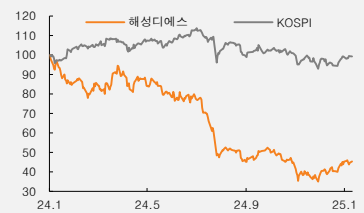


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 35,000원
현재주가(25/1/20)	26,300원
상승여력	33.1%

영업이익(24F,십억원)	59
Consensus 영업이익(24F,십억원)	64
EPS 성장률(24F,%)	-44.0
MKT EPS 성장률(24F,%)	68.7
P/E(24F,x)	8.4
MKT P/E(24F,x)	10.7
KOSPI	2,520.05
시가총액(십억원)	447
발행주식수(백만주)	17
유동주식비율(%)	61.8
외국인 보유비중(%)	13.2
베타(12M) 일간수익률	1.80
52주 최저가(원)	20,250
52주 최고가(원)	56,300

(%)	1M	6M	12M
절대주가	17.1	-35.5	-53.3
상대주가	11.8	-28.4	-54.2



[전기/전자부품, 배터리 장비]

박준서
park.junseo@miraeasset.com

해성디에스

하반기를 바라보며

4Q24 프리뷰: 패키지 고정비 부담 증가, 리드프레임은 성장 지속

4Q24 실적은 매출액 1,489억원 (+2.6% YoY), 영업이익 86억원(-47.3% YoY)을 추정하며 컨센서스에 매출은 부합하나 영업이익은 -40%를 전망한다. 매출은 전장용 리드프레임의 다변화된 매출처 확보로 견조했으나, 영업이익은 DDR5 쿨 이슈가 지속되면서 패키지 기판의 매출 규모가 축소됐고 고정비 부담이 증가했기 때문이다.

사업부별로, 전장용 패키지 기판 매출은 753억원(+21% YoY)을 기록하며 성장이 기대된다. 이는 고객사의 다변화가 지속됐고, 중국 전기차 업황은 비교적 견조했기 때문이다. 패키지 기판은 메모리 사업부의 DDR5 비중 증가를 기대했으나, 고객사와의 쿨 이슈로 출하량이 부진했고 고정비 부담이 증가했다. 다만, 전장 고객사들 향 매출 규모가 증가하고, 쿨 이슈 해결 및 신규 고객 유치로 올해 성장이 기대된다.

패키지 기판은 하반기부터 성장. 리드프레임 매출 규모 증가

패키지 기판은 3Q25부터 본격적인 성장이 기대된다. 이는 1) 국내 고객사의 DDR5 기판 채택 확대와 2) 중국 고객사의 생산 능력 확장에 기인한다. D1a 기판의 쿨 이슈가 존재했으나, D1b의 전환이 순조롭게 진행된다면 3Q24부터 DDR5 비중 확대와 매출 성장이 가시화될 전망이다. 중국 업체의 DDR5 Capa 확장에 따라 패키지 사업부의 고객 다변화와 추가적인 성장이 기대된다. 특히, DDR5용 FC-BOC의 경우 DDR4 대비 ASP가 15~20% 이상 높아, 안정적인 외형 성장을 견인할 것이다.

전장용 리드프레임 사업은 중국 고객사 매출 확대와 북미 고객사의 전용 라인 구축을 통해 전기차 수요 둔화에도 불구하고 외형 성장을 이어갈 것으로 기대된다.

