

2023. 9. 6



▲ 전기전자/IT부품장비

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

Buy (20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 79,000 원
현재주가 (9.5) 72,900 원
상승여력 8.4%

KOSPI	2,582.18pt
시가총액	12,393억원
발행주식수	1,700만주
유동주식비율	61.34%
외국인비중	17.28%
52주 최고/최저가	77,000원/34,300원
평균거래대금	163.9억원

주요주주(%)	
해성산업 외 3 인	36.31
국민연금공단	10.41

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.0	77.4	40.2
상대주가	2.8	67.1	30.5

주가그래프



해성디에스 195870

본궤도 진입 전 숨고르기

- ✓ 3Q23 영업이익 265억원으로 컨센서스 28.0% 하회 예상
- ✓ 리드프레임 고객사들의 재고 감축과 DDR5의 공급 지연 영향 때문
- ✓ 다만 1) 전장용 리드프레임 신규 고객사 추가 2) DDR5 매출 확대 등 중장기 성장 방향성은 유효
- ✓ 특히 DDR5 매출은 2024년 기준 Package Substrate 내 60%까지 확대될 전망
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 79,000원 유지

3Q23 Preview: 영업이익 265억원으로 컨센서스 28.0% 하회 예상

3Q23 영업이익 추정치를 기존 추정치(368억원)에서 265억원으로 31.3% 하향 조정한다. 현재 시장 컨센서스를 28.0% 하회하는 수치이다. 영업이익 추정치를 하향하는 이유는 1) 리드프레임 고객사들의 재고 감축이 본격화되었기 때문이다. 차량용 반도체 쇼티지 이후 높게 유지되던 재고 레벨의 정상화가 이뤄지고 있다. 2) DDR5의 경우 QoQ 성장은 지속되나 분기 초 기대 대비는 부진할 전망이다. 수주물량은 높았으나 고객사의 공법 변화로 인해 공정의 변화 및 조정에 난항을 겪고 있어, 공급 지연이 발생하고 있기 때문이다.

일시적 숨고르기, 중장기 성장 방향성은 유효

다만 당사는 동사의 중장기 성장 방향성은 유효하다고 판단한다. 차량용 리드프레임의 경우 높은 판가가 유지되는 상황에서 신규 고객사가 추가되고 있다. 현재는 제한적인 리드프레임 생산능력으로 인해 매출 규모가 미미하나, 증설이 마무리되는 2025년부터는 본격적인 매출 확대가 이뤄질 전망이다. DDR5 매출의 경우 고객사의 본격적인 출하 확대로 2024년 기준 Package Substrate 내 60%까지 확대될 전망이다. 동사 기준 DDR5향 평균 ASP가 DDR4 대비 높고, 고부가가치인 32GB DDR5 개발에도 참여하고 있기 때문에 업황의 상승 국면에서는 DDR5 비중 상승과 함께 수익성 회복도 가능하다고 판단한다.

실적 추정치 하향에도 여전히 경쟁업체 대비 낮은 멀티플(표4)이 유지되고 있다는 점에서 주가의 하방경직성은 확보되었다고 판단한다. 1) 12개월 선행 EPS에서 2024년 비중이 확대되고 2) 재고조정 후 2024년에는 동사의 고수익성이 회복될 것으로 전망하기 때문에 동사에 대한 투자의견 Buy와 적정주가 79,000원을 유지한다.

(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	721.2	123.7	104.7	6,159	-34.3	31,570	11.8	2.3	6.6	21.3	40.3
2024E	844.7	169.4	139.8	8,226	33.6	38,896	8.9	1.9	5.0	23.3	36.5
2025E	918.9	190.7	155.8	9,162	11.4	47,158	8.0	1.5	4.0	21.3	29.8

표1 해성디에스 3Q23 Preview

(십억원)	3Q23E	3Q22	(% YoY)	2Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	170.0	224.3	-24.2%	179.2	-5.2%	195.0	-12.8%
영업이익	26.5	57.4	-53.8%	35.7	-25.7%	36.8	-28.0%
세전이익	29.1	66.8	-56.4%	36.2	-19.5%	36.8	-20.8%
지배주주 순이익	22.0	51.5	-57.3%	29.4	-25.3%	28.7	-23.5%
영업이익률(%)	15.6%	25.6%		19.9%		18.9%	
지배주주 순이익률(%)	12.9%	22.9%		16.4%		14.7%	

