해성디에스(195870)

기판 실적 기여 시작, 리드프레임 수요 유지가 관건

BUY(Maintain)
목표주가: 70,000원
주가(11/2): 46,050원
시가총액: 7,829억원



전기전자/디스플레이
Analyst 권민규

3Q26 실적 컨센서스 부합. 2Q의 리드프레임 호조가 지속되며 분기 최대 매출액과 높은 영업이익 실현. 패키징기판의 선단공정 양산 본격화로 인한 매출액 상승세가 호실적 견인. 경쟁사들의 고부가 위주 캐파 할당으로 해성디에스의 구조적 M/S확대 및 가동률/수율 개선에 따른 이익률 기여는 점차 확대될 전망. 전방 수요 및 Peer 주가 하락 감안 목표주가를 하향하지만 매수 의견 유지

Stock Data

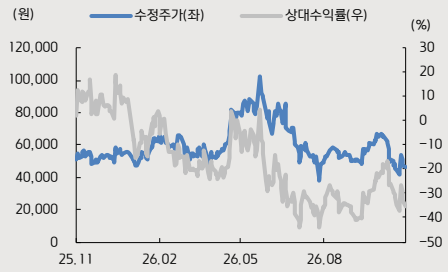
KOSPI (11/2)		5,859.08pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
	102,400원	38,150원
최고/최저가대비	-55.0%	20.7%
주가수익률	절대	상대
1M	-29.5%	-15.7%
6M	-42.6%	-35.3%
1Y	-10.2%	-35.3%

발행주식수		17,000천주
일평균 거래량(3M)		134천주
외국인 지분율		20.1%
배당수익률(2026E)		1.9%
BPS(2026E)		36,997원
주요 주주	해성산업 외 2 인	36.3%

투자지표

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	653.4	883.1	1,026.5	1,156.5
영업이익	46.5	103.2	151.5	179.8
EBITDA	104.2	205.0	249.0	269.4
세전이익	32.6	105.1	148.3	176.5
순이익	23.8	82.0	115.7	137.6
지배주주지분순이익	23.8	82.0	115.7	137.6
EPS(원)	1,401	4,823	6,806	8,097
증감률(%,YoY)	-59.4	244.2	41.1	19.0
PER(배)	39.8	9.7	6.9	5.8
PBR(배)	1.68	1.27	1.10	0.94
EV/EBITDA(배)	10.2	4.5	3.4	2.8
영업이익률(%)	7.1	11.7	14.8	15.5
ROE(%)	4.3	13.7	17.1	17.5
순차입금비율(%)	20.2	20.6	8.1	-3.9

Price Trend



>>> 3Q26 Review: 패키징 기판이 드디어 밥값 시작

3Q26 매출액 2,453억원(YoY +37%, 이하), OP 338억원(+110%, OPM 13.8%) 기록, 컨센서스 OP 340억원에 부합했다. 높은 환 노출도로 환율 급락 영향을 받았음에도, 강한 수요 기반 리드프레임 최대 가동과 패키징기판 실적 호조로 견조한 실적을 달성했다. 리드프레임은 데이터센터 수요 기반 IT용 실적 호조, 전장용 실적 회복세에 따라 최대 분기실적을 달성했다. 패키징 기판은 매출은 QoQ +25% 증가, 2Q 판가 인상 효과와 고객사의 DDR5 주문 호조로 패키징기판 내 DDR5 매출 비중이 50%를 초과하며 수요 강세를 입증했다. 패키징기판 이익률은 2Q 중 판가(P)인상 효과와 더불어 S사 D1b Prime향, H사 D1c향 공급 본격화로 물량(Q) 상승 효과까지 겹쳐지며 2개 분기만에 BEP를 넘어선 것으로 파악된다.

>>> 리드프레임 재고조정, But 패키징기판 구조적 성장

4Q26F 실적은 연말 통상적인 리드프레임 재고조정 계절성을 반영해 QoQ 소폭 하락할 것으로 전망한다. 패키징 기판은 성장세 지속이 예상된다.

리드프레임은 전방 시장인 IT와 차량 산업의 업황이 녹록치 않지만, 견조한 데이터센터향 물량과 낮은 고객사 재고, 리드프레임 탑재량 증가로 인한 수요 증가 추세가 이어질 것으로 전망한다. 최근 차량용 주요 고객사인 NXP와 TI는 실적발표에서 자동차 고객들이 재고를 많이 보유하고 있지 않다고 언급하면서, 광범위한 재고 축적을 부인했다. 실적 강세 요인이 재고축적이 아닌 수요 증가라면, '27년에도 높은 수준의 실적 지속을 예상할 수 있다.

