

# 해성디에스 (195870)

## 하나씩 맞춰지는 성장 퍼즐

전기전자/IT부품

Analyst 양승수

seungsoo.yang@meritz.co.kr

### 2Q26 Preview: 기대에 부합하는 회복

2Q26 연결 매출액과 영업이익은 각각 2,095억원(+33.1% YoY), 221억원(+168.6% YoY)으로 기존 추정치 대비 0.5%, 6.5% 상향 조정한다. 리드프레임은 차량용의 견조한 수요와 중국 OSAT 중심 데이터센터향 수요 증가에 힘입어 풀가동 체제가 지속될 전망이다. 패키지기판은 주 고객사향 1B Prime향 납품 본격화로 분기 매출 500억원대 회복이 예상된다. 수익성 측면에서는 LME 가격 연동제 특성상 ASP 반영이 원재료 가격 변동보다 후행하는 구조에 따라, 높아진 ASP와 낮아진 원재료 투입 효과가 동시에 반영되며 리드프레임 중심의 견조한 수익성을 시현할 전망이다.

### 맞춰지는 업사이클의 퍼즐

동사는 그동안 리드프레임 중심의 사업 구조와 Reel-to-Reel 공정 기반의 성장 한계로 인해 Peer 대비 낮은 밸류에이션을 적용받아왔다. 그러나 올해 하반기부터 데이터센터향 리드프레임 매출 확대와 Panel 공정 진입을 위한 중장기 투자가 본격화되며, 기존 디스카운트 요인은 점진적으로 해소될 것으로 판단된다.

1. AI 서버용 전력관리 시스템 수요가 빠르게 확대되면서 데이터센터향 리드프레임 수요 역시 동반 증가하는 것으로 파악된다. 해당 제품은 고전력 처리, 방열, 신뢰성 측면에서 기존 자동차용, 특히 전기차용 리드프레임과 유사한 특성이 요구되기 때문에 기존 리드프레임 업체들의 적용 영역 확대 기회로 작용하고 있다. 또한 리드프레임 가공 기술을 기반으로 열 방출과 신호 전달 역할을 동시에 수행하는 히트슬러그 제품으로의 신규 진입도 가시화되고 있으며, 동사 역시 하반기부터 해당 제품을 복미 고객사향으로 납품할 전망이다.

2. 동사의 Reel-to-Reel 공정은 그동안 높은 생산성과 원가 효율성을 바탕으로 안정적인 수익성을 창출해온 핵심 경쟁력이었다. 다만 해당 공정은 2층을 초과하는 기판 생산이 어렵다는 구조적 한계가 존재해 성장성 측면에서는 밸류에이션 디스카운트 요인으로 작용해왔다. 특히 향후 DDR6부터는 4층 전후의 패키지기판 채택이 예상됨에 따라 기존 Reel-to-Reel 공정만으로는 차세대 제품 대응에 구조적인 제약이 존재했다. 이에 따라 동사 역시 Panel 공정 진입을 위한 대규모 투자를 추진하고 있으며, 중장기적으로는 패키지기판 사업의 성장성과 밸류에이션 재평가 가능성을 동시에 높이는 계기가 될 전망이다.

당사는 동사 현 주가가 여전히 Peer 대비 밸류에이션 디스카운트 축소를 통해 추가적인 주가 상방이 열릴 수 있는 구간에 위치하고 있다고 판단한다. 투자의견 Buy를 유지하며, 적정구가는 산정 기준 시점을 '27년으로 변경하고 Peer 업체들의 밸류에이션 리레이팅을 반영해 113,000원으로 상향 제시한다.

