

2023. 07. 27



▲ 전기전자/IT부품장비

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

Buy

적정주가 (12개월) **79,000 원**

현재주가 (7.26) **69,000 원**

상승여력 **14.5%**

KOSPI	2,592.36pt
시가총액	11,730억원
발행주식수	1,700만주
유동주식비율	61.34%
외국인비중	13.83%
52주 최고/최저가	72,300원/34,300원
평균거래대금	117.5억원

주요주주(%)

해성산업 외 3인	36.31
국민연금공단	10.41

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	22.6	74.9	22.3
상대주가	22.1	66.6	13.9

주가그래프



해성디에스 195870

높아진 이익 체력, 수요 회복 기대감도 유효

- ✓ 2Q23 매출은 컨센서스에 부합, 영업이익은 컨센서스를 23.3% 상회
- ✓ 전장용 리드프레임 및 DDR5 중심의 Blended ASP 개선과 전사적인 비용 절감 노력이 반영되었기 때문
- ✓ 업황 회복을 통한 수요 반등으로 하반기에도 높아진 이익 레벨 기초는 유지될 전망
- ✓ 1) 유의미한 DDR5 매출 상승과 2) 전장용 리드프레임 고수익성 유지도 하반기 동사의 투자 포인트
- ✓ 실적 추정치와 멀티플 상향을 반영, 적정주가를 79,000원으로 상향

2Q23 Review: 영업이익 기준 컨센서스 상회

2Q23 매출액은 컨센서스에 부합했지만 영업이익은 컨센서스를 23.3% 상회했다. 제품군 중 패키지판 매출액이 DDR4 재고소진과 DDR5 매출 비중 상승으로 675억원(-0.4% QoQ, -9.0% YoY)의 양호한 실적을 기록했다. 다만 IT항 리드프레임 매출액이 IT 세트 수요 악화로 인해 2020년 코로나 이전 수준으로 회귀했다. 영업이익은 1) 전장용 리드프레임 및 DDR5 중심의 Blended ASP 개선(당사 추정 +5.7% QoQ)과 2) 전사적인 비용 절감 노력으로 전분기 대비 +14.8% 개선되었다.

높아진 이익 레벨, 수요 회복과 함께 더욱 기대되는 하반기

동사는 악화된 수요에도 불구하고 경쟁사 대비 압도적인 영업이익률(그림7)을 기록 중이다. 이는 경쟁사와는 다른 생산 공법(원가 절감), DDR5 매출 상승, 높은 전장 매출 비중이 반영되고 있기 때문이다. 하반기에도 동사의 높아진 이익 레벨 기초는 유지될 전망이다. 패키지 기판과 리드프레임 모두 상반기 대비 하반기, 전방 업황의 회복을 통한 수요 회복이 예상되기 때문이다. 특히 동사의 Blended ASP 개선을 주도하는 DDR5의 경우 자체적인 침투율 상승 효과와 함께 다른 고객사로의 공급 모델 확대를 통해 올해 600억원 이상의 매출이 가능할 전망이다. 또한 동사의 주요 전장 고객사인 NXP가 최근 실적 발표에서 차량용 반도체 업황 호조에 대해 언급한 만큼, 전장용 리드프레임의 고수익성 또한 하반기에도 지속될 전망이다.

투자의견 Buy, 적정주가 79,000원 제시

1) 실적 추정치 상향(2023년 EPS 6,654원→6,801원, 2024년 EPS 7,994원→8,351원)과 멀티플 상향을 반영, 적정주가를 79,000원으로 19.7% 상향한다. 본격적인 수요 회복 구간에 진입했음을 고려, 과거 평균 멀티플에서 피크 아웃 우려가 부각되었던 2022년을 제외하였다. 높아진 이익레벨에도 불구하고 여전히 경쟁사 대비 낮은 멀티플(표4)이 유지되고 있기 때문에, 추가 상승 여력이 충분하다고 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	770.2	139.2	115.6	6,801	-27.5	32,212	10.1	2.1	5.7	23.2	40.9
2024E	888.3	176.6	142.0	8,351	22.8	39,664	8.3	1.7	4.5	23.2	36.8
2025E	1,014.6	212.5	169.8	9,987	19.6	48,751	6.9	1.4	3.4	22.6	30.7

