

해성디에스 (195870)

수익성, 다시 정상 궤도로

전기전자/IT부품

Analyst 양승수

seungsoo.yang@meritz.co.kr

4Q25 Review: 실적 성장을 이끈 전장용 리드프레임

4Q25 매출액(1,799억원)은 시장 컨센서스를 1.7% 하회했으나, 영업이익(218억원)은 13.2% 상회했다. 리드프레임 부문은 IT향이 고객사 재고조정 영향으로 부진했지만, 전장용은 영업일수 감소에도 불구하고 견조한 수요 흐름을 유지했다. 특히 전장용의 경우 기존 재고 소진이 마무리되며, 4분기부터 LME 가격 상승분에 대한 평가 연동 폭이 재확대되었고, 이에 따라 수익성이 유의미하게 개선된 것으로 파악된다. Package Substrate 부문에서는 DDR4 매출이 추가 성장했으며, DDR5 역시 국내 고객사향 D1b 내 점유율 확대 효과가 지속되며 양호한 성장 흐름을 이어갔다.

1Q26 Preview: 좋은 흐름 지속

1Q26 영업이익은 236억원(+6563.8% YoY)으로 시장 컨센서스(226억원)를 4.6% 재차 상회할 전망이다. 리드프레임 부문은 주요 고객사의 재고 안정화와 수요 반등 효과가 맞물리며, 매출이 2022년 수준으로 회복될 것으로 예상된다. 또한 전장용 리드프레임의 경우 전 분기에 이어 LME 가격 상승분에 대한 평가 연동제 적용률을 추가로 상향 조정함에 따라, 수익성 개선 흐름 역시 지속될 것으로 판단된다. Package Substrate 부문에서 DDR4 매출 감소가 예상되나, DDR5 매출 성장이 이를 상쇄하는 흐름이 기대된다. 기존 국내 고객사 외 중국 고객사향 DDR5 매출의 신규 발생이 예상되며, 국내 고객사의 D1b Prime 쿨 테스트를 통과함에 따라, 관련 매출 일부가 이번 분기부터 발생할 전망이다.

키 맞추기 접근 유효

최근 국내 기판 업계 전반에 원자재 가격 상승에 대한 우려가 확대되고 있다. 다만 동사는 타 기판 업체 대비 매출액 대비 재료비 비중이 상대적으로 낮으며(그림10), 전장용 리드프레임은 LME 가격 연동 구조가 이미 적용되고 있어 우려 대비 실적 성장 가시성이 상대적으로 높다고 판단된다. 2026년 영업이익 추정치 8.9% 상향 조정과, 국내 기판 업체와 해외 리드프레임 Peer들의 멀티플 상승을 감안해 적정주가를 81,000원으로 상향 제시하고 투자 의견 Buy를 유지한다.

Meritz Research 2026. 1. 27

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	81,000원
현재주가 (1.26)	59,500원
상승여력	36.1%

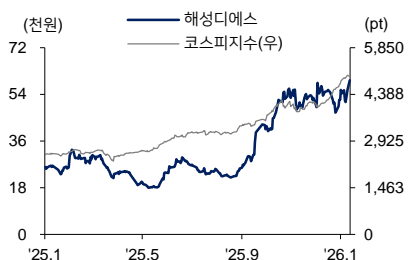
KOSPI	4,949.59pt
시가총액	10,115억원
발행주식수	1,700만주
유동주식비율	61.77%
외국인비중	13.79%
52주 최고/최저가	59,500원/18,000원
평균거래대금	164.2억원

주요주주(%)

해성산업 외 2인	36.31
국민연금공단	7.19

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.2	147.4	124.1
상대주가	-9.7	59.8	14.9

주가그래프



(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	653.4	46.6	23.4	1,377	-60.1	33,299	38.3	1.6	8.4	4.2	42.1
2026E	818.1	98.6	81.6	4,800	248.6	37,299	12.4	1.6	6.2	13.6	36.7
2027E	907.8	131.9	104.6	6,150	28.1	42,649	9.7	1.4	4.8	15.4	34.4