목표 주가 하향 조정. 하반기 기대감 존재

목표 주가를 35,000원(기존 44,000원)으로 하향 조정한다. 이는 2025년 EPS 3,354원에 국내 기판 업체 평균 P/E 10.4배를 적용한 결과다. 현재 주가는 5년 평균 P/E 이하 수준에 위치해 있으며, 이는 DDR5 쿨리티 이슈와 전장 사업 회복 지연 속도가 반영된 것으로 보인다. 다만, 해당 이슈들은 하반기로 갈수록 점진적으로 해소될 것으로 예상된다. 특히, 패키지 사업부 DDR5 비중 확대가 본격화되는 3Q25를 변곡점으로 패키지 실적 개선이 기대된다. 이에 따라, 동사의 실적 가시성이 높아지는 시점에서 매수를 권고한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	839	672	607	657	730
영업이익 (십억원)	204	103	59	65	79
영업이익률 (%)	24.3	15.3	9.7	9.9	10.8
순이익 (십억원)	159	84	47	57	69
EPS (원)	9,376	4,966	2,782	3,354	4,066
ROE (%)	43.0	17.5	8.9	10.0	11.2
P/E (배)	3.8	11.2	8.4	7.8	6.5
P/B (배)	1.4	1.8	0.7	0.8	0.7
배당수익률 (%)	2.5	1.6	3.8	3.4	3.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 해성디에스, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 4Q24 프리뷰

(십억원, %, %p)

	4Q23	3Q24	4Q24F			컨센서스	
			추정치	QoQ	YoY	추정치	차이
매출액	145.1	149.4	148.9	-0.4	2.6	155.2	-4.1
영업이익	16.3	11.7	8.6	-26.5	-47.3	14.3	-40.0
영업이익률	12.4	7.8	5.8	-2.1	-6.7	9.2	3.5
세전이익	12.0	6.6	0.9	-85.5	-92.1	13.5	-93.0
지배주주 순이익	10.6	6.0	0.9	-85.7	-92.0	11.3	-92.4
지배주주 순이익률	11.0	4.0	0.6	-3.4	-10.5	7.3	6.7

자료: 미래에셋증권 리서치센터

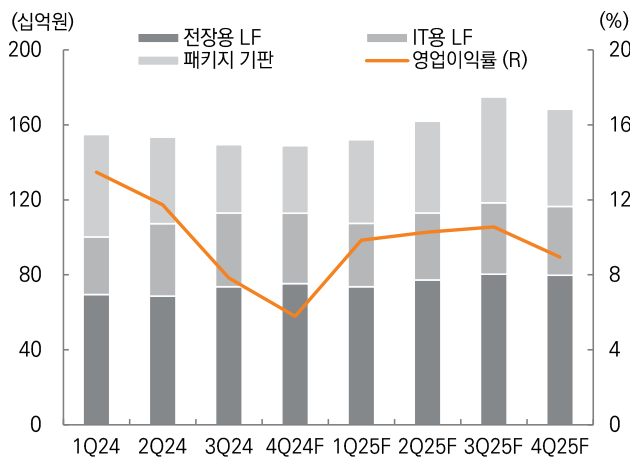
표 2. 해성디에스 분기 및 연간 실적표

(십억원, %, %p)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
매출액	154.9	153.5	149.4	148.9	152.1	161.9	174.9	168.4	672.2	606.7	657.3
QoQ	6.7	-0.9	-2.6	-0.4	2.2	6.4	8.0	-3.7			
YoY	-19.5	-14.4	-3.9	2.6	-1.8	5.5	17.1	13.1	-19.9	-9.8	8.3
전장용 LF	69.5	68.6	73.7	75.3	73.7	77.2	80.3	79.7	270.0	287.1	310.9
IT용 LF	30.7	38.7	39.3	37.6	33.8	35.9	38.2	36.7	159.1	146.3	144.6
패키지 기판	54.7	35.8	28.5	29.4	30.8	32.4	43.7	41.5	55.7	139.5	148.4
영업이익	20.9	18.0	11.7	8.6	15.0	16.6	18.5	15.1	102.5	59.2	65.1
QoQ	27.8	-13.8	-35.0	-26.5	74.0	11.0	11.0	-18.4			
YoY	-32.8	-49.6	-39.5	-47.3	-28.3	-7.7	57.6	75.0	-21.9	-42.2	10.0
영업이익률	13.5	11.7	7.8	5.8	9.8	10.3	10.5	8.9	15.2	9.8	9.9
세전이익	25.3	20.3	6.6	0.9	17.4	20.3	17.2	7.4	105.9	53.2	62.2
지배주주순이익	19.5	21.0	6.0	0.9	15.7	19.0	15.6	6.7	84.4	47.3	57.0
지배주주순이익률	12.6	13.7	4.0	0.6	10.3	11.7	8.9	4.0	12.6	7.8	8.7