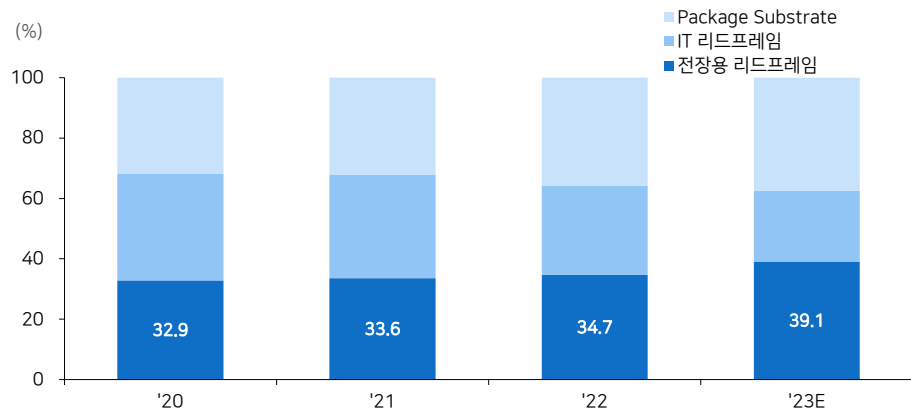
(십억원)	2Q23P	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	179.2	216.2	-17.1%	192.4	-6.9%	179.7	-0.3%	184.8	-3.0%
영업이익	35.7	54.1	-34.0%	31.1	14.8%	29.0	23.3%	29.1	22.7%
세전이익	36.2	59.3	-38.9%	35.4	2.4%	29.5	22.8%	30.6	18.3%
지배주주 순이익	29.4	45.8	-35.8%	27.3	7.8%	22.9	28.7%	22.8	28.9%
영업이익률(%)	19.9%	25.0%		16.2%		16.1%		15.7%	
지배주주 순이익률(%)	16.4%	7.1%		14.2%		12.7%		12.3%	

자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E
환율	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,315	1,283	1,260	1,290	1,283	1,235
매출액	199.6	216.2	224.3	199.2	192.4	179.2	193.9	204.8	839.3	770.2	888.3
(%, QoQ)	6.5%	8.3%	3.7%	-11.2%	-3.4%	-6.9%	8.2%	5.6%			
(%, YoY)	45.2%	35.6%	31.2%	6.2%	-3.6%	-17.1%	-13.6%	2.8%	28.1%	-8.2%	15.3%
Leadframe	131.8	142.0	143.8	121.3	124.6	111.7	118.1	126.8	538.9	481.2	552.7
전장용	65.7	73.5	77.8	74.3	75.6	70.1	77.5	78.2	291.3	301.4	
IT용	66.1	68.5	66.0	47.0	49.0	41.6	40.7	48.6	247.5	179.8	
Package Substrate	67.9	74.2	80.5	77.9	67.8	67.5	75.7	78.0	300.5	289.0	335.6
영업이익	48.3	54.1	57.4	44.6	31.1	35.7	38.6	41.6	204.4	147.0	176.6
(%, QoQ)	61.6%	11.9%	6.1%	-22.3%	-30.3%	14.8%	8.2%	7.8%			
(%, YoY)	375.6%	196.5%	104.9%	49.1%	-35.7%	-34.0%	-32.7%	-6.7%	136.8%	-28.1%	20.1%
영업이익률(%)	24.2%	25.0%	25.6%	22.4%	16.2%	19.9%	19.9%	20.3%	24.4%	19.1%	19.9%

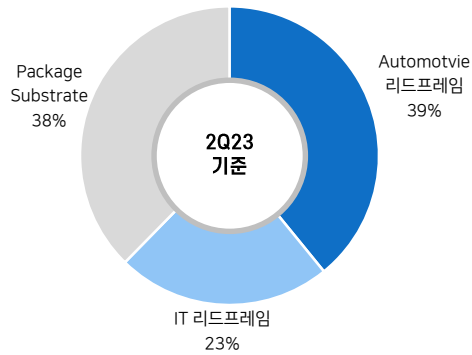
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 해성디에스 제품군별 매출 비중 추이



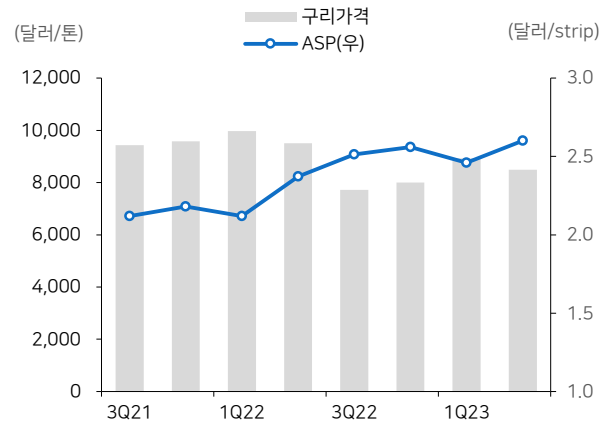
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 해성디에스 사업별 매출 비중



