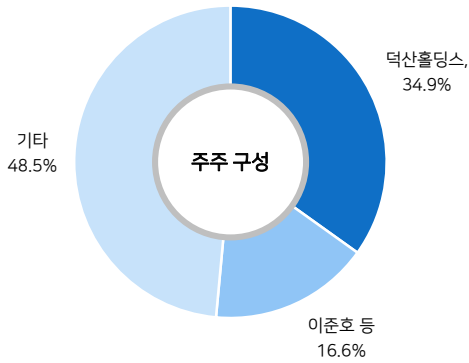
자료: Prismark, 메리츠증권 리서치센터

표1 국내 반도체 패키징기판 기업 투자/장기공급계약 공시 내역

기업명	공시일	내용	규모(십억원)
삼성전기	21.12.23.	FCBGA 베트남 투자	1013.7
	22.2월	FCBGA 베트남 추가투자	300
	22.3월	FCBGA 부산사업장 투자	300
LG이노텍	20.7.22	통신용 반도체 기판 생산능력 확장	127.4
	22.2.22	FCBGA 생산라인 증설	413
대덕전자	20.7.14	FCBGA 생산설비 신설	90
	21.3.2	FCBGA 생산설비 투자	70
	21.12.13	FCBGA 생산설비 투자	111
	22.4.21	FCBGA 생산설비 투자	270
심텍	21.2.23	MSAP 생산설비 증설	40
	21.8.5	MSAP 생산설비 증설	30.5
	22.1.21	MSAP 기판 생산설비 투자	107.1
코리아써킷	20.7.27	장기 공급계약(6년)	최대 4,000m ² (월)
	21.9.30	장기 공급계약(23~28년, 1620억 브로드컴 추정)	16000panels(월)
	21.11.13	생산설비 확충	200
해성디에스	21.09.15	반도체 Substrate 제조용 기계장치 증설	50
	23.01.16	반도체 Substrate 제조용 기계장치, 건축물 시설 증설	318.5

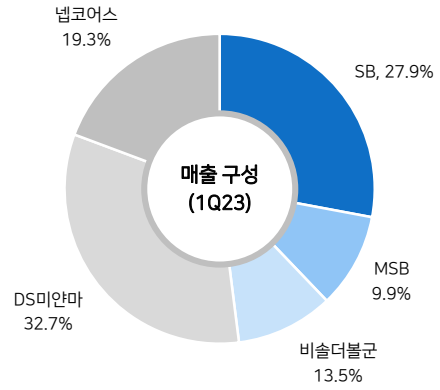
자료: DART, 메리츠증권 리서치센터

그림2 주주 구성(1Q23 기준)



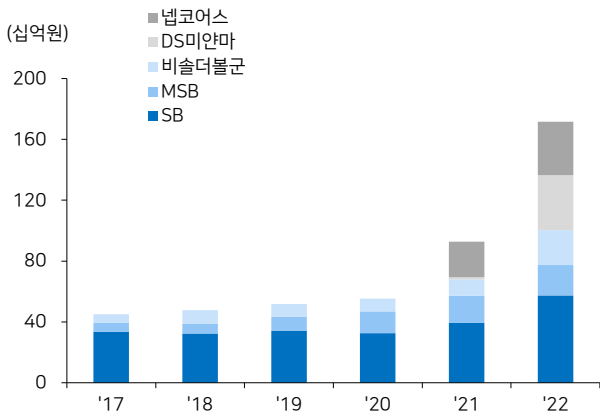
자료: 덕산하이메탈, 메리츠증권 리서치센터

그림3 매출 구성(1Q23 기준)