패키징 기판은 구조적 성장세로 진입했다. 메모리 선단공정향 양산 진입에 따라 DDR5 발주가 본격화되고 있으며, 수율도 지속 개선 중이다. 메모리 패키징 기판 경쟁사는 고부가/고다층 기판에 생산능력을 할당하고 있으며, 범용 제품의 Capa 할당을 지속해서 줄여나가고 있다. 해당 기조는 동사의 점유율 확대와 구조적 수혜로 반영된다. 현재 가동률은 60% 초반 수준으로, 가동률 확대 및 수율 개선으로 이익 개선세 지속을 전망한다.

>>> 투자의견 BUY 유지, 목표주가 70,000원으로 하향

주가는 27F EPS 기준 PER 6.8배 수준, 기판 Peer 대비 약 33% 할인된 수준이다. 최근 '29년 타겟 패널 공법 기반 기판 투자 공시로 중장기 성장 지속을 시사했다. 다만 양산 시점('29년) 시간차 반영, 리드프레임 전방 시장의 수요 회복 지연을 가정해 적용 멀티플을 추가 할인, 목표주가를 하향한다. 다만 패키지기판 구조적 성장세를 감안해 투자의견은 유지한다.

해성디에스 목표주가 Valuation

구분	내용	단위	비고
목표주가	70,000	원	
적용 EPS	6,806	원	27년 예상 EPS
Target Multiple	10.2	배	Global 패키지기판 Peer 27F PER의 20% 할인 적용
적정 가치	69,421	원	적용 EPS * Target Multiple

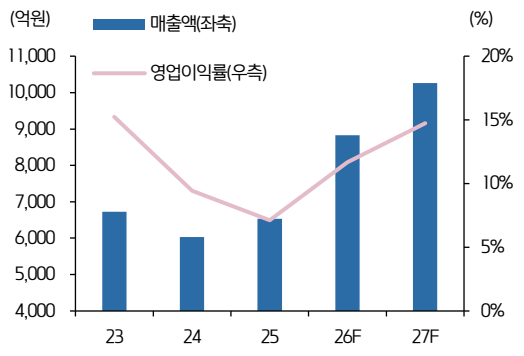
자료: 키움증권 리서치

해성디에스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	**1,375**	**1,574**	**1,786**	**1,799**	**1,887**	**2,111**	**2,453**	**2,380**	**6,534**	**8,831**	**10,265**
리드프레임	1,100	1,231	1,338	1,287	1,406	1,639	1,862	1,729	4,956	6,636	7,405
- IT 및 가전용	365	419	499	452	512	625	726	661	1,735	2,523	2,916
- 차량용	735	812	839	835	894	1,015	1,136	1,068	3,221	4,113	4,489
PKG Substrate	275	343	448	512	481	471	591	651	1,578	2,194	2,861
QoQ											
매출액	-5%	14%	13%	1%	5%	12%	16%	-3%			
리드프레임	-3%	12%	9%	-4%	9%	17%	14%	-7%			
- IT 및 가전용	-4%	15%	19%	-9%	-1%	22%	16%	-9%			
- 차량용	-3%	10%	3%	0%	9%	14%	12%	-6%			
PKG Substrate	-12%	25%	31%	14%	5%	-2%	25%	10%			
YoY											
매출액	-11%	3%	20%	24%	37%	34%	37%	32%	8%	35%	16%
리드프레임	10%	15%	18%	13%	28%	33%	39%	34%	14%	34%	12%
- IT 및 가전용	19%	8%	27%	19%	40%	49%	45%	46%	18%	45%	16%
- 차량용	6%	18%	14%	10%	22%	25%	35%	28%	12%	28%	9%
PKG Substrate	-50%	-26%	23%	63%	75%	37%	32%	27%	-6%	39%	30%
영업이익	**4**	**82**	**161**	**218**	**110**	**249**	**338**	**335**	**465**	**1,032**	**1,515**
영업이익률	0%	5%	9%	12%	6%	12%	14%	14%	7%	12%	15%
QoQ	-94	2,218	96	35	-50	127	36	-1	-	-	-
YoY	-98	-54	38	248	2,992	202	110	54	-18	122	47

