

2025. 1. 16



▲ 전기전자/IT부품

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 37,000 원

현재주가 (1.15) 26,050 원

상승여력 42.0%

KOSPI 2,496.81pt

시가총액 4,429억원

발행주식수 1,700만주

유동주식비율 61.76%

외국인비중 13.34%

52주 최고/최저가 56,300원/20,250원

평균거래대금 17.2억원

주요주주(%)

해성산업 외 2 인 36.31

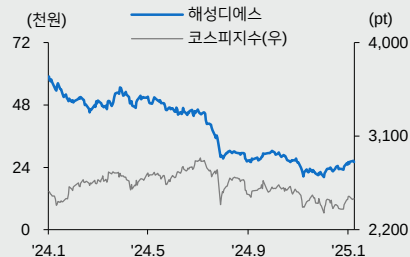
국민연금공단 7.23

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 11.1 -42.3 -52.6

상대주가 11.0 -33.9 -52.0

주가그래프



해성디에스 195870

중국 내수 소비 회복 + DDR5 매출 증가 기대

- ✓ 4Q23 영업이익 97억원으로 컨센서스 -32.6% 하회 예상
- ✓ 패키지기판 매출 부진에 따른 고정비 부담 지속과 리드프레임 신규 설비 반입 완료로 인한 감가상각비 증가 영향 때문
- ✓ 다만 올해 1) 신규 고객사 + 중국향 리드프레임 매출 증가 2) DDR5 쿨 테스트 통과 및 매출 확대 등 중장기 성장 방향성은 유효
- ✓ 주당 배당금 유지('23년 900원)와 상반기 내 예정된 밸류업 공시가 주가의 하방을 지지해 줄 것으로 기대

4Q24 Preview: 컨센서스 하회 예상

2024년 4분기 영업이익 추정치를 기존 158억원에서 97억원으로 38.6% 하향 조정한다. 이는 현재 시장 컨센서스를 32.6% 하회하는 수준이다. 패키지기판 매출 부진에 따른 고정비 부담이 지속되고 있다. 그 외 창원 공장 리드프레임 신규 설비 반입 완료로 감가상각비 부담이 증가한 것으로 파악된다.

2025년 영업이익 687억원(+13.9% YoY) 전망

리드프레임과 패키지기판 모두 작년 대비 실적 반등이 기대된다. 리드프레임은 제한된 생산능력에도 불구하고 미국 신규 고객사향 공급 물량이 빠르게 증가해왔다. 올해 추가된 생산 CAPA로 매출 확대가 더욱 가속화될 전망이다. 또한 중국 내수 소비 증가에 따라 중국향 리드프레임 매출이 반등하고 있으며, 올해 '이구환신' 정책의 확대에 힘입어 관련 매출의 추가 상승이 기대된다.

패키지기판의 실적 개선 기대 요인은 DDR5이다. 작년 품질 문제를 겪었던 국내 고객사향 쿨 테스트가 소조롭게 진행 중이다. 2월말 쿨 테스트 통과 후 3분기부터 본격적으로 실적에 기여할 것으로 예상된다. 그 외 중국 디램업체향 DDR5 쿨 테스트 진행이 임박하여, 관련 매출이 하반기에 발생할 가능성이 높다고 판단된다.

투자 의견 Buy, 적정주가 37,000원 제시

'25년, '26년 EPS 추정치 조정(각각 -22.9%, -20.5%)과, 12개월 선행 밸류에이션 산정에서 '26년의 실적을 반영, 적정주가는 37,000원으로 -17.8% 하향한다. 다만, 주당 배당금 유지('23년 900원)와 상반기 내 예정된 밸류업 공시가 주가의 하방을 지지할 것으로 판단된다. 또한, 올해 실적이 우상향 흐름을 유지할 것으로 예상되는 점을 감안해 투자 의견은 "Buy"를 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	839.4	204.4	159.4	9,376	124.3	26,312	3.8	1.4	2.4	43.0	47.5
2023	672.3	102.5	84.4	4,966	-47.0	30,297	11.2	1.8	6.0	17.5	33.7
2024E	606.1	60.3	53.2	3,130	-37.0	32,527	7.5	0.7	3.1	10.0	28.9
2025E	647.2	68.7	60.5	3,562	13.8	35,188	7.3	0.7	2.9	10.5	25.2
2026E	708.4	85.3	72.6	4,271	19.9	38,560	6.1	0.7	2.4	11.6	18.9

