



하나금융그룹

2019년 10월 15일 | Equity Research

해성디에스 (195870)

상반기 부진을 벗어나다

3Q19 Review: 매출액 1,000억원 돌파

해성디에스의 19년 3분기 매출액은 1,036억원(YoY +8%, QoQ +10%), 영업이익은 90억원(YoY +6%, QoQ +55%)을 기록했다. 매출액은 컨센서스에 부합, 영업이익은 컨센서스대비 9% 상회하는 호실적을 달성했다. 창사 이래 최초로 매출액 1,000억원을 돌파했는데, 패키지 부문 매출액이 302억원으로 전분기대비 16% 증가해 전사 외형을 견인했다. 해성디에스의 패키지는 국내 메모리 반도체 고객사의 서버향이 주력이다. 최근 국내 반도체 업체들의 19년 3분기 DRAM 출하량이 예상을 상회할 것이라는 전망과 일맥상통하는 부분이다. 차량용 리드프레임은 전분기대비 6% 증가해 꾸준한 성장세를 시현했다.

4Q19 전망: 패키지와 차량용 리드프레임 견조

해성디에스의 19년 4분기 매출액은 992억원(YoY +16%, QoQ -4%), 영업이익 83억원(YoY +84%, QoQ -8%)으로 전망한다. 패키지 부문과 차량용 리드프레임은 연말 재고조정에도 불구하고 전분기 수준의 매출액 달성이 가능할 것으로 판단된다. 3분기~4분기 사이에 고객사 수요가 견조하게 유지되고 있는 것으로 파악되기 때문이다. IT용 리드프레임만 연말 재고조정 영향으로 매출액이 전분기대비 11% 감소할 것으로 추정된다.

2020년 다시 증익

해성디에스에 대한 투자의견 'BUY'와 목표주가 20,000원을 유지한다. 해성디에스의 19년 상반기 영업이익은 부진한 외형으로 전년동기대비 55% 감소했다. 그럼에도 2019년 연간 12% 감익으로 선방이 전망되는 이유는 하반기 영업이익이 전년동기대비 33% 증가하기 때문이다. 2020년은 외형성장과 이익 증가가 동반될 것으로 판단한다. 1) 차량용 리드프레임은 전방산업 수요 부진에도 불구하고 꾸준한 외형성장을 통해 차량 내 반도체 증가 수혜를 재차 입증했다. 2020년 매출액도 전년대비 9% 증가해 전사 외형 및 이익을 견인할 전망이다. 2) 패키지 부문의 실적 레벨업은 고객사의 패키지 기판 변화와 서버향 수요에 기인한다. 2020년 Intel의 10나노 CPU 출하 본격화로 양호한 서버향 메모리 수요가 기대된다. 이를 통해 매분기 손익분기점 이상의 안정적 매출액 달성을 전사 이익에 기여할 것으로 판단된다.

Update

BUY

| TP(12M): 20,000원 | CP(10월 14일): 14,400원

| Key Data | | Consensus Data | |
|------------------|------------------|----------------|---------------|
| | | 2019 | 2020 |
| KOSPI 지수 (pt) | 2,067.40 | | |
| 52주 최고/최저(원) | 18,100/11,150 | 374.5 | 404.2 |
| 시가총액(십억원) | 244.8 | 22.5 | 33.1 |
| 시가총액비중(%) | 0.02 | 18.2 | 28.2 |
| 발행주식수(천주) | 17,000.0 | EPS(원) | 1,071 1,663 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 59.2 | BPS(원) | 12,300 13,650 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 0.8 | | |
| 19년 배당금(예상,원) | 300 | | |
| 19년 배당수익률(예상,%) | 2.08 | | |
| 외국인지분율(%) | 2.08 | | |
| 주요주주 지분율(%) | | | |
| 계양전기 외 7 인 | 37.32 | | |
| 한화자산운용 외 1 인 | 7.25 | | |
| 주가상승률 | 1M 6M 12M | | |
| 절대 | 12.1 (3.4) (5.0) | | |
| 상대 | 11.1 4.4 (0.6) | | |

