

해성디에스 (195870)

다시 열린 밸류에이션 기회

전기전자/IT부품

Analyst 양승수

seungsoo.yang@meritz.co.kr

1Q26 Preview: 아쉬운 수익성

1Q26 매출액과 영업이익은 각각 1,902억원(+38.4% YoY), 179억원(+4948.7% YoY)으로 기존 추정치 대비 0.9%, 24.2% 하향 조정하며, 영업이익 기준 시장 컨센서스를 7.0% 하회할 전망이다. 매출은 패키지기판 부진을 리드프레임 성장이 대부분 상쇄할 전망이다. 패키지기판은 고객사 재고 조정 영향으로 DDR4 매출이 전분기 대비 크게 감소할 것으로 예상된다. 반면, 리드프레임은 중국 OSAT 중심의 데이터센터 향 수요 확대가 긍정적으로 작용할 전망이다. 수익성은 주요 원자재 가격 상승과 가동률 하락 영향으로 매출 대비 크게 둔화될 것으로 판단된다.

2분기부터 정상화 진입, Peer 대비 과도한 할인은 기회

4월 1일부터 주요 제품 판가 인상 효과가 반영되며, 2분기부터는 탑라인 성장과 맞물린 수익성 회복 국면에 진입할 것으로 예상된다. 특히 리드프레임 부문은 3월부터 주요 증가에 대응한 증설 효과가 본격 반영되며 안정적인 성장 흐름이 이어질 전망이다. LME 연동 구조 특성상 판가는 약 1개 분기 시차를 두고 반영되며, 이에 따른 추가적인 ASP 상승도 기대된다. 패키지기판 부문에서는 국내 고객사 온양 사업장향 D1B Prime 쿨 테스트를 통과했으며, 2분기 내 중국 쓰촨우향 승인도 예상된다. 국내 타 고객사 1C 제품 승인 역시 이번 분기내 마무리될 것으로 예상되며, 3분기부터 본격적인 매출 기여가 가능할 전망이다. 이를 통해 하반기에는 1분기와 달리 DDR5 매출 증가가 DDR4 감소 영향을 대부분 상쇄할 수 있을 것으로 판단된다.

역사적으로 동사 주가는 리드프레임 매출 비중이 높고, 패키지기판 내 하이엔드 제품 공급이 제한적이라는 점에서 국내 기판 업체 대비 멀티플 할인을 받아왔다. 다만 최근 국내 기판 업체들의 주가 랠리 국면에서 동사만이 소외되며 멀티플 격차가 과도하게 확대된 상황이다. 당사는 Peer 대비 과도하게 확대된 할인율의 정상화 가능성이 부각될 수 있는 구간으로 판단하며, 하반기 AI 데이터센터 전력반도체향 히트슬러그 신제품 납품이 리레이팅의 핵심 모멘텀으로 작용할 것으로 예상된다. 추정치 하향과 Peer 대비 멀티플 할인율 확대(15% → 25%)를 반영해 적정주가는 75,000원으로 하향 조정하나, 현재 주가는 중장기 관점에서 매력적인 진입 구간으로 판단된다.

Meritz Research 2026. 4. 13

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	75,000원
현재주가 (4.10)	54,900원
상승여력	36.6%

KOSPI	5,858.87pt
시가총액	9,333억원
발행주식수	1,700만주
유동주식비율	61.77%
외국인비중	15.71%
52주 최고/최저가	65,700원/18,000원
평균거래대금	141.5억원

주요주주(%)

해성산업 외 2 인	36.31
국민연금공단	7.23

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.9	29.3	135.1
상대주가	-3.8	-20.3	-1.9

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	603.0	56.9	58.7	3,453	-30.5	32,722	6.8	0.7	4.1	11.0	42.8
2025	653.4	46.5	23.8	1,401	-59.4	33,198	39.8	1.7	10.2	4.3	56.0
2026E	815.8	89.5	70.2	4,128	194.6	36,426	13.3	1.5	5.9	11.9	52.9
2027E	927.1	133.0	104.5	6,144	48.9	41,670	8.9	1.3	4.6	15.7	48.5
2028E	1,078.2	189.4	148.6	8,743	42.3	49,513	6.3	1.1	3.2	19.2	43.4

