

2025. 12. 2



▲ 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)** **69,000 원****현재주가 (12.1)** **52,700 원****상승여력** **30.9%**

KOSPI 3,920.37pt

시가총액 8,959억원

발행주식수 1,700만주

유동주식비율 61.77%

외국인비중 13.88%

52주 최고/최저가 56,200원/18,000원

평균거래대금 128.6억원

주요주주(%)

해성산업 외 2 인 36.31

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.1	187.4	143.4
상대주가	7.0	97.7	52.5

주가그래프

해성디에스 195870

지속되는 우상향

- ✓ 4Q25 매출액(1,855억원)과 영업이익(189억원) 컨센서스 각각 2.3%, 3.4% 상회 예상
- ✓ DDR5 고객사 내 점유율 확대 효과와 DDR4의 견조한 수요 흐름 지속
- ✓ 2026년 매출액 7,983억원(+21.1% YoY), 영업이익 906억원(+107.8% YoY) 전망
- ✓ 신규 제품으로 AI 서버용 Copper-Clip 제품 샘플 테스트를 진행 중
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 69,000원으로 상향 제시

4Q25 Preview: 기대 이상의 Package Substrate 수요 지속

4Q25 연결 매출액과 영업이익을 각각 1,855억원(27.8% YoY), 189억원(+201.7% YoY)으로 기존 추정치 대비 3.1%, 10.8% 상향한다. 영업이익 기준 시장 컨센서스를 3.4% 상회할 전망이다. DDR5 국내 고객사 D1b 내 점유율 확대 효과와 DDR4의 OSAT형 물량 확대로 예상보다 강한 Package Substrate 수요가 지속되고 있다. 이에 더해 환율 효과까지 우호적으로 작용하면서 통상적인 비수기라는 인식과 달리 3분기 대비 추가 성장이 기대된다.

새로운 무기 장착 + 돋보이는 밸류에이션 매력

'26년 실적은 매출액 7,983억원(+21.1% YoY), 영업이익 906억원(+107.8% YoY)을 전망한다. Package Substrate는 국내 고객사향 D1b Prime 쉘 테스트가 연내 마무리될 예정이며, 통과 시 국내 사업장은 내년 1분기, 중국 사업장은 내년 2분기부터 추가 공급이 시작될 전망이다. 다른 국내 고객사향 1b 테스트도 순조롭게 진행중이며 내년 1분기 양산 개시를 기대한다. 그 외 중국 고객사향은 내년 1분기, 북미 고객사향은 4분기 추가 공급이 본격화될 것으로 예상된다. 리드프레임은 판가에 LME 가격이 연동되는 특성상 원재료 가격 상승에도 안정적인 수익성이 유지될 전망이다. 또한 신규 제품으로 AI 서버용 Copper-Clip 제품 샘플 테스트를 진행 중이며, 승인 시 북미 GPU 고객사의 800V 신규 서버랙 도입 관련 유의미한 수혜가 기대된다. 해당 제품은 전력 변환 과정에서 발생하는 열을 효과적으로 방출하는 역할을 수행하며, 기존 전기차용 파워모듈 패키징 역량이 활용되는 제품으로 파악된다.

내년 100% 이상 이익 성장이 전망되는 상황에서도 동사 주가('26년 PER 11.9배)는 국내 메모리 기판 Peer와 글로벌 리드프레임 Peer 대비 여전히 뚜렷한 저평가 구간에 위치해 있다. 투자 매력도가 높다고 판단하며, '26년 EPS 5.3% 상향을 반영해 적정주가는 69,000원으로 상향 제시한다.

