

해성디에스 (195870)

마지막 약점을 채우다

전기전자/IT부품

Analyst 양승수

seungsoo.yang@meritz.co.kr

3Q26 Preview: 리드프레임 우상향에 더해지는 패키지기판 회복

3Q26 연결 실적은 매출액 2,502억원(+40.1% YoY), 영업이익 345억원(+114.1% YoY)으로 시장 컨센서스를 각각 4.1%, 1.3% 상회할 전망이다. 리드프레임은 증설 효과와 중국 OSAT 중심의 데이터센터향 수요 증가에 힘입어 사상 최대 매출을 재차 경신할 것으로 예상된다. 원자재 가격에 연동한 판가 인상 효과로 2분기에 이어 높은 수익성도 유지할 전망이다. 패키지 기판 역시 국내 고객사향 D1C 대규모 수주 물량의 납품 개시와 중국 고객사향 판가 인상 효과에 힘입어 3개 분기 만에 회복세로 전환할 것으로 예상된다. 신제품인 HeatSlug도 스마트폰 반도체향 납품이 시작되며 3분기부터 일부 매출 기여가 기대된다.

18일 증설 공시 톺아보기

18일 해성디에스는 1,900억원 규모의 Panel 공법 신규 시설투자와 680억원 규모의 수도권 생산거점 확보를 위한 유형자산 취득을 공시했다. 1,900억원 규모의 Panel 공법 투자는 기존 창원 공장 제조동에서 진행되며, 중장기 DDR6·LPDDR6·GDDR7 등 하이엔드 패키지기판 수요 대응을 위한 투자다. 내년 하반기 장비 반입을 시작으로 2028년 상반기 인프라 승인, 2028년 하반기~2029년 상반기 제품 선정 및 Qual Test를 거쳐 2029년 하반기부터 매출 발생이 예상된다. 투자 완료 후 패키지기판 CAPA는 현재 약 3,000억원에서 5,000~6,000억원 수준으로 확대될 전망이다. 680억원 규모의 유형자산 취득은 중장기 성장을 위한 수도권 생산거점의 선제적 확보 목적이다. 해당 부지는 이번 Panel 공법 투자 이후 차세대 첨단 패키지 중심의 추가 투자 거점으로 활용될 계획이며, 2030년 이후 신규 성장동력 확보를 위한 중장기 CAPA 확장의 기반이 될 전망이다.

증설의 의의는 리레이팅

기존 동사의 Reel-to-Reel 공정은 대량 생산에 최적화된 생산성과 원가 효율성을 기반으로 안정적인 수익성을 창출해온 동사만의 핵심 경쟁력이다. 다만 공정 특성상 2층을 초과하는 다층 기판 대응에 제약이 있어, 중장기 성장성 측면에서는 밸류에이션 할인 요인으로 작용해왔다. 이러한 점에서 이번 Panel 공정 투자는 매출 기여 시점은 다소 늦지만, 하이엔드 패키지기판으로의 제품 믹스 확장과 신규 수요 대응을 가능하게 한다는 점에서 기존 성장 한계를 해소하는 전환점이 될 것으로 기대된다. 당사는 이번 투자 공시가 동사의 밸류에이션 리레이팅을 본격화하는 계기가 될 것으로 예상하며, 현 주가 역시 국내 기판/글로벌 리드프레임 Peer 대비 할인을 축소를 통한 추가 상승 여력이 충분한 구간으로 판단한다. 투자 의견 Buy를 유지, '27년 영업이익 추정치 12.9% 상향을 반영해 적정주가를 77,000원으로 상향 제시한다.

Meritz Research 2026. 9. 21

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	77,000원
현재주가 (9.18)	57,500원
상승여력	33.9%

표1 해성디에스 3Q26E 실적 Preview

(십억원)	3Q26E	3Q25	(% YoY)	2Q26	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
매출액	250.2	178.6	40.1%	211.1	18.5%	241.6	3.6%	240.5	4.1%
영업이익	34.5	16.1	114.1%	24.9	38.5%	33.8	2.1%	34.1	1.3%
세전이익	36.8	18.8	95.6%	24.3	51.6%	35.2	4.7%	33.1	11.2%
순이익	30.7	14.1	118.3%	19.1	61.0%	29.5	4.2%	27.6	11.2%
영업이익률(%)	13.8%	9.0%		11.8%		14.0%		14.2%	
세전이익률(%)	14.7%	10.5%		11.5%		14.6%		13.8%	
순이익률(%)	12.3%	7.9%		9.0%		12.2%		11.5%	

