

2025. 4. 14



▲ 전기전자/IT부품

Analyst **양승수**
02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 32,000 원

현재주가 (4.11) 23,450 원

상승여력 36.5%

KOSPI 2,432.72pt

시가총액 3,987억원

발행주식수 1,700만주

유동주식비율 61.76%

외국인비중 10.04%

52주 최고/최저가 53,000원/20,250원

평균거래대금 34.3억원

주요주주(%)

해성산업 외 2 인 36.31

국민연금공단 8.29

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -14.6 -18.7 -55.8

상대주가 -10.9 -13.2 -50.8

주가그래프



해성디에스 195870

1Q 부진 지속, 하반기 반등 기대는 유효

- ✓ 1Q25E 영업이익 51억원으로 기준 시장 컨센서스(116억원) -56.1% 하회 전망
- ✓ 지속되는 Package Substrate 수요 부진과 전장용 리드프레임 매출 부진 영향
- ✓ 다만 하반기 DDR5 매출 확대로 상저하고의 실적 반등 기대감은 유효하다고 판단
- ✓ 역사적 최하단에 해당하는 동사 현 주가는 실적 부진의 장기화를 상당 부분 선반영
- ✓ 실적 추정치 하향을 반영해 적정주가는 32,000원으로 조정하나 투자의견 Buy 유지

1Q25 Preview: Package Substrate 부진 지속

1Q25E 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,337억원(-13.7% YoY), 51억원(-75.6% YoY)으로 영업이익 기준 시장 컨센서스(116억원)를 -56.1% 하회할 전망이다. 이는 주요 고객사들의 공급 조절 전략이 지속되면서 Package Substrate 매출 부진이 계속되고 있기 때문이다. 또한 리드프레임 매출은 비교적 견조했으나, 고마진 전장향 제품은 고객사의 재고 조정 영향으로 기대치를 하회했으며, IT향 제품이 관세 부과 이전 선출하 확대에 따라 일시적으로 매출이 증가한 것으로 파악된다.

2025년 영업이익 471억원(-17.1% YoY) 전망

2025년 연결 매출액은 5,874억원(-2.6% YoY), 영업이익 471억원(-17.1% YoY)을 전망한다. 관세 부과 전 선출하 확대와 주요 메모리 고객사들의 공급 조절 전략으로 인해 동사 실적에 대한 불확실성이 높아지고 있다. 다만 하반기에는 작년 품질 이슈로 중단됐던 국내 고객사향 DDR5 공급 재개와 중화권향 DDR5 신규 공급 개시에 따라 Package Substrate 매출 반등이 기대된다. 리드프레임 매출 역시 하반기로 갈수록 IT향 비중이 축소되고, 전기차 중심의 전장향 제품 믹스 개선이 이뤄질 것으로 예상된다. 종합적으로 상반기 실적은 기대치를 하회하겠지만, 하반기에는 실적 회복에 대한 가시성이 높다고 판단된다.

투자의견 Buy, 적정주가 32,000원 제시

기대 대비 실적 회복 시점이 지연되면서, 동사의 핵심 투자 포인트였던 안정적인 실적에 대한 기대감이 약화되고 있다. 이에 따라 단기적으로는 주가 반등이 제한적일 것으로 예상된다. 다만 1) 동사의 주가는 현재 역사적 저점 수준(그림7,8)으로, 실적 부진의 장기화를 상당 부분 선반영했고, 2) 앞서 언급했듯 하반기 실적 반등에 대한 기대감은 여전히 유효하다고 판단된다. 실적 추정치 하향을 반영해 적정 주가는 32,000원으로 하향 조정하나 투자의견 Buy를 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	587.4	47.1	47.3	2,781	-19.5	34,703	8.4	0.7	3.7	8.2	38.4
2026E	676.2	76.4	68.5	4,032	45.0	37,934	5.8	0.6	2.6	11.1	32.1
2027E	717.0	102.2	90.4	5,319	31.9	42,454	4.4	0.6	1.9	13.2	29.7