(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	659.0	43.7	30.4	1,785	-48.3	33,708	29.5	1.6	9.2	5.4	41.8
2026E	798.3	90.6	75.1	4,418	147.5	37,326	11.9	1.4	5.7	12.4	36.1
2027E	852.7	120.9	99.4	5,847	32.3	42,373	9.0	1.2	4.5	14.7	33.2

표1 해성디에스 4Q25 실적 Preview

(십억원)	4Q25E	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
매출액	185.5	145.2	27.8%	178.6	3.9%	179.9	3.1%	181.4	2.3%
영업이익	18.9	6.3	201.7%	16.1	17.4%	17.1	10.8%	18.3	3.4%
세전이익	19.9	14.7	35.4%	18.8	5.8%	18.1	10.2%	21.2	-6.0%
순이익	16.1	12.2	31.7%	14.1	14.7%	14.6	10.7%	16.6	-2.8%
영업이익률(%)	10.2%	4.3%		9.0%		9.5%		10.1%	
세전이익률(%)	10.7%	10.1%		10.5%		10.0%		11.7%	
순이익률(%)	8.7%	8.4%		7.9%		8.1%		9.2%	

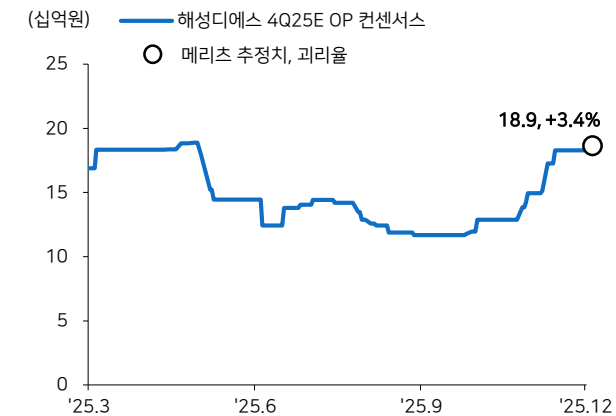
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

표2 해성디에스 2025년, 2026년 실적 추정치 변경

(십억원)	2025E			2026E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)
매출액	659.0	653.4	0.9%	798.3	782.0	2.1%
영업이익	43.6	41.8	4.4%	90.6	86.0	5.3%
세전이익	37.9	36.1	5.2%	91.6	87.0	5.3%
지배주주 순이익	30.4	28.8	5.2%	75.1	71.3	5.3%
영업이익률(%)	6.6%	6.4%		11.4%	11.0%	
세전이익률(%)	5.8%	5.5%		11.5%	11.1%	
순이익률(%)	4.6%	4.4%		9.4%	9.1%	

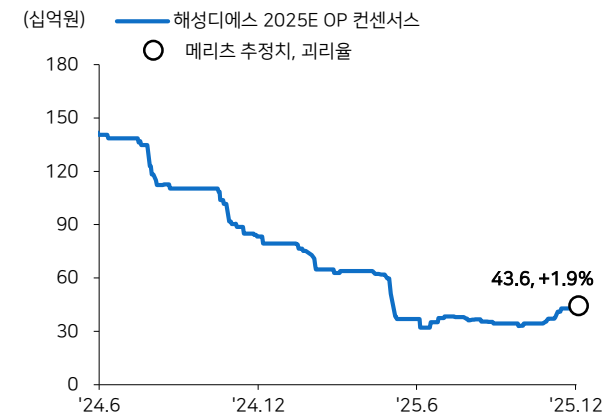
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25E 영업이익, 컨센서스 3.4% 상회 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 부합 전망