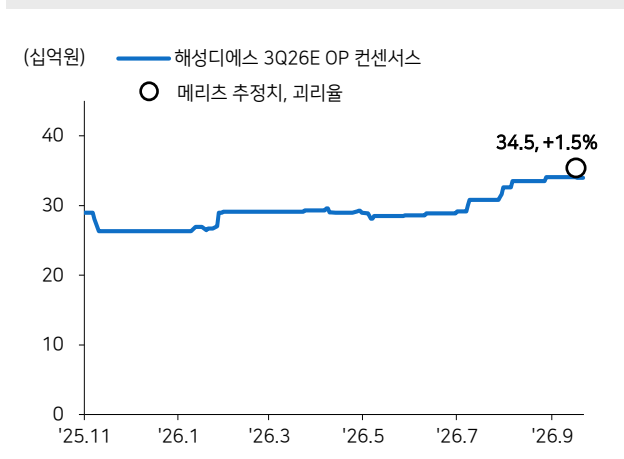
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

표2 해성디에스 2026년, 2027년 실적 추정치 변경

	2026E			2027E		
(십억원)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)
매출액	894.2	876.4	2.0%	1,088.7	1,004.3	8.4%
영업이익	102.1	100.3	1.7%	165.3	146.4	12.9%
세전이익	109.4	107.7	1.6%	171.7	153.5	11.8%
지배주주 순이익	88.6	87.2	1.6%	134.9	120.7	11.8%
영업이익률(%)	11.4%	11.4%		15.2%	14.6%	
세전이익률(%)	12.2%	12.3%		15.8%	15.3%	
순이익률(%)	9.9%	10.0%		12.4%	12.0%	

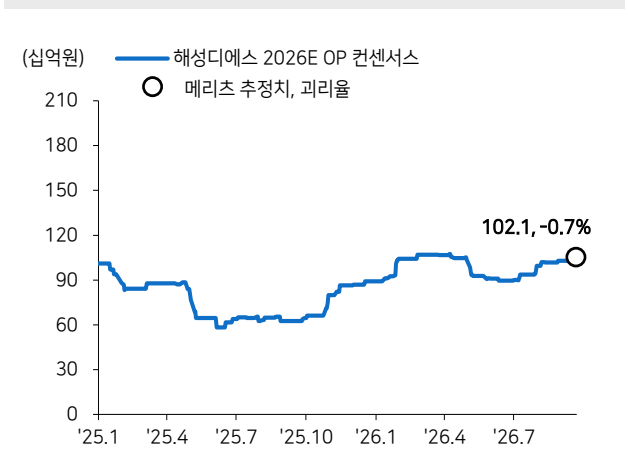
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q26E 영업이익, 컨센서스 1.5% 상회 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 영업이익, 컨센서스 부합 전망



