

2023. 04. 18



▲ 전기전자/IT부품장비

Analyst **양승수**  
02. 6454-4875  
seungsoo.yang@meritz.co.kr

**Buy**

**적정주가 (12개월)** **60,000 원**

**현재주가 (4.17)** **49,450 원**

**상승여력** **21.3%**

KOSPI 2,575.91pt

시가총액 8,407억원

발행주식수 1,700만주

유동주식비율 61.34%

외국인비중 15.28%

52주 최고/최저가 73,700원/34,300원

평균거래대금 91.7억원

**주요주주(%)**

해성산업 외 3 인 36.31

국민연금공단 8.23

**주가상승률(%)**

1개월 6.2    6개월 22.4    12개월 -22.7

절대주가 -1.2    5.5    -19.1

**주가그래프**



# 해성디에스 195870

## 전장 프리미엄 반영 필요

- ✓ 1Q23 매출은 컨센서스에 부합, 영업이익은 컨센서스를 10.7% 하회
- ✓ 다만 전장용 리드프레임의 매출은 견조한 수요가 유지되며 전년 동기 대비, 전분기 대비 모두 상승
- ✓ 2023년 전사 감익은 불가피하나 전장용 리드프레임은 고수익성을 유지할 전망
- ✓ 1) 높은 평가가 유지되고 있고, 2) 고수익성 위주의 선별적인 수주가 가능하기 때문
- ✓ 전장에 대한 프리미엄 반영을 고려, 적정주가를 60,000원으로 상향

**1Q23 Review: 우려 대비 양호**

1Q23 매출액은 컨센서스에 부합했지만 영업이익은 컨센서스를 10.7% 하회했다. 매출액 기준 패키지papan(-0.1% YoY, -13.0% QoQ)과 리드프레임(-5.5% YoY, +2.7% QoQ) 모두 우려 대비 상대적으로 양호했다. 특히 전장용 리드프레임의 매출은 견조한 수요가 유지되며 전년 동기 대비, 전분기 대비 모두 상승했다. 다만 평가 하락 및 환율 변동의 영향으로 전사 수익성이 전분기 대비 큰 폭으로 감소했다.

**전장에 대한 프리미엄 반영 필요**

1Q23 실적의 핵심은 전장용 리드프레임이 견조한 수요를 바탕으로 높은 수익성을 유지했다는 점이다. 당사는 전장용 리드프레임의 고수익성이 올해 지속될 것으로 전망하는데 1) 다른 제품들과 달리 평가가 하락하지 않았고, 2) 견조한 수요를 바탕으로 고수익성 위주의 선별적인 수주가 가능하기 때문이다. 전장 매출 비중이 4Q22 기준 49%인 대만 경쟁사 SDI Corporation의 경우 2,3월 매출이 전년대비 각각 3.7%, 5.3% 상승했다. 동사 또한 IT용 리드프레임과 패키지papan의 지속적인 재고조정과 공급단가 하락으로 전년 대비 실적 부진은 불가피하나 전장용 리드프레임의 매출은 올해 6.6% 성장 가능할 것으로 전망한다.

**투자의견 Buy, 적정주가 60,000원 제시**

실적 추정치(2023년 EPS 6,985원→6,626원)를 소폭 하향했음에도 불구하고, 적정주가를 60,000원으로 13.2% 상향한다. 프리미엄이 입증된 전장에 대한 가치 반영을 고려, 멀티플을 과거 4개년치 저점 평균 멀티플(7.5배)에서 평균 멀티플(8.9배)로 상향 조정했기 때문이다. 전장 매출 비중이 높은 대만 경쟁사들의 경우 동사와 달리 고멀티플을 인정받고 있다. 올해 동사의 전장 매출 비중이 38.7%까지 상승한다는 점에서 현재 주가는(12M Fwd Per 7.5배) 지나친 저평가 국면이라고 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	458.8	43.5	30.0	1,764	64.5	13,638	13.8	1.8	6.7	13.6	65.3
2021	655.4	86.3	71.3	4,192	136.9	17,313	11.7	2.8	7.4	27.1	61.4
2022	839.4	204.4	159.4	9,376	124.3	26,312	3.8	1.4	2.4	43.0	47.5
2023E	802.9	135.7	112.6	6,626	-29.3	32,037	7.5	1.5	4.0	22.7	42.1
2024E	906.1	153.2	122.1	7,181	8.4	38,318	6.9	1.3	3.5	20.4	38.6