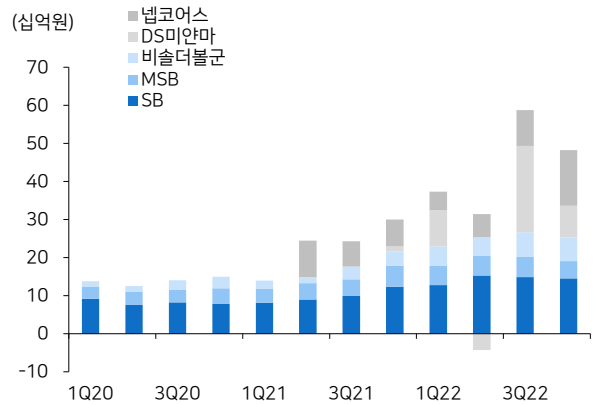
자료: 덕산하이메탈, 메리츠증권 리서치센터

그림4 덕산하이메탈 연도별 실적 추이



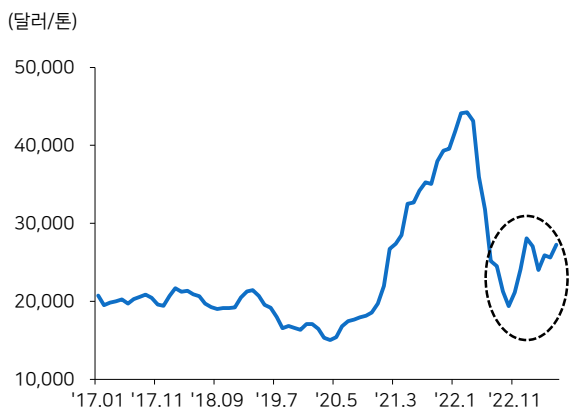
자료: 덕산하이메탈, 메리츠증권 리서치센터

그림5 덕산하이메탈 분기별 실적 추이



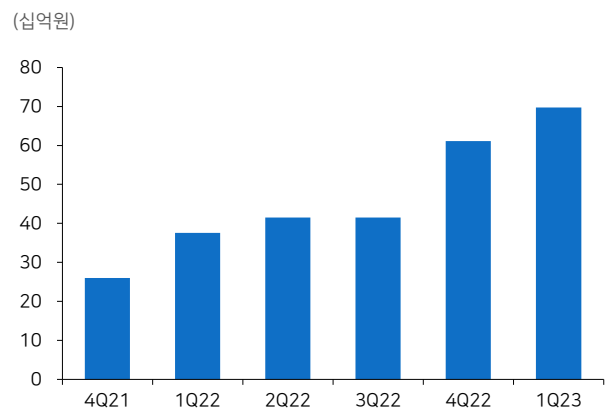
자료: 덕산하이메탈, 메리츠증권 리서치센터

그림6 주석 가격 추이



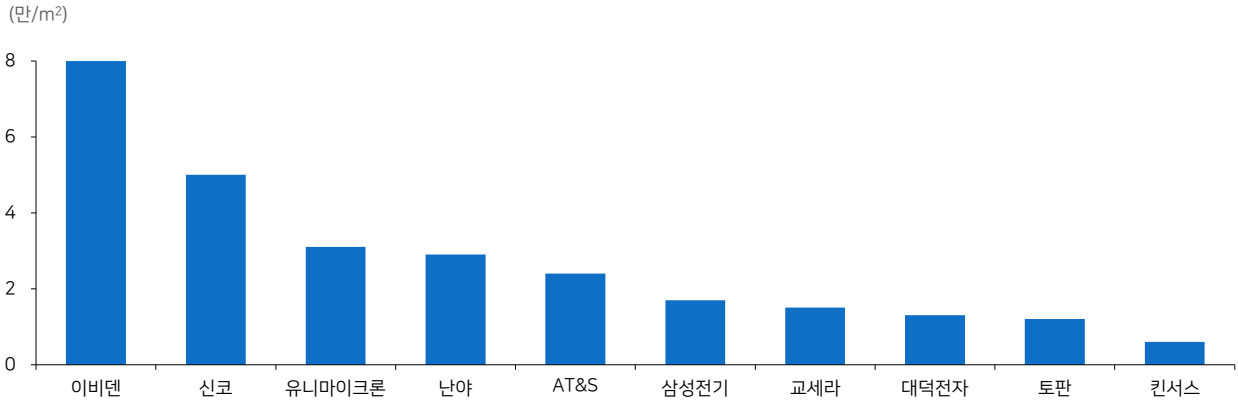
자료: LME, 메리츠증권 리서치센터

그림7 덕산넵코어스 수주잔고 추이



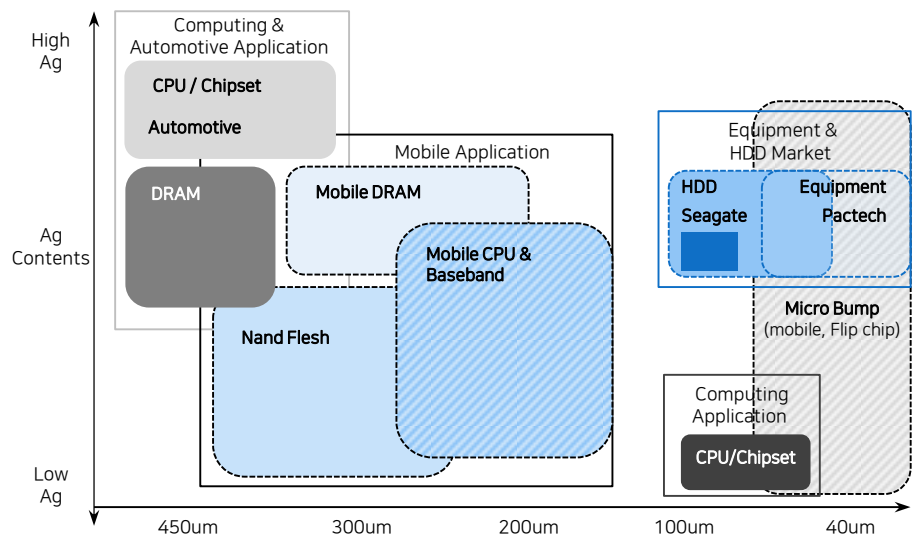
자료: 덕산넵코어스, 메리츠증권 리서치센터

그림8 국내외 FC-BGA 생산능력 현황 (2022년 기준)