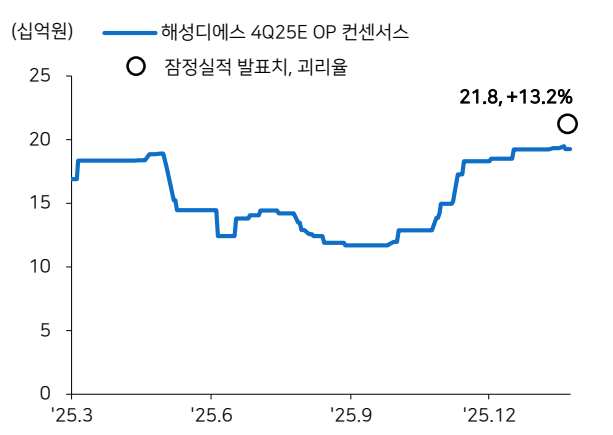
(십억원)	4Q25P	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	179.9	145.2	23.9%	178.6	0.7%	183.0	-1.7%	185.5	-3.0%
영업이익	21.8	6.3	247.8%	16.1	35.3%	19.3	13.2%	18.9	15.3%
세전이익	22.9	14.7	55.7%	18.8	21.6%	21.6	6.3%	19.9	15.0%
순이익	18.5	12.2	51.2%	14.1	31.6%	16.7	10.9%	16.1	14.8%
영업이익률(%)	12.1%	4.3%		9.0%		10.5%		10.2%	
세전이익률(%)	12.7%	10.1%		10.5%		11.8%		10.7%	
순이익률(%)	10.3%	8.4%		7.9%		9.1%		8.7%	

자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2026E			2027E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)
매출액	818.1	798.3	2.5%	907.7	852.7	6.5%
영업이익	98.6	90.6	8.9%	131.9	120.9	9.1%
세전이익	99.5	91.6	8.6%	134.8	123.9	8.8%
지배주주 순이익	81.6	75.1	8.6%	104.6	99.4	5.2%
영업이익률(%)	12.1%	11.4%		14.5%	14.2%	
세전이익률(%)	12.2%	11.5%		14.9%	14.5%	
순이익률(%)	10.0%	9.4%		11.5%	11.7%	

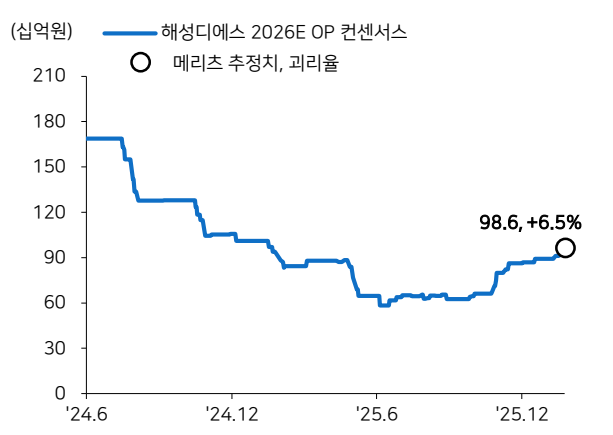
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25P 영업이익, 컨센서스 13.2% 상회