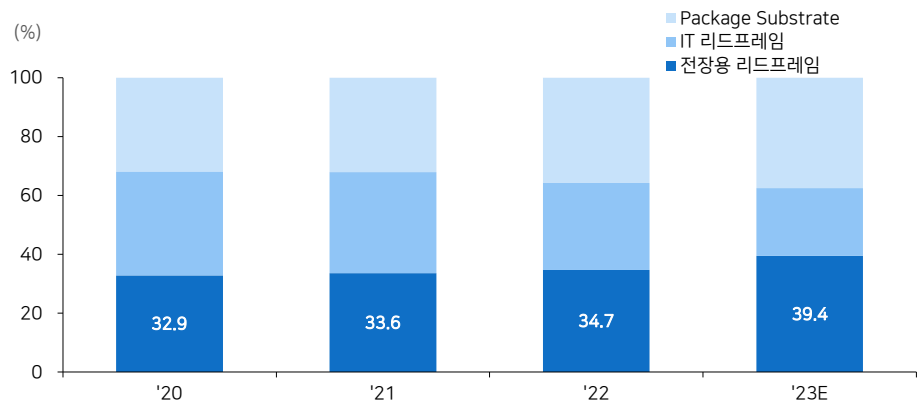
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

표2 해성디에스 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2023E
환율	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,315	1,360	1,300	1,290	1,313	1,270
매출액	199.6	216.2	224.3	199.2	192.4	179.2	170.0	179.7	839.3	721.2	844.7
(%, QoQ)	6.5%	8.3%	3.7%	-11.2%	-3.4%	-6.9%	-5.2%	5.7%			
(%, YoY)	45.2%	35.6%	31.2%	6.2%	-3.6%	-17.1%	-24.2%	-9.8%	28.1%	-14.1%	17.1%
Leadframe	131.8	142.0	143.8	121.3	124.6	111.7	102.9	111.7	538.9	450.9	533.0
전장용	65.7	73.5	77.8	74.3	75.6	70.1	68.2	70.3	291.3	284.2	318.8
IT용	66.1	68.5	66.0	47.0	49.0	41.6	34.7	41.4	247.5	166.7	214.2
Package Substrate	67.9	74.2	80.5	77.9	67.8	67.5	67.0	68.0	300.5	270.3	311.7
영업이익	48.3	54.1	57.4	44.6	31.1	35.7	26.5	30.4	204.4	123.7	169.4
(%, QoQ)	61.6%	11.9%	6.1%	-22.3%	-30.3%	14.8%	-25.7%	14.5%			
(%, YoY)	375.6%	196.5%	104.9%	49.1%	-35.7%	-34.0%	-53.8%	-31.9%	136.8%	-39.5%	36.9%
영업이익률(%)	24.2%	25.0%	25.6%	22.4%	16.2%	19.9%	15.6%	16.9%	24.4%	17.2%	20.0%
세전이익	51.2	59.3	66.8	28.1	35.4	36.2	29.1	33.2	205.3	133.9	176.6
지배주주순이익	39.8	45.8	51.5	22.4	27.3	29.4	22.0	26.1	159.4	104.7	139.8
지배주주순이익률(%)	19.9%	21.2%	22.9%	11.2%	14.2%	16.4%	12.9%	14.5%	19.0%	14.5%	16.6%

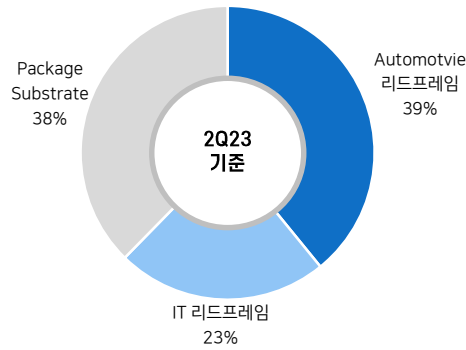
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 해성디에스 제품군별 매출 비중 추이



