

2025. 2. 3



▲ 전기전자/IT부품

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)적정주가 (12개월) **33,000 원**현재주가 (2.3) **23,250 원**상승여력 **41.9%**

KOSPI 2,453.95pt

시가총액 3,953억원

발행주식수 1,700만주

유동주식비율 61.76%

외국인비중 12.96%

52주 최고/최저가 54,700원/20,250원

평균거래대금 17.6억원

주요주주(%)

해성산업 외 2 인 36.31

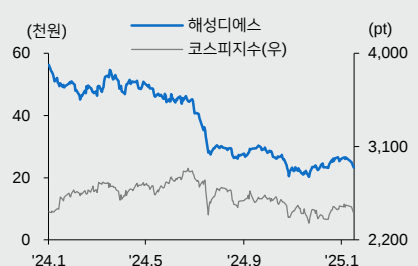
국민연금공단 7.23

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -4.3 -30.2 -53.9

상대주가 -4.8 -23.9 -50.8

주가그래프



해성디에스 195870

아쉬운 실적 지속, 올해 하반기 반전 기대

- ✓ 4Q24 영업이익 믹스 악화와 일회성 재고자산 평가 손실로 당사 추정치 크게 하회
- ✓ 지속되는 Package Substrate 수요 부진과 감가상각비 부담 증가로 상반기까지 실적 부진 지속될 것으로 예상
- ✓ 다만 하반기 DDR5 매출 확대로 상저하교의 실적 흐름 전개 가시성이 높다고 판단
- ✓ 또한 역사적 최하단에 해당하는 12MF P/B 0.7배의 동사 현 주가는, 업황 부진의 장기화로 실적 턴어라운드가 지연되는 점을 상당 부분 선반영
- ✓ 실적 추정치 조정을 반영해 적정주가는 33,000원으로 하향하나 투자의견 Buy 유지

4Q24 Review: 기대 이상의 리드프레임, 기대 이하의 Package Substrate

4Q24 매출액(1,452억원)은 당사 추정치를 2.0% 소폭 하회했지만 영업이익(63억원)은 35.2% 크게 부진했다. 리드프레임은 차량용 반도체와 IDM 고객사를 중심으로 기대치를 상회하는 매출을 기록했다. 반면, Package Substrate는 예상치 못한 중화권향 매출 감소로 4분기도 당사 추정치를 하회했다. 또한 Package Substrate 내 제품 믹스 악화와 원자재 관련 일회성 재고자산 평가 손실 반영으로 수익성이 크게 부진했다. 다만 일회성 요인을 제외하면 리드프레임 매출 증가로 당사 추정치에 부합하는 영업이익을 기록한 것으로 추정된다.

2025년 영업이익 587억원(+3.1% YoY) 전망

상반기까지는 실적 모멘텀이 부재한 구간이 유지될 전망이다. 1) Package Substrate 수요 회복 시점이 불투명하고 2) 창원 공장의 리드프레임 신규 설비 반입으로 감가상각비 부담이 증가했기 때문이다. 다만 하반기 실적 개선에 대한 가시성은 높아 보인다. 이는 작년 품질 문제를 겪었던 국내 고객사향 DDR5 쿨테스트가 순조롭게 진행되고 있어, 3분기부터 본격적으로 실적에 기여할 것으로 예상되기 때문이다. 또한 하반기에 시작될 중화권향 DDR5 공급도 믹스 개선에 기여할 전망이다.

투자의견 Buy, 적정주가 33,000원 제시

'25년, '26년 EPS 추정치 조정(각각 -9%, -2%)을 반영, 적정주가는 33,000원으로 -11% 하향한다. 당장의 실적 개선이 어려운 만큼, 주가의 상승 모멘텀이 부족한 것은 분명하다. 다만 역사적 최하단에 해당하는 12MF P/B 0.7배의 동사 현 주가는, 업황 부진의 장기화로 실적 턴어라운드가 지연되는 점을 상당 부분 이미 반영하고 있다. 견고한 리드프레임 매출이 유지되는 가운데, 하반기 DDR5 성장세가 재개된다는 점을 감안하면 중장기적인 비중 확대 전략이 유효한 시점이라고 판단된다.