Meritz Research 2026. 5. 28

**Buy**

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	113,000원
현재주가 (5.27)	92,300원
상승여력	22.4%

**그림1 해성디에스 2Q26 실적 Preview**

(십억원)	2Q26E	2Q25	(% YoY)	1Q26	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
매출액	209.5	157.4	33.1%	188.7	11.0%	208.5	0.5%	201.9	3.8%
영업이익	22.1	8.2	168.6%	11.0	100.9%	20.8	6.5%	22.7	-2.6%
세전이익	23.5	-0.8	nm	14.2	65.7%	22.1	6.4%	19.9	17.8%
순이익	18.9	-0.4	nm	10.8	75.0%	17.8	6.6%	17.4	8.9%
영업이익률(%)	10.5%	5.2%		5.8%		10.0%		11.2%	
세전이익률(%)	11.2%	-0.5%		7.5%		10.6%		9.9%	
순이익률(%)	9.0%	-0.3%		5.7%		8.5%		8.6%	

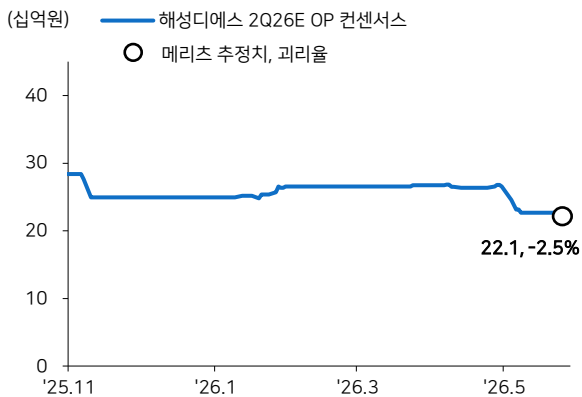
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

**그림2 해성디에스 2026년, 2027년 실적 추정치 변경**

(십억원)	2026E			2027E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)
매출액	826.1	823.4	0.3%	917.7	923.8	-0.7%
영업이익	81.8	78.5	4.2%	126.4	117.5	7.6%
세전이익	89.2	85.7	4.1%	133.6	126.5	5.6%
지배주주 순이익	72.2	69.4	4.1%	105.0	99.5	5.6%
영업이익률(%)	9.9%	9.5%		13.8%	12.7%	
세전이익률(%)	10.8%	10.4%		14.6%	13.7%	
순이익률(%)	8.7%	8.4%		11.4%	10.8%	

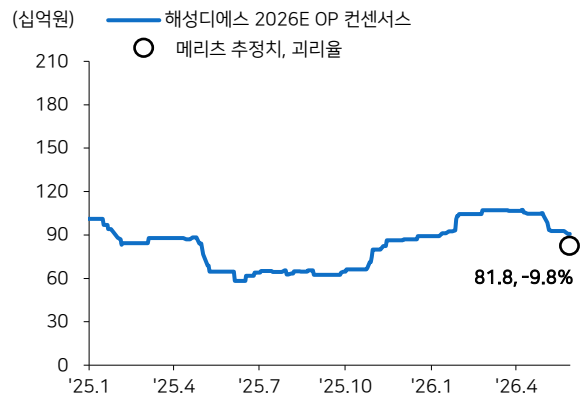
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

