

2025. 10. 27



▲ 전기전자/IT부품

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

RA 우서현

seohyun.woo@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 60,000 원**현재주가 (10.24)** 44,950 원**상승여력** 33.5%

KOSPI 3,941.59pt

시가총액 7,642억원

발행주식수 1,700만주

유동주식비율 61.76%

외국인비중 10.10%

52주 최고/최저가 44,950원/18,000원

평균거래대금 64.6억원

주요주주(%)

해성산업 외 2 인 36.31

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	49.3	86.9	62.3
상대주가	31.5	19.6	6.3

주가그래프**해성디에스 195870****DDR5에 이어 리드프레임도 업사이클 본격화**

- ✓ 추정치 및 Target Multiple 상향을 반영해 적정주가를 60,000원으로 제시
- ✓ 2026년 매출액 7,672억원(+19.1% YoY), 영업이익 815억원(+124.9% YoY) 전망
- ✓ 1) 리드프레임, 대만 업체들을 시작으로 ASP 상승 흐름 본격화
- ✓ 2) 패키지 기판, 원가 경쟁력을 기반으로 DDR5 내 가파른 점유율 상승 예상
- ✓ 본업 개선을 통한 밸류에이션 리레이팅으로 점진적인 멀티플 격차 축소 기대

리드프레임마저 업사이클로 → 적정주가 60,000원 제시

해성디에스의 적정주가를 기존 33,000원에서 60,000원으로 상향한다. '26년 영업이익 추정치 24.9% 상향과 Target Multiple을 기존 10.7배 → 15.5배(국내 기판 3사 평균 멀티플 30% 할인 적용)로 상향한 점을 동시에 반영하였다.

동사는 리드프레임 매출 비중이 높고(약 70%), 패키지 기판에서도 공법 차이로 인해 신제품 전환 속도가 다소 지연된다는 점에서, 과거부터 국내 주요 기판 업체 대비 약 30% 전후의 멀티플 디스카운트를 받아왔다(그림13). 그러나 최근 메모리 업사이클 기대감과 함께 Peer 업체들의 주가가 빠르게 상승하며, 멀티플 격차가 과거 평균 대비 크게 확대된 상황이다(표6, 그림14). 다만 당사는 동사 역시 리드프레임 ASP 인상과 DDR5 매출 확대 등 본업의 개선 요인이 가시화되고 있어, 밸류에이션 리레이팅을 통해 멀티플 격차가 점진적으로 축소될 것으로 판단한다.

1) 리드프레임 ASP 상승 가능성 ↑ 2) DDR5 매출 순항

최근 대만 리드프레임 3사 모두 주요 원자재 가격 상승을 근거로 고객사에 가격 인상을 발표했다. 글로벌 2위 리드프레임 업체인 동사 역시 가격 인상에 동참할 가능성이 높다고 판단된다. 당사는 리드프레임 ASP 상승 가능성을 반영해, '26년 리드프레임 매출액 추정치를 15% 상향하였다. DDR5 부문 역시 순항 중이다. 동사의 린트릴 생산 공법은 초기 수율 확보가 어려우나, 안정화되면 심지어 중국 업체 대비에서도 압도적인 원가 경쟁력을 확보할 수 있다. 이런 가격적인 이점을 바탕으로 동사가 고객사 내 점유율을 빠르게 확대할 것으로 예상된다. 또한 현재 납품 중인 국내 고객사 외에도 연말 내 추가 국내 고객사, 내년 중에는 해외 고객사로의 공급 확대도 기대된다. 지난 리포트에서 제시했던 '26년 DDR5 매출액 1,143억원(+107.8% YoY) 추정치를 그대로 유지하며, 리드프레임과 DDR5 모두 업사이클 진입이 기대되는 시점임을 감안할 때, 동사의 투자 매력도가 높다고 판단된다.

