

2023. 06. 19



▲ 전기전자/IT부품장비

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

Buy

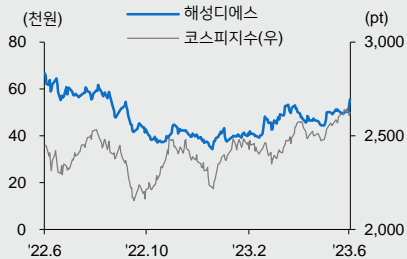
적정주가 (12개월)	66,000 원
현재주가 (6.16)	55,700 원
상승여력	18.5%

KOSPI	2,625.79pt
시가총액	9,469억원
발행주식수	1,700만주
유동주식비율	61.34%
외국인비중	15.14%
52주 최고/최저가	65,900원/34,300원
평균거래대금	79.3억원

주요주주(%)	
해성산업 외 3 인	36.31
국민연금공단	8.23

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	25.5	42.8	-15.5
상대주가	18.5	28.4	-21.1

주가그래프



해성디에스 195870

DDR5 매출 상승 + 밸류에이션 매력 부각

- ✓ 2Q23 매출액과 영업이익 모두 컨센서스에 부합할 전망
- ✓ 견조한 전장용 리드프레임 매출액에 힘입어 1Q23에 이어 기판 동종업체 대비 상대적 고수익성 유지 예상
- ✓ 하반기 수익성 회복 측면에서 1) DDR5의 가파른 매출 상승과 2) 견조한 전장용 리드프레임 수요로 눈높이를 상향
- ✓ 2023년과 2024년 실적 추정치 상향을 반영, 적정주가를 66,000원으로 상향

2Q23 Preview: 상대적 고익성 유지 예상

2Q23 매출액(1,848억원)과 영업이익 291억원은 각각 컨센서스에 부합할 전망이다. 1Q23에 이어서 견조한 전장용 리드프레임 매출액(+7.3% YoY, +4.3% QoQ)에 힘입어 악화된 기판 업황에도 상대적 고수익성을 예상한다. 다만 패키지기판(-16.6% YoY, -8.7% QoQ)과 IT용 리드프레임(-35.7% YoY, -10.2% QoQ)은 1Q23 대비 추가적인 매출액 감소를 전망한다. 패키지기판은 전방 고객사 감산의 영향이, IT용 리드프레임은 지속적인 재고조정의 영향이 존재하는 상황이다.

기대보다 가파른 DDR5 매출 상승 → 하반기 회복 눈높이 상향

패키지기판 내 DDR5의 성장(DDR5 매출 4Q22 34억원 → 1Q23 97억원 → 2Q23E 170억원 전망)이 예상보다 가파르다. DDR5 자체적인 단가 상승 효과와 고객사 내 추가 모델 승인이 맞물린 효과이다. 또한 DDR5부터는 동사 릴투릴 생산 방식의 생산성과 원가경쟁력에 힘입어 고객사 내 점유율이 높아진 것으로 파악된다. 2023년 연간 기준 DDR5의 패키지기판 내 매출 비중은 28.8%(vs 2022년 3.6%)를 전망한다. DDR5의 매출 증대와 견조한 수요가 유지되는 전장용 리드프레임의 고수익성을 감안해, 수익성 측면에서 하반기 실적 회복에 대한 눈높이를 상향한다(2H23 OPM 추정치 17.4% → 17.9%).

투자의견 Buy, 적정주가 66,000원 상향 제시

실적 추정치 상향 (2023년 EPS 6,583원→6,654원, 2024년 EPS 7,660원→7,994원)과 12개월 선행 EPS에서 2024년 비중 확대를 반영, 적정주가를 66,000원으로 10.0% 상향한다. 동사 현 주가는 12M Fwd Per 7.7배로 동사 과거 4년 평균(8.9배)보다 할인돼서 거래되고 있으며 Peer 업체(표3,4) 대비해서도 현저히 낮은 밸류에이션을 받고 있다. 최근 주가 상승에도 불구하고 저평가 국면이라고 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	801.8	136.1	113.1	6,654	-29.0	32,065	8.4	1.7	4.6	22.8	42.1
2024E	910.1	170.1	135.9	7,994	20.1	39,159	7.0	1.4	3.7	22.4	37.8
2025E	1,098.4	220.2	174.8	10,281	28.6	48,540	5.4	1.1	2.6	23.4	32.5