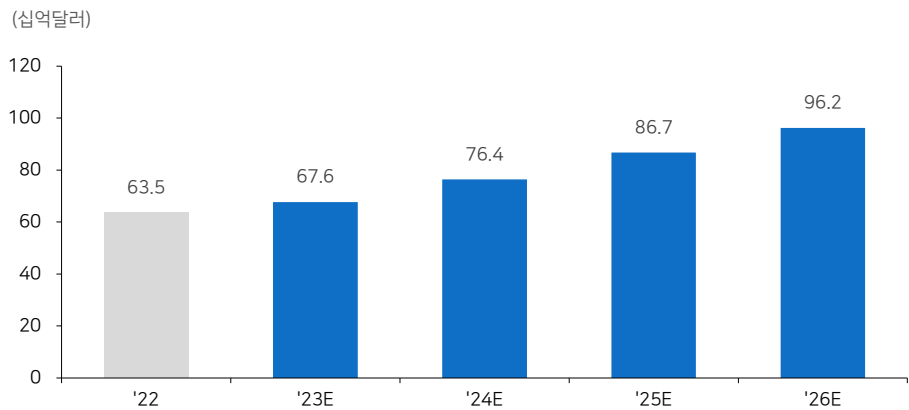
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 구리가격 및 해성디에스 ASP 추이



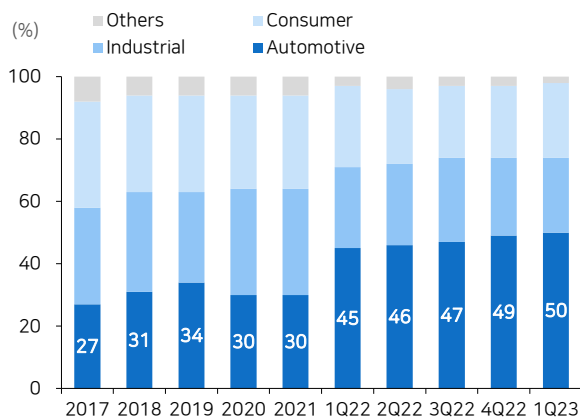
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 견고한 성장이 예상되는 차량용 반도체 시장