표1 해성디에스 1Q26 실적 Preview

(십억원)	1Q26E	1Q25	(% YoY)	4Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
매출액	190.2	137.5	38.4%	179.9	5.7%	192.0	-0.9%	183.0	3.9%
영업이익	17.9	0.4	4948.7%	21.8	-17.9%	23.6	-24.2%	19.3	-7.0%
세전이익	17.5	0.0	125650.7%	14.6	19.9%	23.9	-26.8%	21.6	-19.0%
순이익	13.1	0.6	2150.7%	9.6	36.0%	19.4	-32.6%	16.7	-21.8%
영업이익률(%)	9.4%	0.3%		12.1%		12.3%		10.5%	
세전이익률(%)	9.2%	0.0%		8.1%		12.4%		11.8%	
순이익률(%)	6.9%	0.4%		5.3%		10.1%		9.1%	

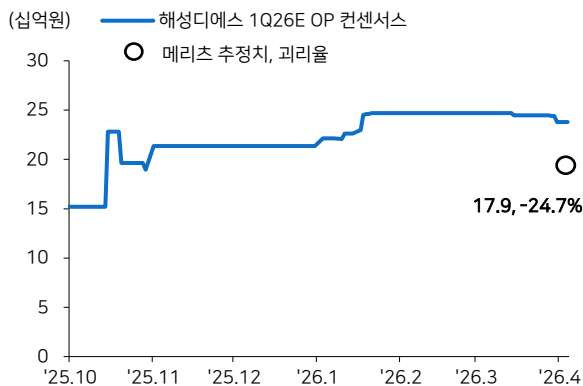
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

표2 해성디에스 2026년, 2027년 실적 추정치 변경

	2026E			2027E		
(십억원)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)
매출액	815.7	818.1	-0.3%	927.1	907.7	2.1%
영업이익	89.5	98.6	-9.2%	133.0	131.9	0.9%
세전이익	87.7	99.5	-11.9%	133.5	134.8	-1.0%
지배주주 순이익	70.2	81.6	-14.0%	104.5	104.6	-0.1%
영업이익률(%)	11.0%	12.1%		14.4%	14.5%	
세전이익률(%)	10.8%	12.2%		14.4%	14.9%	
순이익률(%)	8.6%	10.0%		11.3%	11.5%	

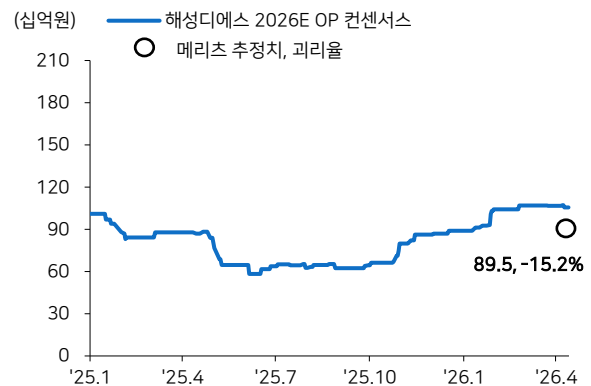
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q26E 영업이익, 컨센서스 24.7% 하회 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 영업이익, 컨센서스 15.2% 하회 전망



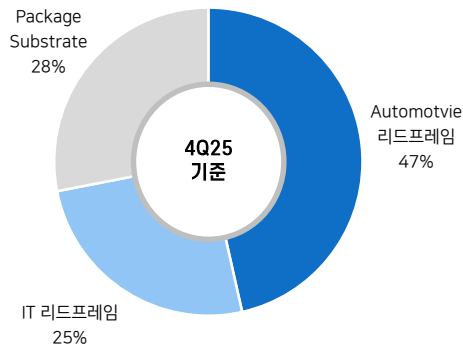
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 해성디에스 실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E	2027E
환율	1,455	1,390	1,390	1,451	1,465	1,410	1,420	1,425	1,422	1,430	1,415
매출액	137.5	157.4	178.6	179.9	190.2	206.2	214.9	204.4	653.4	815.7	927.1
(%, QoQ)	-5.3%	14.5%	13.5%	0.8%	5.7%	8.4%	4.2%	-4.9%			
(%, YoY)	-11.2%	2.5%	19.5%	23.9%	38.4%	31.0%	20.3%	13.6%	8.4%	24.8%	13.6%
Leadframe	110.6	124.4	134.7	130.9	142.5	155.0	161.0	149.8	493.8	608.3	678.1
전장용	73.7	81.2	84.6	84.6	91.1	95.5	98.0	96.4	322.8	380.9	438.0
IT용	36.9	43.2	50.1	46.3	51.4	59.5	63.0	53.5	171.0	227.4	240.1
Package Substrate	27.5	34.3	46.7	51.1	47.7	51.2	53.9	54.6	159.6	207.5	249.0
영업이익	0.4	8.2	16.1	21.8	17.9	23.0	27.7	21.0	46.5	89.5	133.0
(%, QoQ)	-94.3%	2219.9%	95.8%	35.3%	-17.9%	28.3%	20.5%	-24.3%			
(%, YoY)	-98.3%	-54.3%	37.6%	247.8%	4948.7%	179.2%	71.8%	-3.8%	-18.2%	92.5%	48.6%
영업이익률(%)	0.3%	5.2%	9.0%	12.1%	9.4%	11.1%	12.9%	10.3%	7.1%	11.0%	14.4%