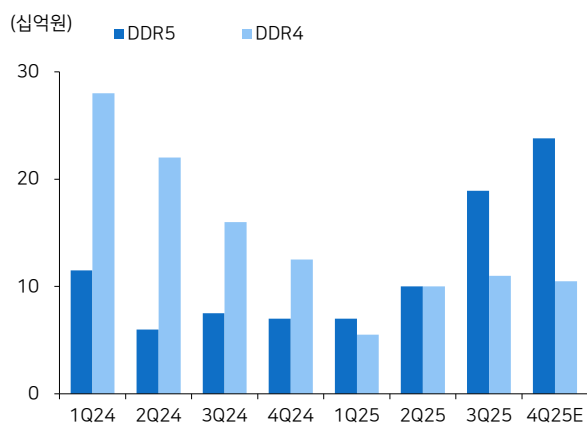
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 해성디에스 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
환율	1,325	1,370	1,359	1,397	1,455	1,390	1,390	1,420	1,363	1,414	1,395
매출액	154.9	153.5	149.4	145.2	137.5	157.4	178.6	185.5	603.0	659.0	798.3
(%, QoQ)	6.8%	-0.9%	-2.7%	-2.8%	-5.3%	14.5%	13.5%	3.9%			
(%, YoY)	-19.5%	-14.3%	-3.9%	0.1%	-11.2%	2.5%	19.5%	27.8%	-10.3%	9.3%	21.1%
Leadframe	100.2	107.3	113.0	114.0	110.6	124.4	134.7	132.3	434.5	497.3	580.0
전장용	69.5	68.6	73.7	76.1	73.7	81.2	84.6	84.5	287.9	322.8	371.2
IT용	30.7	38.7	39.3	37.9	36.9	43.2	50.1	47.8	146.6	174.5	208.8
Package Substrate	54.7	46.2	36.4	31.4	27.5	34.3	46.7	53.2	168.7	161.7	218.3
영업이익	20.9	18.0	11.7	6.3	0.4	8.2	16.1	18.9	56.9	43.7	90.6
(%, QoQ)	27.8%	-13.8%	-35.0%	-46.5%	-94.3%	2219.9%	95.8%	17.4%			
(%, YoY)	-32.8%	-49.6%	-39.5%	-61.6%	-98.3%	-54.3%	37.6%	201.7%	-44.5%	-23.3%	107.8%
영업이익률(%)	13.5%	11.7%	7.8%	4.3%	0.3%	5.2%	9.0%	10.2%	9.4%	6.6%	11.4%

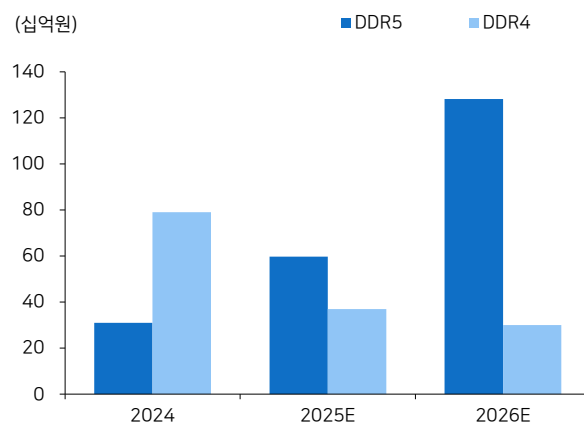
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 해성디에스 DDR4 & DDR5 분기 매출 추이 및 전망



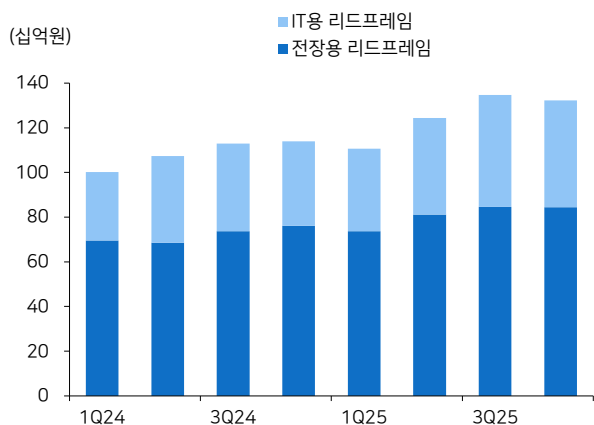
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 해성디에스 DDR4 & DDR5 연간 매출 추이 및 전망