표1 해성디에스 2Q23 Preview

(십억원)	2Q23E	2Q21	(% YoY)	1Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	184.8	216.2	-14.5%	192.4	-4.0%	184.8	0.0%
영업이익	29.1	54.1	-46.2%	31.1	-6.4%	29.7	-2.1%
세전이익	30.6	59.3	-48.3%	35.4	-13.3%	31.1	-1.5%
지배주주 순이익	22.8	45.8	-50.3%	27.3	-16.5%	23.8	-4.4%
영업이익률(%)	15.8%	25.0%		16.2%		16.1%	
지배주주 순이익률(%)	12.3%	21.2%		14.2%		12.9%	

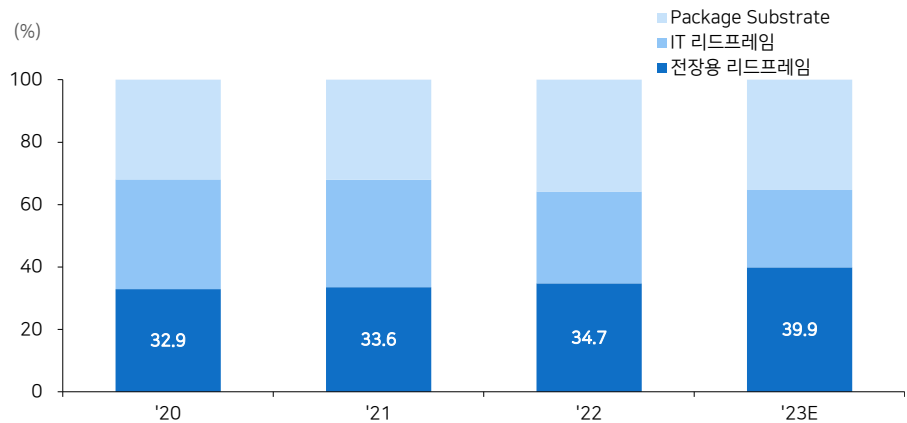
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

표2 해성디에스 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2023E
환율	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,320	1,280	1,250	1,290	1,281	1,235
매출액	199.6	216.2	224.3	199.2	192.4	184.8	214.5	210.2	839.3	801.8	910.1
(%, QoQ)	6.5%	8.3%	3.7%	-11.2%	-3.4%	-4.0%	16.1%	-2.0%			
(%, YoY)	45.2%	35.6%	31.2%	6.2%	-3.6%	-14.5%	-4.4%	5.5%	28.1%	-4.5%	13.5%
Leadframe	131.8	142.0	143.8	121.3	124.6	122.5	139.4	132.1	538.9	518.6	581.2
전장용	65.7	73.5	77.8	74.3	75.6	78.1	85.8	80.6	291.3	320.0	
IT용	66.1	68.5	66.0	47.0	49.0	44.4	53.7	51.5	247.5	198.6	
Package Substrate	67.9	74.2	80.5	77.9	67.8	62.3	75.1	78.1	300.5	283.3	328.9
영업이익	48.3	54.1	57.4	44.6	31.1	29.1	39.0	37.0	204.4	136.1	170.1
(%, QoQ)	61.6%	11.9%	6.1%	-22.3%	-30.3%	-6.4%	33.8%	-5.2%			
(%, YoY)	375.6%	196.5%	104.9%	49.1%	-35.7%	-46.2%	-32.1%	-17.2%	136.8%	-33.4%	25.0%
영업이익률(%)	24.2%	25.0%	25.6%	22.4%	16.2%	15.8%	18.2%	17.6%	24.4%	17.0%	18.7%
세전이익	51.2	59.3	66.8	28.1	35.4	30.6	40.5	38.5	205.3	145.0	172.0
지배주주순이익	39.8	45.8	51.5	22.4	27.3	22.7	32.6	30.6	159.4	113.1	135.9
지배주주순이익률(%)	19.9%	21.2%	22.9%	11.2%	14.2%	12.3%	15.2%	14.5%	19.0%	14.1%	14.9%