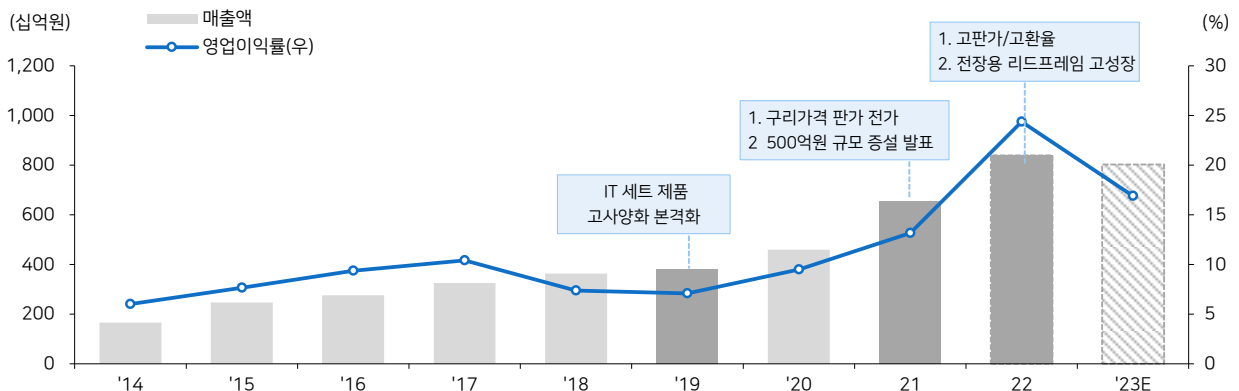
(십억원)	1Q23P	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	192.4	199.6	-3.6%	199.2	-3.4%	191.5	0.5%	190.1	1.2%
영업이익	31.1	48.3	-35.7%	44.6	-30.3%	34.8	-10.7%	34.1	-8.8%
세전이익	35.4	51.2	-30.8%	28.1	26.1%	36.7	-3.5%	35.9	-1.4%
지배주주 순이익	27.3	39.8	-31.3%	22.4	22.1%	28.6	-4.4%	28.2	-3.1%
영업이익률(%)	16.2%	24.2%		22.4%		18.2%		17.9%	
지배주주 순이익률(%)	14.2%	7.1%		11.2%		14.9%		14.8%	

자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E
환율	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,305	1,260	1,230	1,144	1,290	1,268
매출액	199.6	216.2	224.3	199.2	192.4	185.8	209.3	215.4	655.4	839.3	802.9
(%, QoQ)	6.5%	8.3%	3.7%	-11.2%	-3.4%	-3.4%	12.6%	2.9%			
(%, YoY)	45.2%	35.6%	31.2%	6.2%	-3.6%	-14.1%	-6.7%	8.1%	42.9%	28.1%	-4.3%
Leadframe	131.8	142.0	143.8	121.3	124.6	121.1	136.2	139.7	445.2	538.9	521.6
전장용	65.7	73.5	77.8	74.3	75.6	75.7	80.7	78.4	219.9	291.3	310.4
IT용	66.1	68.5	66.0	47.0	49.0	45.4	55.5	61.3	225.3	247.5	211.2
Package Substrate	67.9	74.2	80.5	77.9	67.8	64.7	73.1	75.7	210.2	300.5	281.3
영업이익	48.3	54.1	57.4	44.6	31.1	29.6	38.0	37.0	86.3	204.4	135.7
(%, QoQ)	61.6%	11.9%	6.1%	-22.3%	-30.3%	-4.9%	28.6%	-2.8%			
(%, YoY)	375.6%	196.5%	104.9%	49.1%	-35.7%	-45.3%	-33.7%	-17.1%	98.4%	136.8%	-33.6%
영업이익률(%)	24.2%	25.0%	25.6%	22.4%	16.2%	15.9%	18.2%	17.2%	13.2%	24.4%	16.9%
세전이익	51.2	59.3	66.8	28.1	35.4	31.1	39.6	38.5	89.5	205.3	144.4
지배주주순이익	39.8	45.8	51.5	22.4	27.3	23.2	31.6	30.5	71.3	159.4	112.6
지배주주순이익률(%)	19.9%	21.2%	22.9%	11.2%	14.2%	12.5%	15.1%	14.2%	10.9%	19.0%	14.0%

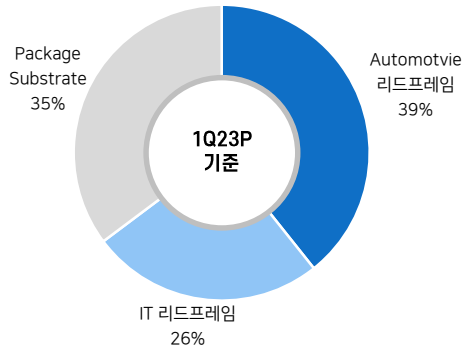
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 해성디에스 연도별 실적 추이 및 전망