(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	644.0	36.3	23.4	1,376	-60.2	33,298	32.7	1.3	8.5	4.2	41.8
2026E	767.2	81.5	65.1	3,832	178.5	36,330	11.7	1.2	5.3	11.0	36.2
2027E	821.4	107.6	88.0	5,175	35.1	40,705	8.7	1.1	4.2	13.4	33.7

표1 해성디에스 3Q25 실적 Preview

(십억원)	3Q25E	3Q24	(% YoY)	2Q25	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	기존 추정치	(% diff)
매출액	174.3	149.4	16.6%	157.4	10.7%	172.1	1.2%	173.0	0.7%
영업이익	14.4	11.7	22.9%	8.2	74.9%	12.9	11.9%	14.2	1.3%
세전이익	14.7	6.6	123.9%	-0.8	nm	13.8	6.3%	14.4	2.0%
순이익	12.2	6.0	104.0%	-0.4	nm	8.5	42.5%	12.0	1.3%
영업이익률(%)	8.3%	7.8%		5.2%		7.5%		8.2%	
세전이익률(%)	8.4%	4.4%		-0.5%		8.0%		8.3%	
순이익률(%)	7.0%	4.0%		-0.3%		5.0%		6.9%	

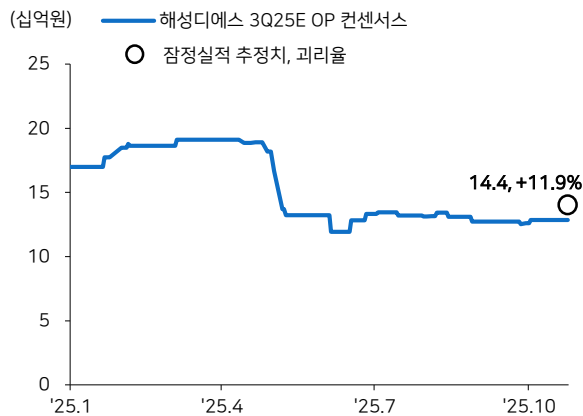
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

표2 해성디에스 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
매출액	644.0	603.0	6.8%	635.5	1.3%	640.9	0.5%
영업이익	36.3	56.9	-36.2%	34.8	4.2%	34.4	5.4%
세전이익	27.5	67.0	-58.9%	25.9	6.2%	30.4	-9.5%
지배주주 순이익	23.4	58.7	-60.2%	22.0	6.3%	24.7	-5.4%
영업이익률(%)	5.6%	9.4%		5.5%		5.4%	
세전이익률(%)	4.3%	11.1%		4.1%		4.7%	
순이익률(%)	3.6%	9.7%		3.5%		3.9%	

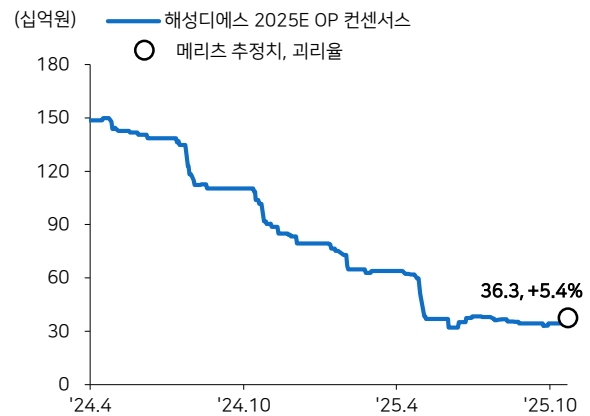
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q25E 영업이익, 컨센서스 11.9% 상회 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 5.4% 상회 전망