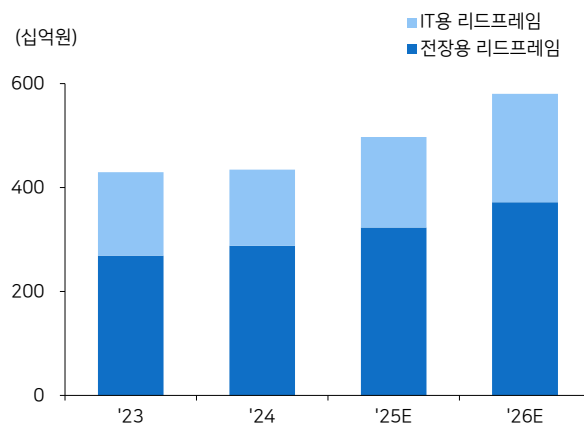
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림5 해성디에스 리드프레임 분기 매출 추이 및 전망



자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림6 해성디에스 리드프레임 연간 매출 추이 및 전망



자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

표4 해성디에스 적정주가 산정표

(원)	값	비고
'26년 EPS(원)	4,418	
적정배수 (배)	15.5	국내 기관 Peer + 대만 리드프레임 Peer 멀티플에 15% 할인
적정가치	68,653	
적정주가	69,000	
현재주가	52,700	
상승여력 (%)	30.9%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

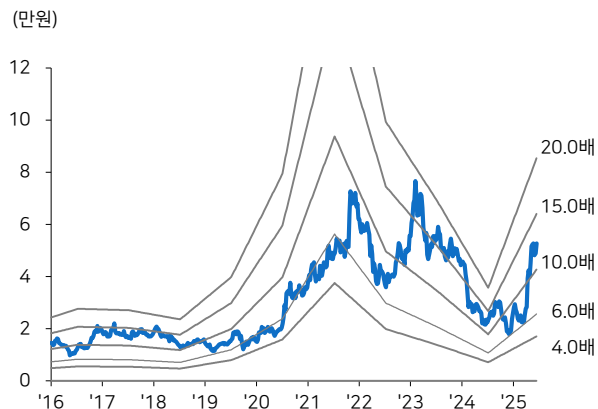
표5 해성디에스 밸류에이션 테이블

(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	56,200	
Low	12,400	10,750	10,800	23,200	35,100	33,600	20,150	18,000	
Average	17,454	14,017	17,719	38,961	53,124	52,857	39,580	29,286	
확정치 기준 PER									
High	17.5	17.3	13.9	12.7	8.0	16.2	17.9	31.5	
Low	10.1	10.0	6.1	5.5	3.7	6.8	5.8	10.1	
Average	14.2	13.0	10.0	9.3	5.7	10.6	11.5	16.4	
EPS (원)	1,226	1,078	1,764	4,192	9,376	4,966	3,453	1,785	4,418
EPS Growth (%)	-13.1	-12.1	63.6	137.6	123.7	-47.0	-30.5	-48.3	147.5
컨센서스 기준 PER									
High	16.3	15.8	15.9	12.3	13.4	7.2	15.3	31.8	
Low	8.9	9.2	9.1	5.4	5.8	3.4	6.4	10.2	
Average	12.3	12.9	11.9	8.9	9.8	5.1	10.0	16.6	
EPS (원)	1,382	1,354	1,179	1,991	3,973	10,345	5,271	1,767	4,062
EPS growth (%)	17.7	-4.0	-3.8	84.6	125.2	146.8	-43.8	-48.8	127.5

주: 2025년은 1월2일 ~ 12월1일 주가 기준

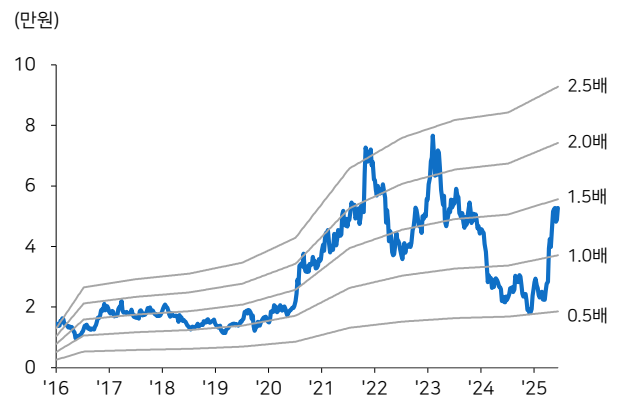
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 해성디에스 PER 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 해성디에스 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표6 국내 기판 & 글로벌 리드프레임 밸류체인 밸류에이션 비교

