SK 증권

2025-12-17

COMPANY ANALYSIS

해성디에스 (195870/KS)

예상보다 더 좋은 실적, 더 좋은 상황

IT 중소형/디스플레이. 권민규 / mk.kwon@sks.co.kr / 3773-8578

Signal: 실적 저평가 판단, 빠른 이익률 회복에 따른 재평가 필요
Key: 4Q25, '26 년 실적 모두 컨센 대비 Beat 예상
Step: 수익성 구조적 개선 국면 돌입, 매수 의견 제시

매수(신규편입)

목표주가: 72,000 원(신규편입)
현재주가: 49,050 원
상승여력: 46.8%

STOCK DATA

주가(25/12/16)	49,050 원
KOSPI	3,999.13 pt
52 주 최고가	56,200 원
60 일 평균 거래대금	14 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	1,700 만주
시가총액	834 십억원
주요주주	
해성산업(외 2)	36.31%
자사주	
외국인 지분율	12.99%

주가 및 상대수익률

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2024	2025E	2026E
매출액	십억원	603	662	784
영업이익	십억원	57	51	109
순이익(지배주주)	십억원	59	38	94
EPS	원	3,453	2,263	5,543
PER	배	6.8	21.7	8.8
PBR	배	0.7	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	4.1	7.7	4.7
ROE	%	11.0	6.8	15.2
배당성향	%	23.2	35.4	14.4

메모리 패키징 기판 호황과 리드프레임 회복 동시 반영 가능 업체

해성디에스는 반도체 기판(Substrate) 생산을 주 사업으로 영위하며, 주로 범용 메모리(DDR4~DDR5)용 패키징 기판(PKG Substrate)과 IT 용, 차량용 리드프레임을 공급한다. 매출 구성은 3Q25 누적 기준 리드프레임 77%, PKG Substrate 23%다. 현재의 메모리 시장 호황과, 26 년부터 시작될 전기차 시장 회복 및 단가 상승에 따른 리드프레임 실적 회복 동시 수혜가 예상되는 업체다.

4Q 실적 Beat 는 시작에 불과. 구조적 티핑포인트 돌입

4Q25 실적 컨센서스 Beat 예상, 이후로도 구조적인 마진 개선 돌입이 전망된다. 고환율 효과와 영업레버리지가 높은 기판 사업 특성상 가동률 상승에 따른 이익 증가폭이 예상보다 클 것으로 보인다. **(4Q25 컨센서스 OP: 185 억원 / 추정 OP: 250 억원)**

PKG Substrate: 3Q25 까지는 PKG Substrate 부문이 소폭 적자를 기록했으나, 4Q25부터 ①D5 고객사 수요 강세, ②경쟁사의 고부가 제품 대응으로 범용 제품에서 동사의 M/S 상승, ③레거시(D4)의 수요도 강세를 보이며 PKG Substrate 가동률 상승에 따른 영업이익률 개선이 본격화된다. 과거 사업부 수익성이 10%중반이었고, 현재의 수요 강세를 감안 시 시장 예상치를 상회하는 실적이 예상된다. 구조적 성장은 '26 년까지 이어진다. '26 년부터 국내 A 사 D1b Prime 향, B 사향 D1b, 중국 C 사향 D1y, 미국 D 사향 D5 양산을 앞두고 있다. 과거 FC-CSP 쇼티지 사이클에서 중/저부가용 기판 수혜를 받았던 사례와 유사한 상황이다. 기존 경쟁사들이 하이엔드 패키징 기판 공급에 집중하기 시작하면서 상대적으로 여유있는 중/저부가 기판 Capa 를 보유한 동사에 수혜 집중이 예상된다.

리드프레임: 최근 주요 고객사들의 재고 안정화를 기반으로, 통상 연말에 진행됐던 재고조정 영향이 올해는 제한적일 것으로 전망된다. 또한 글로벌 리드프레임 경쟁사들이 일제히 단가 인상(10~30%)를 단행하면서, 동사 또한 펜데믹 사태 이후 최초로 단가 인상을 단행할 여력이 생겼다. '26 년부터 P 와 Q 동시 회복 국면 도래가 예상된다.