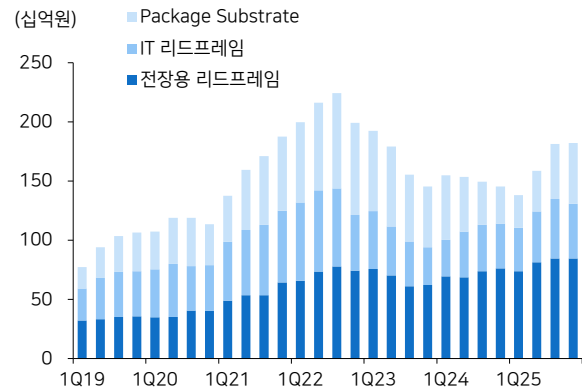
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 해성디에스 제품군별 매출 비중



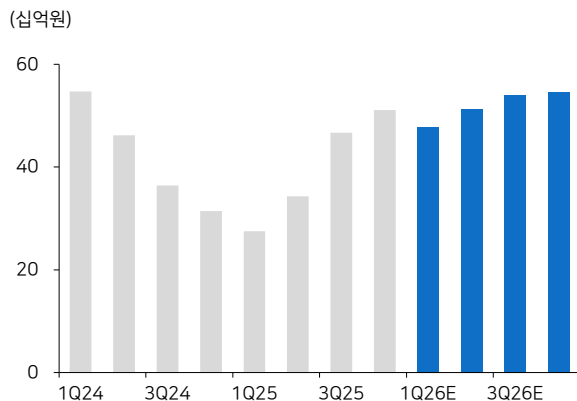
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 해성디에스 제품군별 매출 추이



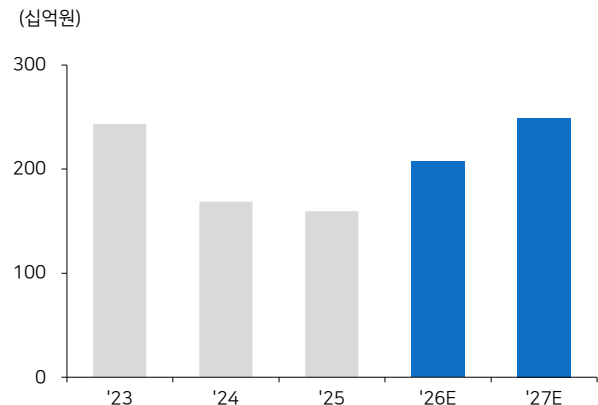
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림5 해성디에스 패키지가판 분기 매출 추이 및 전망



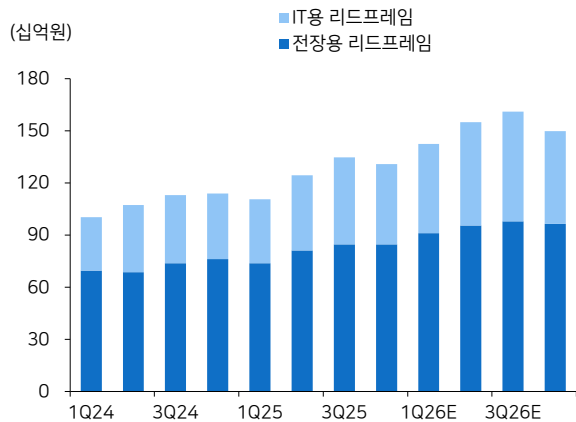
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림6 해성디에스 패키지가판 연간 매출 추이 및 전망