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 영업이익, 컨센서스 6.5% 상회 전망



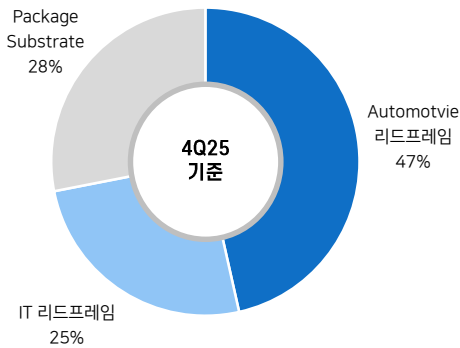
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 해성디에스 실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E	2027E
환율	1,455	1,390	1,390	1,451	1,455	1,410	1,420	1,425	1,422	1,428	1,415
매출액	137.5	157.4	178.6	179.9	192.0	199.0	218.4	208.7	653.4	818.1	907.7
(%, QoQ)	-5.3%	14.5%	13.5%	0.7%	6.7%	3.7%	9.7%	-4.4%			
(%, YoY)	-11.2%	2.5%	19.5%	23.9%	39.6%	26.4%	22.3%	16.0%	8.4%	25.2%	11.0%
Leadframe	110.6	124.4	134.7	130.9	141.6	145.4	162.7	158.3	491.7	607.9	0.0
전장용	73.7	81.2	84.6	84.6	91.1	95.5	98.0	96.4	322.8	380.9	449.5
IT용	36.9	43.2	50.1	46.3	50.5	49.9	64.7	61.9	168.9	227.0	180.8
Package Substrate	27.5	34.3	46.7	51.1	50.5	53.6	55.7	50.5	161.7	210.2	277.5
영업이익	0.4	8.2	16.1	21.8	23.6	24.9	28.4	21.6	46.5	98.6	131.9
(%, QoQ)	-94.3%	2219.9%	95.8%	35.3%	8.4%	5.5%	13.9%	-23.8%			
(%, YoY)	-98.3%	-54.3%	37.6%	247.8%	6563.8%	203.1%	76.3%	-0.7%	-18.2%	112.1%	33.7%
영업이익률(%)	0.3%	5.2%	9.0%	12.1%	12.3%	12.5%	13.0%	10.4%	7.1%	12.1%	14.5%

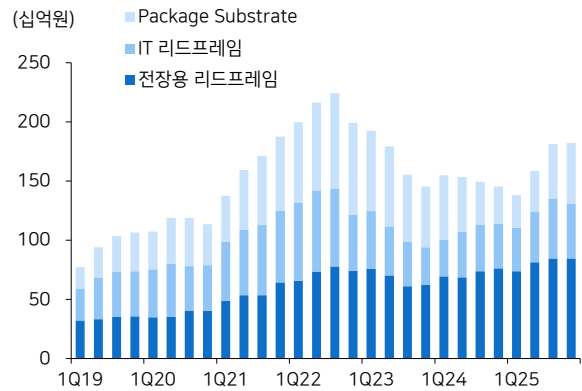
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 해성디에스 제품군별 매출 비중



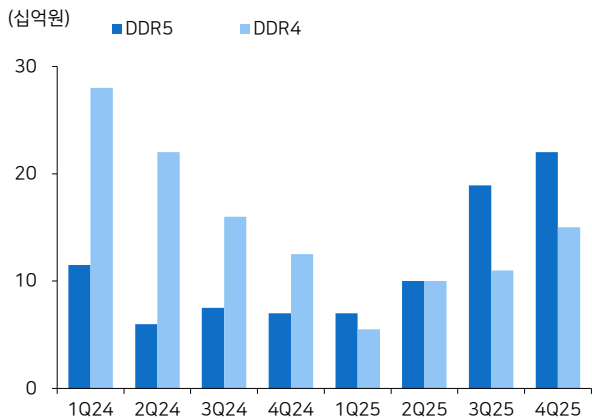
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 해성디에스 제품군별 매출 추이



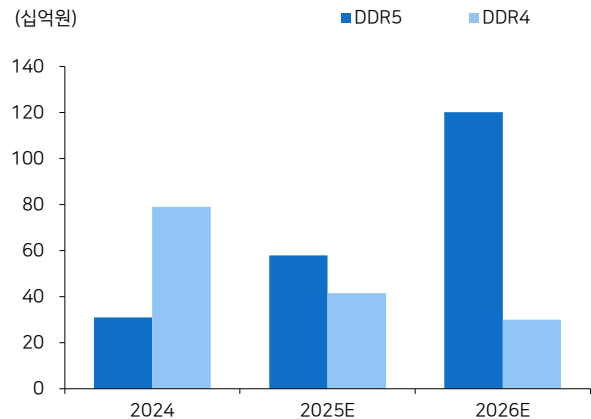
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림5 해성디에스 DDR4 & DDR5 분기 매출 추이