신규사업: AI 데이터센터의 고전력, 고전압 추세에 따라 열관리 니즈가 늘어나면서 기존 리드프레임향 기술을 접목한 열방출 패키징 부품을 준비 중이다. 엔드커스터머는 CSP 및 빅테크 업체로 추정되며, 이르면 '26 년부터 관련 매출이 발생할 수 있을 것으로 전망된다. 추후 중장기 성장 동력 및 모멘텀 요소로 작용할 가능성이 큰 영역이다.

목표주가 '72,000 원', 투자의견 '매수' 제시

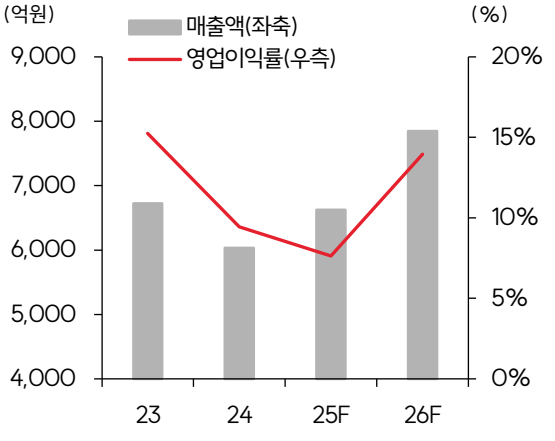
'26 년 예상 EPS 5,543 원에 Target P/E 13.1 배 적용, 예상보다 빠른 이익률 회복에 따른 재평가 필요성과 신규 사업 기대감 반영으로 매력적인 매수 타이밍이라 판단한다.

해성디에스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	**1,549**	**1,535**	**1,494**	**1,452**	**1,375**	**1,574**	**1,786**	**1,890**	**6,030**	**6,625**	**7,844**
리드프레임	1,002	1,073	1,130	1,138	1,100	1,231	1,319	1,322	4,343	4,972	5,366
- IT 및 가전용	307	387	393	379	365	419	486	481	1,466	1,751	1,814
- 차량용	695	686	737	759	735	812	833	841	2,877	3,221	3,552
PKG Substrate	547	462	364	314	275	343	467	568	1,687	1,653	2,478
QoQ											
매출액	7%	-1%	-3%	-3%	-5%	14%	13%	6%	-	-	-
리드프레임	7%	7%	5%	1%	-3%	12%	7%	0%	-	-	-
- IT 및 가전용	-4%	26%	2%	-4%	-4%	15%	16%	-1%	-	-	-
- 차량용	12%	-1%	7%	3%	-3%	10%	3%	1%	-	-	-
PKG Substrate	7%	-16%	-21%	-14%	-12%	25%	36%	22%	-	-	-
YoY											
매출액	-19%	-14%	-4%	0%	-11%	3%	20%	30%	-10%	10%	18%
리드프레임	-20%	-4%	14%	22%	10%	15%	17%	16%	1%	14%	8%
- IT 및 가전용	-37%	-7%	4%	19%	19%	8%	24%	27%	-9%	19%	4%
- 차량용	-8%	-2%	21%	22%	6%	18%	13%	11%	7%	12%	10%
PKG Substrate	-19%	-31%	-35%	-39%	-50%	-26%	28%	81%	-30%	-2%	50%
영업이익	**209**	**180**	**117**	**63**	**4**	**82**	**161**	**259**	**569**	**506**	**1,094**
영업이익률	13%	12%	8%	4%	0%	5%	9%	14%	9%	8%	14%
QoQ	28%	-14%	-35%	-46%	-94%	2,218%	96%	61%	-	-	-
YoY	-33%	-50%	-40%	-62%	-98%	-54%	38%	313%	-45%	-11%	116%