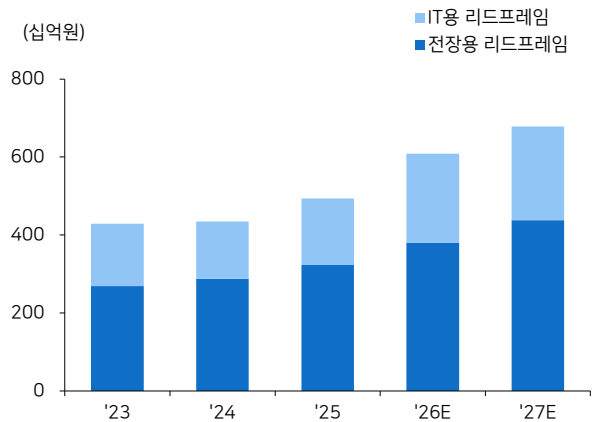
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림7 해성디에스 리드프레임 분기 매출 추이 및 전망



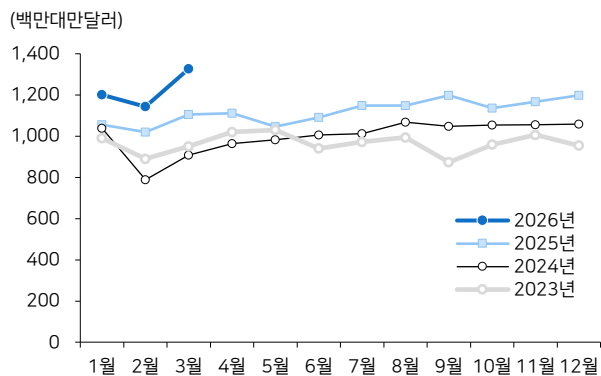
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림8 해성디에스 리드프레임 연간 매출 추이 및 전망



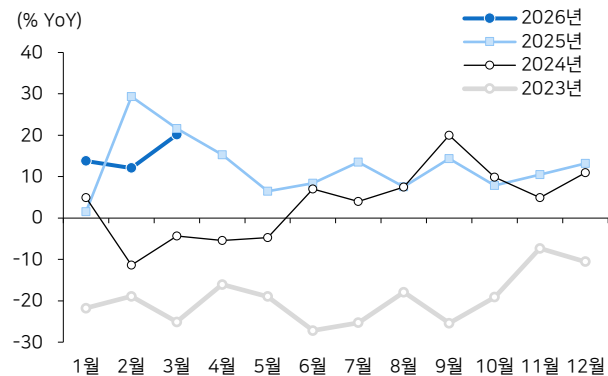
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림9 대만 리드프레임 업체 CWTC 월별 매출액



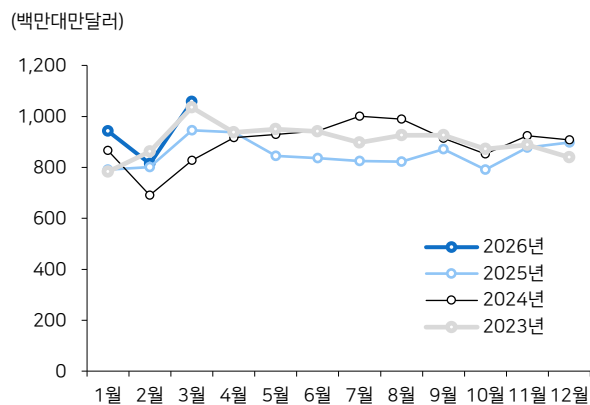
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림10 CWTC 매출액 YoY 성장률 비교



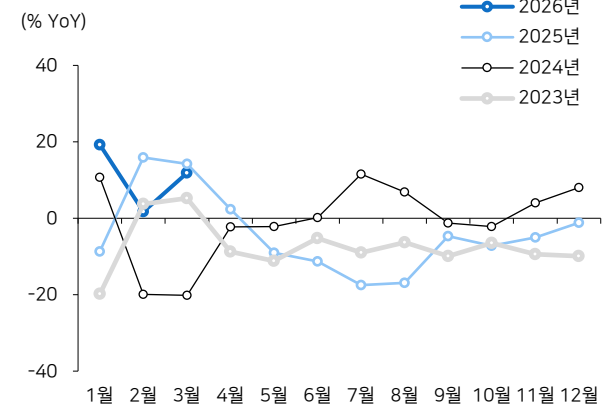
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림11 대만 리드프레임 업체 SDI Corporation 월별 매출액