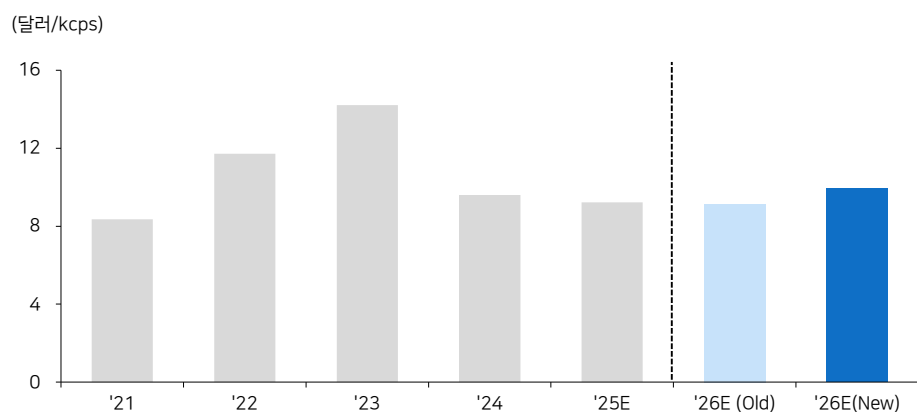
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 해성디에스 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
환율	1,325	1,370	1,359	1,397	1,455	1,390	1,390	1,408	1,363	1,411	1,385
매출액	154.9	153.5	149.4	145.2	137.5	157.4	174.3	174.8	603.0	644.0	767.2
(%, QoQ)	6.8%	-0.9%	-2.7%	-2.8%	-5.3%	14.5%	10.7%	0.3%			
(%, YoY)	-19.5%	-14.3%	-3.9%	0.1%	-11.2%	2.5%	16.6%	20.4%	-10.3%	6.8%	19.1%
Leadframe	100.2	107.3	113.0	114.0	110.6	124.4	127.3	126.4	434.5	486.8	562.9
전장용	69.5	68.6	73.7	76.1	73.7	81.2	82.5	82.1	287.9	319.6	367.5
IT용	30.7	38.7	39.3	37.9	36.9	41.9	44.7	44.3	146.6	167.3	195.4
Package Substrate	54.7	46.2	36.4	31.4	27.5	34.3	47.0	48.4	168.7	157.1	204.3
영업이익	20.9	18.0	11.7	6.3	0.4	8.2	14.4	13.3	56.9	36.3	81.5
(%, QoQ)	27.8%	-13.8%	-35.0%	-46.5%	-94.3%	2219.9%	74.9%	-7.7%			
(%, YoY)	-32.8%	-49.6%	-39.5%	-61.6%	-98.3%	-54.3%	22.9%	112.0%	-44.5%	-36.2%	124.9%
영업이익률(%)	13.5%	11.7%	7.8%	4.3%	0.3%	5.2%	8.3%	7.6%	9.4%	5.6%	10.6%

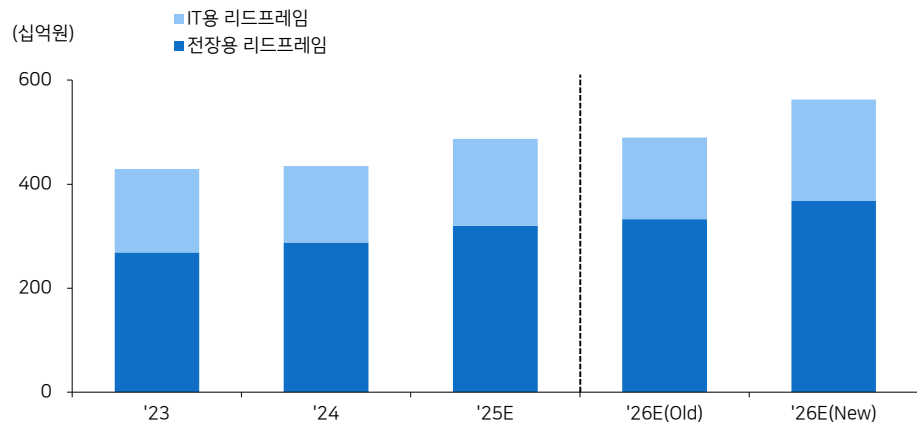
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 해성디에스 ASP 추이 및 전망 (리드프레임 가격 상승 시나리오 반영)



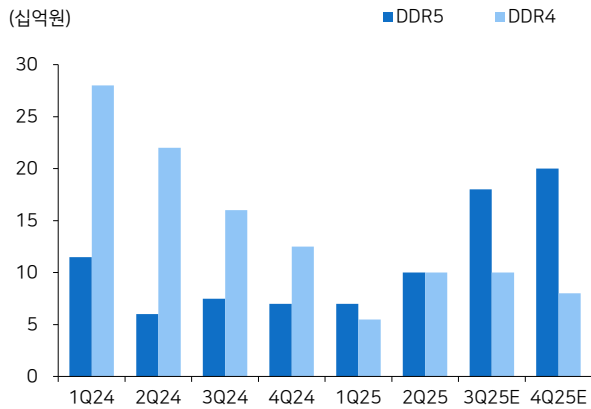
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 해성디에스 리드프레임 매출액 추이 및 전망