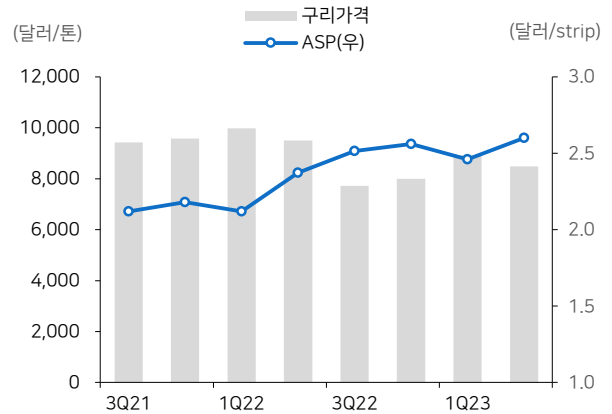
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 해성디에스 사업부문별 매출 비중



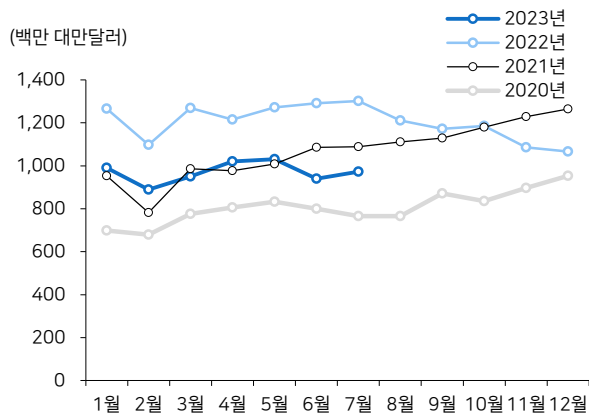
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 구리가격 및 ASP 추이



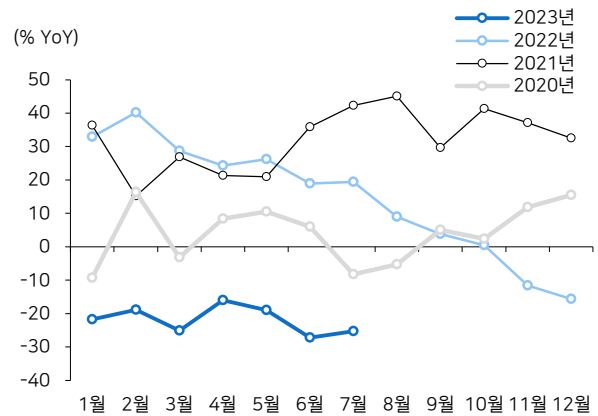
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 대만 CWTC 월별 매출액



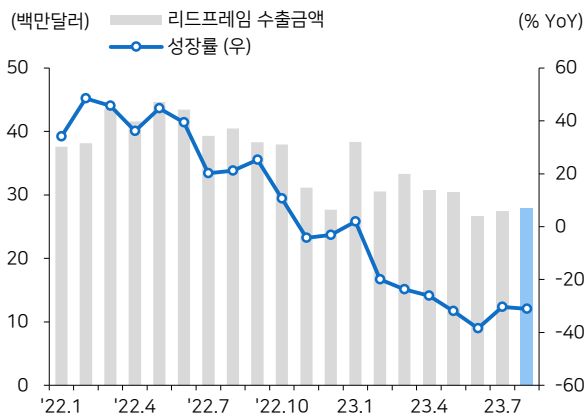
자료: CWTC, 메리츠증권 리서치센터

그림5 CWTC YoY 성장률



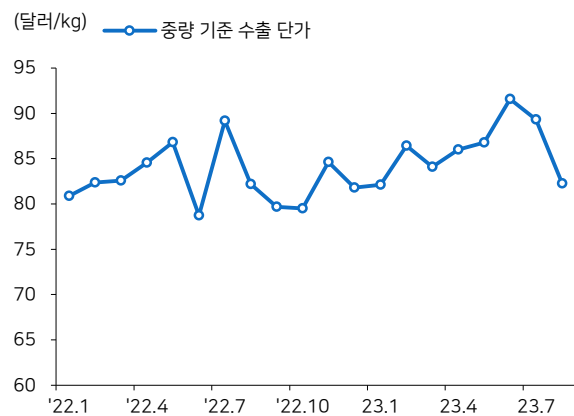
자료: SDI Corporation, 메리츠증권 리서치센터

그림6 리드프레임 수출금액



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림7 리드프레임 중량 기준 수출단가



자료: 통계청, 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	11.8	8.9	2.3	1.9	-34.3	33.6	21.3	23.3	721	845	124	170	6.6	
Mitsui High-tec	24.2	18.2	3.9	3.3	-21.6	32.6	19.1	20.3	1,366	1,598	142	192	12.5	9.6	2,651
CWTC	21.6	16.8	N/A	N/A	-48.3	28.5	15.6	18.7	373	445	50	76	N/A	N/A	1,060
SDI Corporation	20.2	16.5	2.6	2.5	-4.0	22.2	13.3	15.3	363	403	39	48	10.6	9.1	590
Shinko Electric	22.3	16.3	2.8	2.4	-38.3	37.4	13.9	16.0	1,803	2,122	355	485	8.1	5.9	5,446