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림12 SDI Corporation YoY 성장률 비교



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

표4 해성디에스 적정주가 산정표

(원)	값	비고
12MF EPS(원)	4,653	
적정배수 (배)	16.1	국내 기판 Peer + 대만 리드프레임 Peer 멀티플에 25% 할인
적정가치	74,942	
적정주가	75,000	
현재주가	54,900	
상승여력 (%)	36.6%	

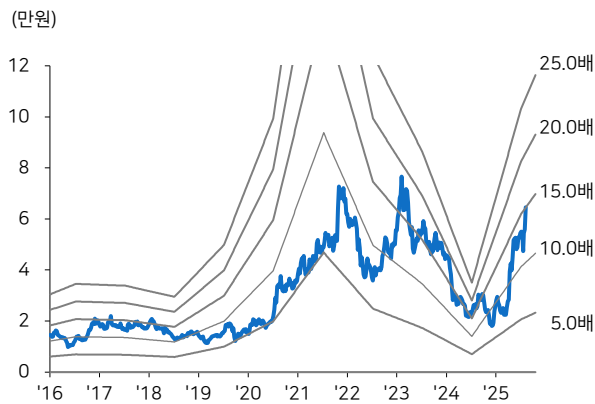
자료: 메리츠증권 리서치센터

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	59,200	
Low	12,400	10,750	10,800	23,200	35,100	33,600	20,150	17,850	
Average	17,454	14,017	17,719	38,961	53,124	52,857	39,580	31,323	
확정치 기준 PER									
High	17.5	17.3	13.9	12.7	8.0	16.2	17.9	42.2	
Low	10.1	10.0	6.1	5.5	3.7	6.8	5.8	12.7	
Average	14.2	13.0	10.0	9.3	5.7	10.6	11.5	22.4	
EPS (원)	1,226	1,078	1,764	4,192	9,376	4,966	3,453	1,401	4,128
EPS Growth (%)	-13.1	-12.1	63.6	137.6	123.7	-47.0	-30.5	-59.4	194.6
컨센서스 기준 PER									
High	16.3	15.8	15.9	12.3	13.4	7.2	15.3	31.7	
Low	8.9	9.2	9.1	5.4	5.8	3.4	6.4	9.6	
Average	12.3	12.9	11.9	8.9	9.8	5.1	10.0	16.8	
EPS (원)	1,382	1,354	1,179	1,991	3,973	10,345	5,271	1,868	4,958
EPS growth (%)	17.7	-4.0	-3.8	84.6	125.2	146.8	-43.8	-45.9	253.8

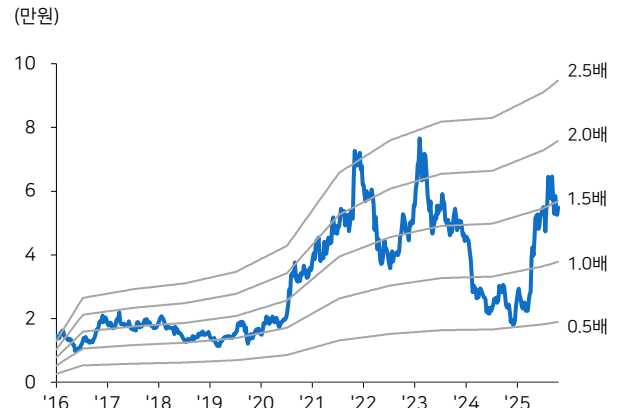
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림13 해성디에스 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림14 해성디에스 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표6 국내 기판 & 글로벌 리드프레임 밸류체인 밸류에이션 비교