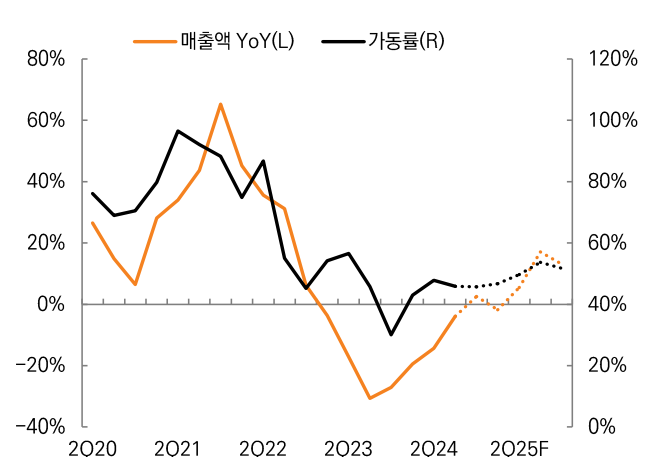
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 매출액 및 영업이익률 추이



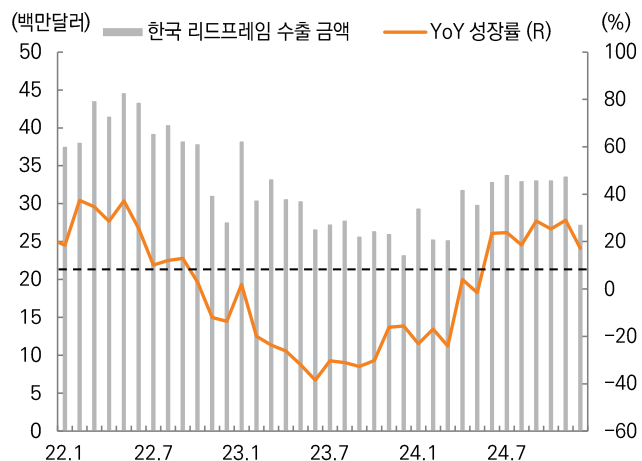
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 매출액 성장률과 가동률 추이



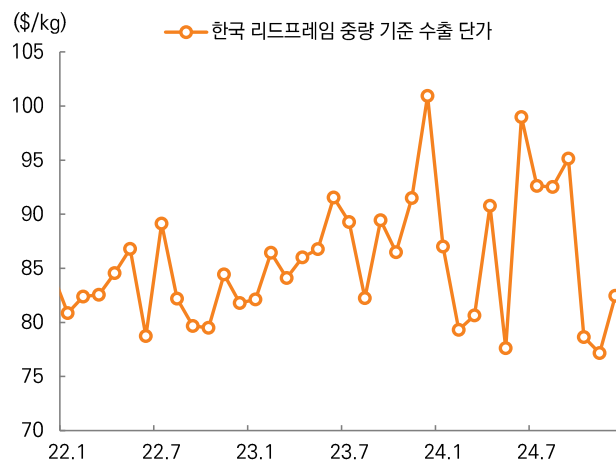
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 한국 리드프레임 수출 금액



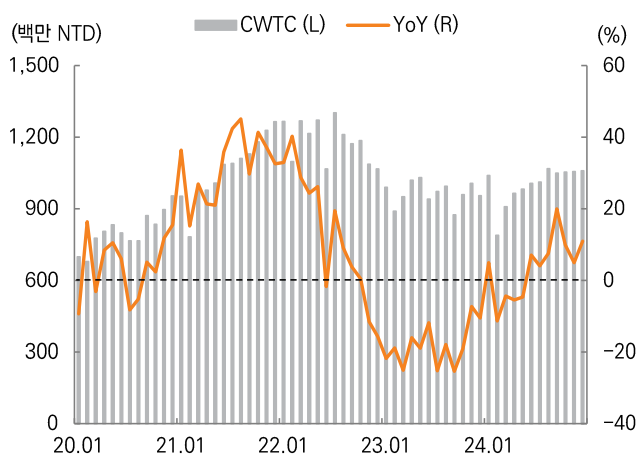
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 한국 리드프레임 중량 기준 수출 단가