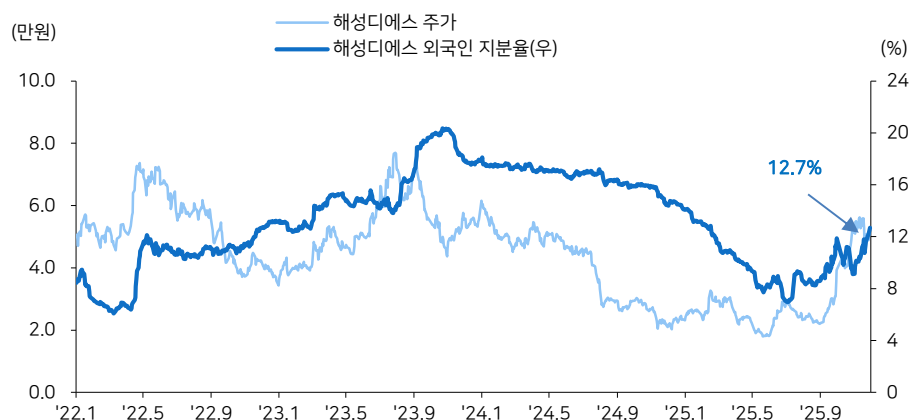
		시가총액	P/E (배)			P/B(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액*		영업이익*		EV/EBITDA(배)	
		(백만달러)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	
PCB	해성디에스	611	29.5	11.9	1.6	1.4	-48.3	147.5	5.4	12.4	659	798	44	91	9.2	5.7	
	이수페타시스	6,756	58.5	40.6	15.0	11.2	88.6	44.0	34.2	32.5	1,095	1,452	207	310	42.7	29.2	
	대덕전자	1,624	48.9	19.0	2.7	2.4	98.8	157.3	5.5	13.3	1,049	1,318	49	146	14.8	9.1	
	심텍	1,308	na	15.6	3.9	3.2	-24.2	흑전	-5.6	22.5	1,399	1,658	19	159	22.7	9.6	
	티엘비	445	34.4	18.3	5.1	4.1	384.0	87.6	15.7	24.1	256	330	25	45	20.3	12.7	
Leadframe	CWTC	1,238	25.8	18.3	3.6	2.0	-17.3	40.4	13.2	18.8	622	682	102	102	N/A	N/A	
	SDI Corporation	464	34.5	20.2	2.0	2.0	-35.1	70.7	6.4	9.6	490	539	44	81	N/A	N/A	

주: 해성디에스는 당사 추정치, 그 외는 블룸버그 컨센서스 기준

국내기업은 십억원, 해외기업은 백만달러 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

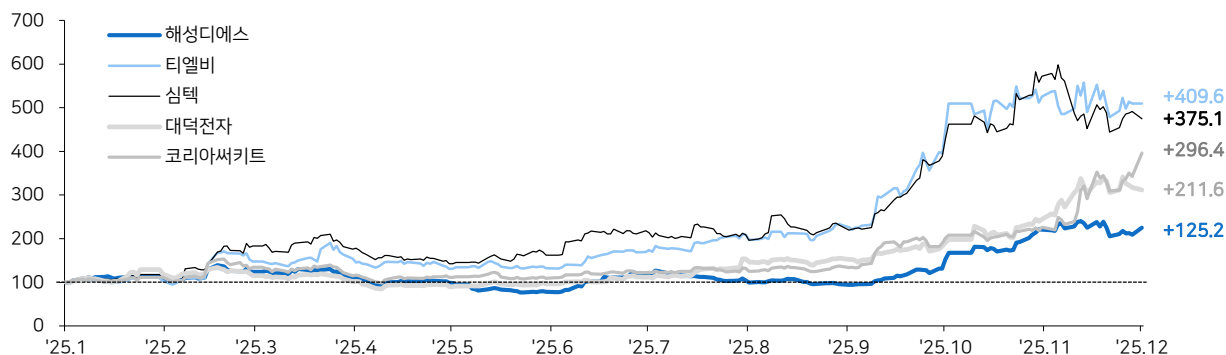
그림9 해성디에스 외국인지분율 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림10 국내 기판 업체들 YTD 주가 추이

