



BUY (유지)

목표주가(12M) 36,000원(하향)
현재주가(2.03) 23,250원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,453.95
52주 최고/최저(원)	54,700/20,250
시가총액(십억원)	395.3
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	17,000.0
60일 평균 거래량(천주)	74.1
60일 평균 거래대금(십억원)	1.8
외국인지분율(%)	12.92
주요주주 지분율(%)	
해성산업 외 2인	36.31
국민연금공단	7.23

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	608.5	656.1
영업이익(십억원)	62.6	73.0
순이익(십억원)	49.8	58.4
EPS(원)	2,934	3,434
BPS(원)	32,309	34,856

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	839.4	672.2	603.1	638.1
영업이익	204.4	102.5	56.9	64.8
세전이익	205.3	105.9	66.9	71.8
순이익	159.4	84.4	58.6	56.7
EPS	9,376	4,966	3,450	3,335
증감율	123.66	(47.03)	(30.53)	(3.33)
PER	3.82	11.16	6.78	6.97
PBR	1.36	1.83	0.71	0.66
EV/EBITDA	2.38	5.99	3.74	3.14
ROE	42.99	17.55	10.92	9.76
BPS	26,311	30,297	32,862	35,447
DPS	900	900	750	750



Analyst 김록호 rookkim@hanafn.com
RA 김영규 kug1019@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 2월 04일 | 기업분석_Earnings Review

해성디에스 (195870)

따뜻한 봄이 오고 있다

4Q24 Review: 패키지기판 부진 지속

해성디에스의 24년 4분기 매출액은 1,452억원(YoY +0.1%, QoQ -3%), 영업이익은 63억원(YoY -61%, QoQ -46%)을 기록했다. 하나증권 및 컨센서스를 크게 하회하는 실적이다. 매출액 감소폭보다 수익성 하락이 두드러지는데, 이는 재고평가손실이 반영되었기 때문이다. 외형 축소의 주요인은 패키지기판 부문으로 고객사들의 DDR5 비중 확대와 그로 인한 DDR4 출하가 대폭 감소하며 분기 매출액 314억원을 기록했다. 패키지기판의 분기 평균 매출액은 2022년 751억원, 2023년 608억원, 2024년 422억원으로 하향되었다. 가동률 하락으로 인한 고정비 부담이 확대된 상황이다. 패키지기판은 자동차용 중심으로 견조한 매출액을 달성했다. 주력 사업인 차량용 리드프레임은 23년 하반기 실적을 저점으로 2024년 완전한 회복세를 확인했다.

2025년 실적: 차량용 회복 확인, DDR5 수혜 재개

2025년 매출액은 6,381억원, 영업이익은 648억원으로 전년대비 각각 6%, 14% 증가할 것으로 전망한다. 차량용 리드프레임은 고객사들의 재고 정상화가 확인되었고, 2025년 매출액은 3,225억원으로 전년대비 12% 증가해 외형 성장을 견인할 전망이다. 차량용 리드프레임 시장에서 MCU, 로직, 센서향으로는 글로벌 탑티어 수준의 점유율을 유지하고 있다. 최근에 파워 관련 매출액도 증가하고 있어, 차량용 리드프레임 내 입지는 더욱 견고해질 것으로 판단한다. 패키지기판은 DDR5 대응에 실기하며 1년 이상 어려운 구간을 보냈는데, 25년 1분기 중에 품질 승인 가능성이 높아 2분기부터는 매출액에 기여할 것으로 기대된다. 상반기 매출액은 전년동기대비 감소하겠지만, 하반기부터는 증가세로 전환될 전망이다.