| Stock Price | |
|-------------|------------------|
| (천원) | 해성디에스(좌) 상대지수(우) |

Financial Data

| 투자지표 | 단위 | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|-----------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 십억원 | 325.1 | 363.3 | 374.1 | 402.7 | 414.7 |
| 영업이익 | 십억원 | 33.9 | 26.8 | 23.6 | 31.3 | 32.2 |
| 세전이익 | 십억원 | 29.4 | 24.5 | 21.7 | 29.3 | 30.2 |
| 순이익 | 십억원 | 24.0 | 20.8 | 18.7 | 25.2 | 25.9 |
| EPS | 원 | 1,410 | 1,226 | 1,103 | 1,482 | 1,526 |
| 증감률 | % | 20.1 | (13.0) | (10.0) | 34.4 | 3.0 |
| PER | 배 | 11.70 | 10.56 | 13.06 | 9.72 | 9.44 |
| PBR | 배 | 1.55 | 1.12 | 1.17 | 1.06 | 0.98 |
| EV/EBITDA | 배 | 7.72 | 6.32 | 6.16 | 5.03 | 4.62 |
| ROE | % | 14.02 | 11.05 | 9.23 | 11.46 | 10.80 |
| BPS | 원 | 10,644 | 11,549 | 12,352 | 13,523 | 14,744 |
| DPS | 원 | 300 | 300 | 300 | 300 | 300 |



Analyst 김록호

02-3771-7523

roko.kim@hanafn.com

RA 이준민

02-3771-7743

joonmin.lee@hanafn.com

표 1. 해성디에스의 실적 추이 및 전망 (수정 후)

| | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19E | 4Q19F | 2018 | 2019F | 2020F |
|------------|--------|--------|-------|--------|--------|---------|-------|-------|--------|--------|-------|
| 매출액 | 88.0 | 93.9 | 96.1 | 85.8 | 77.3 | 94.0 | 103.6 | 99.2 | 363.8 | 374.0 | 402.7 |
| YOY | 13.7% | 14.9% | 16.0% | 3.3% | -12.1% | 0.1% | 7.8% | 15.5% | 11.9% | 2.8% | 7.7% |
| QoQ | 5.8% | 6.8% | 2.4% | -10.7% | -10.0% | 21.6% | 10.2% | -4.3% | | | |
| 패키지 | 20.3 | 22.1 | 20.9 | 22.4 | 18.4 | 26.0 | 30.2 | 30.2 | 85.6 | 104.7 | 121.9 |
| 리드프레임(SLF) | 27.1 | 28.7 | 30.1 | 30.4 | 32.2 | 33.1 | 35.0 | 35.0 | 116.2 | 135.3 | 147.9 |
| 리드프리임(ELF) | 40.6 | 43.1 | 45.1 | 33.1 | 26.7 | 34.9 | 38.4 | 34.0 | 161.9 | 134.0 | 133.0 |
| 영업이익 | 6.7 | 7.2 | 8.5 | 4.5 | 0.5 | 5.8 | 9.0 | 8.3 | 26.9 | 23.6 | 31.3 |
| YOY | -36.4% | -19.6% | 19.4% | -37.9% | -93.2% | -19.6% | 5.9% | 83.9% | -20.5% | -12.4% | 32.8% |
| QoQ | -8.4% | 8.9% | 17.6% | -47.1% | -90.0% | 1185.3% | 54.9% | -8.1% | | | |
| 영업이익률 | 7.6% | 7.7% | 8.9% | 5.2% | 0.6% | 6.2% | 8.7% | 8.4% | 7.4% | 6.3% | 7.8% |

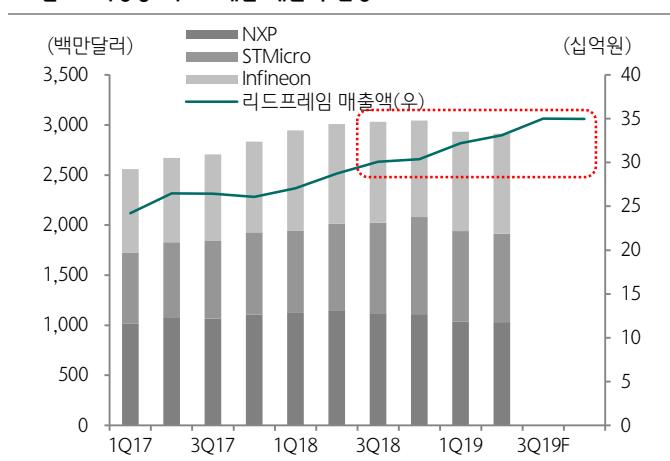
자료: 해성디에스, 하나금융투자

표 2. 해성디에스의 실적 추이 및 전망 (수정 전)

| | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19F | 4Q19F | 2018 | 2019F | 2020F |
|------------|--------|--------|-------|--------|--------|---------|-------|--------|--------|--------|-------|
| 매출액 | 88.0 | 93.9 | 96.1 | 85.8 | 77.3 | 94.0 | 98.4 | 91.9 | 363.8 | 361.5 | 378.6 |
| YOY | 13.7% | 14.9% | 16.0% | 3.3% | -12.1% | 0.1% | 2.4% | 7.0% | 11.9% | -0.6% | 4.7% |
| QoQ | 5.8% | 6.8% | 2.4% | -10.7% | -10.0% | 21.6% | 4.7% | -6.6% | | | |
| 패키지 | 20.3 | 22.1 | 20.9 | 22.4 | 18.4 | 26.0 | 24.0 | 23.5 | 85.6 | 91.9 | 101.4 |
| 리드프레임(SLF) | 27.1 | 28.7 | 30.1 | 30.4 | 32.2 | 33.1 | 34.8 | 32.8 | 116.2 | 132.8 | 145.8 |
| 리드프리임(ELF) | 40.6 | 43.1 | 45.1 | 33.1 | 26.7 | 34.9 | 39.6 | 35.6 | 161.9 | 136.8 | 131.3 |
| 영업이익 | 6.7 | 7.2 | 8.5 | 4.5 | 0.5 | 5.9 | 8.0 | 6.2 | 26.9 | 20.5 | 26.5 |
| YOY | -36.4% | -19.6% | 19.4% | -37.9% | -93.2% | -18.3% | -6.3% | 36.6% | -20.5% | -23.8% | 29.3% |
| QoQ | -8.4% | 8.9% | 17.6% | -47.1% | -90.0% | 1206.5% | 34.9% | -22.9% | | | |
| 영업이익률 | 7.6% | 7.7% | 8.9% | 5.2% | 0.6% | 6.3% | 8.1% | 6.7% | 7.4% | 5.7% | 7.0% |

자료: 해성디에스, 하나금융투자

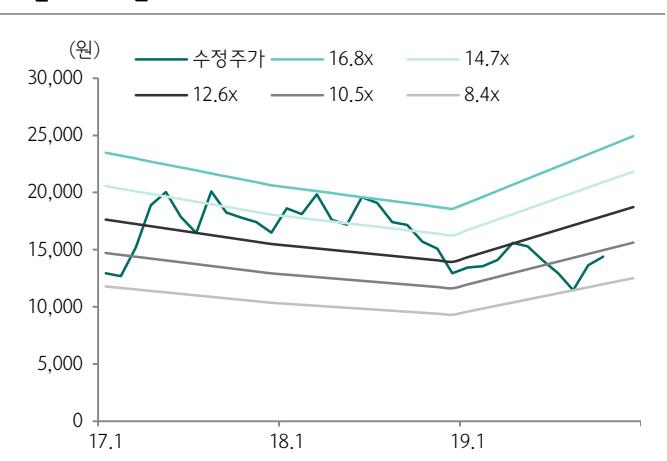
그림 1. 차량용 리드프레임 매출액 전망



주: 해성디에스의 차량용 리드프레임 매출액은 고객사에 연동

자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. PER 밴드



자료: WISEfn, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

| | (단위: 십억원) | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
| 매출액 | 325.1 | 363.3 | 374.1 | 402.7 | 414.7 |
| 매출원가 | 264.2 | 306.9 | 319.8 | 338.7 | 348.8 |
| 매출총이익 | 60.9 | 56.4 | 54.3 | 64.0 | 65.9 |
| 판관비 | 27.0 | 29.6 | 30.7 | 32.7 | 33.7 |
| 영업이익 | 33.9 | 26.8 | 23.6 | 31.3 | 32.2 |
| 금융순익 | (1.8) | (2.3) | (1.4) | (0.3) | (1.1) |
| 종속/관계기업손익 | (0.9) | (0.8) | (0.0) | (0.6) | (0.5) |
| 기타영업외손익 | (1.8) | 0.8 | (0.5) | (1.1) | (0.5) |
| 세전이익 | 29.4 | 24.5 | 21.7 | 29.3 | 30.2 |
| 법인세 | 5.5 | 3.8 | 3.2 | 4.4 | 4.5 |
| 계속사업이익 | 23.9 | 20.7 | 18.5 | 24.9 | 25.6 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 23.9 | 20.7 | 18.5 | 24.9 | 25.6 |
| 비지배주주지분 순이익 | (0.1) | (0.1) | (0.2) | (0.3) | (0.3) |
| 지배주주순이익 | 24.0 | 20.8 | 18.7 | 25.2 | 25.9 |
| 지배주주지분포괄이익 | 24.1 | 20.5 | 18.7 | 25.0 | 25.8 |
| NOPAT | 27.5 | 22.6 | 20.2 | 26.6 | 27.4 |
| EBITDA | 44.1 | 44.1 | 47.1 | 54.4 | 55.2 |
| 성장성(%) | | | | | |
| 매출액증가율 | 17.7 | 11.8 | 3.0 | 7.6 | 3.0 |
| NOPAT증가율 | 31.0 | (17.8) | (10.6) | 31.7 | 3.0 |
| EBITDA증가율 | 26.0 | 0.0 | 6.8 | 15.5 | 1.5 |
| 영업이익증가율 | 31.4 | (20.9) | (11.9) | 32.6 | 2.9 |
| (지배주주)순익증가율 | 27.0 | (13.3) | (10.1) | 34.8 | 2.8 |
| EPS증가율 | 20.1 | (13.0) | (10.0) | 34.4 | 3.0 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 18.7 | 15.5 | 14.5 | 15.9 | 15.9 |
| EBITDA이익률 | 13.6 | 12.1 | 12.6 | 13.5 | 13.3 |
| 영업이익률 | 10.4 | 7.4 | 6.3 | 7.8 | 7.8 |
| 계속사업이익률 | 7.4 | 5.7 | 4.9 | 6.2 | 6.2 |