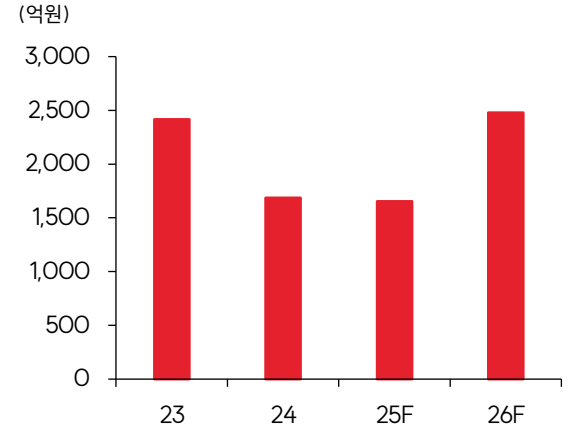
자료: SK 증권 추정

해성디에스 연간 실적 추이 및 전망



자료: 해성디에스, SK 증권 추정

해성디에스 PKG Substrate 매출액 추이 및 전망



자료: 해성디에스, SK 증권 추정

Valuation

'26 년 예상 EPS 5,543 원에 Target P/E 13.1 배 적용, 목표주가 72,000 원을 제시한다. Target P/E 는 국내 및 글로벌 Peer 평균인 16.4 배를 20% Discount 한 13.1 배를 적용했다. 메모리 산업 호황으로 인한 실적 성장 수혜가 가능하지만, 고부가 메모리용 패키징 기판은 수혜가 제한적이며, 해성디에스의 과거 평균 P/E 가 10~14 배 였음을 감안, Peer 대비 20% Discount 적용한 13.1 배를 적용했다.

12/16 일 종가(49,050 원)는 26F EPS 기준 8.8 배로, 동종업계 Peer 대비 매력적인 밸류에이션을 보유하고 있다. ① 패키징 기판 구조적인 성장 및 M/S 확대 본격 시작(경쟁 업체들의 하이엔드 대응으로 인한 중/저가 낙수 수혜), ② 예상보다 더 빠른 영업이익률 회복 추세, ③ '26 년부터 메모리 고객사향 신규 양산 대거 진입, ④ 리드프레임 단가 인상 임박으로 중장기 성장 매력이 부각되는 시점이다. 뿐만 아니라 최근 엔비디아발 800V DC 전환 이슈 속 글로벌 빅테크 업체들과 AI DC 전력반도체 패키징용 부품 개발에 착수, 이르면 '26 년부터 매출 발생이 기대된다. AI 관련 모멘텀적 요소 또한 갖추고 있어 매력적인 매수 시기라 판단, 매수 의견을 제시한다.

해성디에스 목표주가 밸류에이션 분석

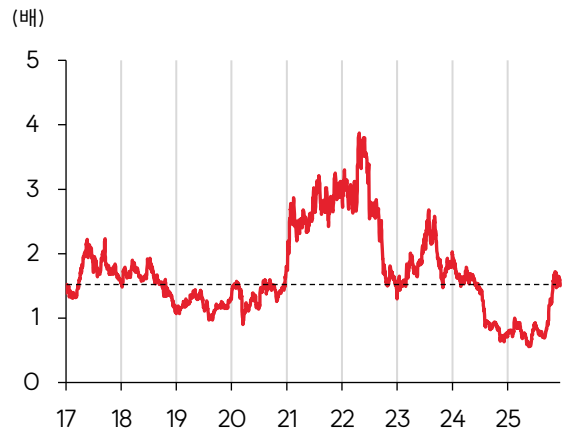
	2025E		비고
목표주가	72,000	원	
26E EPS	5,543	원	26F 예상 EPS 5,543 원
목표 PER	13.1	배	국내 및 글로벌 Peer 26F 평균 PER 16.4 배를 20% Discount 한 13.1 배 적용
적정 가치	72,724	원	

자료: SK 증권 추정

해성디에스 12MF P/E Chart

자료: SK 증권 추정

해성디에스 Trailing P/B(TTM) Chart



자료: SK 증권 추정

투자포인트 1: 패키징 기판, 이익이 더 높게 반영되어야 한다

(1) 범용 DRAM 용 패키징 기판, 중저가 수혜

Data Center(이하 DC) 투자 증가로 인한 메모리 반도체 수요 증가와 함께, 패키징 기판 수요 강세가 4Q25 에도 지속되고 있다. DDR5 와 더불어 DDR4 도 여전히 견조한 수요가 이어지고 있는 것으로 파악된다.