(2025.1.1 = 100)



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

해성디에스 (195870)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	672.3	603.0	659.0	798.3	852.7
매출액증가율(%)	-19.9	-10.3	9.3	21.1	6.8
매출원가	511.5	491.6	564.7	642.5	661.2
매출총이익	160.7	111.4	94.4	155.8	191.5
판매관리비	58.2	54.6	50.7	65.2	70.6
영업이익	102.5	56.9	43.7	90.6	120.9
영업이익률(%)	15.2	9.4	6.6	11.4	14.2
금융손익	-0.6	-0.3	-1.0	-0.4	0.4
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	3.9	10.4	-4.7	1.4	2.6
세전계속사업이익	105.9	67.0	37.9	91.6	123.9
법인세비용	21.4	8.3	7.6	16.5	24.5
당기순이익	84.4	58.7	30.4	75.1	99.4
지배주주지분 순이익	84.4	58.7	30.4	75.1	99.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	143.1	60.6	79.5	109.9	155.0
당기순이익(손실)	84.4	58.7	30.4	75.1	99.4
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	-11.8	-29.4	-11.5
투자활동 현금흐름	-67.8	-143.8	-56.3	-70.2	-67.4
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	0.9	-9.7	49.6
기초현금	76.3	139.8	84.1	85.1	75.4
기말현금	139.8	84.1	85.1	75.4	125.0

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	343.9	321.8	344.7	390.0	461.0
현금및현금성자산	139.8	84.1	85.0	75.4	125.0
매출채권	103.3	117.2	128.1	155.2	165.7
재고자산	90.1	107.2	117.2	142.0	151.6
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	812.5	863.8	959.6
유동부채	131.7	201.4	223.3	211.8	221.3
매입채무	29.3	20.3	22.2	26.9	28.7
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	16.2	17.5	18.0
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	239.5	229.3	239.2
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	465.7	527.2	613.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	515.1	556.3	573.0	634.5	720.3

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	39,544	35,470	38,765	46,959	50,157
EPS(지배주주)	4,966	3,453	1,785	4,418	5,847
CFPS	9,749	7,751	5,877	9,187	11,214
EBITDAPS	8,658	6,299	5,955	9,265	11,214
BPS	30,297	32,722	33,708	37,326	42,373
DPS	900	800	800	800	800
배당수익률(%)	1.6	3.4	1.5	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	11.2	6.8	29.5	11.9	9.0
PCR	5.7	3.0	9.0	5.7	4.7
PSR	1.4	0.7	1.4	1.1	1.1
PBR	1.8	0.7	1.6	1.4	1.2
EBITDA(십억원)	147.2	107.1	101.2	157.5	190.6
EV/EBITDA	6.0	4.1	9.2	5.7	4.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.5	11.0	5.4	12.4	14.7
EBITDA 이익률	21.9	17.8	15.4	19.7	22.4
부채비율	33.7	42.8	41.8	36.1	33.2
금융비용부담률	0.7	0.5	0.5	0.3	0.2
이자보상배율(x)	22.0	17.9	13.8	43.5	70.6
매출채권회전율(x)	5.6	5.5	5.4	5.6	5.3
재고자산회전율(x)	6.5	6.1	5.9	6.2	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 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	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)	
2023.11.07	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	-14.3	-8.3	
2025.11.10	기업브리프	Buy	65,000	양승수	-19.2	-13.5	
2025.12.02	기업브리프	Buy	69,000	양승수	-	-	