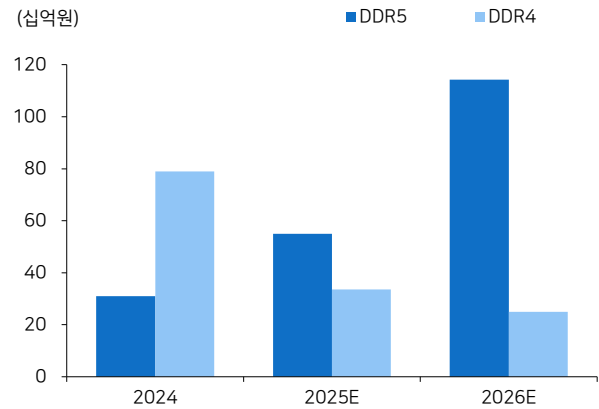
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 해성디에스 DDR4 & DDR5 분기 매출 추이 및 전망



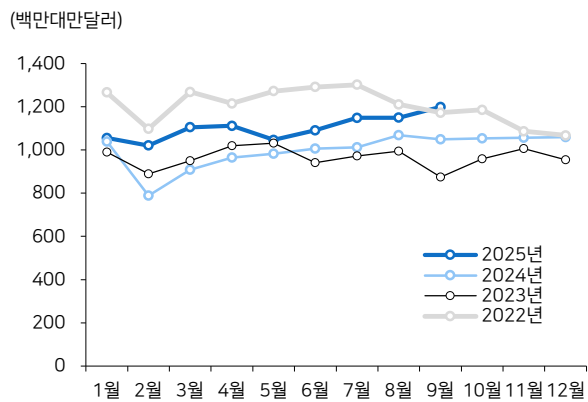
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림6 해성디에스 DDR4 & DDR5 연간 매출 추이 및 전망



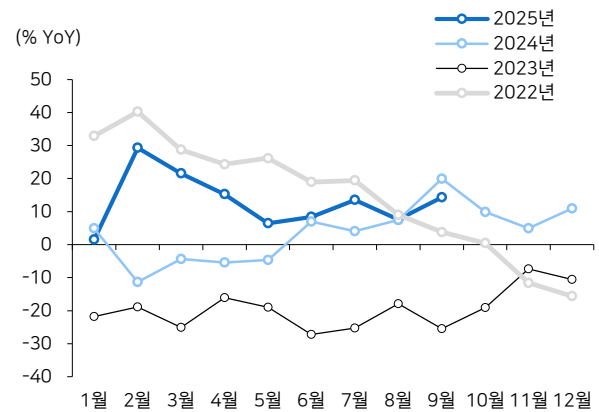
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림7 대만 CWTC 월별 매출액



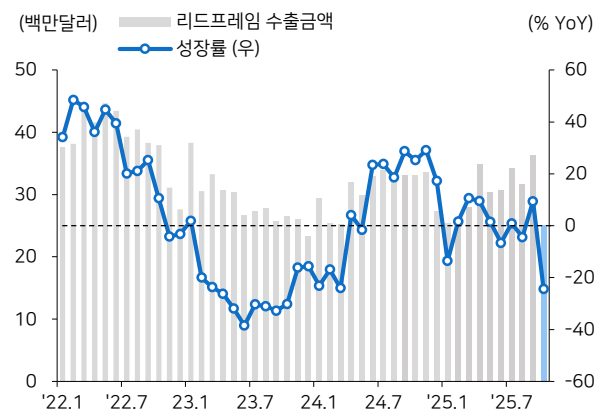
자료: CWTC, 메리츠증권 리서치센터

그림8 CWTC YoY 성장률



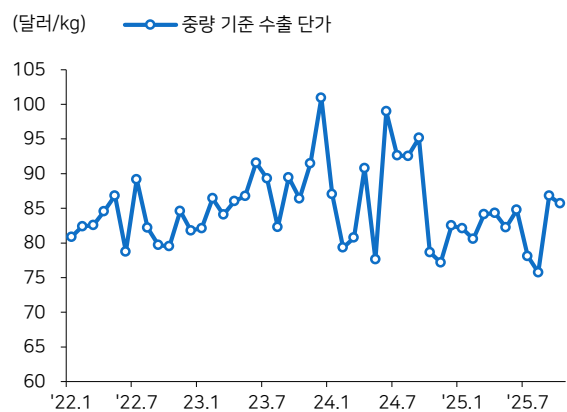
자료: CWTC, 메리츠증권 리서치센터

그림9 리드프레임 수출금액



자료: TRASS, 메리츠증권 리서치센터

그림10 리드프레임 중량 기준 수출 단가 추이



자료: TRASS, 메리츠증권 리서치센터

표4 해성디에스 적정주가 산정표

(원)	값	비고
'26년 EPS(원)	3,832	
적정배수 (배)	15.5	국내 기관 Peer 평균 멀티플에 30% 할인
적정가치	59,547	
적정주가	60,000	
현재주가	44,950	
상승여력 (%)	33.5%	