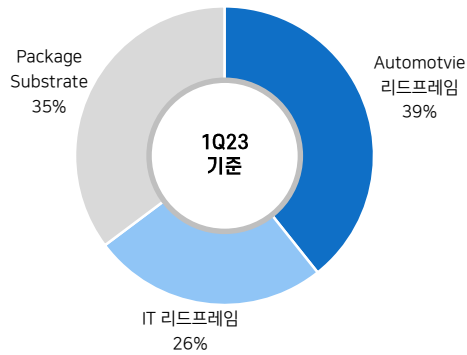
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 해성디에스 제품군별 매출 비중 추이



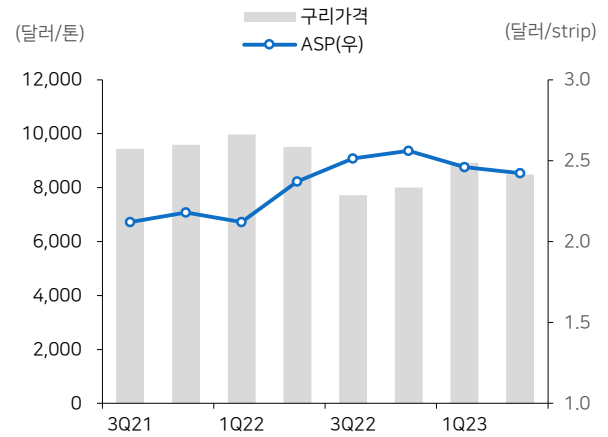
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 해성디에스 사업부문별 매출 비중



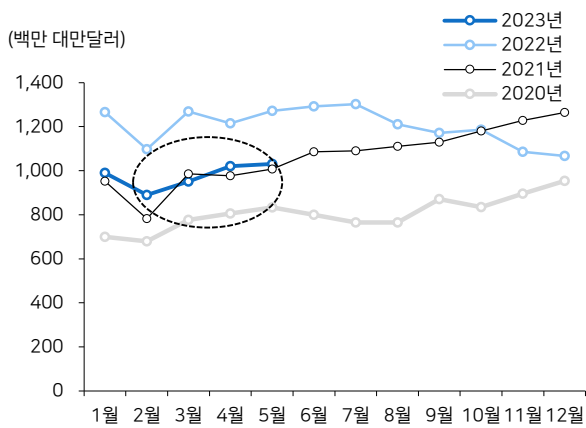
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 구리가격 및 해성디에스 ASP 추이 및 전망



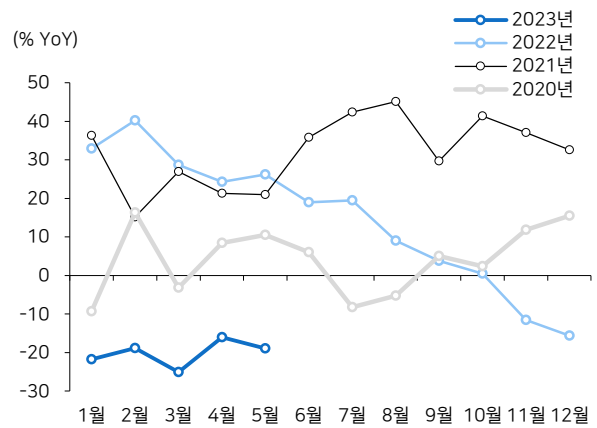
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 대만 CWTC 월별 매출액