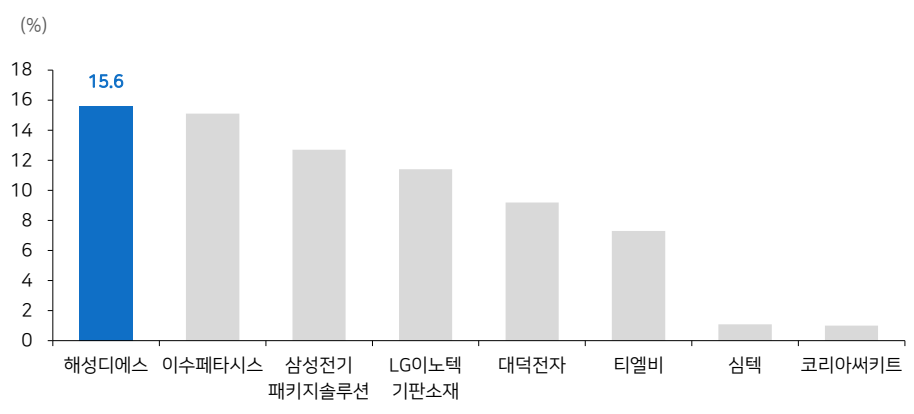
주: 해성디에스는 당사 추정치, 기타 업체는 Bloomberg 컨센서스 기준
 국내업체는 십억원, 해외업체는 백만달러 기준.
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

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	11.8	8.9	2.3	1.9	-34.3	33.6	21.3	23.3	721	845	124	170	6.6	
대덕전자	22.0	11.0	1.7	1.5	-48.5	66.3	8.3	15.0	1,003	1,259	79	171	6.5	4.2	1,115
코리아씨키트	26.9	6.5	0.9	0.8	-74.9	314.0	3.1	11.8	1,463	1,662	15	82	N/A	N/A	300
심텍	N/A	9.7	2.1	1.8	적전	흑전	-2.0	20.0	1,091	1,402	-17	166	20.3	4.6	921
티엘비	24.6	9.9	2.1	1.8	-58.5	78.3	8.9	19.6	135	160	9	23	13.1	6.4	191
이수페타시스	27.8	20.8	7.2	5.5	-23.8	22.4	29.8	29.9	547	665	80	108	19.1	15.4	1,601

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

그림8 국내 기판 업체 3Q23 예상 영업이익률 비교



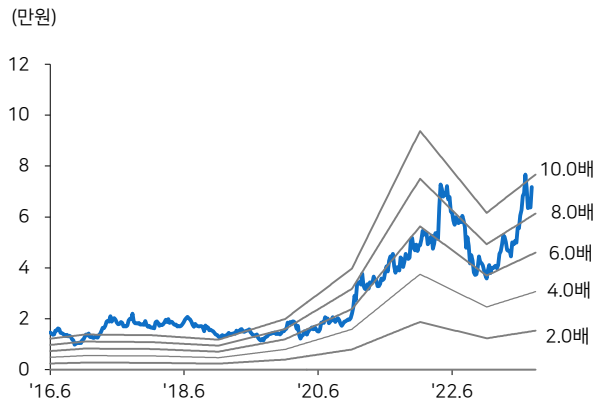
주: 해성디에스, 삼성전기, LG이노텍 당사 추정치, 기타 업체는 컨센서스 기준
 자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표5 해성디에스 적정주가 산정표

(원)	값	비고
EPS	7,670	12MF EPS
적정배수 (배)	10.2	2019년~2021년 멀티플
적정가치	78,541	
적정주가	79,000	
현재주가	72,900	
상승여력 (%)	8.4%	