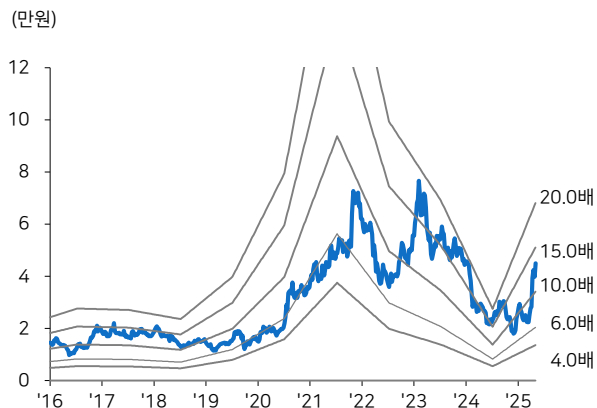
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 해성디에스 밸류에이션 테이블

(배)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
주가 (원)									
High	21,400	18,700	24,500	53,200	74,700	80,400	61,700		
Low	12,400	10,750	10,800	23,200	35,100	33,600	20,150		
Average	17,454	14,017	17,719	38,961	53,124	52,857	39,580		
확정치 기준 PER									
High	17.5	17.3	13.9	12.7	8.0	16.2	17.9		
Low	10.1	10.0	6.1	5.5	3.7	6.8	5.8		
Average	14.2	13.0	10.0	9.3	5.7	10.6	11.5		
EPS (원)	1,226	1,078	1,764	4,192	9,376	4,966	3,453	1375.7	3831.8
EPS Growth (%)	-13.1	-12.1	63.6	137.6	123.7	-47.0	-30.5	-60.2	178.5
컨센서스 기준 PER									
High	16.3	15.8	15.9	12.3	13.4	7.2	15.3		
Low	8.9	9.2	9.1	5.4	5.8	3.4	6.4		
Average	12.3	12.9	11.9	8.9	9.8	5.1	10.0		
EPS (원)	1,382	1,354	1,179	1,991	3,973	10,345	5,271	1,455	3,137
EPS growth (%)	17.7	-4.0	-3.8	84.6	125.2	146.8	-43.8	-57.9	128.0

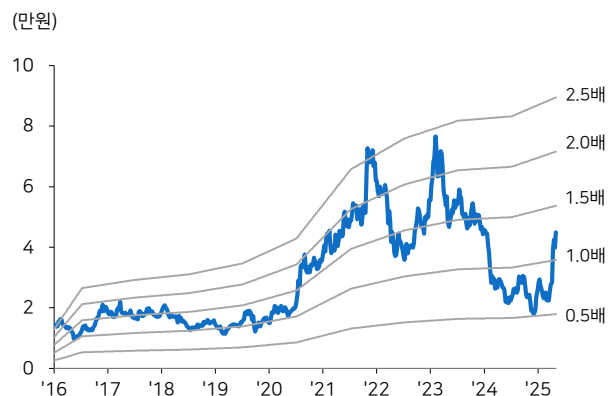
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 해성디에스 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림12 해성디에스 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표6 국내 기판 & 글로벌 리드프레임 밸류체인 밸류에이션 비교