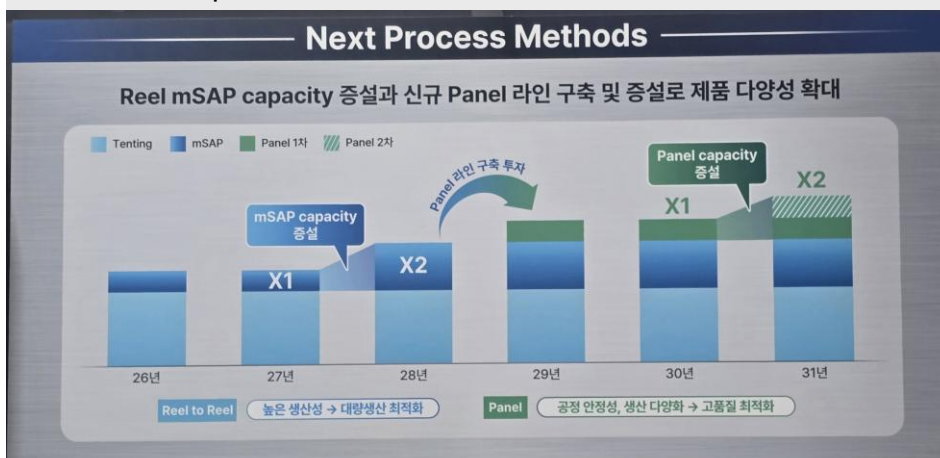
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 해성디에스 실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
환율	1,455	1,390	1,390	1,451	1,465	1,500	1,428	1,350	1,422	1,436	1,325
매출액	137.5	157.4	178.6	179.9	188.7	211.1	250.2	244.1	653.4	894.2	1,088.7
(%, QoQ)	-5.3%	14.5%	13.5%	0.8%	4.9%	11.9%	18.5%	-2.4%			
(%, YoY)	-11.2%	2.5%	19.5%	23.9%	37.3%	34.1%	40.1%	35.7%	8.4%	36.8%	21.8%
Leadframe	110.6	124.4	134.7	130.9	143.8	167.8	190.3	173.8	493.8	668.7	818.1
전장용	73.7	81.2	84.6	84.6	91.0	103.3	114.2	111.1	322.8	419.6	482.6
IT용	36.9	43.2	50.1	46.3	52.8	64.5	76.0	62.7	171.0	249.0	335.5
Package Substrate	27.5	34.3	46.7	51.1	48.1	47.1	60.0	70.3	159.6	225.5	270.6
영업이익	0.4	8.2	16.1	21.8	11.0	24.9	34.5	31.7	46.5	102.1	165.3
(%, QoQ)	-94.3%	2219.9%	95.8%	35.3%	-49.5%	126.4%	38.5%	-8.2%			
(%, YoY)	-98.3%	-54.3%	37.6%	247.8%	3001.4%	202.6%	114.1%	45.3%	-18.2%	119.5%	61.9%
영업이익률(%)	0.3%	5.2%	9.0%	12.1%	5.8%	11.8%	13.8%	13.0%	7.1%	11.4%	15.2%
세전이익	0.0	-0.8	18.8	14.6	14.2	24.3	36.8	34.1	32.6	109.4	171.7
지배주주순이익	0.6	-0.4	14.1	9.6	10.8	19.1	30.7	28.0	23.8	88.6	134.9
지배주주순이익률(%)	0.4%	-0.3%	7.9%	5.3%	5.7%	9.0%	12.3%	11.5%	3.6%	9.9%	12.4%