투자지표

| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 1,410 | 1,226 | 1,103 | 1,482 | 1,526 |
| BPS | 10,644 | 11,549 | 12,352 | 13,523 | 14,744 |
| CFPS | 2,876 | 3,014 | 2,853 | 2,939 | 2,995 |
| EBITDAPS | 2,592 | 2,594 | 2,773 | 3,199 | 3,249 |
| SPS | 19,121 | 21,370 | 22,003 | 23,689 | 24,391 |
| DPS | 300 | 300 | 300 | 300 | 300 |
| 주가지표(배) | | | | | |
| PER | 11.7 | 10.6 | 13.1 | 9.7 | 9.4 |
| PBR | 1.6 | 1.1 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| PCFR | 5.7 | 4.3 | 5.0 | 4.9 | 4.8 |
| EV/EBITDA | 7.7 | 6.3 | 6.2 | 5.0 | 4.6 |
| PSR | 0.9 | 0.6 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| 재무비율(%) | | | | | |
| ROE | 14.0 | 11.0 | 9.2 | 11.5 | 10.8 |
| ROA | 8.9 | 7.0 | 5.9 | 7.3 | 7.1 |
| ROIC | 12.4 | 9.1 | 7.8 | 10.1 | 10.3 |
| 부채비율 | 60.4 | 56.0 | 58.8 | 55.7 | 51.4 |
| 순부채비율 | 32.9 | 29.8 | 21.8 | 12.6 | 4.4 |
| 이자보상배율(배) | 17.7 | 11.0 | (19.4) | (25.3) | (26.0) |

자료: 하나금융투자

대차대조표

| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 유동자산 | 115.2 | 111.7 | 142.4 | 169.2 | 190.1 |
| 금융자산 | 13.1 | 9.4 | 23.6 | 41.3 | 58.4 |
| 현금성자산 | 13.1 | 9.4 | 23.6 | 41.3 | 58.4 |
| 매출채권 등 | 59.9 | 56.9 | 66.0 | 71.1 | 73.2 |
| 재고자산 | 40.5 | 42.9 | 49.9 | 53.7 | 55.3 |
| 기타유동자산 | 1.7 | 2.5 | 2.9 | 3.1 | 3.2 |
| 비유동자산 | 175.2 | 194.5 | 190.7 | 188.1 | 188.1 |
| 투자자산 | 6.8 | 6.2 | 7.2 | 7.8 | 8.0 |
| 금융자산 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 유형자산 | 163.9 | 183.7 | 179.5 | 176.8 | 177.0 |
| 무형자산 | 2.9 | 2.6 | 2.4 | 1.9 | 1.6 |
| 기타비유동자산 | 1.6 | 2.0 | 1.6 | 1.6 | 1.5 |
| 자산총계 | 290.4 | 306.2 | 333.1 | 357.3 | 378.2 |
| 유동부채 | 91.2 | 64.9 | 76.8 | 80.9 | 81.2 |
| 금융부채 | 57.6 | 28.4 | 28.9 | 30.0 | 29.0 |
| 매입채무 등 | 29.3 | 33.9 | 39.3 | 42.3 | 43.6 |
| 기타유동부채 | 4.3 | 2.6 | 8.6 | 8.6 | 8.6 |
| 비유동부채 | 18.1 | 44.9 | 46.5 | 46.9 | 47.1 |
| 금융부채 | 15.0 | 39.6 | 40.2 | 40.2 | 40.2 |
| 기타비유동부채 | 3.1 | 5.3 | 6.3 | 6.7 | 6.9 |
| 부채총계 | 109.3 | 109.9 | 123.3 | 127.8 | 128.3 |
| 지배주주지분 | 181.0 | 196.4 | 210.0 | 229.9 | 250.7 |
| 자본금 | 85.0 | 85.0 | 85.0 | 85.0 | 85.0 |
| 자본잉여금 | 21.9 | 21.9 | 21.9 | 21.9 | 21.9 |
| 자본조정 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타포괄이익누계액 | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.2) | (0.3) |
| 이익잉여금 | 74.0 | 89.4 | 103.1 | 123.2 | 144.0 |
| 비지배주주지분 | 0.1 | 0.0 | (0.2) | (0.5) | (0.8) |
| 자본총계 | 181.1 | 196.4 | 209.8 | 229.4 | 249.9 |
| 순금융부채 | 59.5 | 58.6 | 45.7 | 29.0 | 10.9 |