해당 사이클에 더해 패키징 기판 경쟁업체들이 고부가 기판(FC-BGA, FC-CSP 등) 수요 대응에 집중하면서 범용 DRAM 용(DDR4, DDR5 / BOC 기판) CAPA Loss 가 발생하고 있다. 해당 Loss 분은 상대적으로 여유있는 중/저부가 기판 Capa 를 보유한 해성디에스로 이전되며 메모리 고객사별 M/S 가 조금씩 증가하는 추세다.

과거 펜데믹 시기 FC-CSP 쇼티지 사이클에서 중/저부가용 기판 업체가 수혜를 받았던 사례와 유사한 상황이다. 기존 경쟁사들이 하이엔드 메모리용 기판 공급에 집중하기 시작하면서 상대적으로 여유있는 중/저부가 기판 Capa 를 보유한 동사에 수혜 집중이 예상된다.

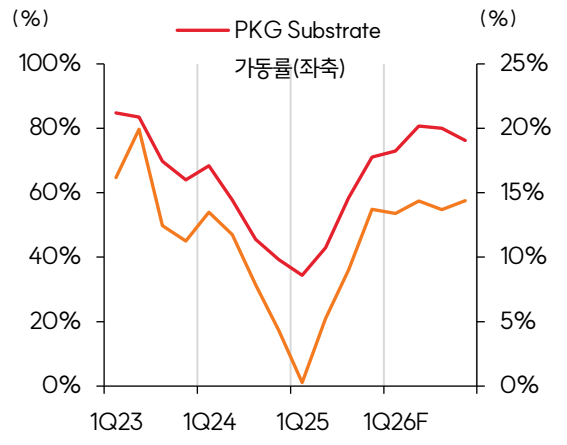
PKG Substrate 사업부는 현재 가동률 60%로 추정되며, 가동률 룸도 여유있는 상황이다. 3Q25 는 소폭 적자를 기록했으나, 과거 가동률 80% 이상 기준 OPM 17% 이상이었음을 감안하면, 상당한 Upside 를 보유하고 있다. 4Q25 는 DDR5 수요 증가, DDR4 수요 유지로 가동률 약 70%, 영업이익률 10% 이상을 기록할 수 있을 것으로 전망된다.

패키징 기판 층수 비교

패키징 기판 종류	층수	어플리케이션
FC-BGA	8~20층	AI서버/PC용 CPU, GPU 등
FC-CSP	6~10층	모바일 AP, GDDR 등
MCP	4~6층	LPDDR 등
BOC	2~4층	서버/PC용 범용 메모리(DDR) 등

자료: SK 증권

PKG Substrate 사업부 가동률 vs 전사 영업이익률 비교(추정)



자료: SK 증권 추정

(2) '26 년 고객사 내 M/S 증가 + 추가 고객사 확보

'26 년부터 국내 A 사 D1b Prime 향, B 사향 D1b, 중국 C 사향 D1y, 미국 D 사향 DDR5 양산 시작이 예상된다. 이에 따라 고객사별 M/S 확대로 '26 년 메모리 업체들의 DDR4 의 양산 중단 일정에도 가동률의 지속 우상향을 전망한다.

A 사의 경우, D1b 공정향으로 2Q25 부터 본격 공급되기 시작했으며, D1b 의 전력효율/발열 개선 공정인 D1b Prime 향 패키징 기판 양산이 1Q26 부터 시작될 것으로 예상된다. B 사의 경우, 2H26 에 D1b 향 공급 시작, C 사의 경우 1Q26 부터 D1y 향 공급이 예상되며, 미국 D 사의 경우 1H26 퀄테스트 이후 연내 공급이 가시화될 것으로 보인다. 앞서 언급한 바와 같이, 기판 경쟁사들의 하이엔드 Capa 대응으로 범용 DRAM 내 해성디에스의 M/S 가 확대되는 추세다. 고객사 사이트/공정별 양산 개시로 안정적인 물량 확보에 따른 가동률 상승 지속을 예상한다.