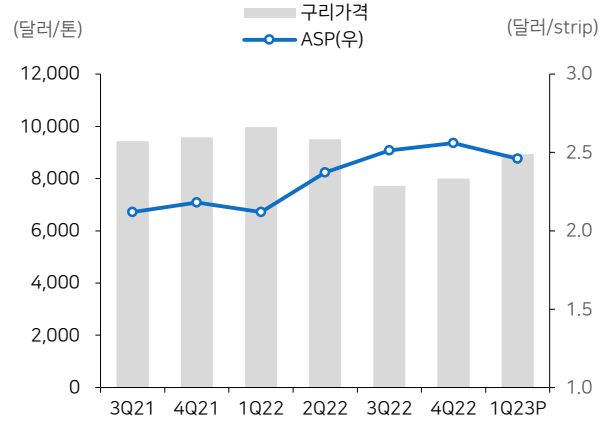
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 해성디에스 사업별 매출 비중



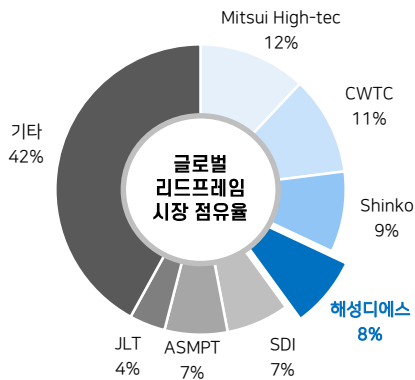
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 구리가격 및 해성디에스 ASP 추이



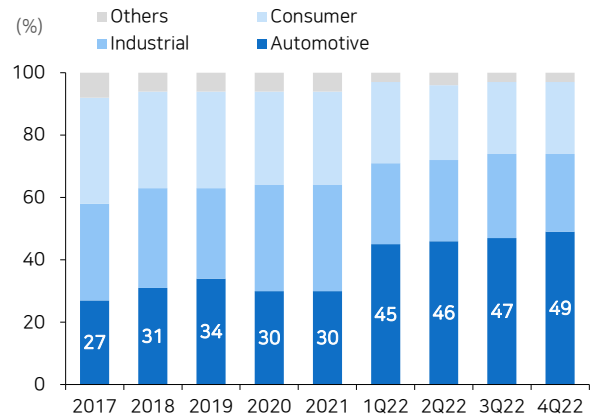
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 글로벌 리드프레임 시장점유율