(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
2024	603.0	56.9	58.7	3,103	-37.5	32,500	7.5	0.7	3.2	9.9	28.8
2025E	617.0	58.7	54.9	3,230	4.1	34,830	7.2	0.7	2.7	9.6	24.8
2026E	694.3	82.0	71.4	4,201	30.1	38,131	5.5	0.6	2.1	11.5	18.8

표1 해성디에스 4Q24 실적 Review

(십억원)	4Q24P	4Q23	(% YoY)	3Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	145.2	145.1	0.1%	149.4	-2.8%	154.5	-6.0%	148.3	-2.1%
영업이익	6.3	16.3	-61.4%	11.7	-46.2%	13.7	-54.0%	9.7	-35.2%
세전이익	14.7	12.0	22.4%	6.6	124.1%	10.3	42.3%	14.4	1.9%
순이익	12.2	10.6	15.2%	6.0	104.7%	8.7	40.6%	6.8	80.5%
영업이익률(%)	4.3%	11.3%		7.8%		8.9%		6.6%	
순이익률(%)	8.4%	7.3%		4.0%		5.6%		4.6%	

자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

표2 해성디에스 추정치 변경 내역

(십억원)	New			Old			차이(%)		
	1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E
매출액	148.7	617.0	694.2	152.4	647.2	708.4	-2.4%	-4.7%	-2.0%
영업이익	11.2	58.7	82.0	15.4	68.7	85.3	-27.2%	-14.6%	-3.9%
영업이익률 (%)	7.5%	9.5%	11.8%	10.1%	10.6%	12.0%			
세전이익	13.5	67.8	91.6	17.2	75.9	93.1	-21.5%	-10.6%	-1.6%
순이익	10.3	54.9	71.4	13.4	60.5	72.6	-23.1%	-9.3%	-1.6%

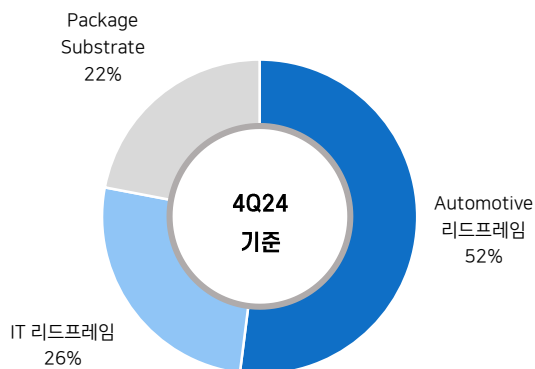
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 해성디에스 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	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	145.2	148.7	150.8	161.5	156.0	672.2	603.0	617.0
(%, QoQ)	6.8%	-0.9%	-2.7%	-2.8%	2.4%	1.4%	7.1%	-3.4%			
(%, YoY)	-19.5%	-14.3%	-3.9%	0.1%	-4.0%	-1.8%	8.1%	7.4%	-19.9%	-10.3%	2.3%
Leadframe	100.2	107.3	113.0	114.0	117.3	116.3	118.0	115.6	429.1	434.5	467.1
전장용	69.5	68.6	73.7	76.1	77.9	78.9	79.7	78.2	268.8	287.9	314.7
IT용	30.7	38.7	39.3	37.9	39.3	37.4	38.3	37.4	160.3	146.6	152.4
Package Substrate	54.7	46.2	36.4	31.4	31.5	34.5	43.5	40.5	243.4	168.7	149.8
영업이익	20.9	18.0	11.7	6.3	11.2	12.3	19.5	15.6	102.5	56.9	58.7
(%, QoQ)	27.9%	-13.9%	-35.0%	-46.2%	77.9%	9.7%	58.7%	-19.9%			
(%, YoY)	-32.8%	-49.6%	-39.6%	-61.4%	-46.4%	-31.7%	66.8%	148.2%	-49.9%	-44.5%	3.1%
영업이익률(%)	13.5%	11.7%	7.8%	4.3%	7.5%	8.2%	12.1%	10.0%	15.3%	9.4%	9.5%
세전이익	25.3	20.3	6.6	14.7	13.5	14.6	21.8	17.9	105.9	66.9	67.8
지배주주순이익	19.5	21.0	6.0	12.2	10.3	11.4	18.6	14.7	84.4	58.6	54.9
지배주주순이익률 (%)	12.6%	13.7%	4.0%	8.4%	6.9%	7.5%	11.5%	9.4%	12.6%	9.7%	8.9%