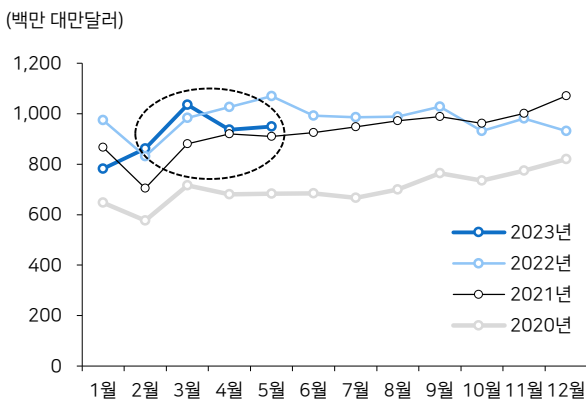
자료: CWTC, 메리츠증권 리서치센터

그림5 CWTC YoY 성장률



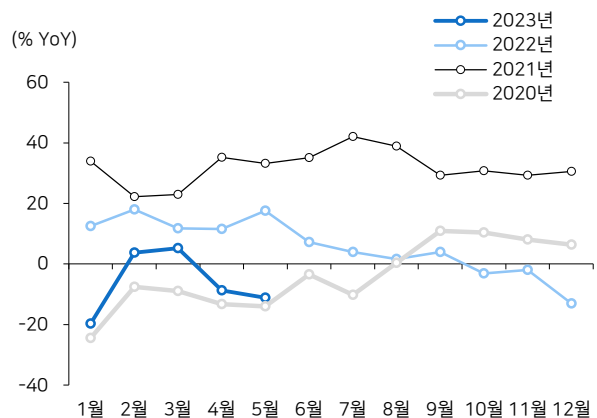
자료: SDI Corporation, 메리츠증권 리서치센터

그림6 SDI Corporation 월별 매출액



자료: SDI Corporation, 메리츠증권 리서치센터

그림7 SDI Corporation YoY 성장률



자료: SDI Corporation, 메리츠증권 리서치센터

표3 리드프레임 Peer Valuation

Leadframe	PER(배)		PBR(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액		영업이익		EV/EBITDA(배)		시가총액 (백만달러)
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	
	해성디에스	8.4	7.0	1.7	1.4	-29.0	20.1	22.8	22.4	802	910	136	170	4.6	
Mitsui High-tec	22.3	16.3	3.5	3.0	-21.8	37.9	18.6	21.3	1,410	1,684	154	204	10.9	8.6	2,543
CWTC	19.6	15.9	N/A	N/A	-30.6	23.1	17.5	N/A	421	N/A	73	N/A	N/A	N/A	1,284
SDI Corporation	22.3	17.4	3.1	2.9	5.9	26.0	16.0	17.7	389	439	44	57	11.5	10.0	736
Shinko Electric	20.2	15.5	3.1	2.7	2.3	30.6	13.4	15.5	1,926	2,206	390	504	7.5	5.6	5,401

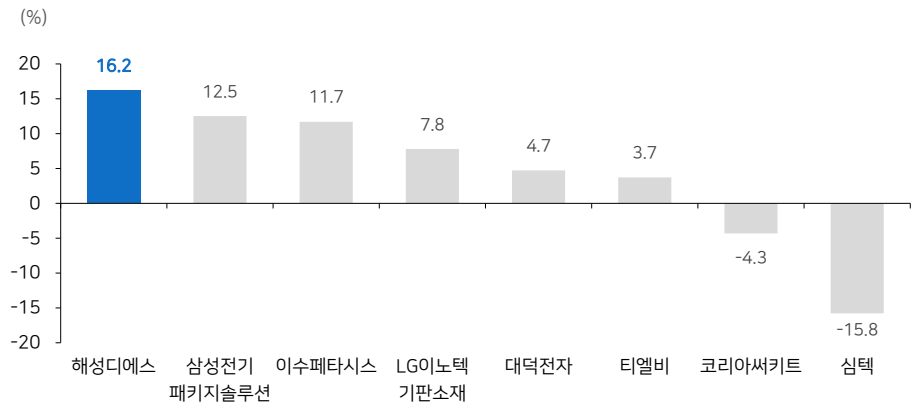
주: 해성디에스는 당사 추정치, 기타 업체는 Bloomberg 컨센서스 기준
 국내업체는 십억원, 해외업체는 백만달러 기준.
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 국내 기판 Peer valuation

국내 기판	PER(배)		PBR(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액		영업이익		EV/EBITDA(배)		시가총액 (백만달러)
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	
	해성디에스	8.4	7.0	1.7	1.4	-29.0	20.1	22.8	22.4	802	910	136	170	4.6	
대덕전자	16.1	9.7	1.7	1.4	-48.5	66.3	10.6	16.0	1,035	1,234	106	187	5.6	3.8	1,149
코리아씨키트	29.0	7.0	1.0	0.9	-74.9	314.0	3.1	11.8	1,463	1,662	15	82	N/A	N/A	337
심텍	N/A	9.4	1.9	1.6	적전	흑전	-1.6	18.8	1,073	1,299	-12	160	14.6	4.0	866
티엘비	20.2	11.3	2.1	1.8	-58.5	78.3	10.7	16.9	147	169	11	21	11.7	7.2	201
이수페타시스	18.0	14.7	4.8	3.6	-23.8	22.4	30.3	28.1	528	592	78	97	13.0	10.2	1,099