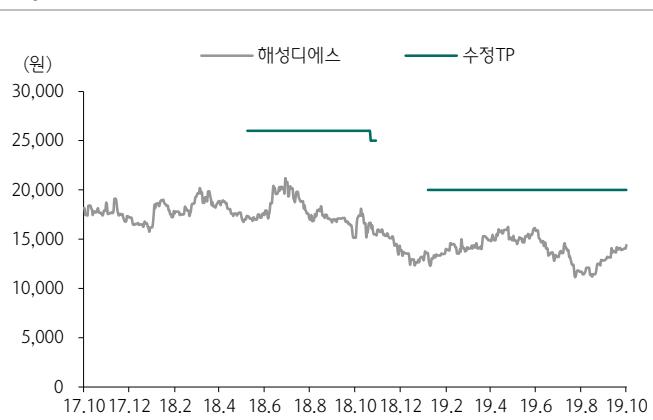
현금흐름표

| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 영업활동 현금흐름 | 23.7 | 36.8 | 38.7 | 41.0 | 44.9 |
| 당기순이익 | 23.9 | 20.7 | 18.5 | 24.9 | 25.6 |
| 조정 | 18.9 | 21.7 | 25.9 | 21.6 | 21.6 |
| 감가상각비 | 10.2 | 17.3 | 23.5 | 23.1 | 23.0 |
| 외환거래손익 | 1.3 | 0.1 | 0.5 | (0.5) | (0.4) |
| 지분법손익 | 0.9 | 0.8 | 0.0 | (0.9) | (1.0) |
| 기타 | 6.5 | 3.5 | 1.9 | (0.1) | 0.0 |
| 영업활동 자산부채 변동 | (19.1) | (5.6) | (5.7) | (5.5) | (2.3) |
| 투자활동 현금흐름 | (36.5) | (29.6) | (20.8) | (19.2) | (21.7) |
| 투자자산감소(증가) | 1.9 | 1.3 | 0.0 | 0.3 | 0.7 |
| 유형자산감소(증가) | (36.5) | (29.8) | (19.4) | (19.9) | (22.8) |
| 기타 | (1.9) | (1.1) | (1.4) | 0.4 | 0.4 |
| 재무활동 현금흐름 | 10.6 | (10.5) | (3.6) | (4.1) | (6.1) |
| 금융부채증가(감소) | 13.4 | (4.6) | 1.1 | 1.0 | (1.0) |
| 자본증가(감소) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | 1.5 | (0.8) | 0.4 | 0.0 | 0.0 |
| 배당지급 | (4.3) | (5.1) | (5.1) | (5.1) | (5.1) |
| 현금의 증감 | (2.5) | (3.7) | 14.1 | 17.8 | 17.1 |
| Unlevered CFO | 48.9 | 51.2 | 48.5 | 50.0 | 50.9 |
| Free Cash Flow | (12.8) | 6.9 | 19.2 | 21.1 | 22.1 |



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

해성디에스



| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 폴리울 | |
|----------|-------|--------|---------|---------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 19.1.21 | BUY | 20,000 | | |
| 18.11.13 | 담당자변경 | | - | - |
| 18.11.5 | BUY | 25,000 | -36.52% | -34.40% |
| 18.5.23 | BUY | 26,000 | -31.35% | -18.65% |

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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(매도)_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% 이상 하락 가능

| 투자등급 | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계 |
|------------|---------|-------------|------------|--------|
| 금융투자상품의 비율 | 89.8% | 10.2% | 0.0% | 100.0% |

* 기준일: 2019년 10월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 10월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2019년 10월 15일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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.