표1 해성디에스 4Q24 Preview

(십억원)	4Q24E	4Q23	(% YoY)	3Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	148.3	145.1	2.2%	149.4	-0.7%	153.2	-3.2%
영업이익	9.7	16.3	-40.5%	11.7	-16.9%	14.4	-32.6%
세전이익	14.4	12.0	20.2%	6.6	120.0%	11.5	25.5%
지배주주 순이익	6.8	10.6	-36.2%	6.0	13.4%	10.3	-34.4%
영업이익률(%)	6.6%	11.3%		7.8%		9.4%	
지배주주 순이익률(%)	4.6%	7.3%		4.0%		6.7%	

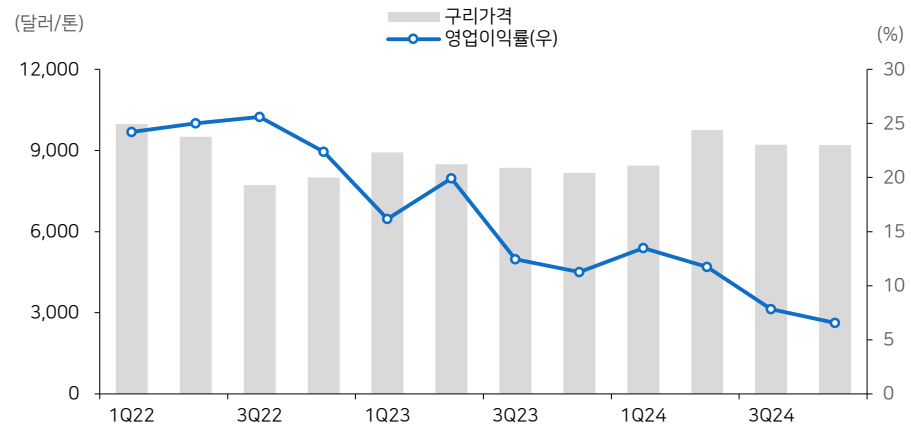
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

표2 해성디에스 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q24E	2023	2024E	2025E
환율	1,325	1,370	1,359	1,397	1,425	1,410	1,380	1,350	1,306	1,363	1,391
매출액	154.9	153.5	149.4	148.3	152.4	159.7	170.3	164.8	672.2	606.1	647.2
(%, QoQ)	6.8%	-0.9%	-2.7%	-0.7%	2.7%	4.8%	6.6%	-3.3%			
(%, YoY)	-19.5%	-14.3%	-3.9%	2.2%	-1.6%	4.1%	14.0%	11.1%	-19.9%	-9.8%	6.8%
Leadframe	100.2	107.3	113.0	114.1	112.7	118.3	120.9	118.9	429.1	434.6	470.7
전장용	69.5	68.6	73.7	76.8	76.9	77.2	77.1	79.5	268.8	288.6	310.7
IT용	30.7	38.7	39.3	37.3	35.8	41.1	43.8	39.4	160.3	146.0	160.1
Package Substrate	54.7	46.2	36.4	34.2	39.7	41.5	49.4	45.9	243.4	171.5	176.5
영업이익	20.9	18.0	11.7	9.7	15.4	16.7	21.0	15.6	102.5	60.3	68.7
(%, QoQ)	27.9%	-13.9%	-35.0%	-16.9%	58.5%	8.5%	25.7%	-25.9%			
(%, YoY)	-32.8%	-49.6%	-39.6%	-40.5%	-26.3%	-7.1%	79.6%	60.3%	-49.9%	-41.2%	13.9%
영업이익률(%)	13.5%	11.7%	7.8%	6.6%	10.1%	10.5%	12.3%	9.5%	15.3%	10.0%	10.6%
세전이익	25.3	20.3	6.6	14.4	17.2	18.5	22.8	17.4	105.9	66.7	75.9
지배주주순이익	19.5	21.0	6.0	6.8	13.4	14.7	19.0	13.5	84.4	53.2	60.5
지배주주순이익률(%)	12.6%	13.7%	4.0%	4.6%	8.8%	9.2%	11.1%	8.2%	12.6%	8.8%	9.4%