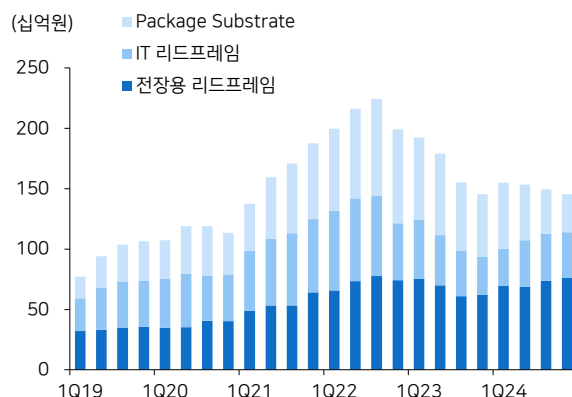
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 해성디에스 사업부문별 매출 비중



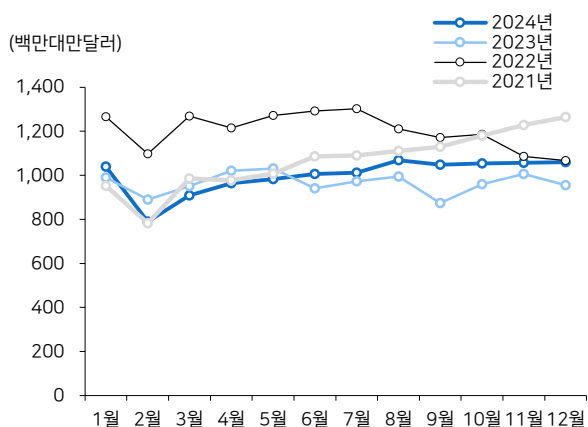
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 해성디에스 제품군별 매출 추이



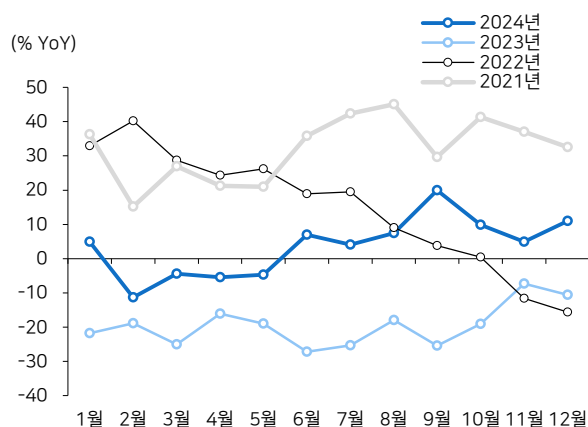
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 대만 CWTC 월별 매출액



