DS INVESTMENT & SECURITIES

Company Analysis

해성디에스 195870

재고조정과 감산 영향 지속

1Q25 Re: 쉽지 않습니다

1Q25 해성디에스는 매출액 1,375억원(-11% YoY, -5% QoQ)과 영업이익 4억원(-98% YoY, -93% QoQ, OPM 0.3%)을 기록하며 컨센서스를 크게 하회하였다. 수익성 하락에는 DDR4 패키지 기판 매출 감소 영향이 가장 크고 일회성 비용과 원재료 상승도 반영되었다. 일회성 비용 제외 시 4Q24보다 소폭 개선된 5%대 이익률을 기록한 것으로 추정한다. 사업부별로 전장용 리드프레임은 1Q25 고객사들의 재고조정 영향으로 737억원(+6% YoY, -3% QoQ)으로 매출이 감소하였다. IT용 리드프레임은 관세로 인한 Pull-in 수요가 반영되며 우려보다 견조하였다. 패키지 기판은 275억원(-50% YoY, -12% QoQ)을 기록하며 전분기 대비 매출액이 크게 감소하였는데 동사 비중이 높은 DDR4 제품에 대한 고객사들의 감산이 나타난 영향이다.

2Q25 Pre: 그래도 1분기 대비해서는 개선

2Q25에도 메모리 업체들의 DDR4 단계적 감산, 전장용 리드프레임 고객사들의 재고조정 지속으로 매출 개선을 기대하기는 쉽지 않다. IT용 리드프레임은 Pull-in 수요로 인해 2분기에도 견조할 것으로 전망하나 전장용 대비 비중이 작아 영향은 크지 않을 것으로 보인다. 다만 영업이익은 일회성 비용 고려 시 4Q24 수준 이상으로 회복할 전망이다. 또한 4월부터 주요 고객사 DDR5 신제품 향으로 양산이 시작되어 관련 매출이 반영되기 시작한 부분은 고무적이다.

투자의견 매수, 목표주가 23,000원 하향

2025년 매출액 5,733억원(-5% YoY), 영업이익 273억원(-52% YoY, OPM 5%)을 전망한다. 패키지 기판의 매출 회복이 요원하여 2025년 영업이익이 전년대비 크게 감소할 전망이다. EPS 추정치 감소에 따라 목표주가를 23,000원으로 하향한다. 최근 주가 하락에 따라 목표주가 하향에도 불구 17%의 상승여력이 존재하나 Fwd EPS의 개선 가능성을 확인하고 비중을 확대해도 늦지 않다는 판단이다. 개선 가능성은 전장용 고객사들의 수요 턴어라운드, 동사의 DDR5 전환 본격화로 확인할 수 있을 것이다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	839	672	603	573	579
영업이익	204	103	57	27	35
영업이익률(%)	24.4	15.2	9.4	4.8	6.0
세전이익	205	106	67	38	39
지배주주지분순이익	159	84	59	33	34
EPS(원)	9,376	4,966	3,453	1,968	2,016
증감률(%)	123.7	-47.0	-30.5	-43.0	2.4
ROE(%)	43.0	17.5	11.0	5.9	5.9
PER(배)	3.8	11.2	6.8	10.0	9.8
PBR(배)	1.4	1.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	2.4	6.0	4.1	3.9	3.6

자료: 해성디에스, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

이수림 반도체
02-709-2661
surim.lee@ds-sec.co.kr

김진형 연구원
02-709-2664
jh.kim@ds-sec.co.kr

2025.05.09

매수(유지)

목표주가(하향)	23,000원
현재주가(05/08)	19,700원
상승여력	16.8%

Stock Data

KOSPI	2,579.5pt
시가총액(보통주)	335십억원
발행주식수	17,000천주
액면가	5,000원
자본금	85십억원
60일 평균거래량	123천주
60일 평균거래대금	3,417백만원
외국인 지분율	8.8%
52주 최고가	51,200원
52주 최저가	19,550원
주요주주	
해성산업(외 3인)	36.3%
국민연금공단(외 1인)	8.3%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-11.1	-21.6
3M	-23.6	-25.9
6M	-24.1	-24.8