리드프레임 영역 확장에도 주목

해성디에스에 대한 투자 의견 'BUY'를 유지하고, 목표주가를 36,000원으로 하향한다. 목표주가 하향은 2025년 EPS를 기존대비 12% 하향하고, 글로벌 동종업체의 밸류에이션이 낮아진 점을 반영했다. 2023~2024년 연속 실적 감소로 인해 어려운 구간을 보냈다. 다만, 차량용 리드프레임은 2024년 완전한 회복세를 확인했고, 2025년 파워 분야 매출액 증가가 기대된다. 필리핀 법인은 인수 이후에 기술력 향상 작업을 진행했는데, 마무리 단계에 진입해 하반기 중에는 손익분기점에 도달할 가능성이 높다. 해당 법인은 전력 관련 반도체에 특화되어 있어 향후 성장 잠재력 또한 높은 편이다. 주력 사업의 실적 회복과 DDR5 패키지기판의 매출 재개, 리드프레임 사업의 영역 확장으로 실적 가시성이 높아져 비중확대 전략이 유효하다는 판단이다. 다만, 1년 넘게 고생했던 DDR5 패키지기판의 고객사 승인이 가시권으로 들어왔고, 핵심 사업인 자동차용 리드프레임의 완전한 회복이 확인되었기 때문에 중장기 비중확대 전략이 유효할 것으로 판단한다.

도표 1. 해성디에스의 실적 추이 및 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024P	2025F
매출액	154.9	153.5	149.4	145.2	149.1	154.9	172.0	162.2	672.1	603.1	638.1
YoY	-19.5%	-14.3%	-3.9%	0.2%	-3.8%	0.9%	15.1%	11.6%	-19.9%	-10.3%	5.8%
QoQ	6.8%	-0.9%	-2.6%	-2.8%	2.6%	3.9%	11.1%	-5.7%			
패키지	54.7	46.2	36.4	31.4	32.8	37.8	45.3	43.0	243.4	168.7	158.9
리드프레임(전장)	69.5	68.6	73.7	76.1	79.9	78.5	84.0	80.1	268.8	287.8	322.5
리드프레임(IT)	30.7	38.6	39.3	37.9	36.3	38.7	42.7	39.0	159.9	146.5	156.8
영업이익	20.9	18.0	11.7	6.3	11.4	14.8	20.5	18.1	102.5	56.9	64.8
YoY	-32.8%	-49.7%	-39.5%	-61.2%	-45.5%	-17.7%	74.7%	186.3%	-49.9%	-44.5%	13.8%
QoQ	28.3%	-14.1%	-34.6%	-46.1%	80.1%	29.9%	38.7%	-11.7%			
영업이익률	13.5%	11.7%	7.9%	4.4%	7.6%	9.5%	11.9%	11.2%	15.2%	9.4%	10.1%

자료: 해성디에스, 하나증권

도표 2. 해성디에스의 실적 추이 및 전망 (수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	192.4	179.2	155.5	145.1	154.9	153.5	149.4	155.7	672.1	613.5	677.7
YoY	-3.6%	-17.1%	-30.7%	-27.2%	-19.5%	-14.3%	-3.9%	7.3%	-19.9%	-8.7%	10.5%
QoQ	-3.4%	-6.9%	-13.2%	-6.7%	6.8%	-0.9%	-2.6%	4.2%			
패키지	67.8	67.5	56.5	51.6	54.7	46.2	36.4	38.3	243.4	175.6	202.0
리드프레임(전장)	75.6	70.1	61.1	62.0	69.5	68.6	73.7	79.5	268.8	291.2	326.2
리드프레임(IT)	49.0	41.5	37.9	31.5	30.7	38.6	39.3	38.0	159.9	146.6	149.5
영업이익	31.1	35.7	19.4	16.3	20.9	18.0	11.7	14.9	102.5	65.5	84.4
YoY	-35.7%	-34.0%	-66.2%	-63.5%	-32.8%	-49.7%	-39.5%	-8.7%	-49.9%	-36.1%	29.0%
QoQ	-30.4%	14.9%	-45.7%	-16.1%	28.3%	-14.1%	-34.6%	26.8%			
영업이익률	16.2%	19.9%	12.5%	11.2%	13.5%	11.7%	7.9%	9.6%	15.2%	10.7%	12.5%