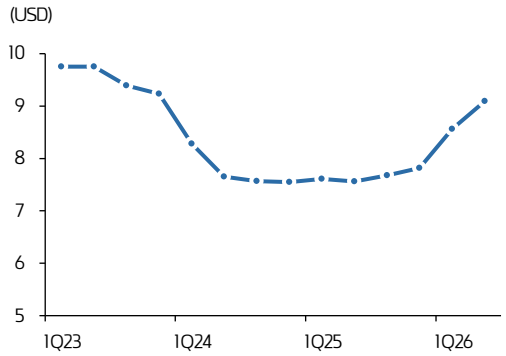
자료: 키움증권 리서치

해성디에스 매출 추이 및 전망



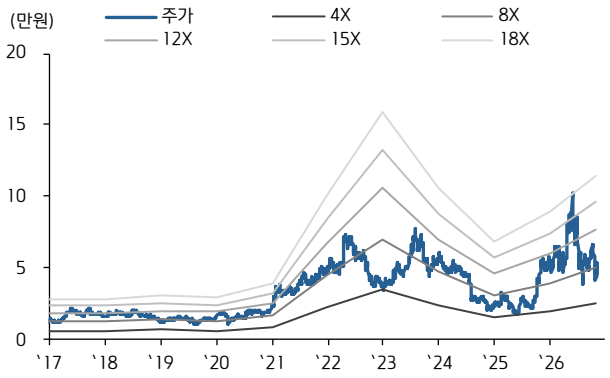
자료: 키움증권 리서치

해성디에스 리드프레임 판가



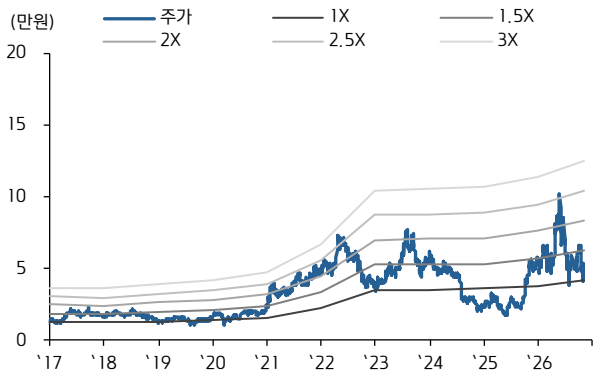
자료: Dart, 키움증권 리서치

해성디에스 12M/F PER Band Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

해성디에스 12M/F PBR Band Chart



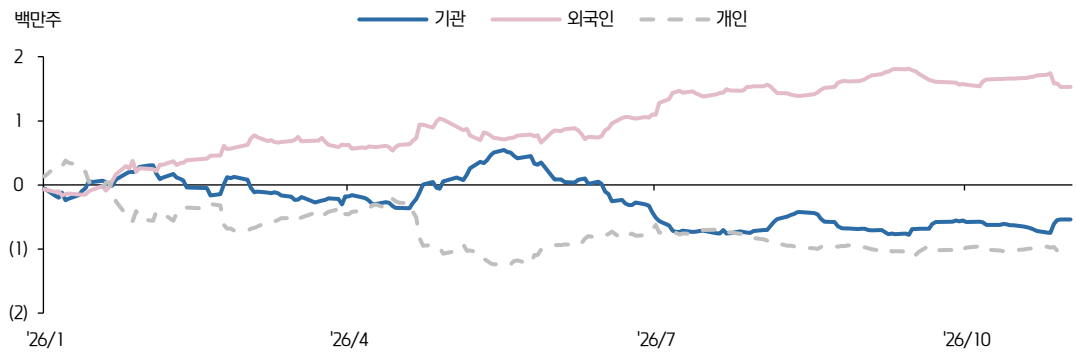
자료: FnGuide, 키움증권 리서치

해성디에스 Peer Group Valuation Table

(단위: 억원)		리드프레임				패키징 기판			
		해성디에스	CWTC	SDI Corp	Jih Lin Corp	심텍	대덕전자	코리아써키트	Tripod
시가총액		783	2,615	1,432	333	4,698	5,757	1,741	11,407
OPM	2025	7.1	12.5	4.9	4.4	0.8	4.6	3.6	17.6
	2026F	11.5	15.9	12.2	-	12.2	18.2	7.1	22.2
	2027F	14.3	18.4	14.1	-	17.4	22.1	10.2	24.1
	2028F	15.2	-	15.3	-	19.7	22.5	11.9	25.5
PER	2025	39.8	27.4	46.7	32.9	-	51.0	28.0	16.3
	2026F	9.9	24.3	26.0	17.1	23.0	25.5	16.3	16.0
	2027F	6.6	17.9	18.3	16.2	13.1	16.5	10.1	12.3
	2028F	5.5	-	14.0	-	9.7	13.1	7.9	10.2
PBR	2025	1.7	3.7	2.0	1.7	3.2	2.6	2.6	3.1
	2026F	1.2	4.4	4.1	-	5.9	5.5	3.6	4.2
	2027F	1.1	3.5	3.6	-	4.1	4.2	2.8	3.8
	2028F	0.9	-	3.3	-	2.9	3.2	2.1	2.9
ROE	2025	4.3	13.5	4.3	5.2	-32.1	5.4	11.5	19.6
	2026F	13.2	20.9	17.0	-	29.3	23.1	21.3	28.0
	2027F	17.4	26.5	22.1	-	37.2	28.1	26.7	30.4
	2028F	17.9	-	24.7	-	35.1	28.8	26.2	33.7