고객사별 양산 돌입 시기 추정

구분	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
A 社	D1b Prime 공급 시작 예상			
B 社		D1b 공급 시작 예상		
C 社	D1y 공급 시작 예상			
D 社	퀄테스트 진행 예상			양산 시작 예상

자료: SK 증권

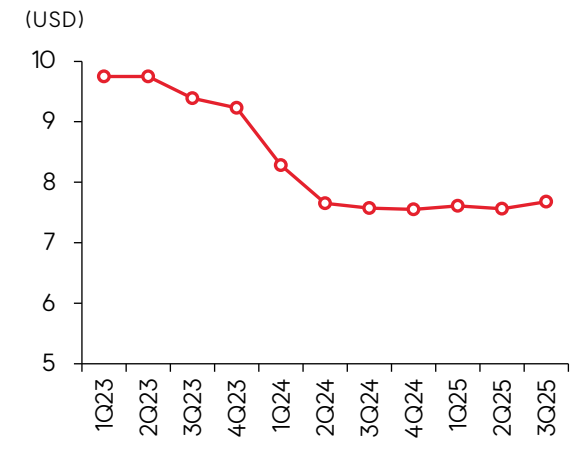
투자포인트 2: 리드프레임이 수익성 회복만 되어도..

최근 해성디에스의 주요 리드프레임 경쟁사인 대만 3 사(CWTC, SDI Corp., Jih Lin Tech)가 펜데믹 이후 4 년만의 판가 인상 조치를 단행하고 있다. 인상 배경은 금, 은, 구리 등 원자재 가격 급등으로 인한 생산 비용의 상승이다. 해성디에스 또한 21 년 이후 판가가 지속 하락했으며, 4Q25 까지 비용 상승분을 온전히 반영하지 못했기 때문에 영업이익의 지속 하락 추세 또한 지속되었다.

글로벌 리드프레임 M/S 의 약 20% 이상을 차지하는 대만 3 사가 판가 인상을 단행하면서 해성디에스 또한 판가 인상의 여력이 생겼다. 해성디에스는 LME 가격에 리드프레임 판가가 연동되는 구조이나, 고객사의 실적 부진으로 해당 연동분을 100% 반영하지 못했다. 고객사의 재고조정 이후 시장 회복이 예상되는 '26 년부터 점진적인 판가 상승이 예상된다. 판가 상승으로 23, 24 년 시기만큼 이익률이 회복된다면 (약 10%대 중후반 추정), '26 년 이익률 Upside 는 더 커질 수 있다.

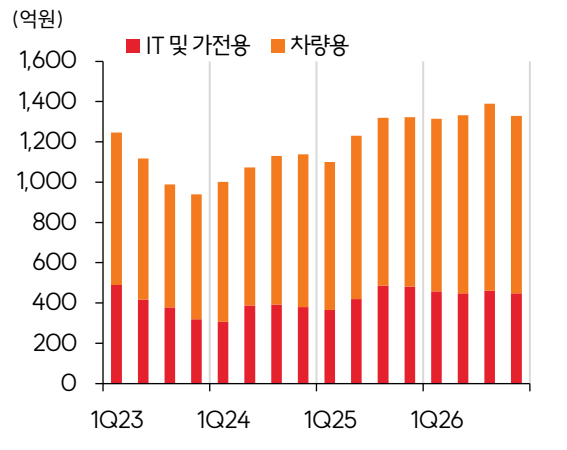
고객사의 재고 안정화도 호재다. '25 년 부진한 실적을 기록했던 주요 고객사 3 사의 리드프레임 재고 안정화를 기반으로, '26 년 전기차 + 자율주행 보급 확대로 YoY +8%의 성장률을 기록할 수 있을 것으로 전망된다.