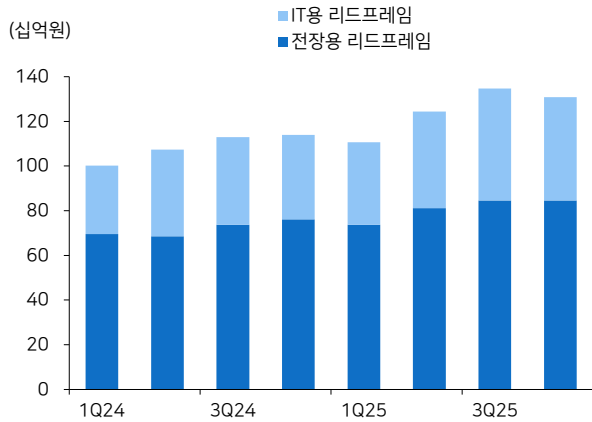
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림6 해성디에스 DDR4 & DDR5 연간 매출 추이 및 전망



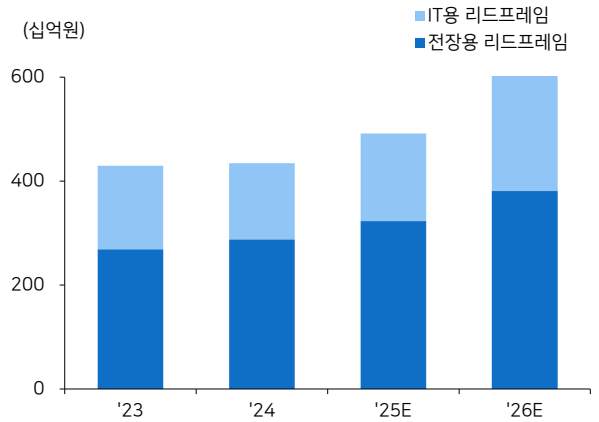
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림7 해성디에스 리드프레임 분기 매출 추이



자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림8 해성디에스 리드프레임 연간 매출 추이 및 전망



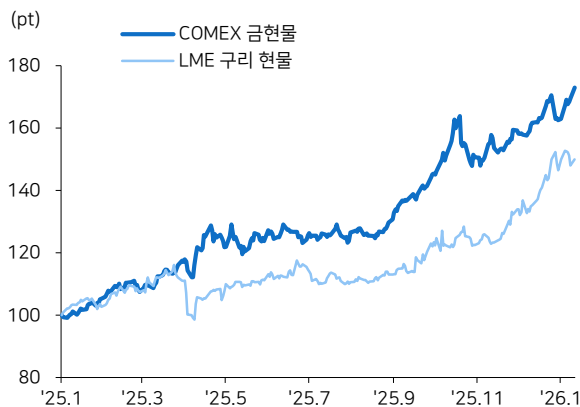
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

표4 해성디에스 매출액 대비 재료비 비중 추이

(백만원)	2021	2022	2023	2024	3Q25 누적
CCL (PCB)	22,969	26,890	46,762	26,019	19,343
Gold	45,507	51,350	54,852	75,160	82,924
합계	68,476	78,240	101,614	101,179	102,267
YoY (%)	-1.0%	14.3%	29.9%	-0.4%	1.1%
매출액	655,400.0	839,400.0	672,200.0	603,000.0	473,449.0
재료비 비중(%)	10.4%	9.3%	15.1%	16.8%	21.6%