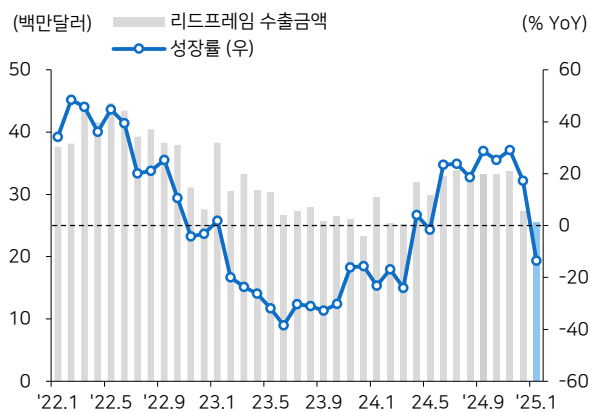
자료: CWTC, 메리츠증권 리서치센터

그림4 CWTC YoY 성장률



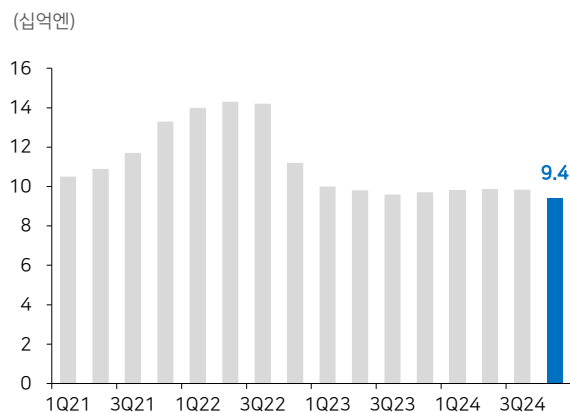
자료: CWTC, 메리츠증권 리서치센터

그림5 리드프레임 수출금액



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Shinko 리드프레임 매출액 추이



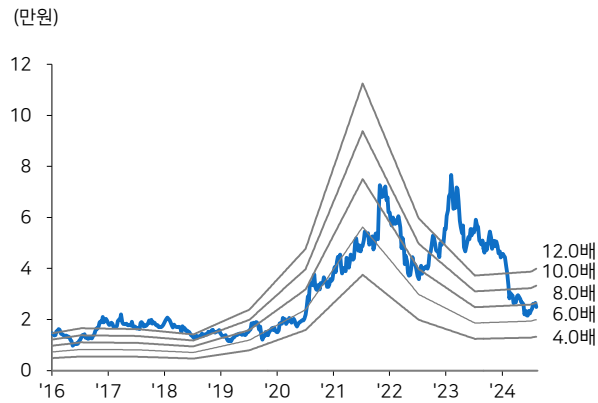
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

표4 해성디에스 적정주가 산정표

(원)	값	비고
EPS	3,323	12MF EPS
적정배수 (배)	10.0	컨센서스 기준 '23년 평균 멀티플
적정가치	33,397	
적정주가	33,000	
현재주가	23,250	
상승여력 (%)	41.9%	

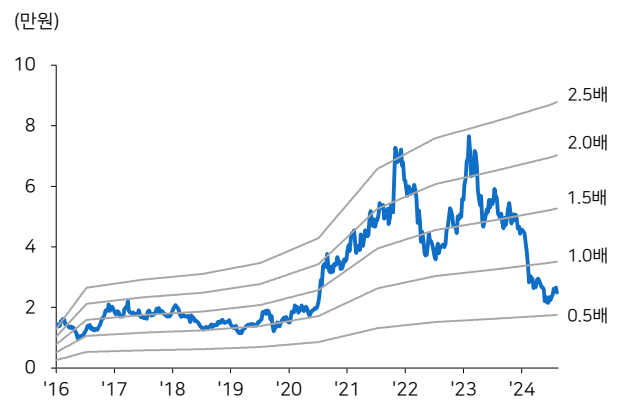
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 해성디에스 PER 밴드



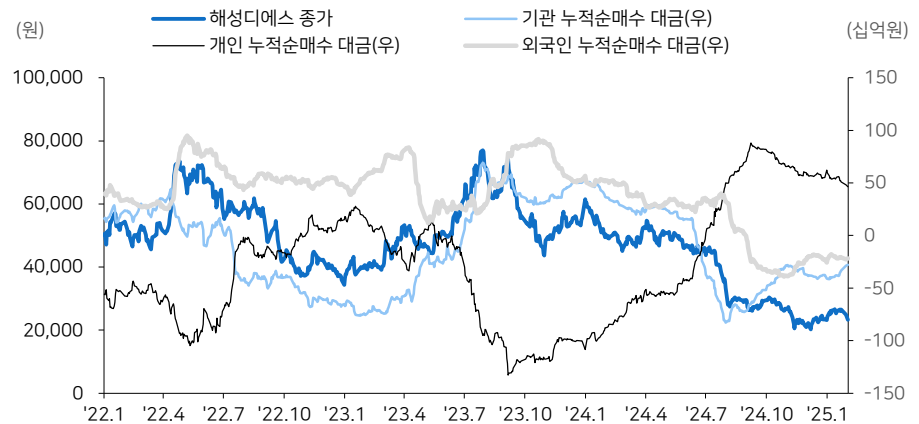
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 해성디에스 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림9 해성디에스 수급추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