**그림3 2Q26E 영업이익, 컨센서스 2.5% 하회 전망**



자료: 메리츠증권 리서치센터

**그림4 2026E 영업이익, 컨센서스 9.8% 하회 전망**



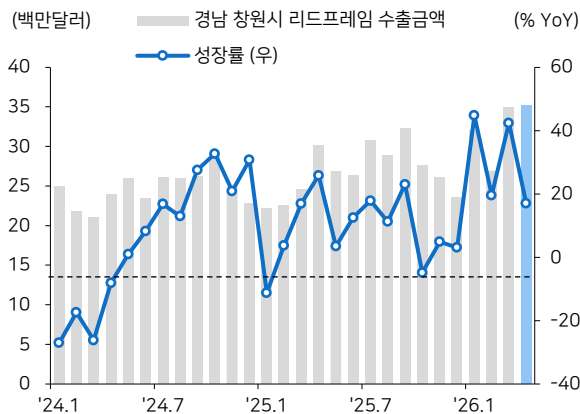
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 해성디에스 실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
환율	1,455	1,390	1,390	1,451	1,465	1,480	1,450	1,420	1,422	1,454	1,405
매출액	137.5	157.4	178.6	179.9	188.7	209.5	218.8	209.1	653.4	826.1	917.7
(%, QoQ)	-5.3%	14.5%	13.5%	0.8%	4.9%	11.0%	4.4%	-4.4%			
(%, YoY)	-11.2%	2.5%	19.5%	23.9%	37.3%	33.1%	22.5%	16.2%	8.4%	26.4%	11.1%
Leadframe	110.6	124.4	134.7	130.9	143.8	154.6	164.2	153.3	493.8	616.3	665.8
전장용	73.7	81.2	84.6	84.6	91.0	95.5	98.0	96.4	322.8	380.9	438.0
IT용	36.9	43.2	50.1	46.3	52.8	59.1	66.3	56.9	171.0	235.4	227.8
Package Substrate	27.5	34.3	46.7	51.1	48.1	51.4	54.6	55.8	159.6	209.9	251.8
영업이익	0.4	8.2	16.1	21.8	11.0	22.1	26.8	22.0	46.5	81.8	126.4
(%, QoQ)	-94.3%	2219.9%	95.8%	35.3%	-49.5%	100.9%	21.1%	-18.0%			
(%, YoY)	-98.3%	-54.3%	37.6%	247.8%	3001.4%	168.6%	66.1%	0.7%	-18.2%	76.0%	54.5%
영업이익률(%)	0.3%	5.2%	9.0%	12.1%	5.8%	10.5%	12.2%	10.5%	7.1%	9.9%	13.8%

자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림6 경남 창원시 리드프레임 수출금액



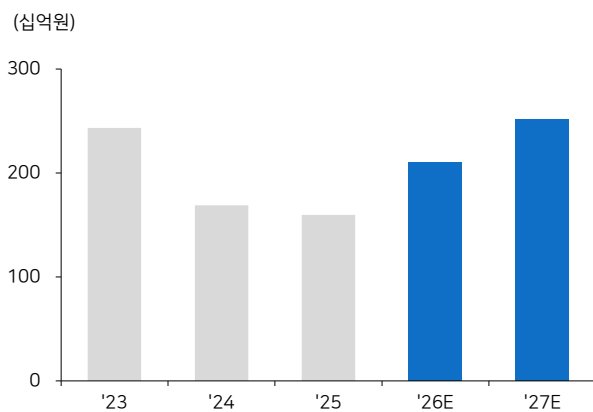
자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

그림7 경남 창원시 리드프레임 중량 기준 수출단가 추이



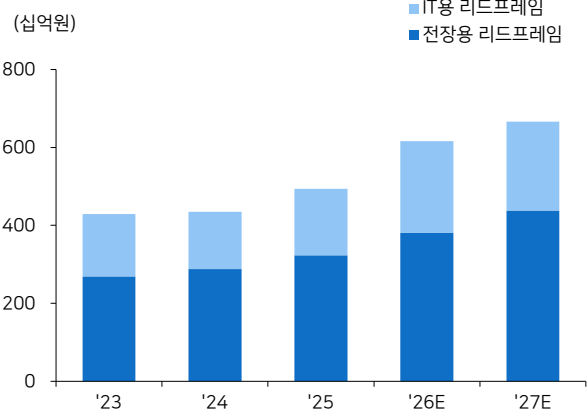
자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

그림8 해성디에스 패키지papan 연간 매출 추이 및 전망



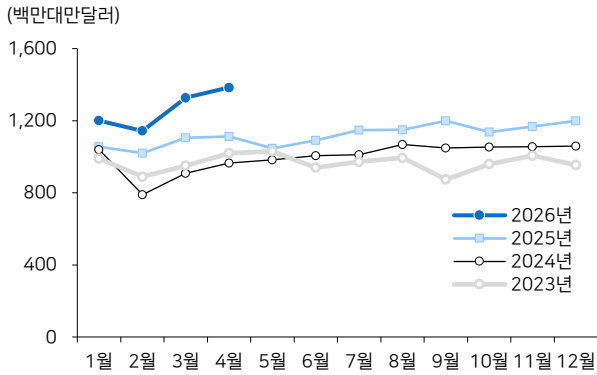
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 해성디에스 리드프레임 연간 매출 추이 및 전망