해성디에스 리드프레임 판가 추이



자료: Dart, SK 증권

리드프레임 사업부 실적 추이 및 전망



자료: 해성디에스, SK 증권

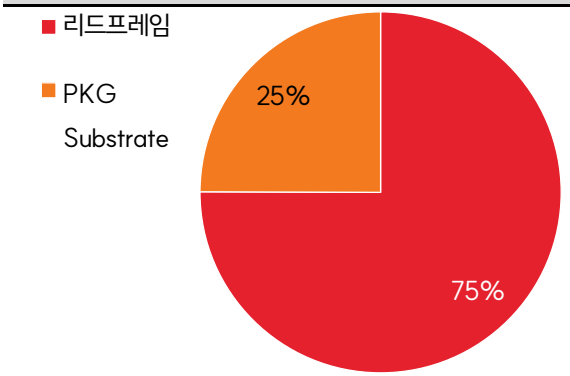
기업 개요

해성디에스는 반도체 기판(Substrate) 생산을 주 사업으로 영위하며, 주로 범용 메모리(DDR4~DDR5)용 패키징 기판(PKG Substrate)과 IT 및 가전용, 차량용 리드프레임을 공급한다. 매출 구성은 3Q25 누적 기준 리드프레임 77%, PKG Substrate 23%다.

리드프레임은 M/S 글로벌 2 위로, 주로 글로벌 OSAT, 차량용 반도체 업체향으로 공급한다. '24 년 기준 매출 비중은 차량용 66%, IT 및 가전용 34%이며, 주요 전방 시장은 차량이다. 그중 전기차 및 자율주행 차량의 수요가 중요한 Factor 로, 탑재 수량 기준 내연기관 대비 전기차의 경우 5 배, 자율주행의 경우 10 배까지 수량이 늘어나기 때문이다.

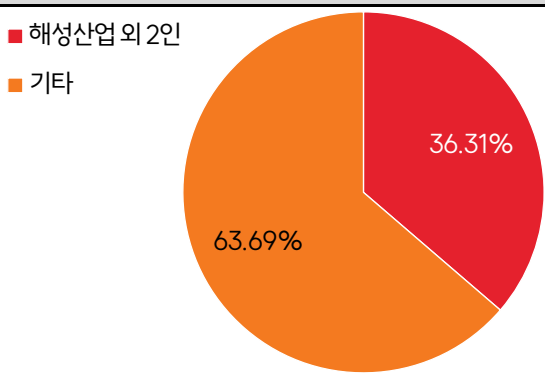
범용 메모리용 패키징 기판은 글로벌 메모리 업체 및 OSAT 향으로 공급 중이며, '릴투릴(Reel to Reel)'공법을 사용, 타 경쟁사 대비 높은 가격경쟁력(20% 이상)을 보유하고 있다. 릴투릴 공법을 사용하는 해성디에스는 판넬 방식을 사용하는 경쟁사 대비 낮은 층수만 대응할 수 있다. 하지만 가격경쟁력 및 양산성을 기반으로 가동률 상승에 따른 영업레버리지가 매우 높은 특징을 갖고 있다.

해성디에스 매출 구성(25F)