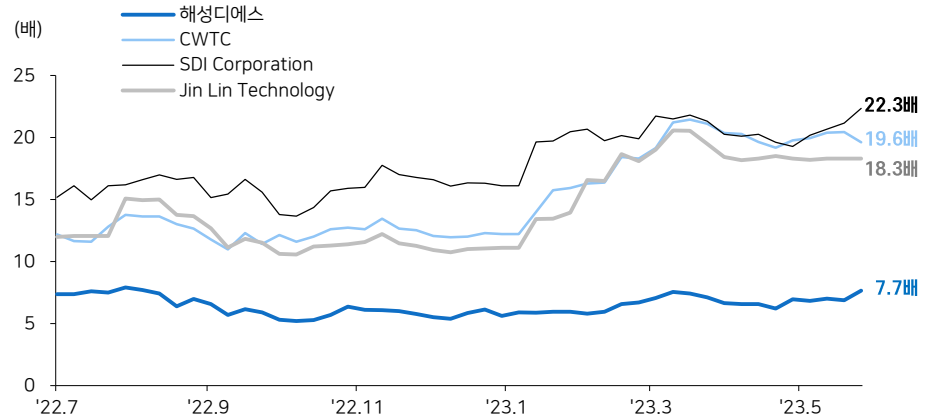
주: 해성디에스는 당사 추정치, 기타 업체는 Bloomberg 컨센서스 기준
 국내업체는 십억원, 해외업체는 백만달러 기준.
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 국내 기판 업체 1Q23 영업이익률 비교



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림9 글로벌 리드프레임 Peer 12MF PER 밸류에이션 비교



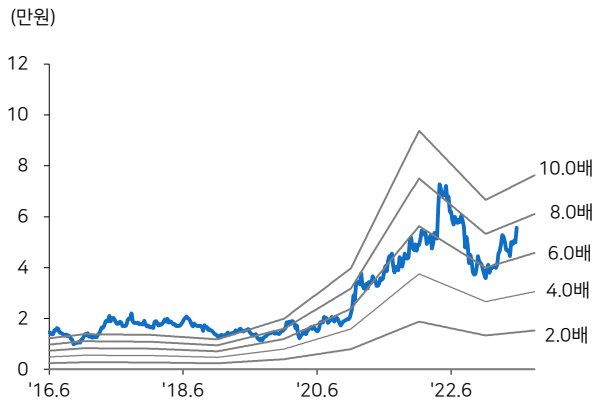
주: 대만 업체 Bloomberg 컨센서스, 해성디에스 당사 추정치 기준
 자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 해성디에스 적정주가 산정표

(원)	값	비고
EPS	7,324	12MF EPS
적정배수 (배)	8.9	2019년~2022년 멀티플
적정가치	65,503	
적정주가	66,000	
현재주가	55,700	
상승여력 (%)	18.5%	

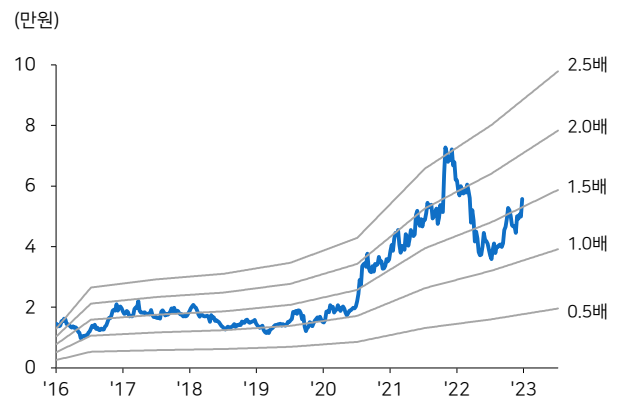
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 해성디에스 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림11 해성디에스 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