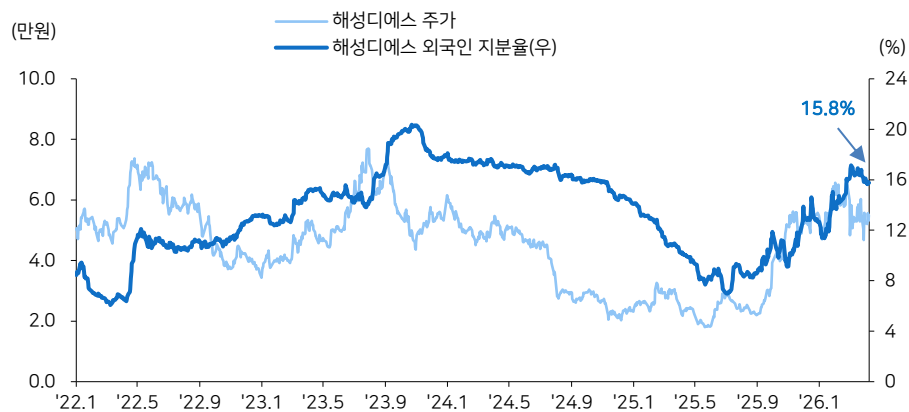
		시가총액	P/E (배)		P/B(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액*		영업이익*		EV/EBITDA(배)	
			2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
PCB	해성디에스	627	13.3	8.9	1.5	1.3	194.6	48.9	11.9	15.7	815.8	927.1	89.5	133.0	5.9	4.6
	이수페타시스	5,708	31.9	21.9	9.4	6.6	49.9	45.8	34.2	36.2	1,040.9	1,401.8	223.1	318.3	22.5	15.5
	대덕전자	2,996	29.9	22.4	4.4	3.8	207.9	33.5	15.4	17.9	937.4	1,111.4	118.7	161.8	15.3	12.4
	심텍	1,738	24.3	15.6	4.1	3.2	-153.5	55.8	18.8	22.9	1,108.7	1,274.0	98.3	146.0	13.1	10.0
	코리아써킷	1,302	18.4	14.3	4.1	3.3	148.9	28.6	22.4	24.9	1,222.3	1,391.9	96.8	128.3	10.7	8.5
	티엘비	495	20.8	14.9	4.6	3.5	74.6	39.5	24.1	27.0	232.9	281.2	30.3	43.8	14.6	10.5
Leadframe	CWTC	1,545	22.4	N/A	3.8	2.0	48.0	N/A	19.3	N/A	79.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	SDI Corporation	704	28.7	24.3	2.9	3.0	100.0	60.3	10.6	12.2	562	619	58	93	N/A	N/A

주: 해성디에스는 당사 추정치, 그 외는 블룸버그 컨센서스 기준

국내기업은 십억원, 해외기업은 백만달러 기준

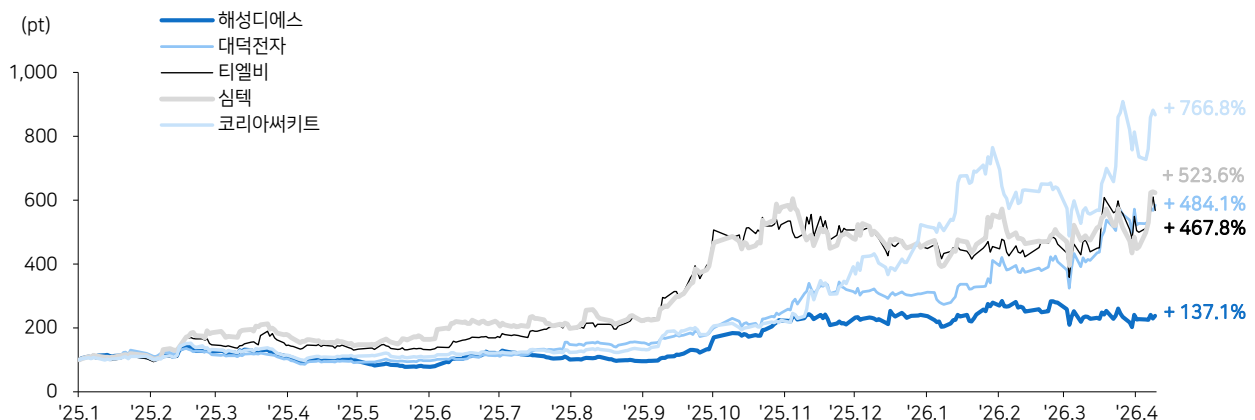
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 해성디에스 외국인지분을 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림16 국내 기판 업체들 2025년 이후 주가 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