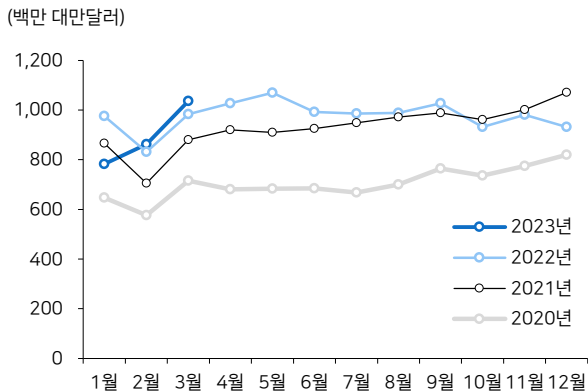
자료: CWTC, 메리츠증권 리서치센터

그림5 대만 경쟁사 SDI Corporation 전방시장 매출 비중



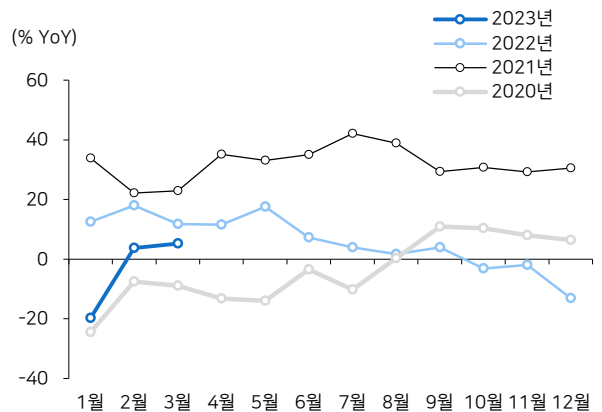
자료: SDI Corporation, 메리츠증권 리서치센터

그림6 SDI Corporation 월별 매출액



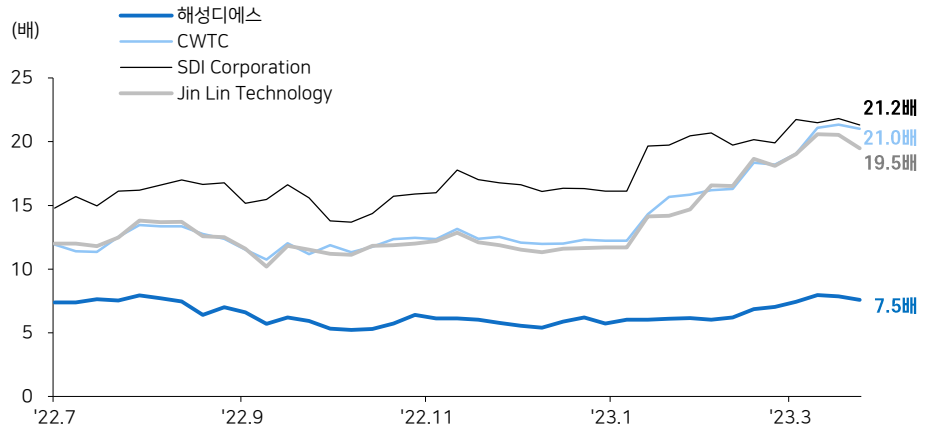
자료: SDI Corporation, 메리츠증권 리서치센터

그림7 SDI Corporation YoY 성장률



자료: SDI Corporation, 메리츠증권 리서치센터

그림8 글로벌 리드프레임 Peer 12MF PER 밸류에이션 비교



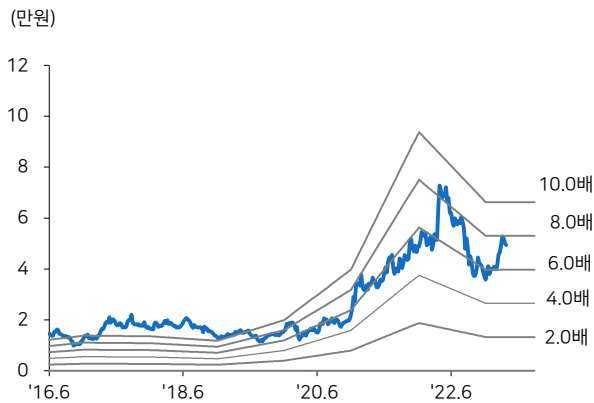
주: 대만 업체 Bloomberg 컨센서스, 해성디에스 당사 추정치 기준  
 자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 해성디에스 적정주가 산정표

(원)	값	비고
EPS	6,796	12MF EPS
적정배수 (배)	8.9	2019년~2022년 멀티플
적정가치	60,488	
<b>적정주가</b>	<b>60,000</b>	
현재주가	49,450	
<b>상승여력 (%)</b>	<b>21.3%</b>	

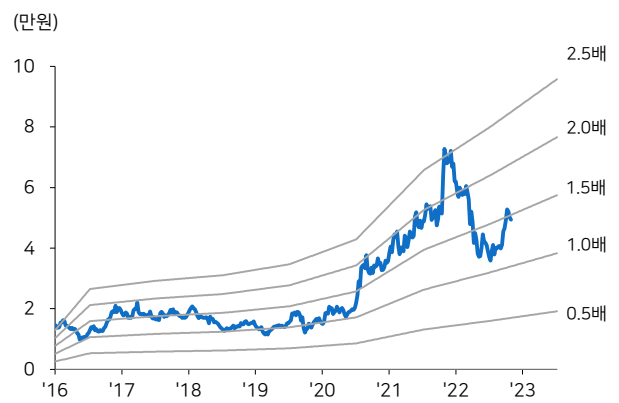
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 해성디에스 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림10 해성디에스 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

## 해성디에스 (195870)

### Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>458.8</b>	<b>655.4</b>	<b>839.4</b>	<b>802.9</b>	<b>906.1</b>
매출액증가율 (%)	20.3	42.9	28.1	-4.3	12.9
매출원가	383.0	519.7	574.1	612.5	692.2
매출총이익	75.8	135.7	265.2	190.4	213.9
판매관리비	32.2	49.3	60.8	54.8	60.7
<b>영업이익</b>	<b>43.5</b>	<b>86.3</b>	<b>204.4</b>	<b>135.7</b>	<b>153.2</b>
영업이익률	9.5	13.2	24.4	16.9	16.9
금융손익	-1.4	-1.1	-0.4	1.3	2.4
중속/관계기업손익	-1.9	-0.8	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.5	5.1	1.3	7.4	-1.1
세전계속사업이익	37.8	89.5	205.3	144.4	154.5
법인세비용	7.8	18.5	45.9	31.8	32.5
<b>당기순이익</b>	<b>30.0</b>	<b>71.1</b>	<b>159.4</b>	<b>112.6</b>	<b>122.1</b>
지배주주지분 순이익	30.0	71.3	159.4	112.6	122.1