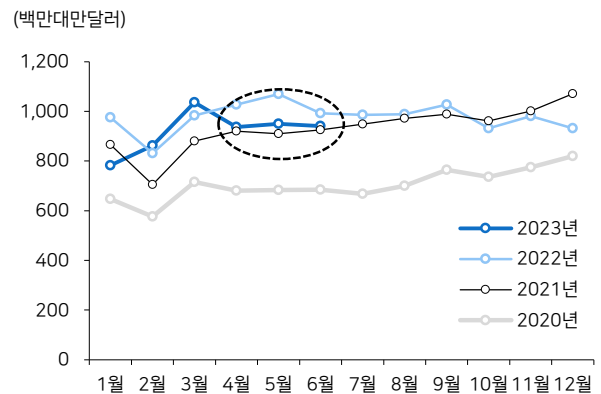
자료: Omida, 메리츠증권 리서치센터

그림5 대만 경쟁사 SDI Corporation 전방시장 매출 비중



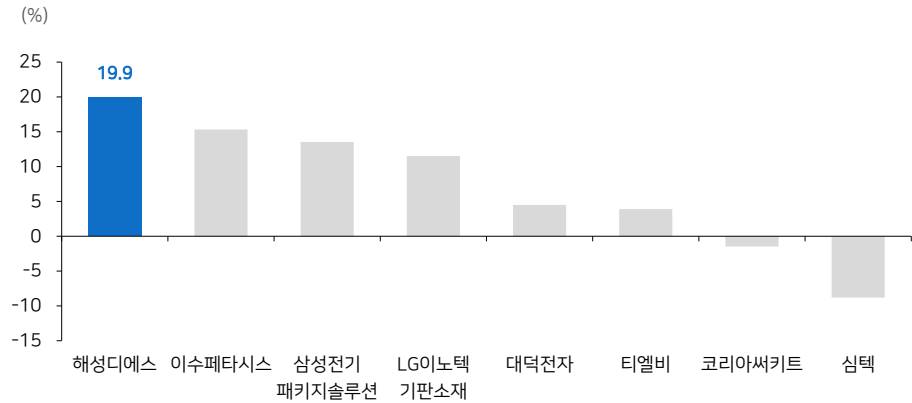
자료: SDI Corporation, 메리츠증권 리서치센터

그림6 상대적으로 견고한 SDI Corporation 월별 매출액



자료: SDI Corporation, 메리츠증권 리서치센터

그림7 국내 기판 업체 2Q23 영업이익률 비교



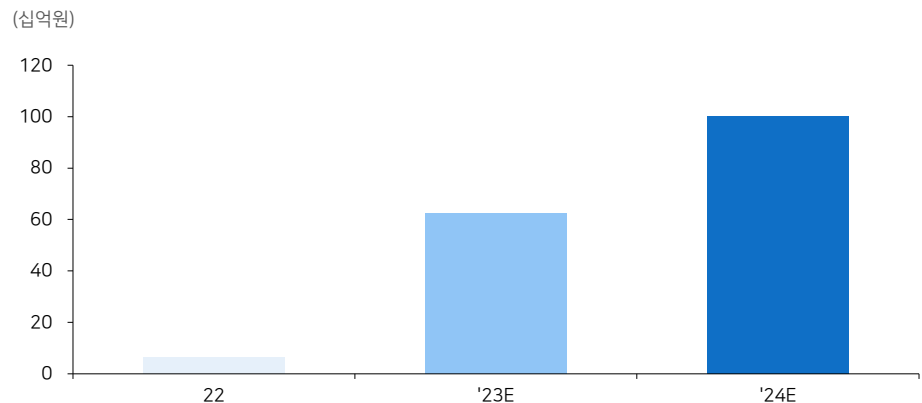
주: 이수페타시스, 대덕전자, 티엘비, 코리아써킷, 심텍은 컨센서스 기준
 자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 시장 기대치를 상회한 NXP 3Q23 가이드런스

	GAAP			Reconciliation	Non-GAAP		
	Low	Mid	High		Low	Mid	High
	Total Revenue	3,300	3,400		3,500		3,300
Q-Q	0%	3%	6%		0%	3%	6%
Y-Y	-4%	-1%	2%		-4%	-1%	2%
Gross Profit	1,861	1,936	2,013	(49)	1,910	1,985	2,062
Gross Margin	56.4%	56.9%	57.5%		57.9%	58.4%	58.9%
Operating Income (loss)	921	986	1,053	(214)	1,135	1,200	1,267
Operating Margin	27.9%	29.0%	30.1%		34.4%	35.3%	36.2%
Financial income (expense)	(70)	(70)	(70)	(3)	(67)	(67)	(67)
Tax rate		16.5%-17.5%				16.0%-17.0%	
NCI & Other	(5)	(5)	(5)	(1)	(4)	(4)	(4)
Shares	261.3	261.3	261.3		261.3	261.3	261.3
Earnings per share - diluted	2.68	2.89	3.10		3.39	3.60	3.82

자료: NXP

그림9 해성디에스 DDR5 매출 전망



자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

표3 해성디에스 적정주가 산정표

(원)	값	비고
EPS	7,725	12MF EPS
적정배수 (배)	10.2	2019년~2021년 멀티플
적정가치	78,783	
적정주가	79,000	
현재주가	69,000	
상승여력 (%)	14.5%	

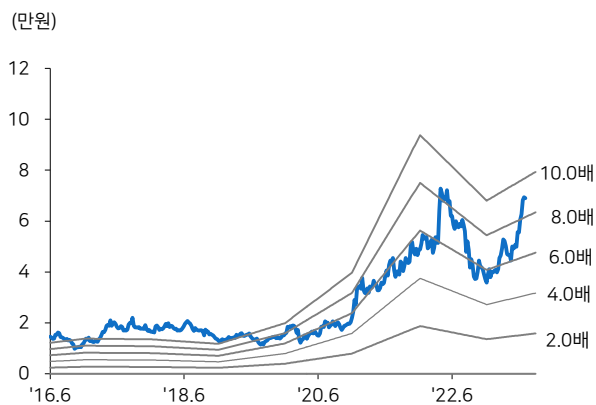
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 국내 기관 Peer valuation

국내 기관	PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		매출액		영업이익		시가총액 (십억원)
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	
해성디에스	10.1	8.3	2.1	1.7	23.2	23.2	770	888	139	177	1,175
대덕전자	22.2	13.6	2.0	1.6	8.2	12.0	1,003	1,231	91	155	1,757
코리아씨키트	87.9	7.5	0.7	0.6	0.7	8.6	1,448	1,626	7	87	440
심텍	N/A	10.5	3.2	2.5	N/A	26.6	1,064	1,321	-22	140	1,109
티엘비	21.1	10.9	2.7	2.1	11.2	21.8	184	215	13	27	252
이수페타시스	33.1	24.7	12.5	8.3	30.2	40.5	694	843	102	137	2,533