해성디에스 (195870)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	603.0	653.4	815.8	927.1	1,078.2
매출액증가율(%)	-10.3	8.4	24.8	13.6	16.3
매출원가	491.6	555.6	659.2	717.3	803.0
매출총이익	111.4	97.8	156.5	209.8	275.2
판매관리비	54.6	51.3	67.0	76.7	85.9
영업이익	56.9	46.5	89.5	133.0	189.4
영업이익률(%)	9.4	7.1	11.0	14.4	17.6
금융손익	-0.3	-5.1	-6.0	-5.7	-4.6
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	10.4	-8.9	4.2	6.1	8.0
세전계속사업이익	67.0	32.6	87.7	133.5	192.7
법인세비용	8.3	8.8	17.5	29.0	44.1
당기순이익	58.7	23.8	70.2	104.5	148.6
지배주주지분 순이익	58.7	23.8	70.2	104.5	148.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	60.6	67.0	104.2	151.3	185.6
당기순이익(손실)	58.7	23.8	70.2	104.5	148.6
유형자산상각비	48.4	53.7	85.8	84.4	85.8
무형자산상각비	1.9	4.0	2.1	1.8	1.6
운전자본의 증감	-60.4	-32.3	-45.6	-31.3	-42.5
투자활동 현금흐름	-143.8	-118.8	-91.9	-91.9	-42.0
유형자산의증가(CAPEX)	-148.7	-116.5	-100.0	-100.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	-0.1	0.1	-0.0	-0.0	-0.0
재무활동 현금흐름	27.1	76.4	-27.6	-15.3	-15.3
차입금의 증감	47.3	94.7	-12.3	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-55.7	24.2	-15.3	35.4	128.2
기초현금	139.8	84.1	108.3	93.1	128.4
기말현금	84.1	108.3	93.1	128.4	256.7

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	321.8	386.2	440.0	522.7	715.1
현금및현금성자산	84.1	108.3	93.1	128.4	256.7
매출채권	117.2	136.4	170.3	193.5	225.0
재고자산	107.2	132.4	165.3	187.9	218.5
비유동자산	472.4	494.5	506.6	529.1	491.7
유형자산	424.6	455.8	470.0	494.4	458.6
무형자산	32.3	23.4	21.3	19.5	17.8
투자자산	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
자산총계	794.2	880.6	946.6	1,051.8	1,206.9
유동부채	201.4	179.6	188.7	203.4	223.3
매입채무	20.3	31.7	39.6	45.0	52.3
단기차입금	72.6	81.0	81.0	81.0	81.0
유동성장기부채	23.7	12.3	0.0	0.0	0.0
비유동부채	36.5	136.7	138.7	140.0	141.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	26.3	119.8	119.8	119.8	119.8
부채총계	237.9	316.3	327.3	343.4	365.2
자본금	85.0	85.0	85.0	85.0	85.0
자본잉여금	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8
기타포괄이익누계액	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
이익잉여금	449.0	457.2	512.1	601.3	734.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	556.3	564.4	619.2	708.4	841.7

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	35,470	38,435	47,985	54,534	63,423
EPS(지배주주)	3,453	1,401	4,128	6,144	8,743
CFPS	7,751	6,529	10,200	12,778	16,280
EBITDAPS	6,299	6,128	10,435	12,896	16,280
BPS	32,722	33,198	36,426	41,670	49,513
DPS	800	900	900	900	900
배당수익률(%)	3.4	1.6	1.6	1.6	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	6.8	39.8	13.3	8.9	6.3
PCR	3.0	8.5	5.4	4.3	3.4
PSR	0.7	1.4	1.1	1.0	0.9
PBR	0.7	1.7	1.5	1.3	1.1
EBITDA(십억원)	107.1	104.2	177.4	219.2	276.8
EV/EBITDA	4.1	10.2	5.9	4.6	3.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.0	4.3	11.9	15.7	19.2
EBITDA 이익률	17.8	15.9	21.7	23.6	25.7
부채비율	42.8	56.0	52.9	48.5	43.4
금융비용부담률	0.5	1.0	0.9	0.8	0.7
이자보상배율(x)	17.9	6.9	12.4	18.9	26.9
매출채권회전율(x)	5.5	5.2	5.3	5.1	5.2
재고자산회전율(x)	6.1	5.5	5.5	5.3	5.3

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)

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.5%

2026년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

해성디에스 (195870) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*	주가 및 적정주가 변동추이
					평균 최고(최저)	
2024.02.06	기업브리프	Buy	65,000	양승수	-26.5 -15.8	
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	-22.8 -13.8	
2026.01.27	기업브리프	Buy	81,000	양승수	-29.0 -18.9	
2026.04.13	기업브리프	Buy	75,000	양승수	- -	