

2025. 7. 15



▲ 전기전자/IT부품

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

RA 우서현

seohyun.woo@meritz.co.kr

Hold (20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** **27,000 원****현재주가 (7.14)** **26,650 원****상승여력** **1.3%**

KOSPI 3,202.03pt

시가총액 4,531억원

발행주식수 1,700만주

유동주식비율 61.76%

외국인비중 7.30%

52주 최고/최저가 45,200원/18,000원

평균거래대금 41.8억원

주요주주(%)

해성산업 외 2 인 36.31

미래에셋자산운용 외 3 인 5.15

국민연금공단 5.11

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 12.0 0.2 -40.0

상대주가 1.2 -21.9 -46.5

주가그래프



해성디에스 195870

회복의 강도와 지속성이 향후 관건

- ✓ 2Q25E 영업이익은 80억원(-55.3% YoY)으로 시장 컨센서스(81억원) 부합 전망
- ✓ DDR5 공급 재개와 전장향 리드프레임 반등은 긍정적
- ✓ 다만 DDR4 생산 중단, 감가상각비 증가, 구리 가격 상승 등의 우려 요인 상존
- ✓ 단기적인 주가 흐름은 실적 회복의 강도와 지속 가능성에 좌우될 것으로 예상
- ✓ 적정주가 27,000원으로 상향하나 투자의견 Hold 유지

2Q25 Preview: 컨센서스 부합

2Q25E 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,431억원(-6.8% YoY), 80억원(-55.3% YoY)으로 영업이익 기준 시장 컨센서스(81억원)에 부합할 전망이다. Package Substrate는 일시적인 DDR4 수요 증가에 따른 수혜에 더해, 국내 메모리 고객사향 DDR5 재개로 인한 반등이 예상된다. 다만 생산차질 영향으로 2분기 DDR5 출하량은 분기 초 예상 대비 감소한 것으로 파악된다. 리드프레임은 유럽 전기차 수요 확대에 따른 고객사 재고 정상화로, 1분기와 달리 전장 중심의 실적 반등이 기대된다.

명과 암 공존

동사는 현재 기대 요인과 불확실성이 혼재된 전환 국면에 진입한 상황이라 판단된다. DDR5의 국내 고객사 쿨 통과가 예상보다 빠르게 진행된 점은 긍정적이며, 3분기부터는 국내 사업장 외 고객사의 해외 사업장향 공급이 본격화되면서 매출 회복세가 지속될 전망이다. 다만 중장기적으로는 DDR4 생산 중단에 따른 수요 감소와 동사의 린트릴 공정 특성상 하이엔드 Package Substrate 양산에 제약이 있다는 점이 부각될 수 있다. 리드프레임은 우려와 달리 전장향 주문의 회복세가 예상보다 빠르게 나타난 점은 긍정적이다. 다만, 상반기 관세 이슈로 인한 선출하와 신공장 감가상각비, 구리 가격 상승 등은 하반기 실적에 부담 요인으로 작용할 수 있다.

투자의견 Hold 유지

동사는 과거에도 EPS 성장 구간에서 주가 랠리를 경험했으나, 래거시 기판 중심의 사업 구조로 밸류에이션은 주로 PER 10배 내외에서 형성돼 왔다. 현재의 제품 포트폴리오와 고객 구조를 감안할 때, 향후에도 밸류에이션 리레이팅 여지는 낮으며 단기적인 주가 흐름은 실적 회복의 강도와 지속 가능성에 좌우될 것으로 예상된다. 이미 실적 개선 기대감이 상당 부분 주가에 반영되며, 연중 저점 대비 48.1% 반등한 점을 고려할 때, 현 시점에서는 투자의견 Hold를 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	672.3	102.5	84.4	4,966	-47.0	30,297	11.2	1.8	6.0	17.5	33.7
2024	603.0	56.9	58.7	3,453	-30.5	32,722	6.8	0.7	4.1	11.0	42.8
2025E	595.6	33.5	30.1	1,769	-48.8	33,691	15.1	0.8	4.9	5.3	39.8
2026E	654.6	64.8	53.6	3,152	78.2	36,043	8.5	0.7	3.4	9.0	33.1
2027E	709.6	81.2	68.6	4,037	28.1	39,280	6.6	0.7	2.9	10.7	31.9