EV/EBITDA	2025	10.2	16.9	13.7	13.2	24.5	14.3	13.6	8.4
	2026F	5.2	-	14.9	-	15.6	14.2	10.0	9.3
	2027F	4.1	-	10.9	-	9.8	9.4	6.8	7.5
	2028F	3.5	-	9.0	-	7.7	7.7	5.8	5.7

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

해성디에스 투자자별 순매수 추이



자료: Fnguide, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	603.0	653.4	883.1	1,026.5	1,156.5
매출원가	491.6	555.6	712.1	800.7	902.1
매출총이익	111.4	97.8	171.0	225.8	254.4
판관비	54.6	51.3	67.8	74.4	74.7
영업이익	56.9	46.5	103.2	151.5	179.8
EBITDA	107.1	104.2	205.0	249.0	269.4
영업외손익	10.1	-13.9	2.0	-3.1	-3.3
이자수익	2.9	1.7	1.0	1.6	2.7
이자비용	3.2	6.7	5.9	5.0	4.2
외환관련이익	22.6	12.5	14.2	12.2	11.1
외환관련손실	10.9	13.7	12.3	16.7	12.5
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-1.3	-7.7	5.0	4.8	-0.4
법인세차감전이익	67.0	32.6	105.1	148.3	176.5
법인세비용	8.3	8.8	23.1	32.6	38.8
계속사업순손익	58.7	23.8	82.0	115.7	137.6
당기순이익	58.7	23.8	82.0	115.7	137.6
지배주주순이익	58.7	23.8	82.0	115.7	137.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-10.3	8.4	35.2	16.2	12.7
영업이익 증감율	-44.5	-18.3	121.9	46.8	18.7
EBITDA 증감율	-27.2	-2.7	96.7	21.5	8.2
지배주주순이익 증감율	-30.5	-59.5	244.5	41.1	18.9
EPS 증감율	-30.5	-59.4	244.2	41.1	19.0
매출총이익율(%)	18.5	15.0	19.4	22.0	22.0
영업이익률(%)	9.4	7.1	11.7	14.8	15.5
EBITDA Margin(%)	17.8	15.9	23.2	24.3	23.3
지배주주순이익률(%)	9.7	3.6	9.3	11.3	11.9