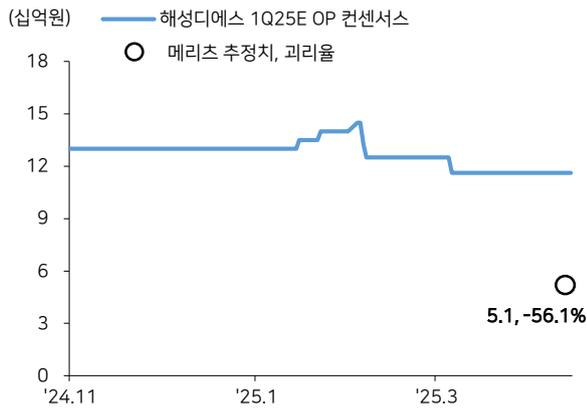
(십억원)	1Q25E	1Q24	(% YoY)	4Q24	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
매출액	133.7	154.9	-13.7%	145.2	-7.9%	148.7	-10.1%	149.6	-10.6%
영업이익	5.1	20.9	-75.6%	6.3	-18.6%	11.2	-54.4%	11.6	-56.1%
세전이익	7.9	25.3	-68.8%	14.7	-46.2%	13.5	-41.4%	13.7	-42.3%
순이익	5.1	19.5	-73.7%	12.2	-57.9%	10.3	-50.1%	9.2	-44.3%
영업이익률(%)	3.8%	13.5%		4.3%		7.5%		7.8%	
세전이익률(%)	5.9%	16.4%		10.1%		9.1%		9.2%	
순이익률(%)	3.8%	12.6%		8.4%		6.9%		6.2%	

자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	587.4	603.0	-2.6%	617.0	-4.8%	638.2	-8.0%
영업이익	47.1	56.9	-17.1%	58.7	-19.7%	63.8	-26.2%
세전이익	58.4	66.9	-12.8%	67.8	-13.9%	69.3	-15.8%
지배주주 순이익	47.3	58.6	-19.4%	54.9	-13.9%	57.7	-18.0%
영업이익률(%)	8.0%	9.4%		9.5%		10.0%	
세전이익률(%)	9.9%	11.1%		11.0%		10.9%	
순이익률(%)	8.0%	9.7%		8.9%		9.0%	

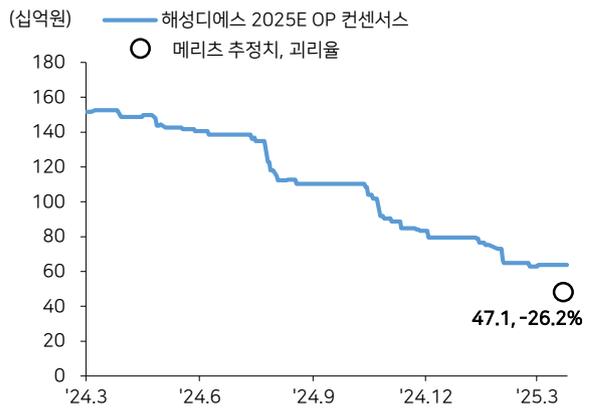
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q25E 영업이익, 컨센서스 -56.1% 하회 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 -26.2% 하회 전망



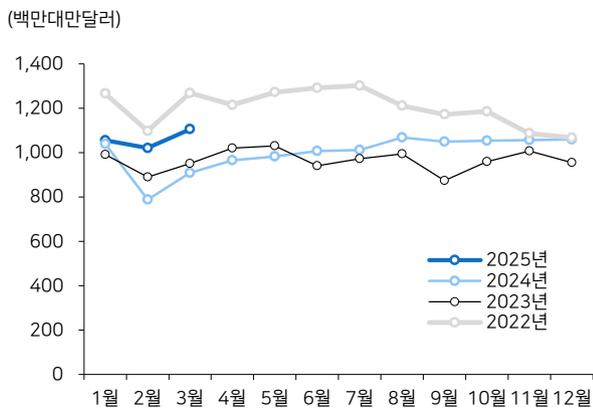
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 해성디에스 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
환율	1,325	1,370	1,359	1,397	1,455	1,437	1,410	1,390	1,363	1,423	1,368
매출액	154.9	153.5	149.4	145.2	133.7	144.3	156.7	152.6	603.0	587.4	676.2
(%, QoQ)	6.8%	-0.9%	-2.7%	-2.8%	-7.9%	7.9%	8.7%	-2.6%			
(%, YoY)	-19.5%	-14.3%	-3.9%	0.1%	-13.7%	-6.0%	4.9%	5.1%	-10.3%	-2.6%	15.1%
Leadframe	100.2	107.3	113.0	114.0	108.4	112.6	117.3	108.3	434.5	446.7	479.2
전장용	69.5	68.6	73.7	76.1	71.2	76.0	78.4	77.8	287.9	303.4	333.8
IT용	30.7	38.7	39.3	37.9	37.2	36.6	39.0	30.5	146.6	143.3	145.4
Package Substrate	54.7	46.2	36.4	31.4	25.3	31.7	39.4	44.3	168.7	140.7	197.0
영업이익	20.9	18.0	11.7	6.3	5.1	8.7	17.6	15.8	56.9	47.1	76.4
(%, QoQ)	27.8%	-13.8%	-35.0%	-46.5%	-18.6%	69.6%	103.1%	-10.1%			
(%, YoY)	-32.8%	-49.6%	-39.5%	-61.6%	-75.6%	-51.9%	50.1%	152.1%	-44.5%	-17.1%	62.0%
영업이익률(%)	13.5%	11.7%	7.8%	4.3%	3.8%	6.0%	11.2%	10.4%	9.4%	8.0%	11.3%
세전이익	25.3	20.3	6.6	14.7	7.9	11.5	20.4	18.6	67.0	58.4	87.9
지배주주순이익	19.5	21.0	6.0	12.2	5.1	8.7	17.6	15.8	58.7	47.3	68.5
지배주주순이익률(%)	12.6%	13.7%	4.0%	8.4%	3.8%	6.0%	11.2%	10.4%	9.7%	8.0%	10.1%