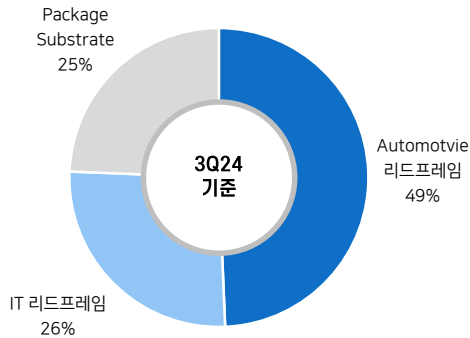
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 분기별 구리가격과 해성디에스 영업이익률 추이



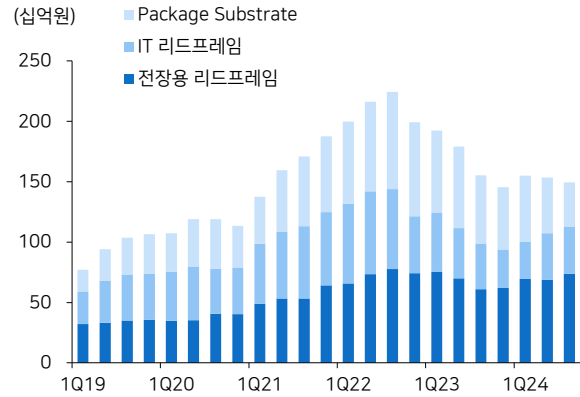
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 해성디에스 사업부문별 매출 비중



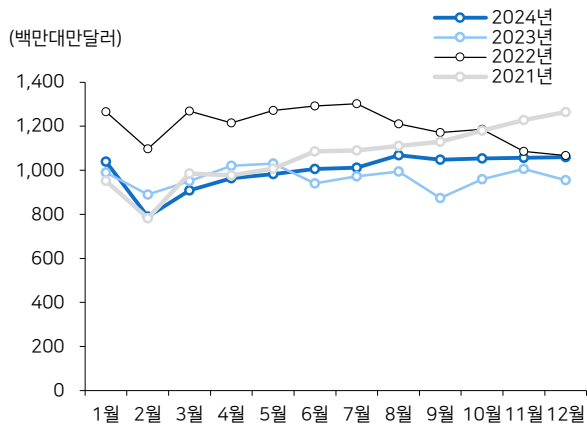
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 해성디에스 제품군별 매출 추이



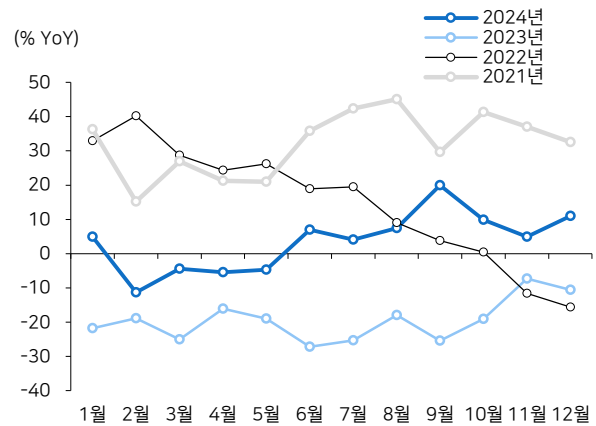
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 대만 CWTC 월별 매출액