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>44.4</b>	<b>57.1</b>	<b>196.9</b>	<b>165.7</b>	<b>162.8</b>
당기순이익(손실)	30.0	71.1	159.4	112.6	122.1
유형자산상각비	27.2	32.4	38.0	53.6	54.1
무형자산상각비	0.6	0.6	1.0	1.3	1.3
운전자본의 증감	-24.7	-62.5	-40.4	5.6	-15.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-38.8</b>	<b>-33.5</b>	<b>-122.5</b>	<b>-92.4</b>	<b>-126.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-36.8	-27.6	-78.1	-100.0	-120.0
투자자산의감소(증가)	0.9	0.8	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>9.8</b>	<b>-17.8</b>	<b>-27.3</b>	<b>7.8</b>	<b>-10.3</b>
차입금의 증감	15.1	-8.2	-2.2	23.1	5.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	15.4	5.9	47.0	81.0	26.2
기초현금	8.0	23.4	29.3	76.3	157.3
기말현금	23.4	29.3	76.3	157.3	183.5

### Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>174.0</b>	<b>256.0</b>	<b>371.3</b>	<b>439.5</b>	<b>502.0</b>
현금및현금성자산	23.4	29.3	76.3	157.3	183.5
매출채권	78.8	130.4	137.4	131.4	148.3
재고자산	64.7	88.7	115.6	110.6	124.8
<b>비유동자산</b>	<b>209.2</b>	<b>219.0</b>	<b>288.3</b>	<b>334.6</b>	<b>400.7</b>
유형자산	201.1	207.8	253.6	300.0	365.8
무형자산	3.2	6.1	20.1	20.0	20.2
투자자산	1.6	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자산총계</b>	<b>383.2</b>	<b>475.0</b>	<b>659.6</b>	<b>774.1</b>	<b>902.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>120.0</b>	<b>154.8</b>	<b>196.5</b>	<b>188.8</b>	<b>214.5</b>
매입채무	26.7	33.2	27.8	26.6	30.0
단기차입금	38.4	41.0	41.2	61.2	66.2
유동성장기부채	19.5	14.3	21.9	0.0	4.4
<b>비유동부채</b>	<b>31.4</b>	<b>25.8</b>	<b>15.9</b>	<b>40.7</b>	<b>36.7</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	28.1	22.6	8.4	33.4	29.0
<b>부채총계</b>	<b>151.4</b>	<b>180.6</b>	<b>212.3</b>	<b>229.5</b>	<b>251.3</b>
<b>자본금</b>	<b>85.0</b>	<b>85.0</b>	<b>85.0</b>	<b>85.0</b>	<b>85.0</b>
<b>자본잉여금</b>	<b>21.8</b>	<b>21.8</b>	<b>21.8</b>	<b>21.8</b>	<b>21.8</b>
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0
이익잉여금	125.1	187.5	340.5	437.9	544.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>231.8</b>	<b>294.3</b>	<b>447.3</b>	<b>544.6</b>	<b>651.4</b>

### Key Financial Data

	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	26,985	38,551	49,374	47,230	53,301
EPS(지배주주)	1,764	4,192	9,376	6,626	7,181
CFPS	4,491	7,652	15,424	11,209	12,275
EBITDAPS	4,192	7,016	14,320	11,209	12,275
BPS	13,638	17,313	26,312	32,037	38,318
DPS	450	600	900	900	900
배당수익률(%)	1.8	1.2	2.5	1.8	1.8
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	13.8	11.7	3.8	7.5	6.9
PCR	5.4	6.4	2.3	4.4	4.0
PSR	0.9	1.3	0.7	1.0	0.9
PBR	1.8	2.8	1.4	1.5	1.3
EBITDA	71.3	119.3	243.4	190.6	208.7
EV/EBITDA	6.7	7.4	2.4	4.0	3.5
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	13.6	27.1	43.0	22.7	20.4
EBITDA 이익률	15.5	18.2	29.0	23.7	23.0
부채비율	65.3	61.4	47.5	42.1	38.6
금융비용부담률	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
이자보상배율(x)	27.6	61.1	105.8	51.6	50.2
매출채권회전율(x)	6.4	6.3	6.3	6.0	6.5
재고자산회전율(x)	8.1	8.5	8.2	7.1	7.7

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**해성디에스 (195870) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