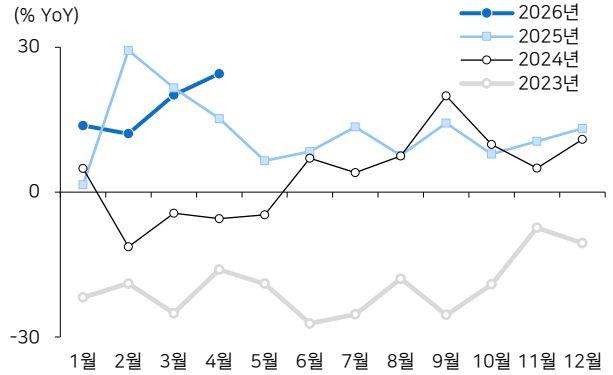
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 대만 리드프레임 업체 CWTC 월별 매출액



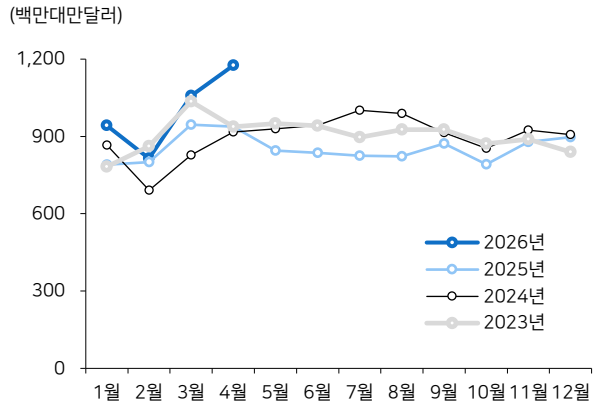
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림11 CWTC 매출액 YoY 성장률 비교



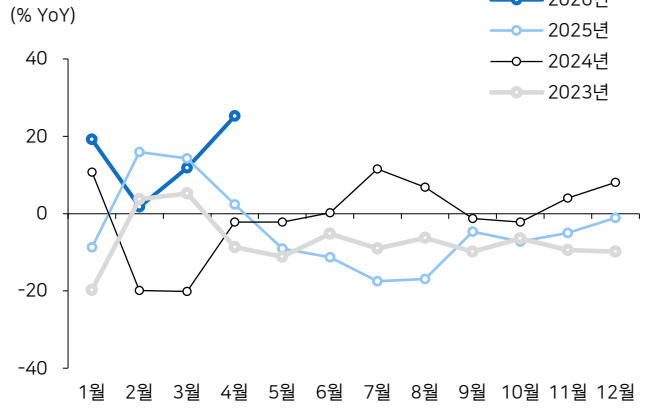
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림12 대만 리드프레임 업체 SDI Corporation 월별 매출액



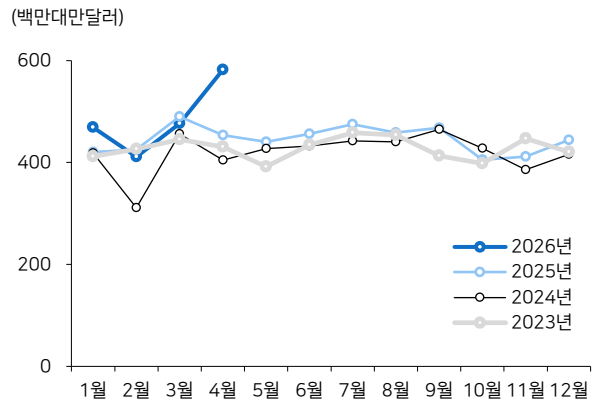
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림13 SDI Corporation YoY 성장률 비교