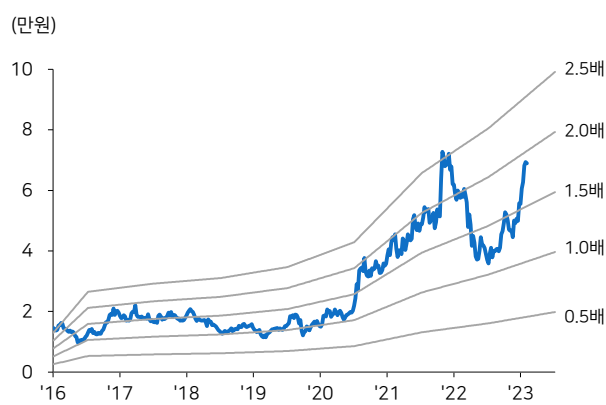
주: 해성디에스는 당사 추정치 기준, 기타 업체는 Quantwise 컨센서스 기준
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

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	770.2	888.3	1,014.6
매출액증가율(%)	42.9	28.1	-8.2	15.3	14.2
매출원가	519.7	574.1	576.8	651.3	729.5
매출총이익	135.7	265.2	193.4	237.0	285.1
판매관리비	49.3	60.8	54.2	60.4	72.6
영업이익	86.3	204.4	139.2	176.6	212.5
영업이익률(%)	13.2	24.4	18.1	19.9	20.9
금융손익	-1.1	-0.4	1.5	2.9	5.0
중속/관계기업손익	-0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	5.1	1.3	7.5	0.3	0.3
세전계속사업이익	89.5	205.3	148.2	179.7	217.7
법인세비용	18.5	45.9	32.6	37.7	47.9
당기순이익	71.1	159.4	115.6	142.0	169.8
지배주주지분 손이익	71.3	159.4	115.6	142.0	169.8

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	256.0	371.3	441.1	523.4	660.8
현금및현금성자산	29.3	76.3	170.3	211.1	304.2
매출채권	130.4	137.4	126.0	145.4	166.0
재고자산	88.7	115.6	106.1	122.4	139.8
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	771.8	922.6	1,083.3
유동부채	154.8	196.5	183.6	211.7	238.2
매입채무	33.2	27.8	25.5	29.4	33.6
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	40.6	36.7	16.4
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	224.1	248.4	254.6
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	440.8	567.5	722.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	294.3	447.3	547.6	674.3	828.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	57.1	196.9	167.4	176.6	208.9
당기순이익(손실)	71.1	159.4	115.6	142.0	169.8
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	10.6	-18.1	-19.3
투자활동 현금흐름	-33.5	-122.5	-81.2	-125.5	-86.1
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	94.1	40.8	93.1
기초현금	23.4	29.3	76.3	170.3	211.1
기말현금	29.3	76.3	170.3	211.1	304.2

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	38,551	49,374	45,308	52,252	59,684
EPS(지배주주)	4,192	9,376	6,801	8,351	9,987
CFPS	7,652	15,424	11,058	13,500	15,950
EBITDAPS	7,016	14,320	11,058	13,500	15,950
BPS	17,313	26,312	32,212	39,664	48,751
DPS	600	900	900	900	900
배당수익률(%)	1.2	2.5	1.3	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	11.7	3.8	10.1	8.3	6.9
PCR	6.4	2.3	6.2	5.1	4.3
PSR	1.3	0.7	1.5	1.3	1.2
PBR	2.8	1.4	2.1	1.7	1.4
EBITDA(십억원)	119.3	243.4	188.0	229.5	271.2
EV/EBITDA	7.4	2.4	5.7	4.5	3.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	27.1	43.0	23.2	23.2	22.6
EBITDA 이익률	18.2	29.0	24.4	25.8	26.7
부채비율	61.4	47.5	40.9	36.8	30.7
금융비용부담률	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	61.1	105.8	52.9	57.8	73.0
매출채권회전율(x)	6.3	6.3	5.8	6.5	6.5
재고자산회전율(x)	8.5	8.2	6.9	7.8	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 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 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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

해성디에스 (195870) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.08.01	산업분석	Buy	90,000	양승수	-41.6	-31.3	
2022.10.17	기업브리프	Buy	77,000	양승수	-50.0	-47.5	
2022.11.09	산업분석	Buy	66,000	양승수	-39.0	-32.0	
2023.01.17	기업브리프	Buy	53,000	양승수	-16.2	0.6	
2023.04.18	기업브리프	Buy	60,000	양승수	-19.3	-7.2	
2023.06.19	기업브리프	Buy	66,000	양승수	-4.5	9.5	
2023.07.27	기업브리프	Buy	79,000	양승수	-	-	