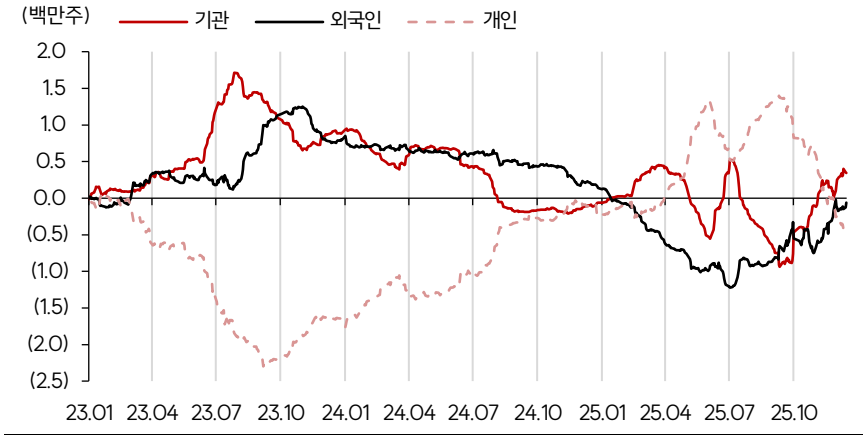
자료: 해성디에스, SK 증권 추정

해성디에스 주주구성



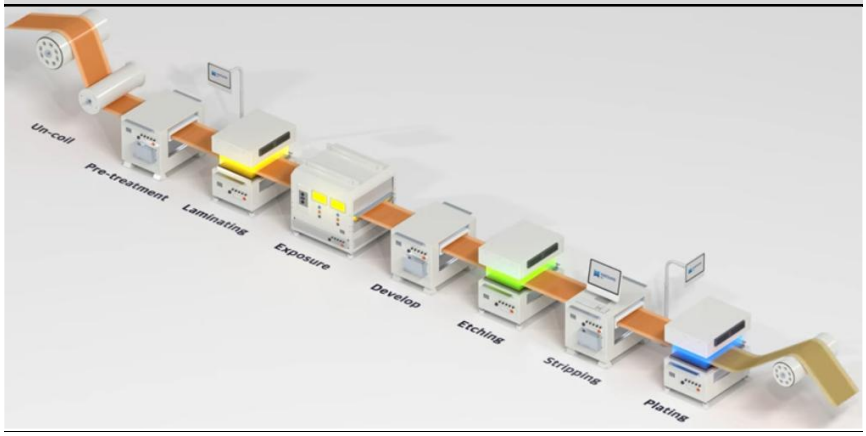
자료: QuantiWise, SK 증권

해성디에스 투자자별 순매수 추이



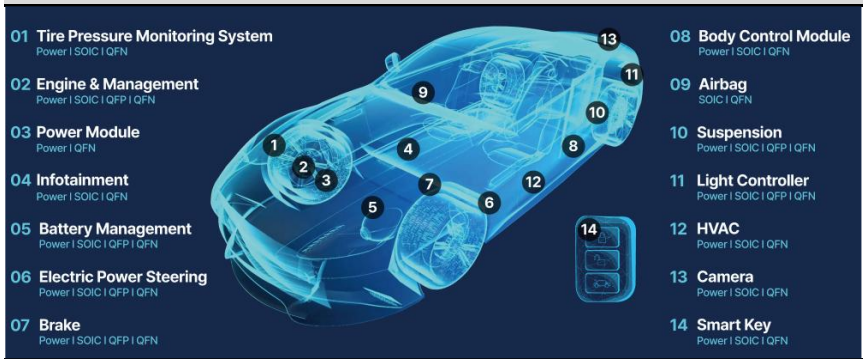
자료: QuantiWise, SK 증권

해성디에스 릴투릴 공법



자료: 해성디에스, SK 증권

해성디에스 리드프레임 라인업



자료: 해성디에스, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	371	344	322	281	344
현금및현금성자산	76	140	84	65	113
매출채권 및 기타채권	140	106	122	111	114
재고자산	116	90	107	91	100
비유동자산	288	345	472	556	613
장기금융자산	13	10	7	8	9
유형자산	254	306	425	502	559
무형자산	20	23	32	31	29
자산총계	660	689	794	838	957
유동부채	196	132	201	220	257
단기금융부채	63	43	96	106	125
매입채무 및 기타채무	46	53	73	80	95
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	16	42	36	37	38
장기금융부채	13	37	31	31	31
장기매입채무 및 기타채무	1	1	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	212	174	238	257	295
지배주주지분	447	515	556	581	662
자본금	85	85	85	85	85
자본잉여금	22	22	22	22	22
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	341	408	449	474	554
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	447	515	556	581	662
부채와자본총계	660	689	794	838	957

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	839	672	603	662	784
매출원가	574	512	492	562	601
매출총이익	265	161	111	100	184
매출총이익률(%)	31.6	23.9	18.5	15.1	23.4
판매비와 관리비	61	58	55	50	74
영업이익	204	103	57	51	109
영업이익률(%)	24.4	15.2	9.4	7.6	13.9
비영업손익	1	3	10	-4	1
순금융손익	-0	-1	-0	-2	-2
외환관련손익	1	3	12	-2	-1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	205	106	67	46	111
세전계속사업이익률(%)	24.5	15.7	11.1	7.0	14.1
계속사업법인세	46	21	8	8	17
계속사업이익	159	84	59	38	94
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	159	84	59	38	94
순이익률(%)	19.0	12.6	9.7	5.8	12.0
지배주주	159	84	59	38	94
지배주주귀속 순이익률(%)	19.0	12.6	9.7	5.8	12.0
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	163	83	57	38	94
지배주주	163	83	57	38	94
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	243	147	107	119	192