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	321.7	386.2	435.2	535.6	654.9
현금 및 현금성자산	84.1	108.3	63.2	105.1	171.2
단기금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권 및 기타채권	121.8	137.9	186.3	216.6	244.0
재고자산	107.2	132.4	178.9	208.0	234.3
기타유동자산	8.6	7.6	6.8	5.9	5.4
비유동자산	472.4	494.5	477.9	447.7	426.5
투자자산	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
유형자산	424.6	455.8	442.8	415.4	396.4
무형자산	32.3	23.4	19.8	17.0	14.7
기타비유동자산	15.4	15.2	15.2	15.2	15.3
자산총계	794.2	880.6	913.1	983.3	1,081.4
유동부채	201.4	179.6	162.4	156.4	146.2
매입채무 및 기타채무	78.9	56.3	53.2	54.2	57.9
단기금융부채	96.3	93.3	79.3	72.3	58.3
기타유동부채	26.2	30.0	29.9	29.9	30.0
비유동부채	36.5	136.7	121.7	99.7	87.7
장기금융부채	31.1	128.8	113.8	91.8	79.8
기타비유동부채	5.4	7.9	7.9	7.9	7.9
부채총계	237.9	316.3	284.1	256.1	233.9
지배지분	556.3	564.4	628.9	727.2	847.4
자본금	85.0	85.0	85.0	85.0	85.0
자본잉여금	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	0.5	0.4	-1.8	-3.9	-6.0
이익잉여금	449.0	457.2	523.9	624.3	746.7
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	556.3	564.4	628.9	727.2	847.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	60.6	67.0	97.5	166.6	188.9
당기순이익	58.7	23.8	82.0	115.7	137.6
비현금항목의 가감	73.1	87.2	140.8	144.5	140.9
유형자산감가상각비	48.3	53.7	98.2	94.7	87.4
무형자산감가상각비	1.9	4.0	3.6	2.8	2.2
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	22.9	29.5	39.0	47.0	51.3
영업활동자산부채증감	-60.4	-32.3	-97.3	-57.6	-49.3
매출채권및기타채권의감소	-11.9	-18.1	-48.5	-30.3	-27.4
재고자산의감소	-21.0	-22.6	-46.5	-29.1	-26.3
매입채무및기타채무의증가	-9.2	11.7	-3.1	1.0	3.8
기타	-18.3	-3.3	0.8	0.8	0.6
기타현금흐름	-10.8	-11.7	-28.0	-36.0	-40.3
투자활동 현금흐름	-143.8	-118.8	-83.7	-65.9	-66.9
유형자산의 취득	-148.7	-116.5	-85.2	-67.4	-68.4
유형자산의 처분	0.8	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-10.5	-3.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	14.7	1.4	1.5	1.5	1.5
재무활동 현금흐름	27.1	76.4	-45.1	-45.1	-42.1
차입금의 증가(감소)	42.7	90.8	-29.0	-29.0	-26.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-15.3	-13.6	-15.3	-15.3	-15.3
기타	-0.3	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
기타현금흐름	0.4	-0.3	-13.7	-13.7	-13.7
현금 및 현금성자산의 순증가	-55.7	24.2	-45.1	41.8	66.2
기초현금 및 현금성자산	139.8	84.1	108.3	63.2	105.1
기말현금 및 현금성자산	84.1	108.3	63.2	105.1	171.2

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	3,453	1,401	4,823	6,806	8,097
BPS	32,722	33,198	36,997	42,777	49,849
CFPS	7,751	6,529	13,105	15,306	16,387
DPS	800	900	900	900	900
주가배수(배)					
PER	6.8	39.8	9.7	6.9	5.8
PER(최고)	17.9	42.2	22.5		
PER(최저)	5.8	12.7	7.6		
PBR	0.72	1.68	1.27	1.10	0.94
PBR(최고)	1.89	1.78	2.93		
PBR(최저)	0.62	0.54	0.99		
PSR	0.66	1.45	0.90	0.78	0.69
PCFR	3.0	8.5	3.6	3.1	2.9
EV/EBITDA	4.1	10.2	4.5	3.4	2.8
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	23.2	64.2	18.7	13.2	11.1
배당수익률(%,보통주,현금)	3.4	1.6	1.9	1.9	1.9
ROA	7.9	2.8	9.1	12.2	13.3
ROE	11.0	4.3	13.7	17.1	17.5
ROIC	9.0	5.4	11.2	15.3	17.5
매출채권회전율	5.3	5.0	5.4	5.1	5.0
재고자산회전율	6.1	5.5	5.7	5.3	5.2
부채비율	42.8	56.0	45.2	35.2	27.6
순차입금비율	7.8	20.2	20.6	8.1	-3.9
이자보상배율	17.9	6.9	17.6	30.4	42.9
총차입금	127.4	222.1	193.1	164.1	138.1
순차입금	43.2	113.8	129.8	59.0	-33.1
NOPLAT	107.1	104.2	205.0	249.0	269.4
FCF	-121.4	-60.5	-0.2	90.7	112.1

자료: 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 11월 02일 현재 '해성디에스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

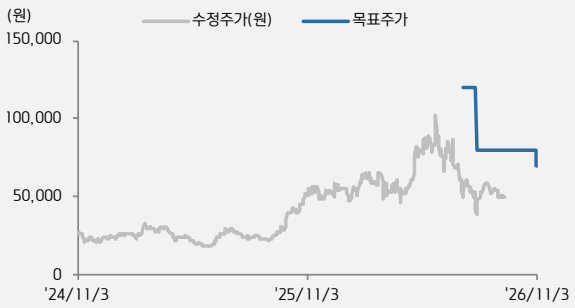
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
해성디에스(195870)	2026/07/08	BUY(initiate)	120,000원	6개월	-55.13	-48.92
	2026/07/30	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-34.09	-26.38
	2026/11/03	BUY(Maintain)	70,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2025/10/01~2026/09/30)

매수	중립	매도
97.09%	2.43%	0.48%