해성디에스 (195870)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	655.4	839.4	801.8	910.1	1,098.4
매출액증가율 (%)	42.9	28.1	-4.5	13.5	20.7
매출원가	519.7	574.1	609.5	678.1	799.6
매출총이익	135.7	265.2	192.4	232.0	298.8
판매관리비	49.3	60.8	56.3	61.8	78.6
영업이익	86.3	204.4	136.1	170.1	220.2
영업이익률	13.2	24.4	17.0	18.7	20.1
금융손익	-1.1	-0.4	1.4	2.6	4.6
중속/관계기업손익	-0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	5.1	1.3	7.5	-0.7	-0.7
세전계속사업이익	89.5	205.3	145.0	172.0	224.1
법인세비용	18.5	45.9	31.9	36.1	49.3
당기순이익	71.1	159.4	113.1	135.9	174.8
지배주주지분 손이익	71.3	159.4	113.1	135.9	174.8

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	256.0	371.3	443.7	518.3	670.9
현금및현금성자산	29.3	76.3	161.9	198.4	284.8
매출채권	130.4	137.4	131.2	148.9	179.7
재고자산	88.7	115.6	110.4	125.4	151.3
비유동자산	219.0	288.3	330.7	399.3	422.5
유형자산	207.8	253.6	296.1	364.5	387.2
무형자산	6.1	20.1	20.0	20.2	20.6
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	475.0	659.6	774.4	917.6	1,093.4
유동부채	154.8	196.5	188.6	215.2	251.5
매입채무	33.2	27.8	26.6	30.2	36.4
단기차입금	41.0	41.2	61.2	66.2	56.2
유동성장기부채	14.3	21.9	0.0	4.4	20.8
비유동부채	25.8	15.9	40.7	36.8	16.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	22.6	8.4	33.4	29.0	8.2
부채총계	180.6	212.3	229.3	251.9	268.2
자본금	85.0	85.0	85.0	85.0	85.0
자본잉여금	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8
기타포괄이익누계액	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
이익잉여금	187.5	340.5	438.3	558.9	718.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	294.3	447.3	545.1	665.7	825.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	57.1	196.9	160.1	173.0	205.4
당기순이익(손실)	71.1	159.4	113.1	135.9	174.8
유형자산상각비	32.4	38.0	47.5	51.6	57.3
무형자산상각비	0.6	1.0	1.3	1.3	1.4
운전자본의 증감	-62.5	-40.4	5.7	-16.6	-28.8
투자활동 현금흐름	-33.5	-122.5	-82.3	-126.2	-89.3
유형자산의증가(CAPEX)	-27.6	-78.1	-90.0	-120.0	-80.0
투자자산의감소(증가)	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-17.8	-27.3	7.8	-10.3	-29.7
차입금의 증감	-8.2	-2.2	23.1	5.0	-14.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	5.9	47.0	85.6	36.5	86.4
기초현금	23.4	29.3	76.3	161.9	198.4
기말현금	29.3	76.3	161.9	198.4	284.8

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	38,551	49,374	47,167	53,535	64,609
EPS(지배주주)	4,192	9,376	6,654	7,994	10,281
CFPS	7,652	15,424	10,876	13,122	16,407
EBITDAPS	7,016	14,320	10,876	13,122	16,407
BPS	17,313	26,312	32,065	39,159	48,540
DPS	600	900	900	900	900
배당수익률(%)	1.2	2.5	1.6	1.6	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	11.7	3.8	8.4	7.0	5.4
PCR	6.4	2.3	5.1	4.2	3.4
PSR	1.3	0.7	1.2	1.0	0.9
PBR	2.8	1.4	1.7	1.4	1.1
EBITDA	119.3	243.4	184.9	223.1	278.9
EV/EBITDA	7.4	2.4	4.6	3.7	2.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	27.1	43.0	22.8	22.4	23.4
EBITDA 이익률	18.2	29.0	23.1	24.5	25.4
부채비율	61.4	47.5	42.1	37.8	32.5
금융비용부담률	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	61.1	105.8	51.8	55.7	75.6
매출채권회전율(x)	6.3	6.3	6.0	6.5	6.7
재고자산회전율(x)	8.5	8.2	7.1	7.7	7.9

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 추천 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 하시기를 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