표1 해성디에스 2Q25E 실적 Preview

(십억원)	2Q25E	2Q24	(% YoY)	1Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
매출액	143.1	153.5	-6.8%	137.5	4.1%	144.3	-0.8%	145.5	-1.7%
영업이익	8.0	18.0	-55.3%	0.4	1912.1%	7.6	5.9%	8.1	0.0%
세전이익	9.3	20.3	-54.3%	0.0	66854.7%	8.6	8.1%	8.1	14.4%
순이익	6.8	21.0	-67.5%	0.6	1076.1%	5.5	24.2%	7.4	-7.3%
영업이익률(%)	5.6%	11.7%		0.3%		5.3%		5.5%	
세전이익률(%)	6.5%	13.3%		0.0%		6.0%		5.6%	
순이익률(%)	4.8%	13.7%		0.4%		3.8%		5.1%	

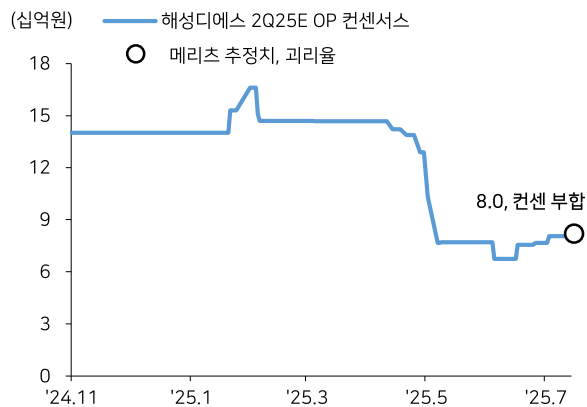
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

표2 해성디에스 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	595.6	603.0	-1.2%	598.0	-0.4%	599.1	-0.6%
영업이익	33.5	56.9	-41.1%	36.9	-9.2%	38.4	-12.8%
세전이익	36.9	67.0	-44.9%	40.4	-8.7%	41.1	-10.2%
지배주주 순이익	30.1	58.7	-48.8%	32.9	-8.6%	34.1	-11.8%
영업이익률(%)	5.6%	9.4%		6.2%		6.4%	
세전이익률(%)	6.2%	11.1%		6.8%		6.9%	
순이익률(%)	5.0%	9.7%		5.5%		5.7%	

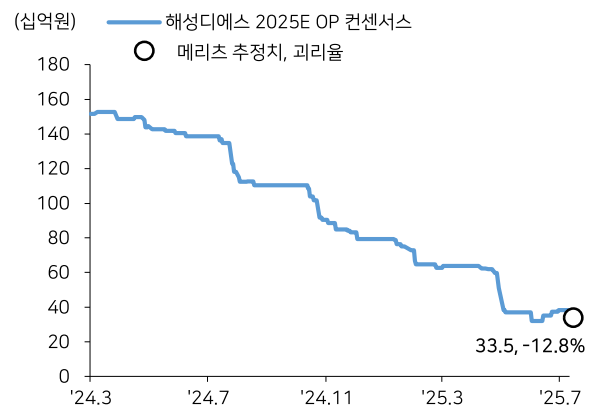
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q25E 영업이익, 컨센서스 부합 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 -12.8% 하회 전망