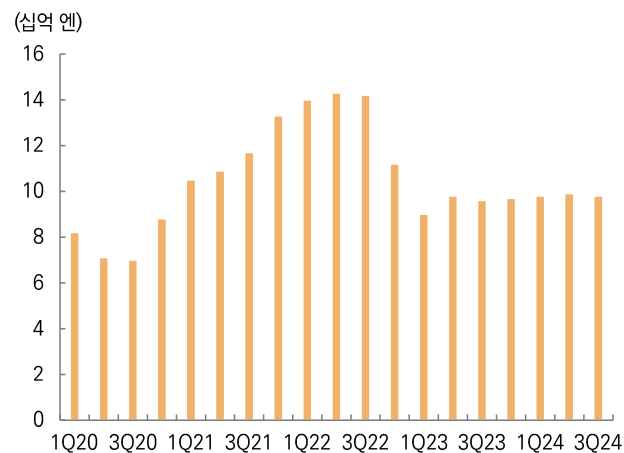
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. CWTC(해성디에스의 리드프레임 Peer) 매출액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. Shinko 리드프레임 매출



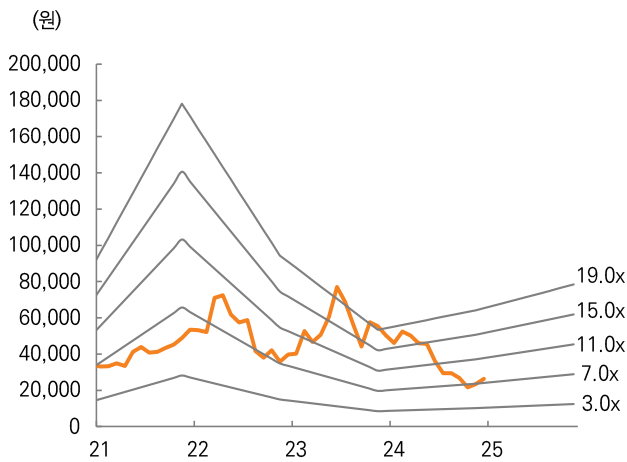
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 해성디에스: Valuation Table

비고		
2025F EPS (원)	3,354	국내 기관 업체들의 25년 평균 P/E, 아웃라이어 제외
Target P/E (x)	10.4	
적정가치 (원)	34,881	
목표주가 (원)	35,000	
현재주가 (원)	26,300	
상승여력 (%)	33.1	

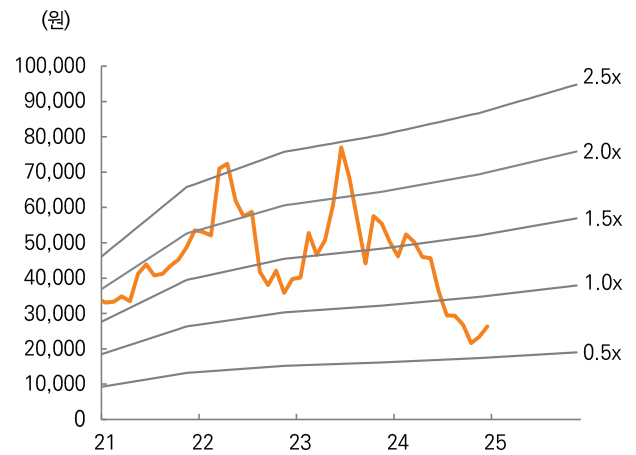
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 해성디에스 12MF P/E