자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 해성디에스 Capa 구축 계획



자료: 해성디에스

그림4 해성디에스 릴투릴 공정



주: 구리와 레진을 Reel에 감아서 제조하는 방식

자료: 해성디에스

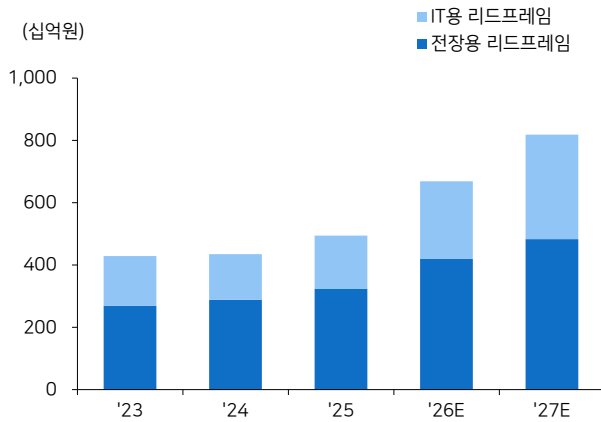
그림5 Panel 방식



주: Panel 방식은 시트/패널 단위로 공정이 진행

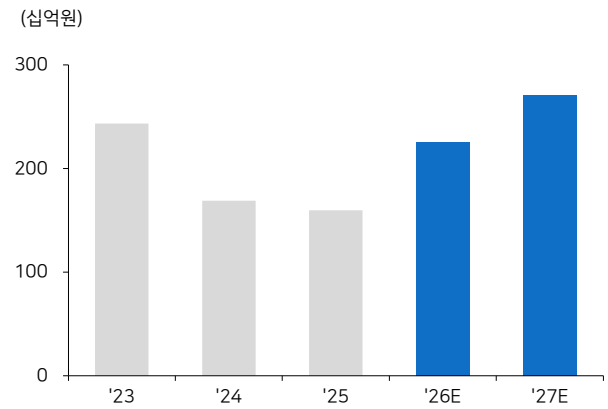
자료: Global Circuits

그림6 해성디에스 리드프레임 연간 매출 추이 및 전망



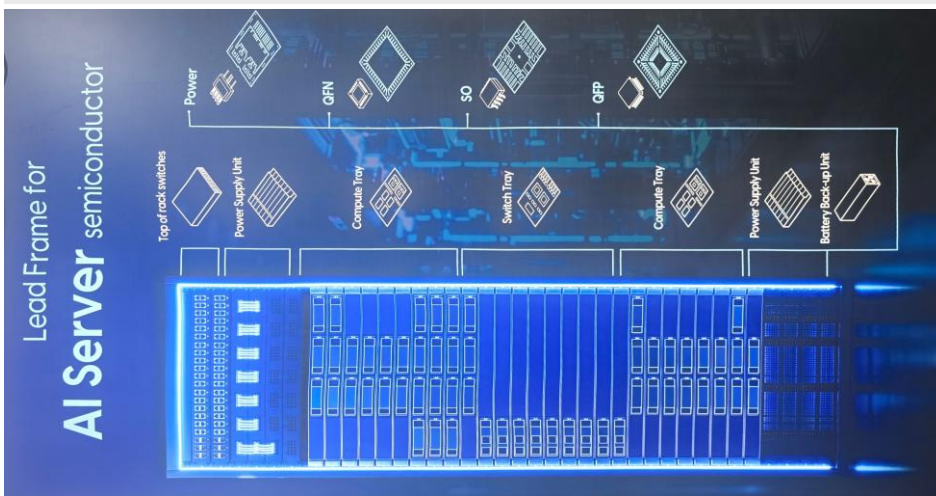
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림7 해성디에스 패키지기판 연간 매출 추이 및 전망



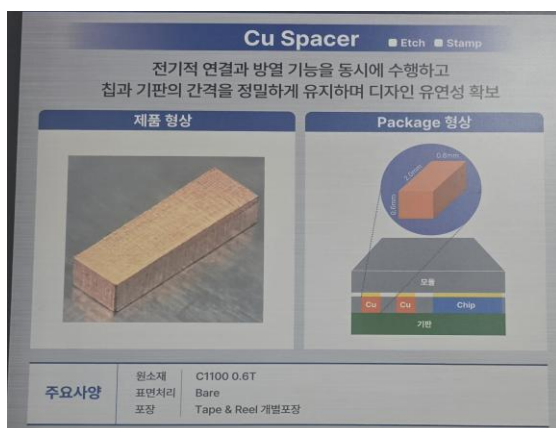
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림8 AI 데이터센터 내 리드프레임 사용 구조