주가차트

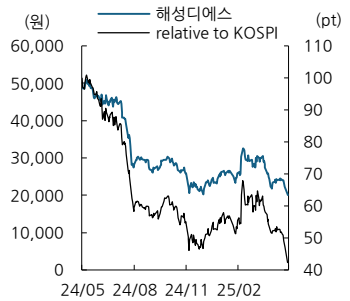


표1 해성디에스 분기 및 연간 실적 추정

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
매출액	155	154	149	145	138	142	145	149	673	603	573
QoQ/YoY %	6	-1	-3	-3	-5	4	2	3	-20	-10	-5
전장용 LF	70	69	74	76	74	76	77	80	270	288	306
IT 용 LF	31	39	39	38	37	38	38	36	159	147	149
패키징 기판	55	46	36	31	28	28	30	33	243	169	119
매출원가	121	121	125	125	120	120	121	127	512	492	488
% Sales	78	79	83	86	87	85	84	85	76	81	85
매출총이익	34	33	25	20	18	22	23	22	161	111	85
판매비와관리비	13	15	13	14	17	14	13	13	58	55	58
% Sales	8	10	9	10	13	10	9	9	9	9	10
영업이익	21	18	12	6	0	8	10	9	103	57	27
QoQ/YoY %	28	-14	-35	-46	-93	1,798	29	-12	-50	-45	-52
% OPM	13	12	8	4	0	6	7	6	15	9	5
당기순이익	20	21	6	12	-3	7	10	19	84	59	33
% NPM	13	14	4	8	-2	5	7	13	13	10	6

자료: 해성디에스, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 해성디에스 목표주가 산정 Table

구분	2025F	비고
EPS (원)	1,968	2025년 추정 EPS
Target Multiple (배)	11.5	패키지 기판 동종업체 12M Fwd P/E * 20% 할인 적용
주당기업가치 (원)	22,635	
목표주가 (원)	**23,000**	
현재주가 (원)	19,700	2025.05.08 종가
상승여력	17%	

자료: DS투자증권 리서치센터

[해성디에스 195870]

재무상태표 (십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	371	344	322	300	294
현금 및 현금성자산	76	140	84	63	55
매출채권 및 기타채권	140	106	122	122	123
재고자산	116	90	107	106	107
기타	39	8	9	9	9
비유동자산	288	345	472	500	527
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	254	306	425	434	442
무형자산	20	23	32	50	67
자산총계	660	689	794	800	821
유동부채	196	132	201	189	191
매입채무 및 기타채무	53	59	79	66	66
단기금융부채	63	43	96	96	96
기타유동부채	81	30	26	27	28
비유동부채	16	42	36	37	37
장기금융부채	13	37	31	31	31
기타비유동부채	3	5	5	6	6
부채총계	212	174	238	226	228
지배주주지분	447	515	556	574	593
자본금	85	85	85	85	85
자본잉여금	22	22	22	22	22
이익잉여금	341	408	449	467	486
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	447	515	556	574	593

손익계산서 (십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	839	672	603	573	579
매출원가	574	512	492	488	492
매출총이익	265	161	111	85	87
판매비 및 관리비	61	58	55	58	52
영업이익	204	103	57	27	35
(EBITDA)	243	147	107	103	113
금융손익	0	3	11	9	1
이자비용	2	5	3	4	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	1	1	-1	2	3
세전계속사업이익	205	106	67	38	39
계속사업법인세비용	46	21	8	5	5
계속사업이익	159	84	59	33	34
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	159	84	59	33	34
지배주주	159	84	59	33	34
총포괄이익	159	84	59	33	34
매출총이익률 (%)	31.6	23.9	18.5	14.9	15.0
영업이익률 (%)	24.4	15.2	9.4	4.8	6.0
EBITDA마진률 (%)	29.0	21.9	17.8	18.0	19.6
당기순이익률 (%)	19.0	12.6	9.7	5.8	5.9
ROA (%)	28.1	12.5	7.9	4.2	4.2
ROE (%)	43.0	17.5	11.0	5.9	5.9
ROIC (%)	41.8	18.8	9.5	3.9	4.7