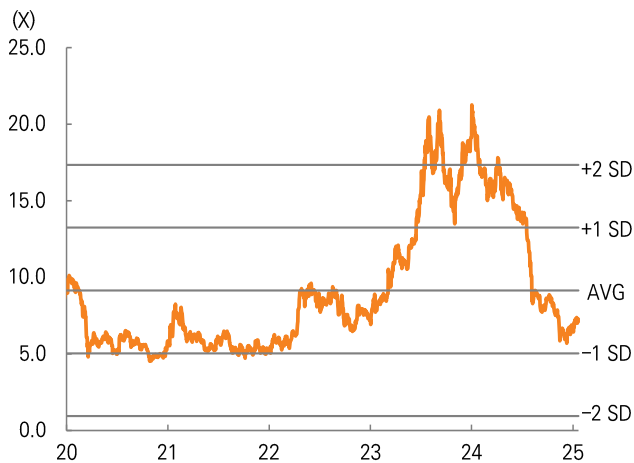
자료: Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 해성디에스 12MF P/B



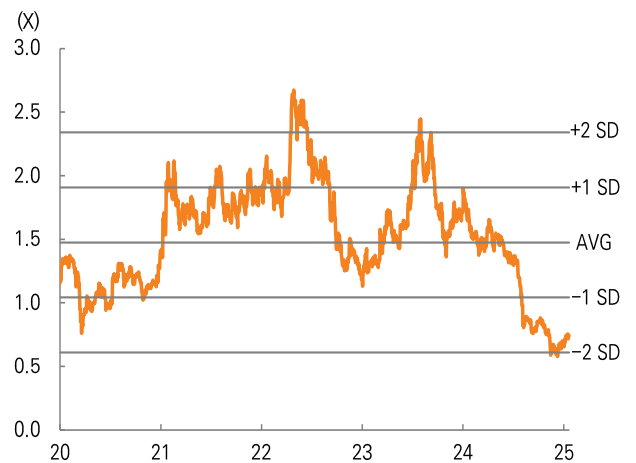
자료: Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 해성디에스 5년 P/E 표준편차



주: 컨센서스 데이터
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 해성디에스 5년 P/B 표준편차



주: 컨센서스 데이터
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Peer valuation

표 4. 기판/패키지 업체 밸류에이션 관련 지표

(%, 배)

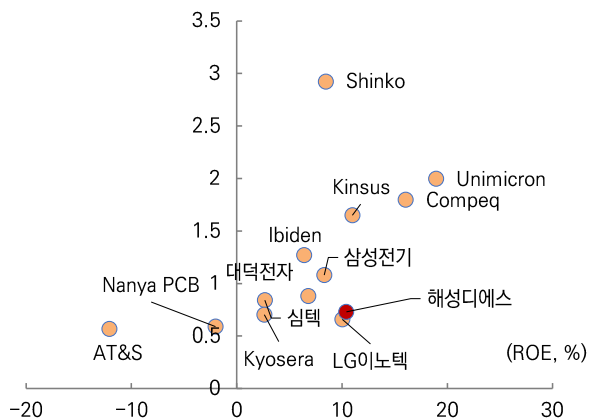
	회사명	주가상승률			P/E			P/B			ROE			EPS(원, USD)			EV/EBITDA		
		1M	3M	YTD	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F
한국	삼성전기	-1.6	2.9	-14.2	20.6	17.5	14.3	1.2	1.2	1.1	5.3	7.2	8.3	5597.0	7677.0	9496.0	7.5	5.7	4.9
	LG이노텍	-0.5	-17.3	-26.2	6.2	6.9	6.9	0.8	0.7	0.7	12.6	10.9	10.0	23884.0	22840.0	23041.0	3.8	2.5	2.2
	심텍	10.0	-27.9	-67.2	-	-	28.0	0.8	0.9	0.8	-21.3	-	2.7	-3607.0	-	370.0	-	14.5	5.7
	대덕전자	16.1	3.5	-35.6	29.7	31.4	13.3	1.0	0.9	0.9	2.8	3.0	6.8	492.0	505.0	1194.0	8.3	4.1	3.0
	해성디에스	17.1	-6.1	-53.3	5.3	8.6	7.3	0.9	0.8	0.7	17.5	9.6	10.4	4966.0	3006.0	3527.0	6.0	3.8	3.3
	영풍	-1.3	6.3	-15.6	23.1	-	-	0.2	-	-	-1.6	-	-	-34185.5	-	-	-	-	-
	코리아씨키트	7.2	-5.5	-49.5	-	-	429.7	0.5	0.7	0.7	-7.0	-	0.6	-1338.0	-	142.0	13.6	7.5	5.1
	디에이피	0.7	-3.8	-26.3	-	-	-	0.4	-	-	-4.1	-	-	-273.0	-	-	26.8	-	-
해외	Nanya PCB	1.3	-29.8	-55.6	-	-	-	0.6	-	0.6	-4.3	-	-2.0	-2.4	-1.6	-0.1	229.4	-	-
	Unimicron	0.0	-2.4	-16.8	28.5	29.0	12.0	2.4	2.3	2.0	13.6	7.5	18.9	7.9	4.9	11.8	10.6	9.2	5.6
	Ibiden	8.8	-2.8	-41.2	12.1	19.8	20.4	1.6	1.3	1.3	13.3	6.9	6.4	373.7	225.4	232.6	5.6	6.9	6.7
	Shinko	6.1	7.4	8.3	14.3	42.6	35.5	3.2	3.0	2.9	24.1	7.2	8.5	403.3	137.7	166.5	4.2	14.2	12.1
	Kyosera	5.9	-5.2	-27.3	18.1	22.4	27.6	0.8	0.7	0.7	4.3	3.2	2.6	89.2	71.6	59.1	8.4	9.5	11.1
	AT&S	4.8	-42.8	-45.8	3.8	-	-	0.6	0.7	0.6	14.1	-7.6	-12.1	3.0	-1.4	-3.6	5.6	8.1	8.0
	Compeq	-0.9	10.3	1.6	19.4	14.2	11.4	2.1	1.8	1.8	10.7	13.3	16.0	3.5	4.9	6.3	7.7	6.2	4.5
	Kinsus	6.2	-7.0	-0.7	1051.7	61.0	17.5	1.4	1.4	1.7	0.1	2.1	11.0	0.1	1.7	5.3	7.9	8.0	5.8
평균		-1.6	2.9	-14.2	20.6	17.5	14.3	1.2	1.2	1.1	5.3	7.2	8.3	5597.0	7677.0	9496.0	7.5	5.7	4.9