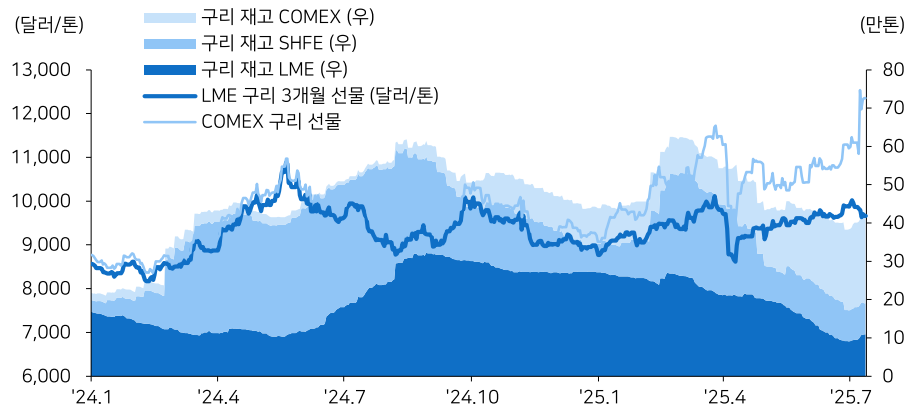
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 해성디에스 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
환율	1,325	1,370	1,359	1,397	1,455	1,404	1,390	1,400	1,363	1,412	1,420
매출액	154.9	153.5	149.4	145.2	137.5	143.1	159.6	155.4	603.0	595.6	654.6
(%, QoQ)	6.8%	-0.9%	-2.7%	-2.8%	-5.3%	4.1%	11.5%	-2.6%			
(%, YoY)	-19.5%	-14.3%	-3.9%	0.1%	-11.2%	-6.8%	6.8%	7.0%	-10.3%	-1.2%	9.9%
Leadframe	100.2	107.3	113.0	114.0	110.0	111.5	117.4	116.1	434.5	454.9	457.7
전장용	69.5	68.6	73.7	76.1	73.7	76.8	79.2	76.9	287.9	306.7	337.3
IT용	30.7	38.7	39.3	37.9	36.3	34.6	38.2	39.2	146.6	148.2	120.3
Package Substrate	54.7	46.2	36.4	31.4	27.5	31.7	42.2	39.3	168.7	140.7	197.0
영업이익	20.9	18.0	11.7	6.3	0.4	8.0	13.6	11.5	56.9	33.5	64.8
(%, QoQ)	27.8%	-13.8%	-35.0%	-46.5%	-93.6%	1912.1%	68.6%	-15.4%			
(%, YoY)	-32.8%	-49.6%	-39.5%	-61.6%	-98.1%	-55.3%	15.9%	83.2%	-44.5%	-41.1%	93.3%
영업이익률(%)	13.5%	11.7%	7.8%	4.3%	0.3%	5.6%	8.5%	7.4%	9.4%	5.6%	9.9%

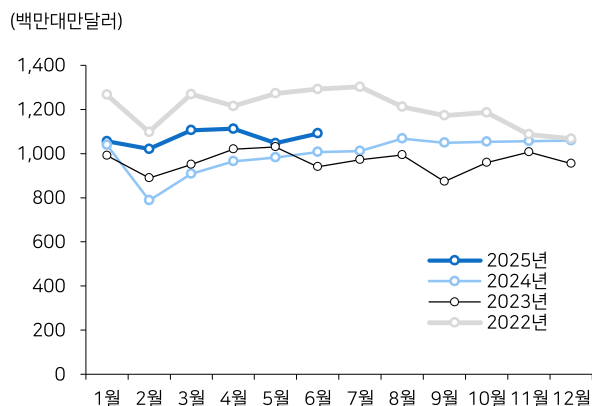
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 구리 가격 및 재고 추이



자료: LME, 메리츠증권 리서치센터

그림4 대만 CWTC 월별 매출액



자료: CWTC, 메리츠증권 리서치센터

그림5 리드프레임 수출금액



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

표4 해성디에스 적정주가 산정표

(원)	Fair Value	비고
12MF EPS	2,540	
적정배수 (배)	10.6	컨센서스 기준 과거 8년 평균
적정가치	26,820	
적정주가	27,000	
현재주가	26,650	7/14 기준
상승여력 (%)	1.3%	

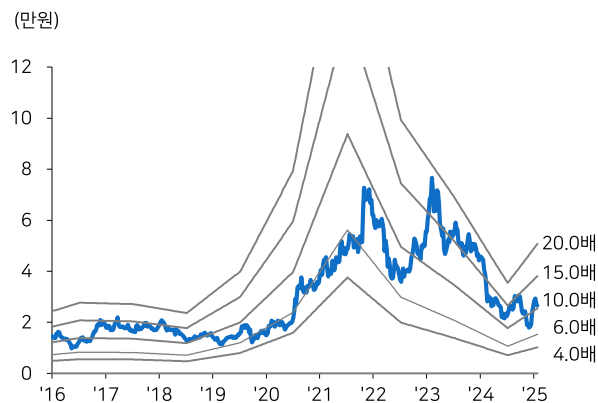
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 해성디에스 밸류에이션 테이블