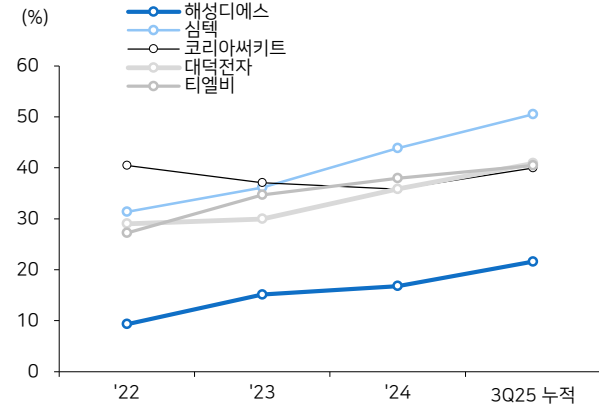
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림9 금, 구리 가격 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 국내 기관 업체 매출액 대비 재료비 비중 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 해성디에스 적정주가 산정표

(원)	값	비고
'26년 EPS(원)	4,809	
적정배수 (배)	16.9	국내 기관 Peer + 대만 리드프레임 Peer 멀티플에 15% 할인
적정가치	81,466	
적정주가	81,000	
현재주가	59,500	
상승여력 (%)	36.1%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

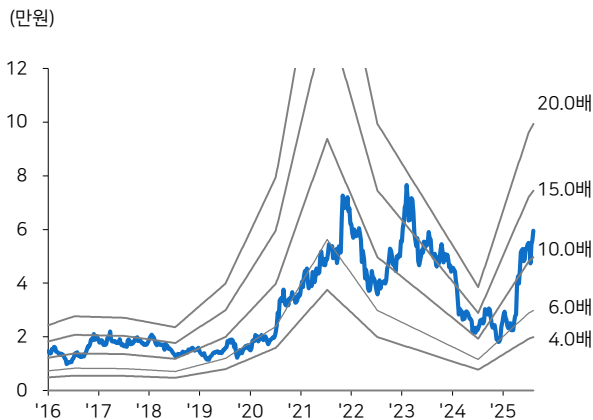
표6 해성디에스 밸류에이션 테이블

(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	58,500	
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	31,323	
확정치 기준 PER									
High	17.5	17.3	13.9	12.7	8.0	16.2	17.9	30.4	
Low	10.1	10.0	6.1	5.5	3.7	6.8	5.8	9.3	
Average	14.2	13.0	10.0	9.3	5.7	10.6	11.5	16.3	
EPS (원)	1,226	1,078	1,764	4,192	9,376	4,966	3,453	1,926	4,809
EPS Growth (%)	-13.1	-12.1	63.6	137.6	123.7	-47.0	-30.5	-44.2	149.7
컨센서스 기준 PER									
High	16.3	15.8	15.9	12.3	13.4	7.2	15.3	31.3	
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	4,421
EPS growth (%)	17.7	-4.0	-3.8	84.6	125.2	146.8	-43.8	-45.9	129.6

주: 2025년은 1월2일 ~ 12월1일 주가 기준

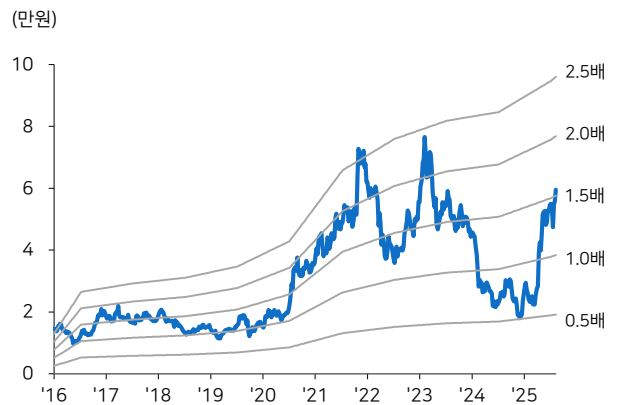
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 해성디에스 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림12 해성디에스 PBR 밴드