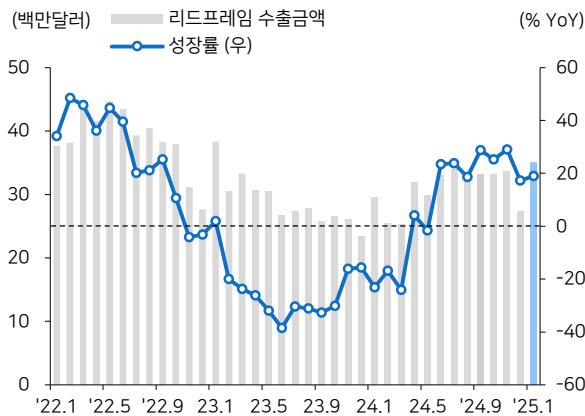
자료: CWTC, 메리츠증권 리서치센터

그림5 CWTC YoY 성장률



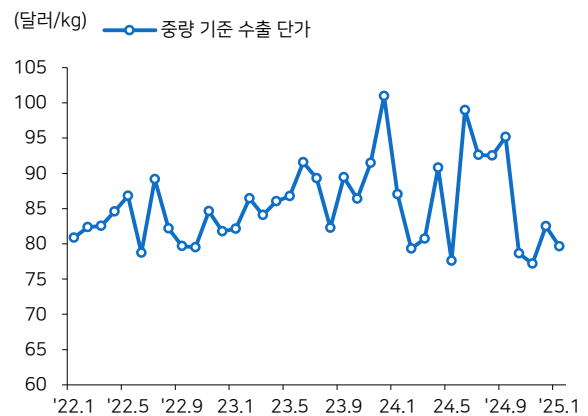
자료: SDI Corporation, 메리츠증권 리서치센터

그림6 리드프레임 수출금액



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림7 리드프레임 중량 기준 수출단가



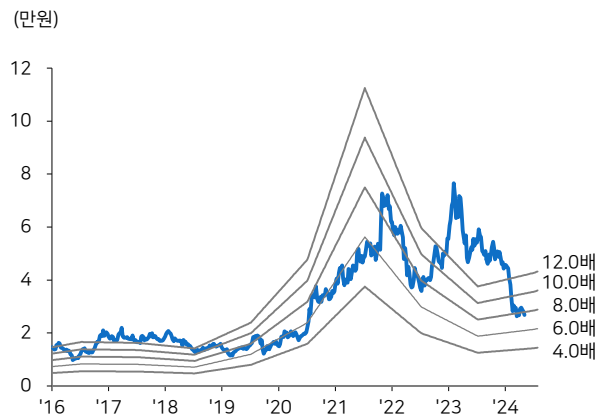
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

표3 해성디에스 적정주가 산정표

(원)	값	비고
EPS	3,633	12MF EPS
적정배수 (배)	10.0	컨센서스 기준 '23년 평균 멀티플
적정가치	36,508	
적정주가	37,000	
현재주가	26,050	
상승여력 (%)	42.0%	

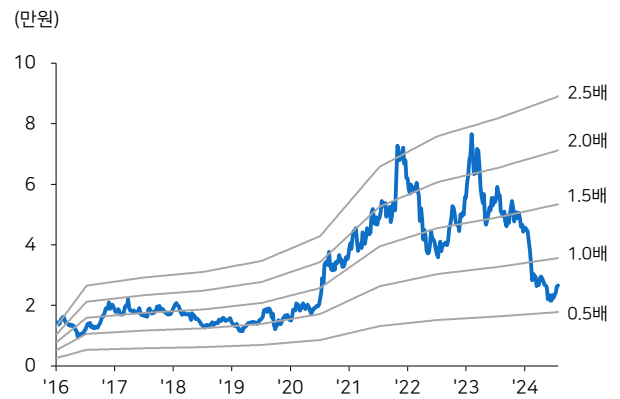
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 해성디에스 PER 밴드



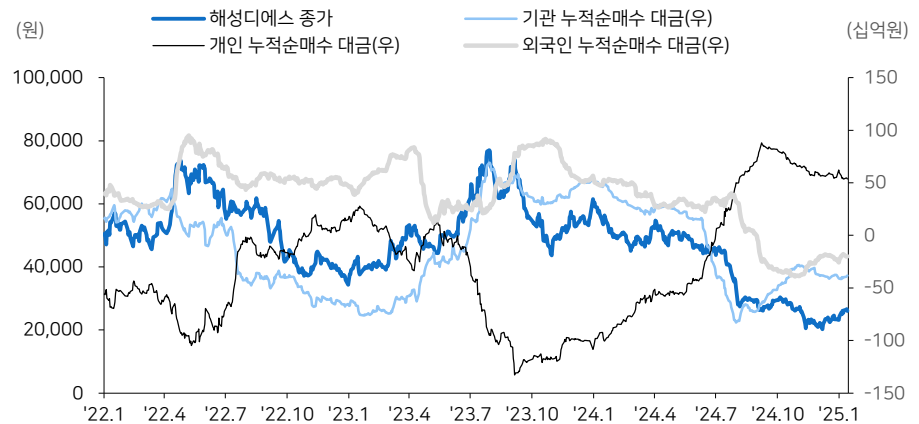
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림9 해성디에스 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림10 해성디에스 수급추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