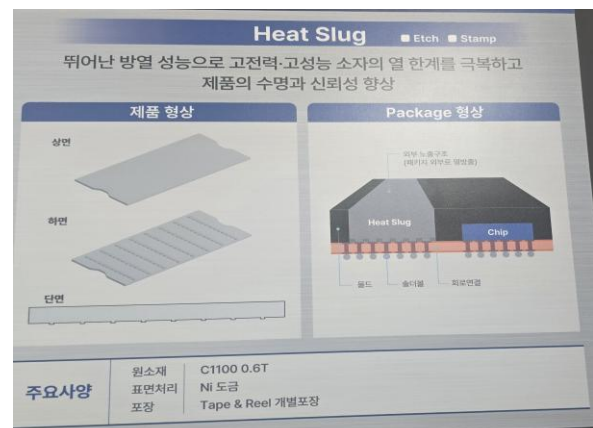
자료: 해성디에스

그림9 해성디에스 신규 제품 - Cu Spacer



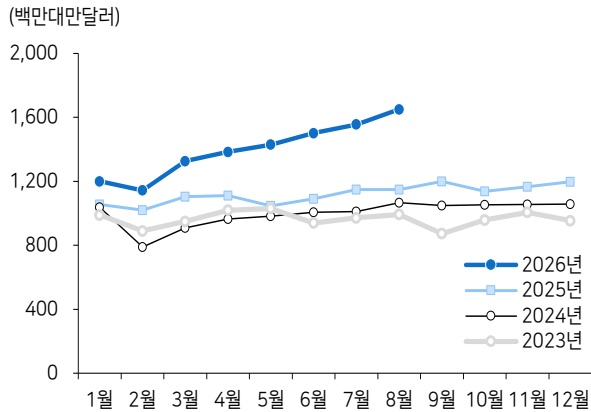
자료: 해성디에스

그림10 해성디에스 신규 제품 - Heat Slug



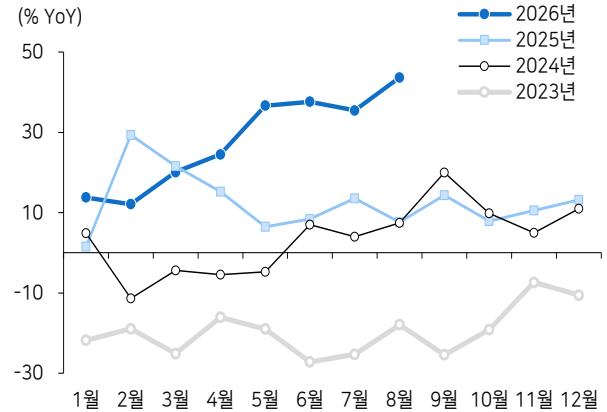
자료: 해성디에스

그림11 대만 리드프레임 업체 CWTC 월별 매출액



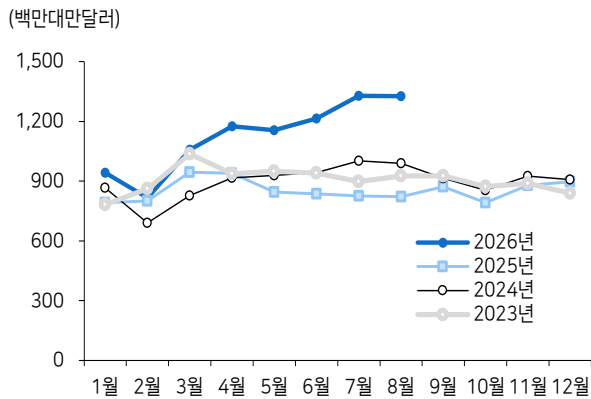
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림12 CWTC 매출액 YoY 성장률 비교



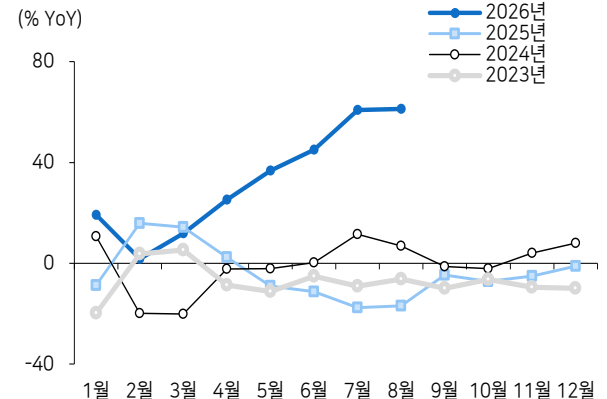
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림13 대만 리드프레임 업체 SDI Corporation 월별 매출액



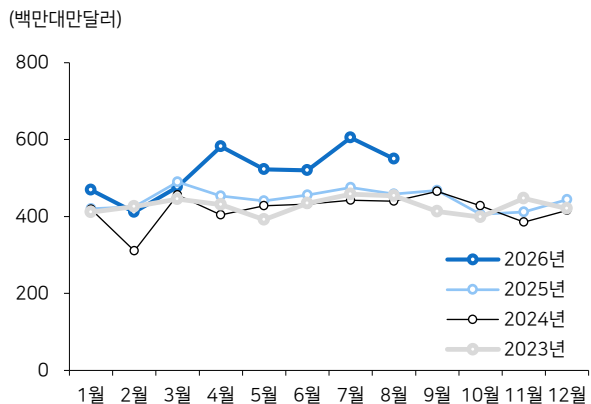
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림14 SDI Corporation YoY 성장률 비교



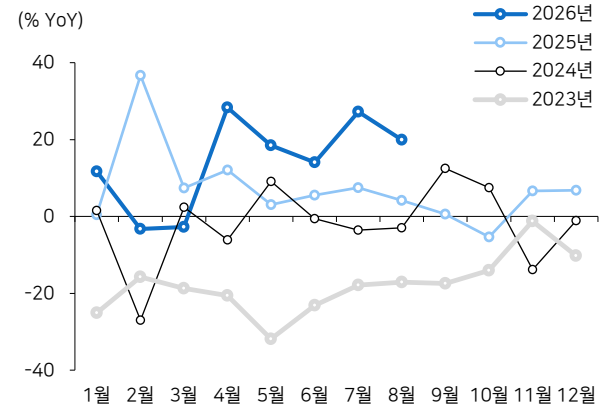
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림15 대만 리드프레임 업체 Jin Lin 월별 매출액



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림16 Jin Lin YoY 성장률 비교



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

표4 해성디에스 적정주가 산정표

(원)	값	비고
2027년 EPS(원)	7,936	
적정배수 (배)	9.7	'20~'21년 평균 멀티플
적정가치	76,736	
적정주가	77,000	
현재주가	56,900	
상승여력 (%)	35.3%	