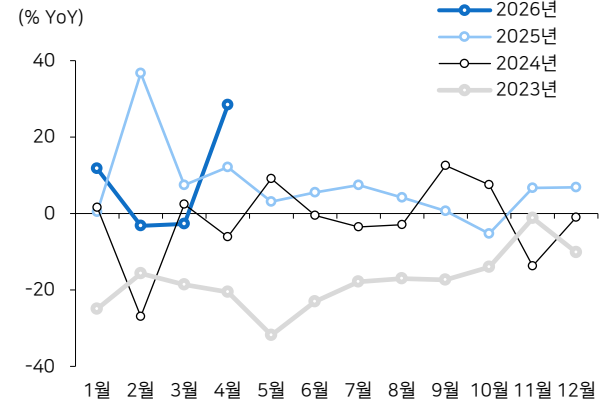
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림14 대만 리드프레임 업체 Jin Lin 월별 매출액



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림15 Jin Lin YoY 성장률



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림16 해성디에스 적정주가 산정표

(원)	값	비고
2027년 EPS(원)	6,257	
적정배수 (배)	18.1	국내 기관 Peer + 대만 리드프레임 Peer 멀티플에 25% 할인
적정가치	113,088	
<b>적정주가</b>	<b>113,000</b>	
현재주가	92,300	
<b>상승여력 (%)</b>	<b>22.4%</b>	

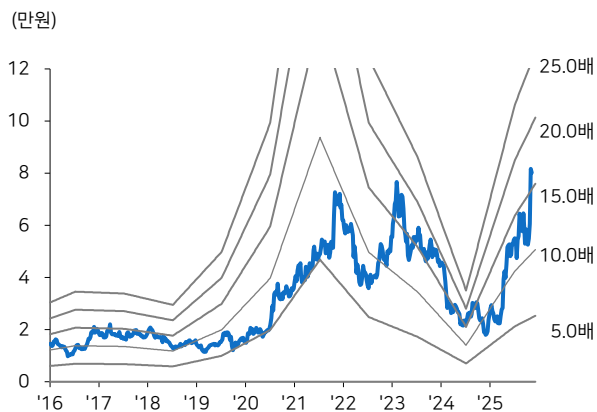
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림17 해성디에스 밸류에이션 테이블

(배)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>주가 (원)</b>									
High	18,700	24,500	53,200	74,700	80,400	61,700	59,200		
Low	10,750	10,800	23,200	35,100	33,600	20,150	17,850		
Average	14,017	17,719	38,961	53,124	52,857	39,580	31,323		
<b>확정치 기준 PER</b>									
High	17.3	13.9	12.7	8.0	16.2	17.9	42.2		
Low	10.0	6.1	5.5	3.7	6.8	5.8	12.7		
Average	13.0	10.0	9.3	5.7	10.6	11.5	22.4		
EPS (원)	1,078	1,764	4,192	9,376	4,966	3,453	1,401	4,249	6,178
EPS Growth (%)	-12.1	63.6	137.6	123.7	-47.0	-30.5	-59.4	203.2	45.4
<b>컨센서스 기준 PER</b>									
High	15.9	12.3	13.4	7.2	15.3	21.0	31.7		
Low	9.1	5.4	5.8	3.4	6.4	6.9	9.6		
Average	11.9	8.9	9.8	5.1	10.0	13.5	16.8		
EPS (원)	1,179	1,991	3,973	10,345	5,271	2,934	1,868	4,225	5,685
EPS growth (%)	-3.8	84.6	125.2	146.8	-43.8	-40.9	-45.9	201.5	33.8

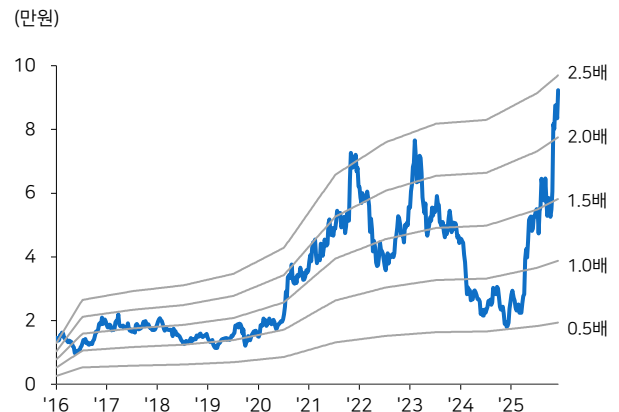
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림18 해성디에스 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림19 해성디에스 PBR 밴드