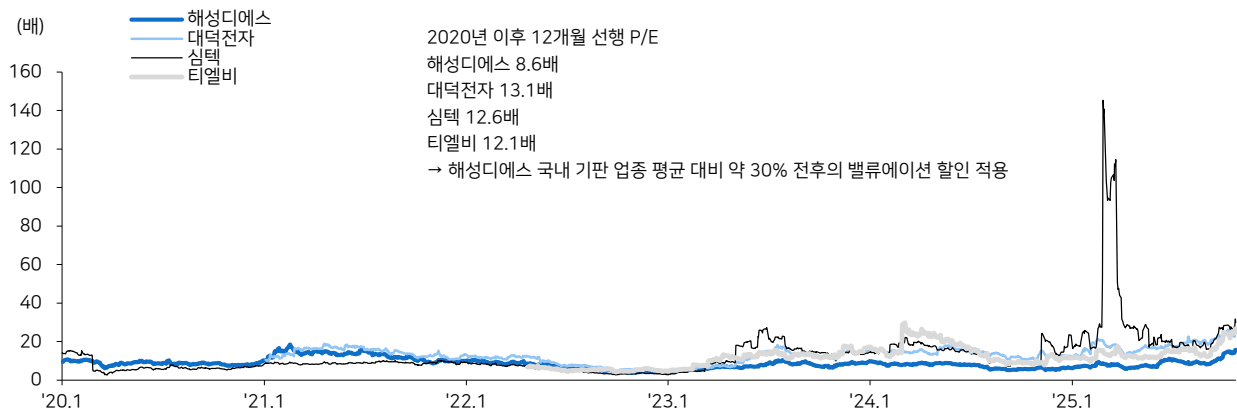
		시가총액	P/E (배)		P/B(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액*		영업이익*		EV/EBITDA(배)	
		(백만달러)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
PCB	해성디에스	535	32.7	11.7	1.3	1.2	-60.2	178.5	4.2	11.0	644	767	36	82	8.5	5.3
	이수페타시스	4,775	43.6	32.4	10.7	8.2	81.0	34.8	31.8	29.0	1,044	1,299	190	260	31.1	22.4
	대덕전자	1,207	56.6	21.5	2.0	1.9	28.4	163.4	3.5	8.9	1,015	1,222	29	92	11.8	8.2
	심텍	1,388	n/a	22.8	4.2	3.6	적전	흑전	-1.6	16.4	1,370	1,567	30	120	20.7	11.8
	티엘비	465	37.7	22.3	5.2	4.3	365.7	69.2	14.8	21.1	252	311	25	39	21.6	14.9
Leadframe	CWTC	1,142	25.9	18.8	2.3	2.0	-25.3	36.2	11.4	15.6	613	664	84	100	n/a	n/a
	SDI Corporation	496	51.3	20.7	2.1	2.0	-53.2	146.3	4.6	9.4	485	539	43	52	10.1	8.9

주: 해성디에스는 당사 추정치, 그 외는 블룸버그 컨센서스 기준

국내기업은 십억원, 해외기업은 백만달러 기준

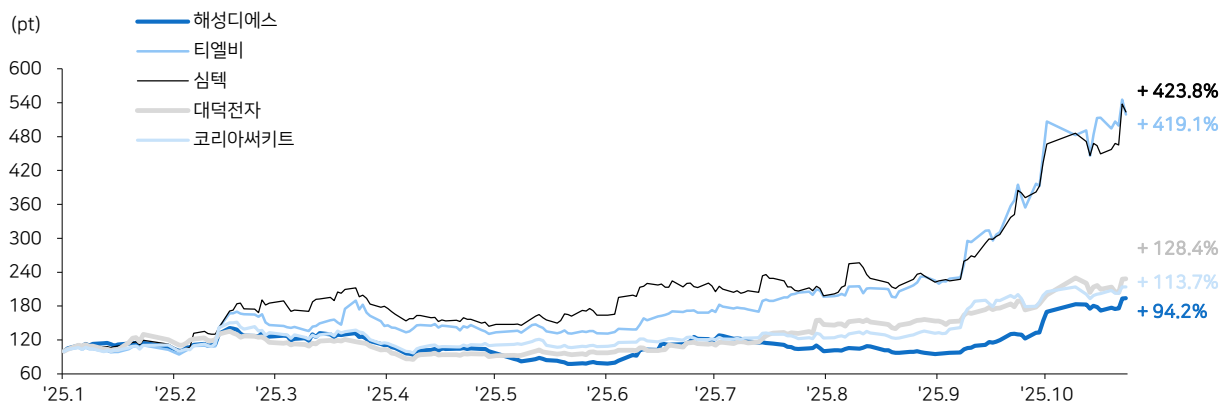
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 2020년 이후 국내 기판 업종 12개월 선행 P/E 비교