(배)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
주가 (원)									
High	22,500	21,400	18,700	24,500	53,200	74,700	80,400	61,700	
Low	12,250	12,400	10,750	10,800	23,200	35,100	33,600	20,150	
Average	17,046	17,454	14,017	17,719	38,961	53,124	52,857	39,580	
확정치 기준 PER									
High	16.0	17.5	17.3	13.9	12.7	8.0	16.2	17.9	
Low	8.7	10.1	10.0	6.1	5.5	3.7	6.8	5.8	
Average	12.1	14.2	13.0	10.0	9.3	5.7	10.6	11.5	
EPS (원)	1,410	1,226	1,078	1,764	4,192	9,376	4,966	3,453	1,768.8
EPS Growth (%)	20.1	-13.1	-12.1	63.6	137.6	123.7	-47.0	-30.5	-48.8
컨센서스 기준 PER									
High	16.3	15.8	15.9	12.3	13.4	7.2	15.3	21.0	
Low	8.9	9.2	9.1	5.4	5.8	3.4	6.4	6.9	
Average	12.3	12.9	11.9	8.9	9.8	5.1	10.0	13.5	
EPS (원)	1,382	1,354	1,179	1,991	3,973	10,345	5,271	2,934	2,007
EPS growth (%)	17.7	-4.0	-3.8	84.6	125.2	146.8	-43.8	-40.9	-41.9

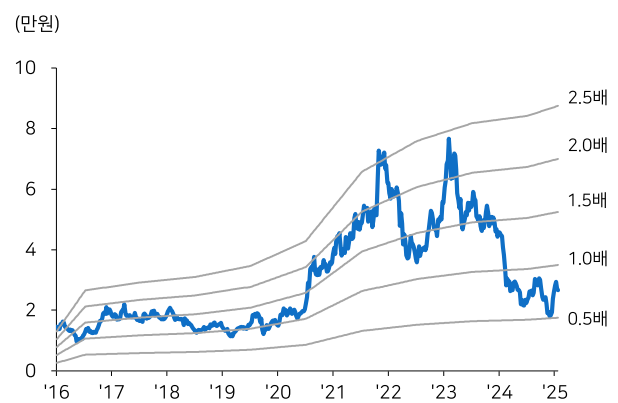
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 해성디에스 PER 밴드



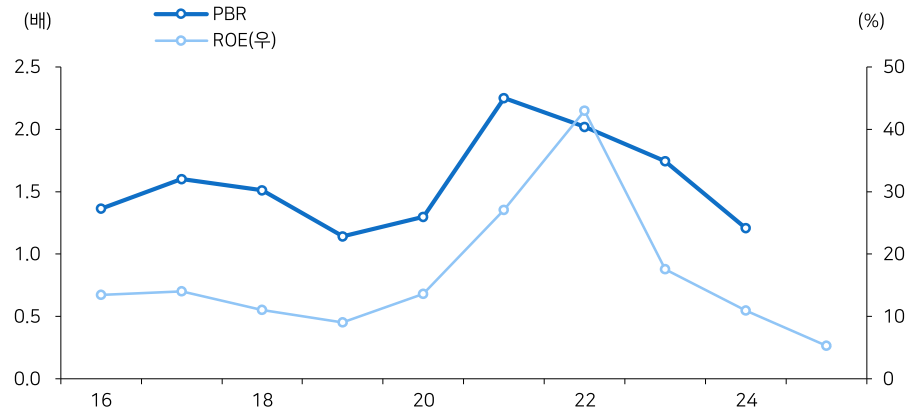
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림7 해성디에스 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 해성디에스 ROE vs PBR 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 PCB, CCL 밸류체인 밸류에이션 비교