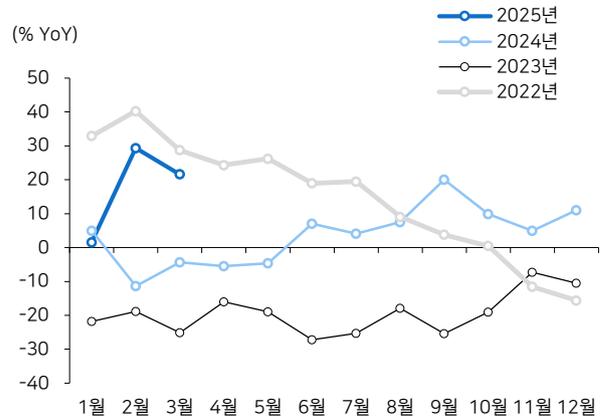
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 대만 CWTC 월별 매출액



자료: CWTC, 메리츠증권 리서치센터

그림4 CWTC YoY 성장률



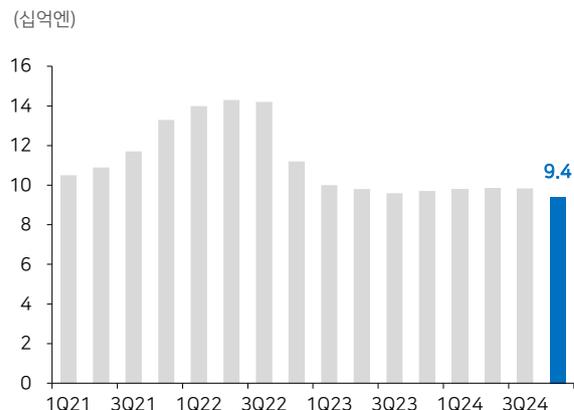
자료: CWTC, 메리츠증권 리서치센터

그림5 리드프레임 수출금액



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Shinko 리드프레임 매출액 추이



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

표4 해성디에스 적정주가 산정표

구분	Fair Value(원)	비고
EPS	3,141	12MF EPS
적정배수 (배)	10.0	컨센서스 기준 '23년 평균 멀티플
적정가치	31,568	
적정주가	32,000	
현재주가	23,450	
상승여력 (%)	36.5%	

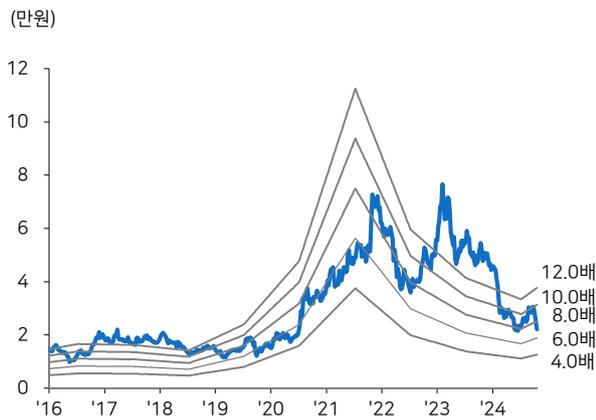
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 해성디에스 PER 밸류에이션 테이블

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
주가 (원)							
High	18,700	24,500	53,200	74,700	80,400	61,700	
Low	10,750	10,800	23,200	35,100	33,600	20,150	
Average	14,017	17,719	38,961	53,124	52,857	39,580	
확정치/당사 추정치 기준 PER (배)							
High	17.3	13.9	12.7	8.0	16.2	17.9	
Low	10.0	6.1	5.5	3.7	6.8	5.8	
Average	13.0	10.0	9.3	5.7	10.6	11.5	
EPS (원)	1,078	1,764	4,192	9,376	4,966	3,453	2780.5
EPS Growth (%)	-12.1	63.6	137.6	123.7	-47.0	-30.5	-19.5
컨센서스 기준 PER							
High	15.9	12.3	13.4	7.2	15.3	21.0	
Low	9.1	5.4	5.8	3.4	6.4	6.9	
Average	11.9	8.9	9.8	5.1	10.0	13.5	
EPS (원)	1,179	1,991	3,973	10,345	5,271	2,934	3391
EPS growth (%)	-3.8	84.6	125.2	146.8	-43.8	-40.9	-1.8