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림14 국내 기판 업체들 YTD 추가 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

해성디에스 (195870)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	672.3	603.0	644.0	767.2	821.4
매출액증가율(%)	-19.9	-10.3	6.8	19.1	7.1
매출원가	511.5	491.6	549.4	614.0	633.1
매출총이익	160.7	111.4	94.6	153.1	188.3
판매관리비	58.2	54.6	58.3	71.6	80.7
영업이익	102.5	56.9	36.3	81.5	107.6
영업이익률(%)	15.2	9.4	5.6	10.6	13.1
금융손익	-0.6	-0.3	-1.0	-0.6	0.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	3.9	10.4	-7.8	-1.5	-0.2
세전계속사업이익	105.9	67.0	27.5	79.4	107.4
법인세비용	21.4	8.3	4.1	14.3	19.5
당기순이익	84.4	58.7	23.4	65.1	88.0
지배주주지분 순이익	84.4	58.7	23.4	65.1	88.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	143.1	60.6	78.8	106.3	146.5
당기순이익(손실)	84.4	58.7	23.4	65.1	88.0
유형자산상각비	43.4	48.4	55.8	65.1	68.1
무형자산상각비	1.2	1.9	1.7	1.8	1.7
운전자본의 증감	30.2	-60.4	-8.6	-26.0	-11.4
투자활동 현금흐름	-67.8	-143.8	-59.3	-73.1	-70.2
유형자산의증가(CAPEX)	-93.9	-148.7	-50.0	-70.0	-70.0
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	-2.9	-16.2	38.2
기초현금	76.3	139.8	84.1	81.3	65.1
기말현금	139.8	84.1	81.3	65.1	103.2

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	343.9	321.8	335.0	367.3	426.9
현금및현금성자산	139.8	84.1	81.3	65.0	103.2
매출채권	103.3	117.2	125.2	149.1	159.6
재고자산	90.1	107.2	114.5	136.4	146.1
비유동자산	344.9	472.4	467.8	473.8	498.6
유형자산	306.0	424.6	418.8	423.7	450.2
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	802.8	841.1	925.5
유동부채	131.7	201.4	220.7	206.4	215.8
매입채무	29.3	20.3	21.7	25.9	27.7
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	16.1	17.2	17.7
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	236.8	223.6	233.5
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	458.8	510.3	584.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	515.1	556.3	566.1	617.6	692.0

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	39,544	35,470	37,880	45,128	48,318
EPS(지배주주)	4,966	3,453	1,376	3,832	5,175
CFPS	9,749	7,751	5,444	8,654	10,432
EBITDAPS	8,658	6,299	5,522	8,731	10,432
BPS	30,297	32,722	33,298	36,330	40,705
DPS	900	800	800	800	800
배당수익률(%)	1.6	3.4	1.8	1.8	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	11.2	6.8	32.7	11.7	8.7
PCR	5.7	3.0	8.3	5.2	4.3
PSR	1.4	0.7	1.2	1.0	0.9
PBR	1.8	0.7	1.3	1.2	1.1
EBITDA(십억원)	147.2	107.1	93.9	148.4	177.4
EV/EBITDA	6.0	4.1	8.5	5.3	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.5	11.0	4.2	11.0	13.4
EBITDA 이익률	21.9	17.8	14.6	19.3	21.6
부채비율	33.7	42.8	41.8	36.2	33.7
금융비용부담률	0.7	0.5	0.5	0.3	0.2
이자보상배율(x)	22.0	17.9	11.5	39.2	62.9
매출채권회전율(x)	5.6	5.5	5.3	5.6	5.3
재고자산회전율(x)	6.5	6.1	5.8	6.1	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 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 기재된 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	87.8%
중립	11.7%
매도	0.6%

2025년 9월 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)	
2023.09.06	기업브리프	Buy	79,000	양승수	-29.0	-6.2	
2023.11.07	산업분석	Buy	65,000	양승수	-23.3	-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	-3.7	23.8	
2025.07.15	기업브리프	Hold	27,000	양승수	-8.0	-0.6	
2025.08.07	기업브리프	Hold	24,000	양승수	3.2	26.0	
2025.09.29	기업브리프	Buy	33,000	양승수	20.5	36.2	
2025.10.27	기업브리프	Buy	60,000	양승수	-	-	