		시가총액	P/E (배)		P/B(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액*		영업이익*		EV/EBITDA(배)	
		(백만달러)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
ABF Substrate	Ibiden	5,928.6	28.8	25.0	1.7	1.7	-3.0	12.1	6.1	6.9	2,567	2,821	305	359	8.7	6.7
	Kinsus	1,275.7	21.6	16.3	1.1	1.0	3,725.3	32.1	4.8	6.2	1,230	1,293	100	133	5.5	4.9
	Nanya PCB	2,335.2	53.4	21.7	1.5	1.4	582.6	147.1	3.1	7.3	1,259	1,480	35	118	8.3	6.1
	Toppan	7,479.5	12.9	12.9	0.8	0.7	25.1	-0.7	6.1	6.0	11,953	12,664	628	696	5.2	4.6
PCB	해성디에스	327.9	15.1	8.5	0.8	0.7	-48.8	78.2	5.3	9.0	595.6	654.6	33.5	64.8	4.9	3.4
	이수페타시스	2,985.9	26.5	21.8	8.0	5.9	84.4	21.6	36.6	31.9	1,066	1,266	192	238	18.5	15.0
	대덕전자	640.9	29.7	13.2	1.0	1.0	30.7	124.9	3.3	7.4	966	1,117	23	69	5.3	4.1
	심텍	514.1	na	10.2	1.6	1.4	-83.3	-1,470.1	-1.3	14.6	1,305	1,489	17	109	10.7	5.9
	티엘비	158.7	17.1	12.1	1.8	1.6	254.7	41.1	10.7	13.7	229	255	16	22	10.3	8.2
	Unimicron	6,264.0	21.8	12.4	1.8	1.6	80.8	75.5	8.8	14.2	4,629	5,311	331	599	6.9	5.4
	Victory Giant	17,370.3	26.9	19.6	9.4	6.7	301.4	37.8	33.1	32.8	2,756	3,573	756	1,030	20.3	14.9
	WUS(Kunshan)	12,880.5	26.1	20.2	6.5	5.2	36.9	28.8	25.7	26.8	2,443	3,019	573	743	19.8	15.0
	Shennan Circuits	11,530.4	32.5	26.5	4.8	4.3	35.8	23.0	15.1	16.2	2,976	3,449	351	428	20.6	17.6
	Gold Circuit	5,203.1	19.3	15.4	5.9	4.7	52.5	26.1	32.7	32.7	1,871	2,130	412	500	11.6	9.8
	Tripod	4,241.9	12.7	11.7	2.2	2.0	29.5	8.9	18.2	18.2	2,473	2,652	405	438	6.2	5.7
	TTM Tech	4,482.9	20.5	18.5	2.8	2.7	291.8	10.7	na	na	2,672	2,820	282	314	12.3	11.5
	First-Hi Tech	723.4	18.5	14.1	8.1	na	285.3	31.6	44.2	42.8	295	347	48	63	14.2	10.5
AI CCL	EMC	10,981.6	21.6	17.7	8.1	6.4	69.7	22.3	39.4	38.3	3,152	3,645	664	801	15.5	12.9
	TUC	2,394.2	21.0	15.0	4.9	4.2	39.4	40.0	22.5	28.0	974	1,145	150	207	13.7	10.2
	ITEQ	1,073.9	19.1	15.2	1.5	1.4	121.7	26.3	8.7	9.4	1,179	1,296	88	108	8.3	6.9
	Shengyi Tech	11,151.6	30.9	24.5	4.9	4.4	45.0	26.2	16.4	19.2	3,359	3,912	431	545	21.2	18.4
핵심 소재	Ajinomoto	26,569.4	40.3	30.3	4.9	5.3	17.3	29.1	12.4	17.3	10,852	11,004	1,098	1,315	17.6	15.3
	Nitto Boseki	1,692.7	20.8	17.4	1.9	1.7	60.8	15.2	9.8	10.6	769	829	113	129	11.6	9.8

주: 해성디에스는 당사 추정치, 그 외는 블룸버그 컨센서스 기준

국내기업은 십억원, 해외기업은 백만달러 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

해성디에스 (195870)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	672.3	603.0	595.6	654.6	709.6
매출액증가율(%)	-19.9	-10.3	-1.2	9.9	8.4
매출원가	511.5	491.6	506.9	527.4	557.8
매출총이익	160.7	111.4	88.7	127.3	151.8
판매관리비	58.2	54.6	55.2	62.5	70.6
영업이익	102.5	56.9	33.5	64.8	81.2
영업이익률(%)	15.2	9.4	5.6	9.9	11.4
금융손익	-0.6	-0.3	-0.9	-0.4	-0.1
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	3.9	10.4	4.3	4.3	5.3
세전계속사업이익	105.9	67.0	36.9	68.7	86.5
법인세비용	21.4	8.3	6.8	15.1	17.8
당기순이익	84.4	58.7	30.1	53.6	68.6
지배주주지분 순이익	84.4	58.7	30.1	53.6	68.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	143.1	60.6	89.6	105.6	126.1
당기순이익(손실)	84.4	58.7	30.1	53.6	68.6
유형자산상각비	43.4	48.4	61.8	68.2	72.7
무형자산상각비	1.2	1.9	1.7	1.8	1.7
운전자본의 증감	30.2	-60.4	1.6	-12.4	-11.6
투자활동 현금흐름	-67.8	-143.8	-57.3	-77.3	-74.7
유형자산의증가(CAPEX)	-93.9	-148.7	-60.0	-80.0	-80.0
투자자산의감소(증가)	0.0	-0.1	0.0	-0.0	-0.0
재무활동 현금흐름	-11.3	27.1	-22.3	-49.4	-38.1
차입금의 증감	4.4	47.3	-8.7	-35.8	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	63.5	-55.7	10.0	-21.1	13.3
기초현금	76.3	139.8	84.1	94.1	73.0
기말현금	139.8	84.1	94.1	73.0	86.3