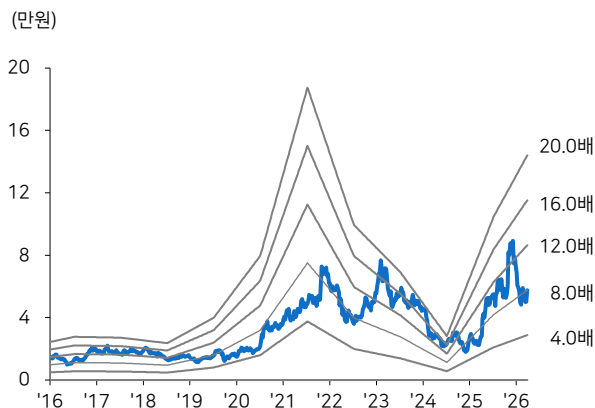
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 해성디에스 밸류에이션 테이블

(배)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
주가 (원)									
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		
확정치 기준 PER									
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	5,212	7,936
EPS Growth (%)	-12.1	63.6	137.6	123.7	-47.0	-30.5	-59.4	271.9	52.3
컨센서스 기준 PER									
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	4,771	6,706
EPS growth (%)	-3.8	84.6	125.2	146.8	-43.8	-40.9	-45.9	240.5	28.7

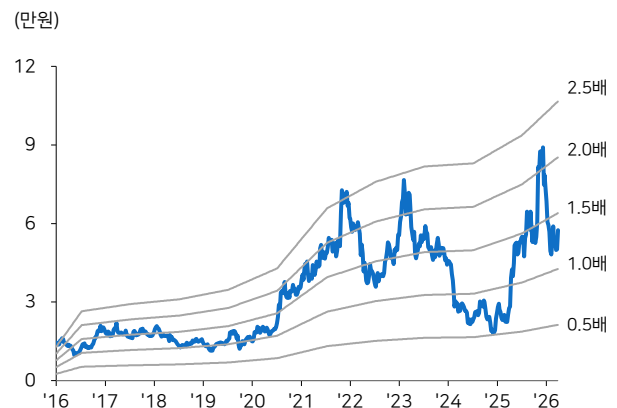
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림17 해성디에스 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림18 해성디에스 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표6 국내 기관 & 글로벌 리드프레임 밸류체인 밸류에이션 비교

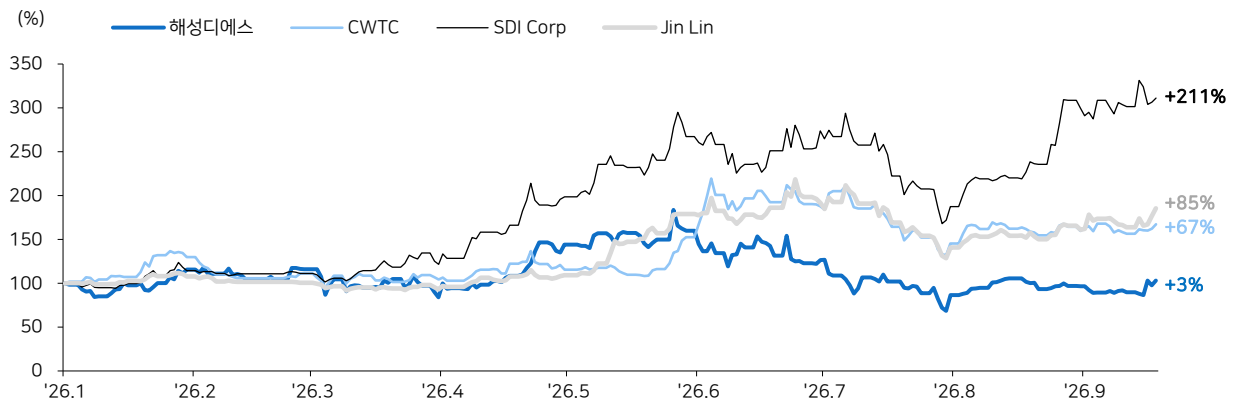
		시가총액	P/E (배)		P/B(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액*		영업이익*		EV/EBITDA(배)	
			2027E	2028E	2027E	2028E	2027E	2028E	2027E	2028E	2027E	2028E	2027E	2028E	2027E	2028E
PCB	해성디에스	706	7.2	6.2	1.3	1.1	52.3	16.8	19.3	19.0	1,089	1,201	165	193	4.4	3.3
	이수페타시스	5,499	17.5	13.8	5.3	3.8	57.3	26.9	35.6	32.1	2,261	2,758	535	678	12.8	10.3
	대덕전자	3,684	16.1	13.0	3.8	3.0	44.7	23.4	25.8	25.2	1,961	2,315	399	486	9.6	8.2
	코리아써킷	909	7.4	5.8	2.0	1.5	59.6	29.1	26.3	26.0	2,171	2,345	219	277	5.2	4.4
	심텍	3,448	13.5	10.5	4.4	3.1	88.5	25.5	35.5	33.8	2,547	2,951	408	566	10.5	8.2
	티엘비	641	13.6	9.4	3.2	2.4	49.2	44.7	26.5	31.0	479	691	84	140	9.7	6.3
Leadframe	CWTC	2,234	20.9	n/a	4.4	n/a	37.0	n/a	26.5	n/a	668	n/a	121	n/a	22.0	n/a
	SDI Corporation	1,470	26.0	20.1	4.9	4.5	36.7	29.3	21.5	24.5	525	629	74	94	15.2	12.7