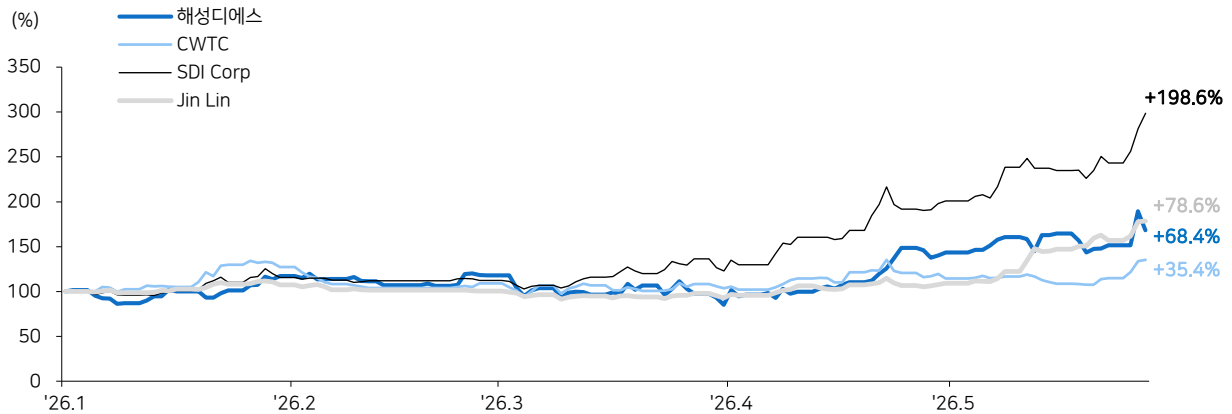
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림20 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	1,600	21.7	14.9	2.5	2.2	203.2	45.4	12.2	15.8	826.2	917.7	81.8	126.4	11.2	8.1
	이수페타시스	9,859	36.6	23.8	10.4	7.3	51.6	53.5	32.6	36.5	1,565	2,160	341	513	25.6	16.9
	대덕전자	8,080	44.0	31.8	7.9	6.4	278.1	38.3	18.9	21.9	1,492	1,772	229	312	24.5	19.3
	심텍	4,975	43.2	24.7	7.2	5.6	-160.4	74.9	18.8	25.5	1,787	2,194	159	273	22.6	15.5
	코리아씨키트	2,643	24.3	17.5	5.5	4.4	148.1	38.7	22.6	25.1	1,798	2,106	137	194	14.3	11.3
	티엘비	1,282	37.1	27.0	7.5	5.8	70.8	37.1	24.2	24.5	357	451	50	75	22.6	15.6
Leadframe	CWTC	1,849	24.9	n/a	4.4	n/a	48.7	n/a	19.5	n/a	517	n/a	81	n/a	n/a	n/a
	SDI Corporation	1,328	43.1	27.4	5.2	4.8	216.4	57.4	14.6	18.0	393	475	42	64	19.8	15.8
	Jin Lin	292	19.4	n/a	2.7	n/a	196.6	n/a	n/a	n/a	202	n/a	19	n/a	n/a	n/a