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	343.9	321.8	328.8	331.0	365.9
현금및현금성자산	139.8	84.1	94.1	73.0	86.3
매출채권	103.3	117.2	115.8	127.2	137.9
재고자산	90.1	107.2	105.9	116.4	126.2
비유동자산	344.9	472.4	471.8	484.7	514.8
유형자산	306.0	424.6	422.9	434.7	466.5
무형자산	23.3	32.3	33.5	34.6	32.9
투자자산	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2
자산총계	688.7	794.2	800.6	815.7	880.8
유동부채	131.7	201.4	212.2	186.8	196.3
매입채무	29.3	20.3	20.1	22.1	23.9
단기차입금	32.9	72.6	87.6	72.6	72.6
유동성장기부채	9.8	23.7	20.8	0.0	0.0
비유동부채	42.0	36.5	15.7	16.2	16.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	33.3	26.3	5.5	5.5	5.5
부채총계	173.7	237.9	227.9	202.9	213.0
자본금	85.0	85.0	85.0	85.0	85.0
자본잉여금	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8
기타포괄이익누계액	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
이익잉여금	408.0	449.0	465.4	505.4	560.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	515.1	556.3	572.8	612.7	667.8

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	39,544	35,470	35,035	38,508	41,744
EPS(지배주주)	4,966	3,453	1,769	3,152	4,037
CFPS	9,749	7,751	5,630	7,850	9,151
EBITDAPS	8,658	6,299	5,707	7,928	9,151
BPS	30,297	32,722	33,691	36,043	39,280
DPS	900	800	800	800	800
배당수익률(%)	1.6	3.4	3.0	3.0	3.0
Valuation(Multiple)					
PER	11.2	6.8	15.1	8.5	6.6
PCR	5.7	3.0	4.7	3.4	2.9
PSR	1.4	0.7	0.8	0.7	0.6
PBR	1.8	0.7	0.8	0.7	0.7
EBITDA(십억원)	147.2	107.1	97.0	134.8	155.6
EV/EBITDA	6.0	4.1	4.9	3.4	2.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.5	11.0	5.3	9.0	10.7
EBITDA 이익률	21.9	17.8	16.3	20.6	21.9
부채비율	33.7	42.8	39.8	33.1	31.9
금융비용부담률	0.7	0.5	0.5	0.3	0.2
이자보상배율(x)	22.0	17.9	10.6	31.1	47.4
매출채권회전율(x)	5.6	5.5	5.1	5.4	5.4
재고자산회전율(x)	6.5	6.1	5.6	5.9	5.8

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.

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(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)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	89.1%
중립	10.3%
매도	0.6%

2025년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

해성디에스 (195870) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.06.19	기업브리프	Buy	66,000	양승수	-4.5	9.5	
2023.07.27	기업브리프	Buy	79,000	양승수	-20.8	-2.5	
2023.10.30	기업브리프	Buy	65,000	양승수	-23.5	-5.4	
2024.07.29	기업브리프	Buy	56,000	양승수	-47.9	-35.3	
2024.10.28	기업브리프	Buy	45,000	양승수	-47.1	-39.2	
2025.01.16	기업브리프	Buy	37,000	양승수	-29.8	-28.2	
2025.02.03	기업브리프	Buy	33,000	양승수	-16.3	-1.1	
2025.04.14	기업브리프	Buy	32,000	양승수	-25.5	-23.4	
2025.05.07	기업브리프	Hold	24,000	양승수	-4.0	23.8	
2025.07.15	기업브리프	Hold	27,000	양승수	-	-	