현금흐름표

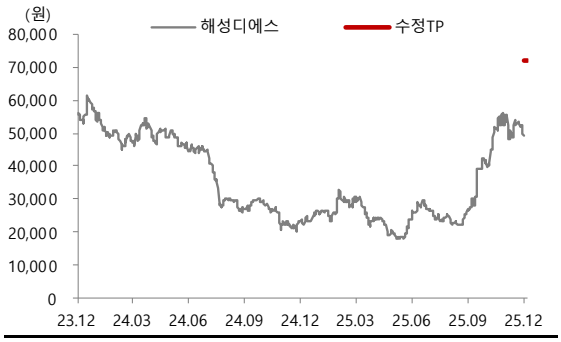
12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업활동현금흐름	197	143	61	145	183
당기순이익(손실)	159	84	59	38	94
비현금성항목등	104	81	73	80	102
유형자산감가상각비	38	43	48	67	81
무형자산상각비	1	1	2	2	2
기타	65	37	23	11	19
운전자본감소(증가)	-41	30	-60	36	5
매출채권및기타채권의감소(증가)	-13	31	-12	11	-3
재고자산의감소(증가)	-24	22	-21	16	-9
매입채무및기타채무의증가(감소)	-6	4	-9	7	15
기타	-49	-106	-21	-17	-35
법인세납부	-24	-53	-11	-8	-17
투자활동현금흐름	-122	-68	-144	-154	-140
금융자산의감소(증가)	0	0	0	-0	-0
유형자산의감소(증가)	-78	-94	-148	-145	-138
무형자산의감소(증가)	-2	-4	-11	0	0
기타	-42	30	15	-9	-2
재무활동현금흐름	-27	-11	27	-4	6
단기금융부채의증가(감소)	-17	-22	22	10	19
장기금융부채의증가(감소)	-0	26	21	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-10	-15	-15	-14	-14
기타	-0	0	-0	0	0
현금의 증가(감소)	47	63	-56	-19	47
기초현금	29	76	140	84	65
기말현금	76	140	84	65	113
FCF	119	49	-87	-0	45

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	28.1	-19.9	-10.3	9.9	18.4
영업이익	136.8	-49.9	-44.5	-11.0	116.3
세전계속사업이익	129.3	-48.4	-36.8	-30.8	139.2
EBITDA	104.1	-39.5	-27.3	11.6	60.7
EPS	123.7	-47.0	-30.5	-34.5	144.9
수익성 (%)					
ROA	28.1	12.5	7.9	4.7	10.5
ROE	43.0	17.5	11.0	6.8	15.2
EBITDA마진	29.0	21.9	17.8	18.0	24.5
안정성 (%)					
유동비율	189.0	261.1	159.7	128.0	133.5
부채비율	47.5	33.7	42.8	44.1	44.6
순차입금/자기자본	-6.8	-11.6	7.8	12.3	6.6
EBITDA/이자비용(배)	126.0	31.6	33.7	52.4	75.9
배당성향	9.6	18.1	23.2	35.4	14.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,376	4,966	3,453	2,263	5,543
BPS	26,311	30,297	32,722	34,185	38,928
CFPS	11,672	7,594	6,406	6,314	10,397
주당 현금배당금	900	900	800	800	800
Valuation지표 (배)					
PER	3.8	11.2	6.8	21.7	8.8
PBR	1.4	1.8	0.7	1.4	1.3
PCR	3.1	7.3	3.7	7.8	4.7
EV/EBITDA	2.4	6.0	4.1	7.7	4.7
배당수익률	2.5	1.6	3.4	1.6	1.6

자료 : 해성디에스, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.12.17	매수	72,000원	6개월		



COMPLIANCE NOTICE

작성자(권민규)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 12 월 17 일 기준)	매수	93.45%	중립	6.55%	매도	0.00%