자료: Quantivise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 25F P/B-ROE

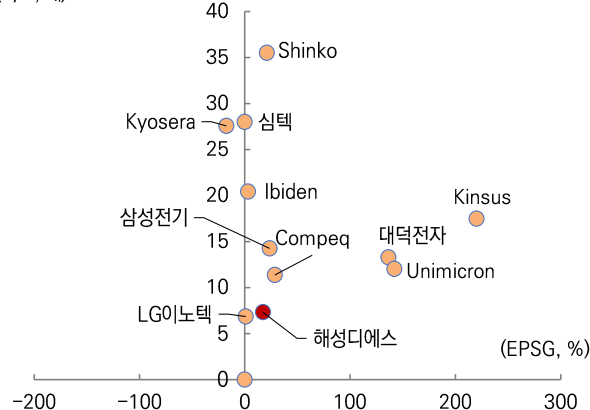
그림 12. 2F P/E-EPG

(P/B, 배)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

(P/E, 배)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

해성디에스 (195870)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	672	607	657	730
매출원가	512	493	538	591
매출총이익	160	114	119	139
판매비와관리비	58	55	55	60
조정영업이익	103	59	65	79
영업이익	103	59	65	79
비영업손익	3	-6	-3	1
금융손익	-1	0	0	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	106	53	62	80
계속사업법인세비용	21	6	5	11
계속사업이익	84	47	57	69
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	84	47	57	69
지배주주	84	47	57	69
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	83	48	57	69
지배주주	83	48	57	69
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	147	109	116	130
FCF	49	-82	30	55
EBITDA 마진율 (%)	21.9	18.0	17.7	17.8
영업이익률 (%)	15.3	9.7	9.9	10.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	12.5	7.7	8.7	9.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	344	267	302	372
현금 및 현금성자산	140	57	65	109
매출채권 및 기타채권	105	107	121	135
재고자산	90	92	105	116
기타유동자산	9	11	11	12
비유동자산	345	469	488	487
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	306	424	444	444
무형자산	23	32	30	29
자산총계	689	735	789	858
유동부채	132	142	154	166
매입채무 및 기타채무	53	54	62	68
단기금융부채	43	51	51	51
기타유동부채	36	37	41	47
비유동부채	42	46	46	50
장기금융부채	37	41	41	44
기타비유동부채	5	5	5	6
부채총계	174	188	200	216
지배주주지분	515	547	589	643
자본금	85	85	85	85
자본잉여금	22	22	22	22
이익잉여금	408	440	482	536
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	515	547	589	643