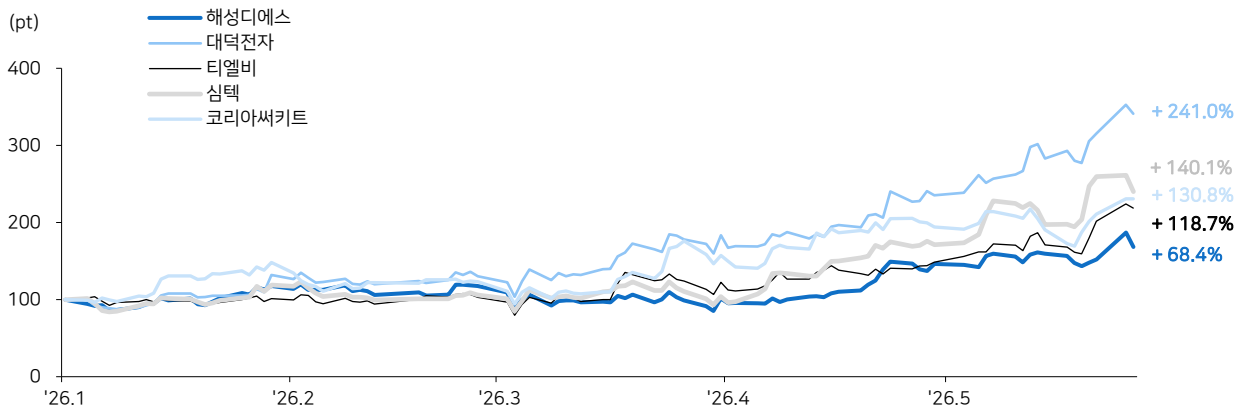
주: 해성디에스는 당사 추정치, 그 외는 블룸버그 컨센서스 기준  
 국내기업은 십억원, 해외기업은 백만달러 기준  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 글로벌 Leadframe 업체 YTD 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 국내 기판 업체들 YTD 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## Company Data

### 해성디에스 (198570)

KOSPI	8,228.70pt
시가총액	15,691억원
발행주식수	1,700만주
유동주식비율	61.77%
외국인비중	16.82%
52주 최고/최저가	102,400원/18,110원
평균거래대금	191.2억원

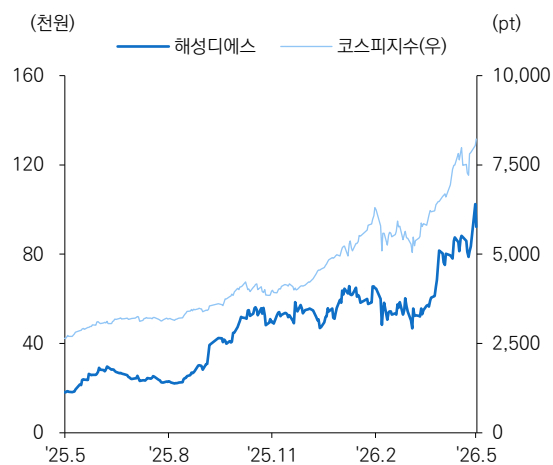
### 주요주주(%)

해성산업 외 2 인	36.31
국민연금공단	7.23

### 주가상승률 (%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.8	85.3	409.7
상대주가	-7.7	-10.2	63.3

### 주가그래프



### Financial Data

(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	0.72	4.1	11.0	42.8
2025	653.4	46.5	23.8	1,401	-59.4	33,198	39.8	1.68	10.2	4.3	56.0
2026E	826.2	81.8	72.2	4,249	203.2	36,547	21.7	2.53	11.2	12.2	52.9
2027E	917.7	126.4	105.0	6,178	45.4	41,825	14.9	2.21	8.1	15.8	48.1
2028E	1,074.9	173.9	142.7	8,393	35.8	49,318	11.0	1.87	5.8	18.4	43.5

## 해성디에스 (195870)

### Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	603.0	653.4	826.2	917.7	1,074.9
매출액증가율(%)	-10.3	8.4	26.4	11.1	17.1
매출원가	491.6	555.6	682.9	721.4	824.3
매출총이익	111.4	97.8	143.2	196.3	250.6
판매관리비	54.6	51.3	61.4	69.8	76.8
<b>영업이익</b>	<b>56.9</b>	<b>46.5</b>	<b>81.8</b>	<b>126.4</b>	<b>173.9</b>
영업이익률(%)	9.4	7.1	9.9	13.8	16.2
금융손익	-0.3	-5.1	-5.9	-5.4	-4.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	10.4	-8.9	13.2	12.6	14.6
세전계속사업이익	67.0	32.6	89.2	133.6	183.9
법인세비용	8.3	8.8	16.9	28.6	41.3
<b>당기순이익</b>	<b>58.7</b>	<b>23.8</b>	<b>72.2</b>	<b>105.0</b>	<b>142.7</b>
지배주주지분 순이익	58.7	23.8	72.2	105.0	142.7

### Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	321.8	386.2	467.1	536.5	721.5
현금및현금성자산	84.1	108.3	115.8	146.2	264.4
매출채권	117.2	136.4	172.4	191.5	224.4
재고자산	107.2	132.4	167.4	186.0	217.8
비유동자산	472.4	494.5	483.0	516.6	481.6
유형자산	424.6	455.8	446.4	481.8	448.4
무형자산	32.3	23.4	21.3	19.5	17.8
투자자산	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>자산총계</b>	<b>794.2</b>	<b>880.6</b>	<b>950.1</b>	<b>1,053.1</b>	<b>1,203.1</b>
유동부채	201.4	179.6	190.1	202.1	222.9
매입채무	20.3	31.7	40.1	44.5	52.2
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	138.8	139.9	141.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	26.3	119.8	119.8	119.8	119.8
<b>부채총계</b>	<b>237.9</b>	<b>316.3</b>	<b>328.8</b>	<b>342.0</b>	<b>364.7</b>
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	514.2	603.9	731.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>556.3</b>	<b>564.4</b>	<b>621.3</b>	<b>711.0</b>	<b>838.4</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	60.6	67.0	73.0	139.3	169.0
당기순이익(손실)	58.7	23.8	72.2	105.0	142.7
유형자산상각비	48.4	53.7	64.4	72.8	83.5
무형자산상각비	1.9	4.0	2.1	1.8	1.6
<b>운전자본의 증감</b>	<b>-60.4</b>	<b>-32.3</b>	<b>-48.6</b>	<b>-25.7</b>	<b>-44.2</b>
투자활동 현금흐름	-143.8	-118.8	-37.9	-85.4	-35.5
유형자산의증가(CAPEX)	-148.7	-116.5	-55.0	-100.0	-50.0
<b>투자자산의감소(증가)</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.0</b>	<b>-0.0</b>	<b>-0.0</b>
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	7.5	29.9	118.2
기초현금	139.8	84.1	108.3	115.8	146.2
기말현금	84.1	108.3	115.8	146.2	264.4

### Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	35,470	38,435	48,597	53,982	63,230
EPS(지배주주)	3,453	1,401	4,249	6,178	8,393
CFPS	7,751	6,529	8,490	11,708	15,232
EBITDAPS	6,299	6,128	8,725	11,825	15,232
BPS	32,722	33,198	36,547	41,825	49,318
DPS	800	900	900	900	900
배당수익률(%)	3.4	1.6	1.0	1.0	1.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	6.8	39.8	21.7	14.9	11.0
PCR	3.0	8.5	10.9	7.9	6.1
PSR	0.7	1.4	1.9	1.7	1.5
PBR	0.72	1.68	2.53	2.21	1.87
EBITDA(십억원)	107.1	104.2	148.3	201.0	258.9
EV/EBITDA	4.1	10.2	11.2	8.1	5.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	11.0	4.3	12.2	15.8	18.4
EBITDA 이익률	17.8	15.9	18.0	21.9	24.1
부채비율	42.8	56.0	52.9	48.1	43.5
금융비용부담률	0.5	1.0	0.9	0.8	0.7
이자보상배율(x)	17.9	6.9	11.3	18.0	24.7
매출채권회전율(x)	5.5	5.2	5.4	5.0	5.2
재고자산회전율(x)	6.1	5.5	5.5	5.2	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 (198570) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.04.29	기업브리프	Buy	65,000	양승수	-28.8	-20.8	
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	-8.0	8.9	
2026.05.06	기업브리프	Buy	98,000	양승수	-12.5	4.5	
2026.05.28	기업브리프	Buy	113,000	양승수	-	-	