해성디에스 (195870)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	839.4	672.3	603.0	617.0	694.3
매출액증가율(%)	28.1	-19.9	-10.3	2.3	12.5
매출원가	574.1	511.5	488.6	503.9	547.7
매출총이익	265.2	160.7	114.4	113.1	146.5
판매관리비	60.8	58.2	54.6	54.4	64.6
영업이익	204.4	102.5	56.9	58.7	82.0
영업이익률(%)	24.4	15.2	9.9	9.5	11.8
금융손익	-0.4	-0.6	0.6	1.1	1.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.3	3.9	5.7	8.0	7.7
세전계속사업이익	205.3	105.9	66.1	67.8	91.6
법인세비용	45.9	21.4	13.4	12.9	20.1
당기순이익	159.4	84.4	58.7	54.9	71.4
지배주주지분 순이익	159.4	84.4	58.7	54.9	71.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	196.9	143.1	111.8	108.3	114.4
당기순이익(손실)	159.4	84.4	52.8	54.9	71.4
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	11.4	-2.3	-12.7
투자활동 현금흐름	-122.5	-67.8	-116.1	-74.3	-74.3
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	4.4	-11.0
기초현금	29.3	76.3	139.8	115.4	119.8
기말현금	76.3	139.8	115.4	119.8	108.8

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	371.3	343.9	298.4	307.1	319.5
현금및현금성자산	76.3	139.8	115.4	119.8	108.8
매출채권	137.4	103.3	92.6	94.8	106.7
재고자산	115.6	90.1	80.9	82.7	93.1
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	711.7	738.9	770.0
유동부채	196.5	131.7	122.1	130.4	104.8
매입채무	27.8	29.3	26.3	26.9	30.3
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	16.4	17.0
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	159.2	146.8	121.8
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	445.4	485.0	541.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	447.3	515.1	552.5	592.1	648.2

Key Financial Data

	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	49,374	39,544	35,471	36,292	40,838
EPS(지배주주)	9,376	4,966	3,103	3,230	4,201
CFPS	15,479	9,749	6,656	7,200	8,550
EBITDAPS	14,320	8,658	6,656	7,200	8,550
BPS	26,312	30,297	32,500	34,830	38,131
DPS	900	900	900	900	900
배당수익률(%)	2.5	1.6	3.8	3.9	3.9
Valuation(Multiple)					
PER	3.8	11.2	7.5	7.2	5.5
PCR	2.3	5.7	3.5	3.2	2.7
PSR	0.7	1.4	0.7	0.6	0.6
PBR	1.4	1.8	0.7	0.7	0.6
EBITDA(십억원)	243.4	147.2	113.1	122.4	145.4
EV/EBITDA	2.4	6.0	3.2	2.7	2.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	43.0	17.5	9.9	9.6	11.5
EBITDA 이익률	29.0	21.9	18.8	19.8	20.9
부채비율	47.5	33.7	28.8	24.8	18.8
금융비용부담률	0.2	0.7	0.7	0.5	0.3
이자보상배율(x)	105.8	22.0	14.0	17.3	42.6
매출채권회전율(x)	6.3	5.6	6.2	6.6	6.9
재고자산회전율(x)	8.2	6.5	7.1	7.5	7.9

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

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.01.17	기업브리프	Buy	53,000	양승수	-16.2	0.6	
2023.04.18	기업브리프	Buy	60,000	양승수	-19.3	-7.2	
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	-	-	