주: 해성디에스는 당사 추정치, 그 외는 블룸버그 컨센서스 기준

시가총액은 백만달러 기준. 매출액, 영업이익은 국내기업은 십억원, 해외기업은 백만달러 기준

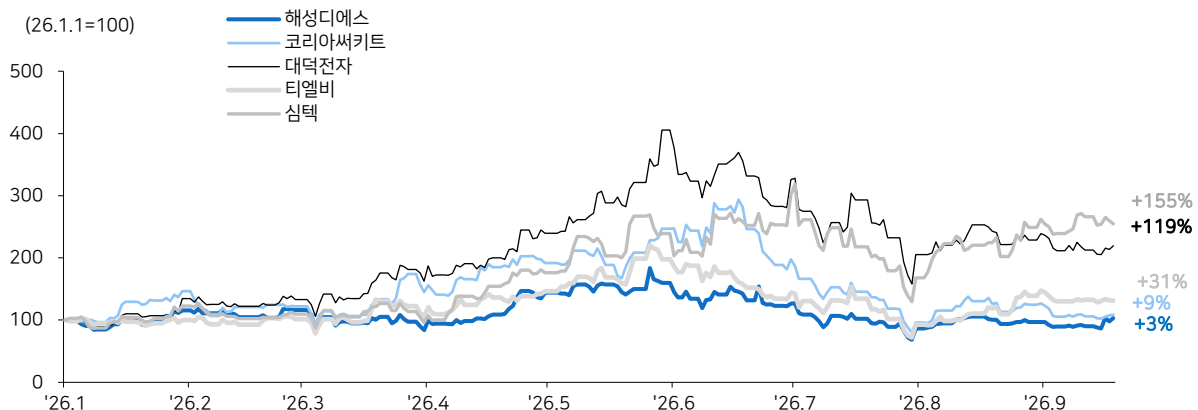
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 글로벌 Leadframe 업체 YTD 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 국내 기관 업체들 YTD 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Company Data

해성디에스 (195870)

KOSPI	6,894.23pt
시가총액	9,775억원
발행주식수	1,700만주
유동주식비율	61.77%
외국인비중	21.68%
52주 최고/최저가	102,400원/27,100원
평균거래대금	89.4억원

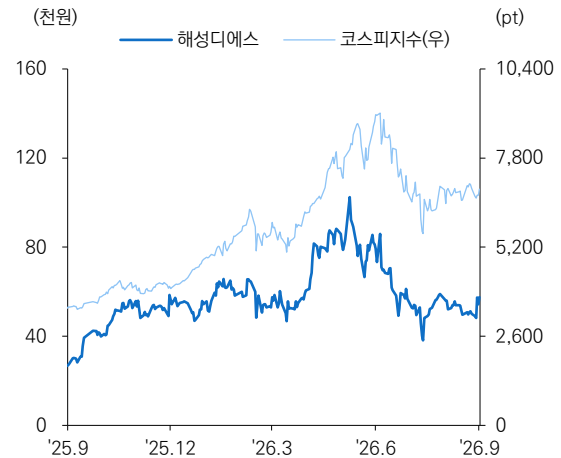
주요주주(%)