해성디에스 (195870)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	839.4	672.3	606.1	647.2	708.4
매출액증가율(%)	28.1	-19.9	-9.8	6.8	9.5
매출원가	574.1	511.5	490.9	521.6	557.3
매출총이익	265.2	160.7	115.2	125.6	151.1
판매관리비	60.8	58.2	54.9	56.9	65.8
영업이익	204.4	102.5	60.3	68.7	85.3
영업이익률(%)	24.4	15.2	10.0	10.6	12.0
금융손익	-0.4	-0.6	0.6	1.1	2.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.3	3.9	5.7	6.0	5.8
세전계속사업이익	205.3	105.9	66.7	75.9	93.1
법인세비용	45.9	21.4	13.5	15.3	20.5
당기순이익	159.4	84.4	53.2	60.5	72.6
지배주주지분 순이익	159.4	84.4	53.2	60.5	72.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	196.9	143.1	111.8	111.5	120.2
당기순이익(손실)	159.4	84.4	53.2	60.5	72.6
유형자산상각비	38.0	43.4	52.7	62.9	62.5
무형자산상각비	1.0	1.2	0.7	0.8	0.9
운전자본의 증감	-41.4	30.2	10.9	-6.8	-10.1
투자활동 현금흐름	-122.5	-67.8	-116.1	-76.3	-76.3
유형자산의증가(CAPEX)	-78.1	-93.9	-120.0	-80.0	-80.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-27.3	-11.3	-20.1	-29.7	-51.1
차입금의 증감	-2.2	4.4	-4.8	-14.4	-35.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	47.0	63.5	-24.4	5.5	-7.2
기초현금	29.3	76.3	139.8	115.4	120.9
기말현금	76.3	139.8	115.4	120.9	113.8

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	371.3	343.9	299.4	317.4	328.8
현금및현금성자산	76.3	139.8	115.4	120.9	113.8
매출채권	137.4	103.3	93.1	99.4	108.8
재고자산	115.6	90.1	81.3	86.8	95.0
비유동자산	288.3	344.9	413.2	431.8	450.5
유형자산	253.6	306.0	373.3	390.4	407.9
무형자산	20.1	23.3	24.4	25.9	27.0
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	659.6	688.7	712.6	749.2	779.3
유동부채	196.5	131.7	122.5	134.4	106.7
매입채무	27.8	29.3	26.5	28.2	30.9
단기차입금	41.2	32.9	37.9	27.9	12.9
유동성장기부채	21.9	9.8	4.4	20.8	0.0
비유동부채	15.9	42.0	37.1	16.6	17.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	8.4	33.3	28.9	8.1	8.1
부채총계	212.3	173.7	159.7	151.0	123.8
자본금	85.0	85.0	85.0	85.0	85.0
자본잉여금	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8
기타포괄이익누계액	-0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
이익잉여금	340.5	408.0	445.9	491.1	548.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	447.3	515.1	553.0	598.2	655.5

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	49,374	39,544	35,654	38,071	41,669
EPS(지배주주)	9,376	4,966	3,130	3,562	4,271
CFPS	15,479	9,749	6,690	7,791	8,747
EBITDAPS	14,320	8,658	6,690	7,791	8,747
BPS	26,312	30,297	32,527	35,188	38,560
DPS	900	900	900	900	900
배당수익률(%)	2.5	1.6	3.8	3.5	3.5
Valuation(Multiple)					
PER	3.8	11.2	7.5	7.3	6.1
PCR	2.3	5.7	3.5	3.3	3.0
PSR	0.7	1.4	0.7	0.7	0.6
PBR	1.4	1.8	0.7	0.7	0.7
EBITDA(십억원)	243.4	147.2	113.7	132.5	148.7
EV/EBITDA	2.4	6.0	3.1	2.9	2.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	43.0	17.5	10.0	10.5	11.6
EBITDA 이익률	29.0	21.9	18.8	20.5	21.0
부채비율	47.5	33.7	28.9	25.2	18.9
금융비용부담률	0.2	0.7	0.7	0.5	0.3
이자보상배율(x)	105.8	22.0	14.2	20.3	44.3
매출채권회전율(x)	6.3	5.6	6.2	6.7	6.8
재고자산회전율(x)	8.2	6.5	7.1	7.7	7.8

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	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

2024년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

해성디에스 (195870) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