현금흐름표 (십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	197	143	56	98	112
당기순이익(손실)	159	84	59	33	34
비현금수익비용가감	104	81	-3	76	79
유형자산감가상각비	38	43	48	74	75
무형자산상각비	1	1	2	2	3
기타현금수익비용	65	36	-66	-12	0
영업활동 자산부채변동	-41	30	0	-11	-1
매출채권 감소(증가)	-13	31	-12	0	-1
재고자산 감소(증가)	-24	22	-21	1	-1
매입채무 증가(감소)	-6	4	-9	-13	1
기타자산, 부채변동	2	-27	42	1	1
투자활동 현금	-122	-68	-138	-104	-105
유형자산처분(취득)	-78	-94	-128	-83	-84
무형자산 감소(증가)	-2	-4	-11	-20	-20
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타투자활동	-42	30	0	-1	-1
재무활동 현금	-27	-11	27	-15	-15
차입금의 증가(감소)	-17	4	42	0	0
자본의 증가(감소)	-10	-15	-15	-15	-15
배당금의 지급	10	15	15	15	15
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	47	63	-56	-21	-8
기초현금	29	76	140	84	63
기말현금	76	140	84	63	55
NOPLAT	159	82	50	24	31
FCF	99	128	-83	-6	7

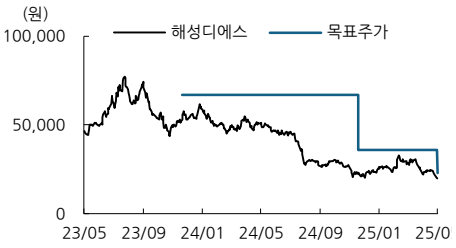
주요투자지표 (원, 배)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
투자지표 (x)					
P/E	3.8	11.2	6.8	10.0	9.8
P/B	1.4	1.8	0.7	0.6	0.6
P/S	0.7	1.4	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	2.4	6.0	4.1	3.9	3.6
P/CF	2.3	5.7	7.2	3.1	3.0
배당수익률 (%)	2.5	1.6	3.8	4.6	4.6
성장성 (%)					
매출액	28.1	-19.9	-10.3	-4.9	1.0
영업이익	136.8	-49.9	-44.5	-52.0	27.3
세전이익	129.3	-48.4	-36.8	-43.1	2.1
당기순이익	124.3	-47.0	-30.5	-43.0	2.4
EPS	123.7	-47.0	-30.5	-43.0	2.4
안정성 (%)					
부채비율	47.5	33.7	42.8	39.4	38.4
유동비율	189.0	261.1	159.7	158.3	154.1
순차입금/자기자본(x)	-6.8	-11.6	7.8	11.2	12.2
영업이익/금융비용(x)	105.8	22.0	17.9	7.4	n/a
총차입금 (십억원)	76	80	127	127	127
순차입금 (십억원)	-31	-60	43	65	73
주당지표(원)					
EPS	9,376	4,966	3,453	1,968	2,016
BPS	26,311	30,297	32,722	33,760	34,876
SPS	49,374	39,544	35,470	33,722	34,059
CFPS	15,479	9,749	3,269	6,428	6,646
DPS	900	900	900	900	900

자료: 해성디에스, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

해성디에스 (195870) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-11-27	담당자변경			
2023-11-27	매수	67,000	-36.2	-8.2
2024-05-21	매수	67,000	-48.5	-25.6
2024-11-26	매수	36,000	-28.9	-9.3
2025-05-09	매수	23,000		



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2025.03.31

매수	중립	매도
97.4%	1.9%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.