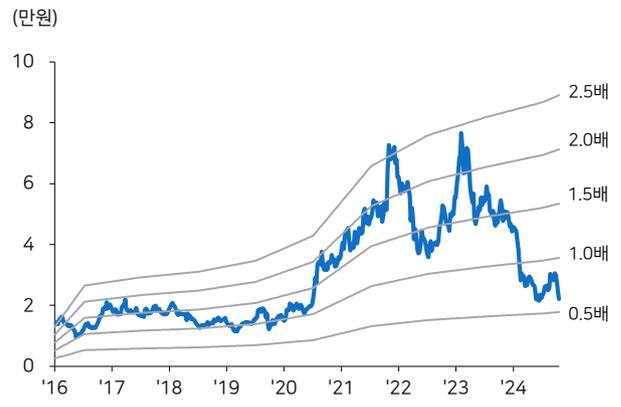
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림7 해성디에스 PER 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 해성디에스 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

해성디에스 (195870)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	672.3	603.0	587.4	676.2	717.0
매출액증가율(%)	-19.9	-10.3	-2.6	15.1	6.0
매출원가	511.5	491.6	485.7	535.7	544.0
매출총이익	160.7	111.4	101.7	140.5	173.1
판매관리비	58.2	54.6	54.6	64.1	70.9
영업이익	102.5	56.9	47.1	76.4	102.2
영업이익률(%)	15.2	9.4	8.0	11.3	14.2
금융손익	-0.6	-0.3	-0.6	0.1	0.8
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	3.9	10.4	11.8	11.4	11.2
세전계속사업이익	105.9	67.0	58.4	87.9	114.1
법인세비용	21.4	8.3	11.1	19.3	23.7
당기순이익	84.4	58.7	47.3	68.5	90.4
지배주주지분 순이익	84.4	58.7	47.3	68.5	90.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	143.1	60.6	102.2	108.5	145.0
당기순이익(손실)	84.4	58.7	47.3	68.5	90.4
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	3.3	-18.7	-8.6
투자활동 현금흐름	-67.8	-143.8	-51.1	-71.5	-68.8
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	28.9	-12.4	38.1
기초현금	76.3	139.8	84.1	113.0	100.6
기말현금	139.8	84.1	113.0	100.6	138.7

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	343.9	321.8	344.5	367.1	421.3
현금및현금성자산	139.8	84.1	113.0	100.6	138.7
매출채권	103.3	117.2	114.2	131.4	139.4
재고자산	90.1	107.2	104.5	120.3	127.5
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	0.2	0.2
자산총계	688.7	794.2	816.3	851.8	936.1
유동부채	131.7	201.4	210.8	190.5	197.6
매입채무	29.3	20.3	19.8	22.8	24.2
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	15.6	16.4	16.8
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	226.4	206.9	214.4
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	482.6	537.6	614.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	515.1	556.3	590.0	644.9	721.7

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	39,544	35,470	34,552	39,774	42,178
EPS(지배주주)	4,966	3,453	2,781	4,032	5,319
CFPS	9,749	7,751	6,509	8,610	10,384
EBITDAPS	8,658	6,299	6,509	8,610	10,384
BPS	30,297	32,722	34,703	37,934	42,454
DPS	900	800	800	800	800
배당수익률(%)	1.6	3.4	3.4	3.4	3.4
Valuation(Multiple)					
PER	11.2	6.8	8.4	5.8	4.4
PCR	5.7	3.0	3.6	2.7	2.3
PSR	1.4	0.7	0.7	0.6	0.6
PBR	1.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EBITDA(십억원)	147.2	107.1	110.7	146.4	176.5
EV/EBITDA	6.0	4.1	3.7	2.6	1.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.5	11.0	8.2	11.1	13.2
EBITDA 이익률	21.9	17.8	18.8	21.6	24.6
부채비율	33.7	42.8	38.4	32.1	29.7
금융비용부담률	0.7	0.5	0.5	0.3	0.2
이자보상배율(x)	22.0	17.9	14.9	36.7	59.7
매출채권회전율(x)	5.6	5.5	5.1	5.5	5.3
재고자산회전율(x)	6.5	6.1	5.5	6.0	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	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.7%
중립	13.7%
매도	0.6%

2025년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

해성디에스 (195870) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