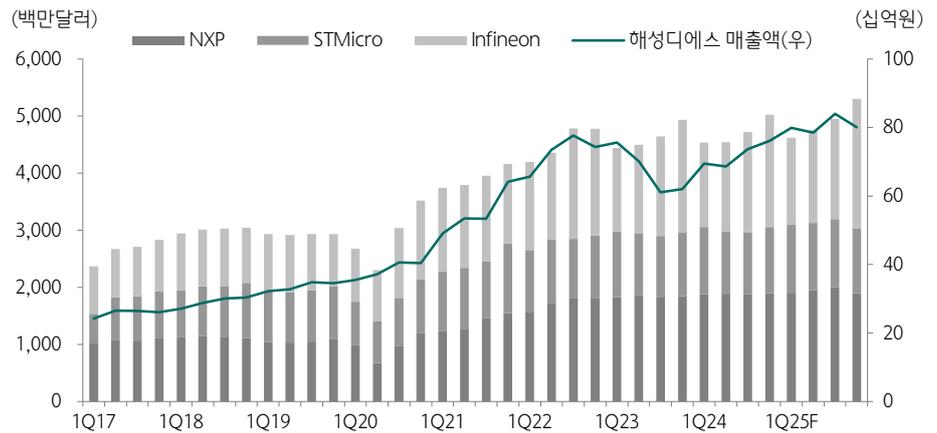
자료: 해성디에스, 하나증권

도표 3. 해성디에스 Valuation

		비교
EPS (원)	3,335	12개월 선행 EPS
비교 P/E (x)	13.4	글로벌 동종업체의 12개월 선행 평균 PER
할인율 (%)	20%	글로벌 동종업체대비 매출 및 이익 규모 열위
적정 P/E (x)	10.7	
적정주가 (원)	35,751	
목표주가 (원)	36,000	
현재주가 (원)	23,250	2025.2.3 종가 기준
상승여력 (%)	54.8	

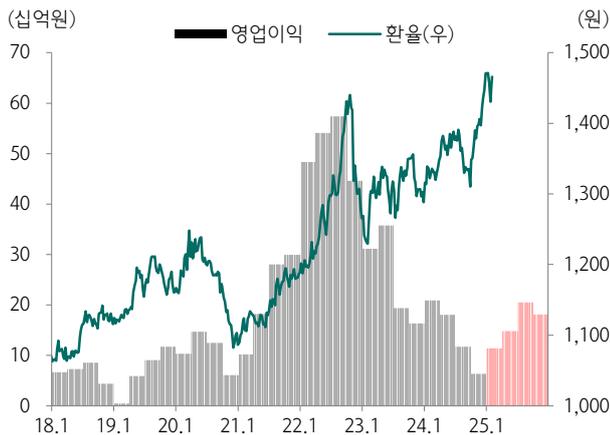
자료: 하나증권

도표 4. 고객사 매출액 vs 전장용 리드프레임 매출액



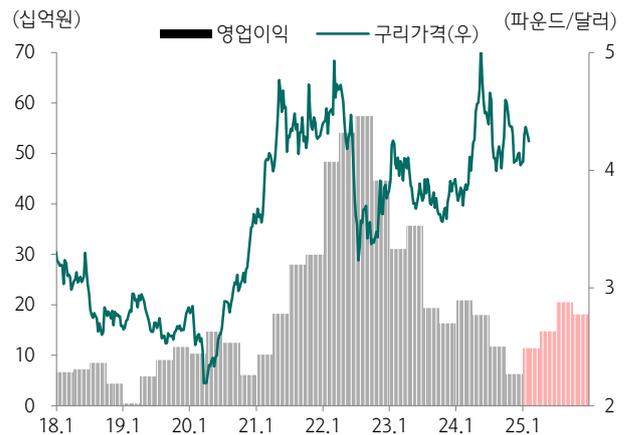
주: 해성디에스의 차량용 리드프레임 매출액은 고객사에 연동, CY기준
 주: STMicro는 1Q24부터 매출 세부화 변화되면서 조정값
 주: 25년 추정치는 Bloomberg 컨센서스
 자료: 각사, 하나증권

도표 5. 해성디에스 영업이익 및 환율 추이



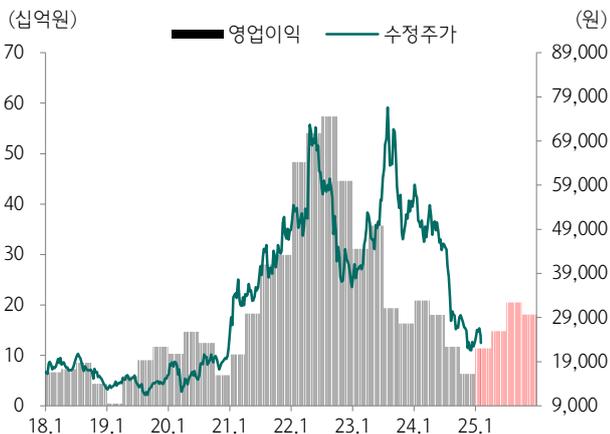
주: 2024년 1분기 이후 영업이익은 추정치
 자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 해성디에스 영업이익 및 구리가격 추이