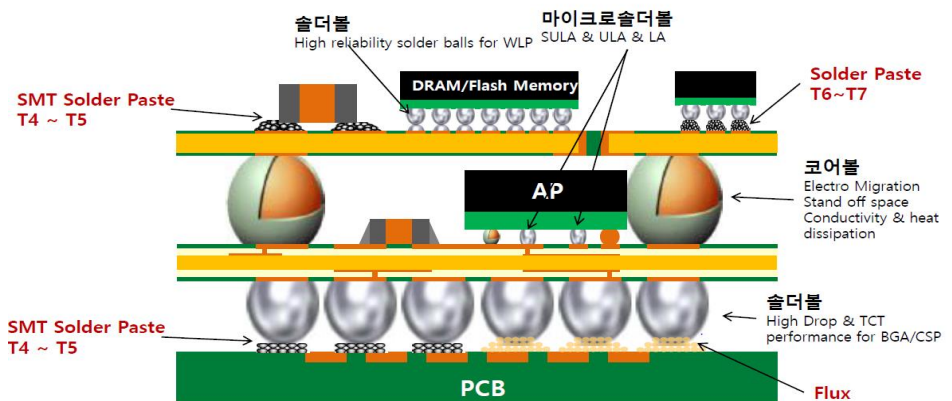
주: 대덕전자의 경우 증설 완료 후 전망치 사용
 자료: Prismark, 메리츠증권 리서치센터

그림9 적용 분야별 솔더볼 스펙



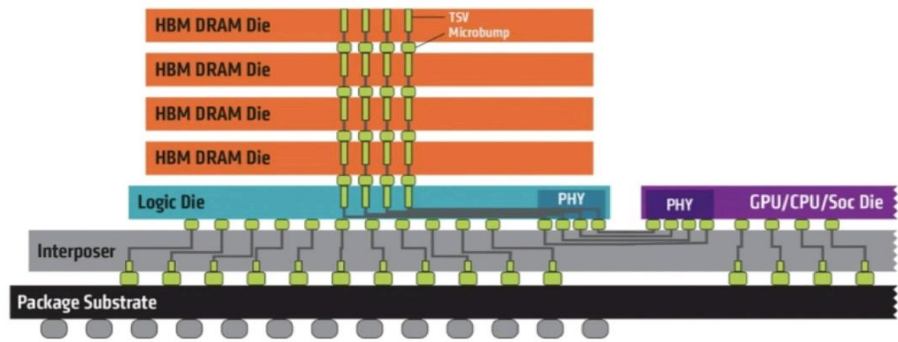
자료: 덕산하이메탈, 메리츠증권 리서치센터

그림10 덕산하이메탈 사업 구성



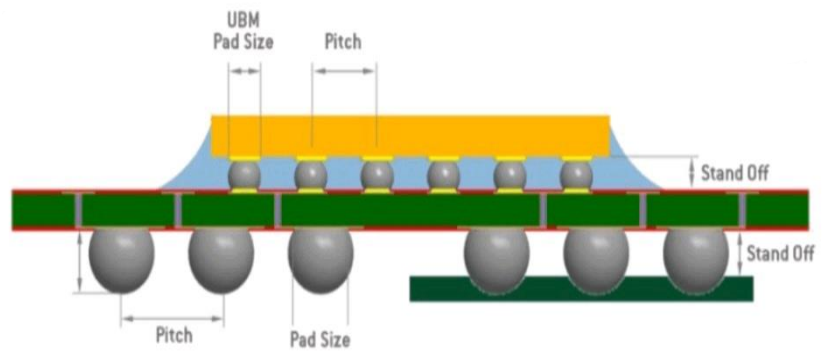
자료: 덕산하이메탈

그림11 HBM 구성



자료: AMD

그림12 피치가 좁아지는 FC-BGA



자료: Ibidem

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 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.