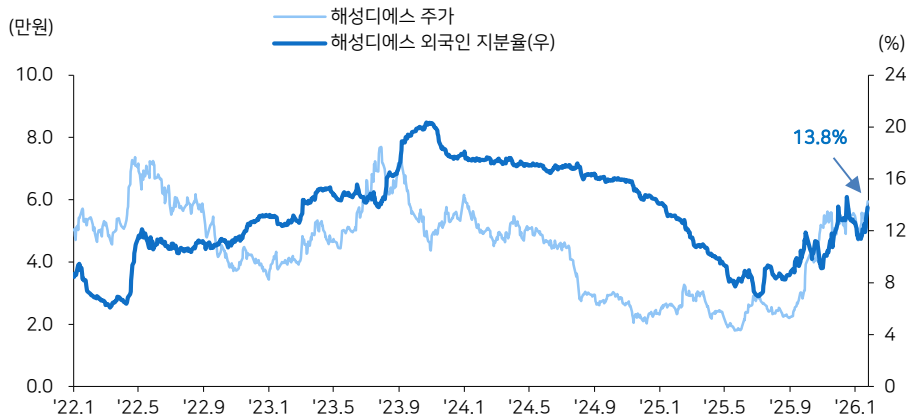
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표7 국내 기판 & 글로벌 리드프레임 밸류체인 밸류에이션 비교

	시가총액 (백만달러)	P/E (배)		P/B(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액*		영업이익*		EV/EBITDA(배)		
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	
PCB	해성디에스	688	38.3	12.4	1.6	1.6	-60.1	248.6	4.2	13.6	653.4	818.1	46.6	98.6	8.4	6.2
	이수페타시스	6,028	51.0	34.8	13.1	9.8	90.6	46.5	33.9	32.8	1,101	1,480	209	318	36.8	24.8
	대덕전자	1,737	55.2	18.8	2.9	2.5	86.3	193.7	5.3	14.1	1,054	1,357	48	159	15.6	9.1
	심텍	1,349	n/a	16.6	4.1	3.3	-12.3	-450.9	-6.5	22.0	1,400	1,651	19	157	23.6	9.9
	코리아써킷	1,073	34.0	16.4	4.3	3.5	-139.0	107.5	12.6	22.2	1,481	1,733	53	139	15.7	8.5
	티엘비	403	30.4	16.2	4.5	3.6	395.1	87.7	15.9	24.8	256	342	26	46	18.2	11.4
Leadframe	CWTC	1,847	39.0	28.7	4.9	2.0	-20.5	36.0	n/a	n/a	631	706	98	106	n/a	n/a
	SDI Corporation	513	39.9	23.3	2.3	3.0	-39.4	71.4	6.2	9.3	485	532	44	80	n/a	n/a

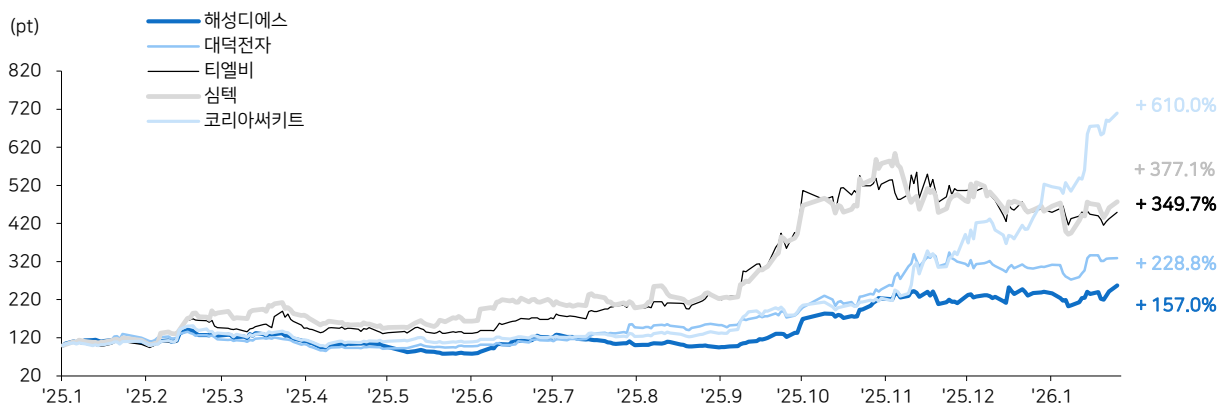
주: 해성디에스는 당사 추정치, 그 외는 블룸버그 컨센서스 기준
 국내기업은 십억원, 해외기업은 백만달러 기준
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 해성디에스 외국인지분을 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림14 국내 기판 업체들 2025년 이후 주가 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