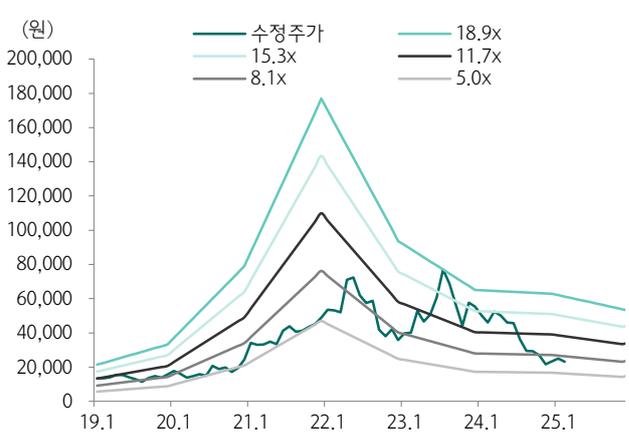
주: 2024년 1분기 이후 영업이익은 추정치
 자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 해성디에스 영업이익 및 주가 추이



주: 2024년 1분기 이후 영업이익은 추정치
 자료: WISEfn, 하나증권

도표 8. 12M Fwd PER



자료: WISEfn, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	655.4	839.4	672.2	603.1	638.1
매출원가	519.7	574.1	511.5	493.3	523.6
매출총이익	135.7	265.3	160.7	109.8	114.5
판매비	49.3	60.8	58.2	52.8	49.8
영업이익	86.3	204.4	102.5	56.9	64.8
금융손익	(1.1)	(0.4)	(0.6)	(1.6)	0.0
중속/관계기업손익	(0.8)	0.0	0.0	8.4	7.0
기타영업외손익	5.1	1.3	3.9	3.2	0.0
세전이익	89.5	205.3	105.9	66.9	71.8
법인세	18.5	45.9	21.4	8.3	15.1
계속사업이익	71.1	159.4	84.4	58.6	56.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	71.1	159.4	84.4	58.6	56.7
비배주주지분 손이익	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	71.3	159.4	84.4	58.6	56.7
지배주주지분포괄이익	70.5	163.2	83.1	58.9	56.7
NOPAT	68.5	158.7	81.8	49.9	51.2
EBITDA	119.3	243.4	147.2	107.1	115.0
성장성(%)					
매출액증가율	42.88	28.07	(19.92)	(10.28)	5.80
NOPAT증가율	97.98	131.68	(48.46)	(39.00)	2.61
EBITDA증가율	67.32	104.02	(39.52)	(27.24)	7.38
영업이익증가율	98.39	136.85	(49.85)	(44.49)	13.88
(지배주주)순이익증가율	137.67	123.56	(47.05)	(30.57)	(3.24)
EPS증가율	137.64	123.66	(47.03)	(30.53)	(3.33)
수익성(%)					
매출총이익률	20.70	31.61	23.91	18.21	17.94
EBITDA이익률	18.20	29.00	21.90	17.76	18.02
영업이익률	13.17	24.35	15.25	9.43	10.16
계속사업이익률	10.85	18.99	12.56	9.72	8.89

투자지표

	2021	2022	2023	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	4,192	9,376	4,966	3,450	3,335
BPS	17,313	26,311	30,297	32,862	35,447
CFPS	7,652	15,479	9,749	7,553	7,178
EBITDAPS	7,016	14,320	8,658	6,301	6,767
SPS	38,551	49,374	39,544	35,475	37,538
DPS	600	900	900	750	750
주가지표(배)					
PER	11.65	3.82	11.16	6.78	6.97
PBR	2.82	1.36	1.83	0.71	0.66
PCFR	6.38	2.32	5.68	3.10	3.24
EV/EBITDA	7.37	2.38	5.99	3.74	3.14
PSR	1.27	0.73	1.40	0.66	0.62
재무비율(%)					
ROE	27.09	42.99	17.55	10.92	9.76
ROA	16.61	28.10	12.52	8.26	7.55
ROIC	25.82	47.33	20.58	10.96	10.17
부채비율	61.37	47.47	33.72	31.02	27.77
순부채비율	16.52	(6.85)	(11.60)	0.43	(5.61)
이자보상배율(배)	61.09	105.83	22.01	0.00	0.00