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	143	95	100	105
당기순이익	84	47	57	69
비현금수익비용가감	81	74	63	61
유형자산감가상각비	43	48	50	50
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	37	25	12	10
영업활동으로인한자산및부채의변동	30	-16	-15	-14
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	31	-9	-14	-13
재고자산 감소(증가)	22	-3	-12	-12
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	4	-1	4	4
법인세납부	-53	-8	-5	-11
투자활동으로 인한 현금흐름	-68	-174	-73	-45
유형자산처분(취득)	-94	-177	-70	-50
무형자산감소(증가)	-4	-6	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	30	0	0	0
기타투자활동	0	9	-3	5
재무활동으로 인한 현금흐름	-11	-4	-19	-16
장단기금융부채의 증가(감소)	4	12	0	3
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-15	-15	-15	-15
기타재무활동	0	-1	-4	-4
현금의 증가	63	-83	8	44
기초현금	76	140	57	65
기말현금	140	57	65	109

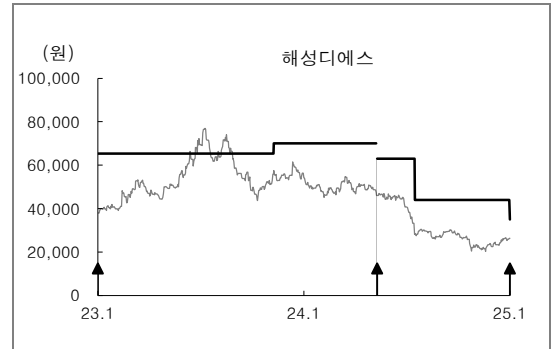
자료: 해성디에스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	11.2	8.4	7.8	6.5
P/CF (x)	5.7	3.3	3.7	3.4
P/B (x)	1.8	0.7	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	6.0	4.0	4.1	3.3
EPS (원)	4,966	2,782	3,354	4,066
CFPS (원)	9,749	7,108	7,059	7,625
BPS (원)	30,297	32,195	34,649	37,815
DPS (원)	900	900	900	900
배당성향 (%)	18.1	32.3	26.8	22.1
배당수익률 (%)	1.6	3.8	3.6	3.6
매출액증가율 (%)	-19.9	-9.8	8.3	11.0
EBITDA증가율 (%)	-39.5	-26.1	6.8	11.6
조정영업이익증가율 (%)	-49.9	-42.2	10.0	20.7
EPS증가율 (%)	-47.0	-44.0	20.6	21.2
매출채권 회전율 (회)	5.6	5.8	5.8	5.8
재고자산 회전율 (회)	6.5	6.6	6.7	6.6
매입채무 회전율 (회)	17.9	16.6	16.8	16.5
ROA (%)	12.5	6.6	7.5	8.4
ROE (%)	17.5	8.9	10.0	11.2
ROIC (%)	18.7	10.1	10.0	11.0
부채비율 (%)	33.7	34.3	34.0	33.5
유동비율 (%)	261.1	187.7	196.1	224.6
순차입금/자기자본 (%)	-11.6	6.3	4.5	-2.2
조정영업이익/금융비용 (x)	22.0	22.5	15.5	18.4

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
해성디에스 (195870)				
2025.01.21	매수	35,000	-	-
2024.08.06	매수	44,000	-40.62	-30.91
2024.05.31	매수	63,000	-31.59	-25.40
2024.05.30	분석 대상 제외		-	-
2023.11.30	매수	70,000	-26.56	-12.14
2023.11.28	1년 경과 이후	65,300	-14.09	-14.09
2022.11.28	매수	65,300	-21.21	17.92



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.