해성산업 외 2 인	36.31
국민연금공단	5.94
제이피모건 애셋 매니지먼트 리미티드 외 2 인	5.22

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.6	0.0	112.2
상대주가	1.2	-14.1	6.5

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	894.2	102.1	88.6	5,212	271.9	37,510	11.0	1.53	6.4	14.7	53.1
2027E	1,088.7	165.3	134.9	7,936	52.3	44,546	7.2	1.29	4.4	19.3	48.4
2028E	1,201.4	193.3	157.6	9,272	16.8	52,918	6.2	1.09	3.3	19.0	42.6

해성디에스 (195870)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	603.0	653.4	894.2	1,088.7	1,201.4
매출액증가율(%)	-10.3	8.4	36.8	21.8	10.4
매출원가	491.6	555.6	733.7	841.7	920.0
매출총이익	111.4	97.8	160.5	247.0	281.5
판매관리비	54.6	51.3	58.4	81.7	88.2
영업이익	56.9	46.5	102.1	165.3	193.3
영업이익률(%)	9.4	7.1	11.4	15.2	16.1
금융손익	-0.3	-5.1	-5.9	-5.5	-4.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	10.4	-8.9	13.2	11.9	14.6
세전계속사업이익	67.0	32.6	109.4	171.7	203.2
법인세비용	8.3	8.8	20.8	36.8	45.6
당기순이익	58.7	23.8	88.6	134.9	157.6
지배주주지분 순이익	58.7	23.8	88.6	134.9	157.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	60.6	67.0	69.3	137.6	202.1
당기순이익(손실)	58.7	23.8	88.6	134.9	157.6
유형자산상각비	48.4	53.7	63.5	69.4	89.2
무형자산상각비	1.9	4.0	2.1	1.8	1.6
운전자본의 증감	-60.4	-32.3	-67.7	-54.7	-31.7
투자활동 현금흐름	-143.8	-118.8	-37.9	-86.2	-85.4
유형자산의증가(CAPEX)	-148.7	-116.5	-55.0	-100.0	-100.0
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	3.8	27.5	101.5
기초현금	139.8	84.1	108.3	112.1	139.0
기말현금	84.1	108.3	112.1	139.0	240.5

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	321.8	386.2	492.4	601.9	751.3
현금및현금성자산	84.1	108.3	112.1	139.0	240.5
매출채권	117.2	136.4	186.6	227.2	250.8
재고자산	107.2	132.4	181.2	220.6	243.4
비유동자산	472.4	494.5	483.9	522.0	531.2
유형자산	424.6	455.8	447.3	487.2	498.0
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	976.3	1,123.9	1,282.5
유동부채	201.4	179.6	199.0	224.7	239.6
매입채무	20.3	31.7	43.4	52.8	58.3
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	139.6	142.0	143.3
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	338.6	366.7	382.9
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	530.5	650.1	792.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	556.3	564.4	637.7	757.3	899.6

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	35,470	38,435	52,598	64,040	70,673
EPS(지배주주)	3,453	1,401	5,212	7,936	9,272
CFPS	7,751	6,529	9,626	13,795	16,711
EBITDAPS	6,299	6,128	9,861	13,912	16,711
BPS	32,722	33,198	37,510	44,546	52,918
DPS	800	900	900	900	900
배당수익률(%)	3.4	1.6	1.6	1.6	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	6.8	39.8	11.0	7.2	6.2
PCR	3.0	8.5	6.0	4.2	3.4
PSR	0.7	1.4	1.1	0.9	0.8
PBR	0.72	1.68	1.53	1.29	1.09
EBITDA(십억원)	107.1	104.2	167.6	236.5	284.1
EV/EBITDA	4.1	10.2	6.4	4.4	3.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.0	4.3	14.7	19.3	19.0
EBITDA 이익률	17.8	15.9	18.7	21.7	23.6
부채비율	42.8	56.0	53.1	48.4	42.6
금융비용부담률	0.5	1.0	0.8	0.6	0.6
이자보상배율(x)	17.9	6.9	14.1	23.5	27.5
매출채권회전율(x)	5.5	5.2	5.5	5.3	5.0
재고자산회전율(x)	6.1	5.5	5.7	5.4	5.2

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 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.7%
중립	10.3%
매도	0.0%

2026년 6월 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)	
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	-41.5	-19.8	
2026.07.31	기업브리프	Buy	70,000	양승수	-24.1	-15.9	
2026.09.21	기업브리프	Buy	77,000	양승수	-	-	