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	256.0	371.3	343.9	293.6	331.9
금융자산	29.3	106.3	139.8	89.4	115.8
현금성자산	29.3	76.3	139.8	89.4	115.8
매출채권	130.4	137.3	103.3	103.4	109.4
재고자산	88.7	115.6	90.1	90.2	95.5
기타유동자산	7.6	12.1	10.7	10.6	11.2
비유동자산	219.0	288.3	344.9	438.3	438.0
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	207.8	253.6	306.0	393.4	394.4
무형자산	6.1	20.1	23.3	32.0	30.8
기타비유동자산	5.1	14.6	15.6	12.9	12.8
자산총계	474.9	659.6	688.7	731.9	769.9
유동부채	154.8	196.5	131.7	127.6	121.4
금융부채	55.3	63.1	42.7	50.7	40.9
매입채무	33.2	27.8	29.3	29.4	31.1
기타유동부채	66.3	105.6	59.7	47.5	49.4
비유동부채	25.8	15.8	42.0	45.7	46.0
금융부채	22.6	12.6	37.4	41.1	41.1
기타비유동부채	3.2	3.2	4.6	4.6	4.9
부채총계	180.6	212.3	173.7	173.3	167.3
지배주주지분	294.3	447.3	515.1	558.7	602.6
자본금	85.0	85.0	85.0	85.0	85.0
자본잉여금	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.0	(0.0)	0.3	0.5	0.5
이익잉여금	187.5	340.5	408.0	451.3	495.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	294.3	447.3	515.1	558.7	602.6
순금융부채	48.6	(30.6)	(59.7)	2.4	(33.8)

현금흐름표

(단위:십억원)

	2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	57.1	196.9	143.1	80.2	103.3
당기순이익	71.1	159.4	84.4	58.6	56.7
조정	48.5	78.9	28.5	58.0	50.3
감가상각비	32.9	39.0	44.7	50.2	50.3
외환거래손익	(0.4)	7.9	2.2	2.0	0.0
지분법손익	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	15.2	32.0	(18.4)	5.8	0.0
영업활동 자산부채변동	(62.5)	(41.4)	30.2	(36.4)	(3.7)
투자활동 현금흐름	(33.5)	(122.5)	(67.8)	(137.8)	(50.0)
투자자산감소(증가)	2.4	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	(27.4)	(77.8)	(93.8)	(146.7)	(50.0)
기타	(8.5)	(44.7)	26.0	8.9	0.0
재무활동 현금흐름	(17.8)	(27.3)	(11.3)	(3.8)	(22.6)
금융부채증가(감소)	(8.2)	(2.2)	4.4	11.7	(9.8)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1.9)	(14.9)	(0.4)	(0.2)	0.0
배당지급	(7.7)	(10.2)	(15.3)	(15.3)	(12.8)
현금의 증감	5.9	47.0	63.5	(50.8)	26.4
Unlevered CFO	130.1	263.1	165.7	128.4	122.0
Free Cash Flow	29.5	118.7	49.2	(67.2)	53.3

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

해성디에스



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.2.3	BUY	36,000		
24.10.28	BUY	46,000	-47.71%	-40.54%
24.7.29	BUY	57,000	-48.99%	-36.40%
24.2.5	BUY	68,000	-29.77%	-19.56%
23.10.15	BUY	81,000	-34.79%	-24.07%
23.7.27	BUY	105,000	-38.31%	-26.67%
23.7.3	BUY	89,000	-25.37%	-18.76%
23.1.16	BUY	70,000	-32.84%	-13.43%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 2월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2025년 2월 4일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.18%	6.36%	0.45%	100%

* 기준일: 2025년 02월 1일