해성디에스 (195870)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	672.3	603.0	653.4	818.1	907.8
매출액증가율(%)	-19.9	-10.3	8.4	25.2	11.0
매출원가	511.5	491.6	556.5	652.8	701.1
매출총이익	160.7	111.4	96.9	165.3	206.7
판매관리비	58.2	54.6	50.3	66.7	74.8
영업이익	102.5	56.9	46.6	98.6	131.9
영업이익률(%)	15.2	9.4	7.1	12.1	14.5
금융손익	-0.6	-0.3	-9.4	-0.5	0.2
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	3.9	10.4	-4.7	1.4	2.7
세전계속사업이익	105.9	67.0	32.5	99.5	134.8
법인세비용	21.4	8.3	9.1	17.9	30.3
당기순이익	84.4	58.7	23.4	81.6	104.6
지배주주지분 손이익	84.4	58.7	23.4	81.6	104.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	143.1	60.6	73.7	111.1	152.7
당기순이익(손실)	84.4	58.7	23.4	81.6	104.6
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	-10.6	-34.7	-18.9
투자활동 현금흐름	-67.8	-143.8	-56.3	-70.2	-67.3
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	-4.8	-8.5	47.3
기초현금	76.3	139.8	84.1	79.3	70.8
기말현금	139.8	84.1	79.3	70.8	118.1

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	343.9	321.8	336.8	393.2	475.8
현금및현금성자산	139.8	84.1	79.3	70.8	118.1
매출채권	103.3	117.2	127.0	159.0	176.4
재고자산	90.1	107.2	116.2	145.5	161.4
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	804.6	867.0	974.4
유동부채	131.7	201.4	222.3	215.3	230.9
매입채무	29.3	20.3	22.0	27.6	30.6
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	17.7	18.5
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	238.5	232.9	249.3
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	526.8	617.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	515.1	556.3	566.1	634.1	725.0

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	39,544	35,470	38,435	48,125	53,397
EPS(지배주주)	4,966	3,453	1,377	4,800	6,150
CFPS	9,749	7,751	5,559	9,659	11,859
EBITDAPS	8,658	6,299	6,125	9,737	11,859
BPS	30,297	32,722	33,299	37,299	42,649
DPS	900	800	800	800	800
배당수익률(%)	1.6	3.4	1.5	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	11.2	6.8	38.3	12.4	9.7
PCR	5.7	3.0	9.5	6.2	5.0
PSR	1.4	0.7	1.4	1.2	1.1
PBR	1.8	0.7	1.6	1.6	1.4
EBITDA(십억원)	147.2	107.1	104.1	165.5	201.6
EV/EBITDA	6.0	4.1	8.4	6.2	4.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.5	11.0	4.2	13.6	15.4
EBITDA 이익률	21.9	17.8	15.9	20.2	22.2
부채비율	33.7	42.8	42.1	36.7	34.4
금융비용부담률	0.7	0.5	0.5	0.3	0.2
이자보상배율(x)	22.0	17.9	14.8	47.4	77.0
매출채권회전율(x)	5.6	5.5	5.4	5.7	5.4
재고자산회전율(x)	6.5	6.1	5.8	6.3	5.9

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 증가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20거래일)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	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025년 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)	
2023.11.07	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	-22.8	-13.8	
2026.01.27	기업브리프	Buy	81,000	양승수	-	-	