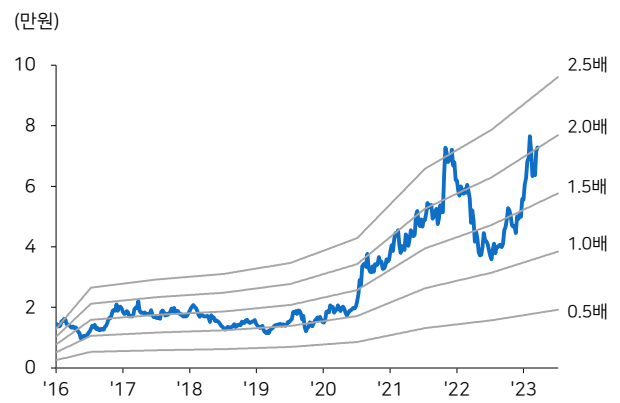
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 해성디에스 PER 밴드



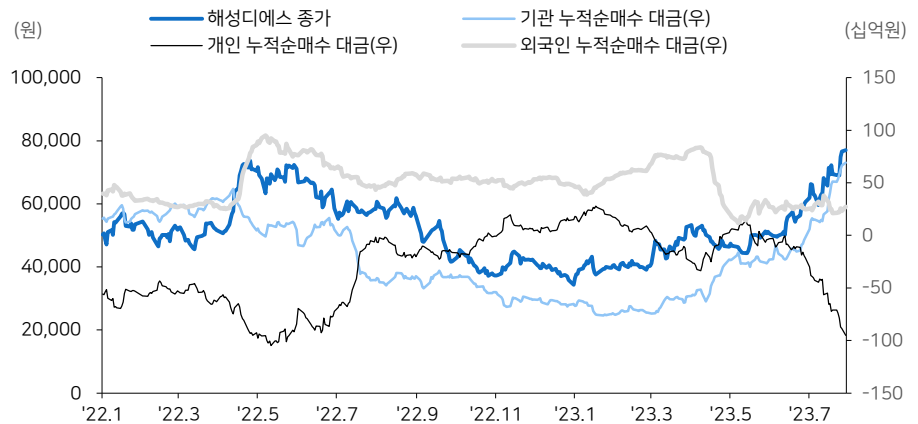
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림10 해성디에스 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림11 해성디에스 수급추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

해성디에스 (195870)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	655.4	839.4	721.2	844.7	918.9
매출액증가율(%)	42.9	28.1	-14.1	17.1	8.8
매출원가	519.7	574.1	539.0	615.6	659.2
매출총이익	135.7	265.2	182.2	229.2	259.7
판매관리비	49.3	60.8	58.5	59.8	69.0
영업이익	86.3	204.4	123.7	169.4	190.7
영업이익률(%)	13.2	24.4	17.2	20.0	20.8
금융손익	-1.1	-0.4	1.4	2.8	4.7
중속/관계기업손익	-0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	5.1	1.3	8.7	4.5	4.3
세전계속사업이익	89.5	205.3	133.9	176.6	199.7
법인세비용	18.5	45.9	29.2	36.7	43.9
당기순이익	71.1	159.4	104.7	139.8	155.8
지배주주지분 손이익	71.3	159.4	104.7	139.8	155.8

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	256.0	371.3	422.2	503.2	618.2
현금및현금성자산	29.3	76.3	168.7	206.3	295.2
매출채권	130.4	137.4	118.0	138.2	150.4
재고자산	88.7	115.6	99.3	116.4	126.6
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	752.9	902.5	1,040.6
유동부채	154.8	196.5	175.8	204.8	223.0
매입채무	33.2	27.8	23.9	28.0	30.5
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	40.4	36.5	16.0
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	216.2	241.3	239.0
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	429.9	554.5	694.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	294.3	447.3	536.7	661.2	801.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	57.1	196.9	162.8	169.4	198.8
당기순이익(손실)	71.1	159.4	104.7	139.8	155.8
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	18.1	-18.9	-11.3
투자활동 현금흐름	-33.5	-122.5	-78.2	-121.5	-80.2
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	92.4	37.6	88.9
기초현금	23.4	29.3	76.3	168.7	206.3
기말현금	29.3	76.3	168.7	206.3	295.2

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	38,551	49,374	42,425	49,691	54,051
EPS(지배주주)	4,192	9,376	6,159	8,226	9,162
CFPS	7,652	15,424	10,147	13,076	14,669
EBITDAPS	7,016	14,320	10,147	13,076	14,669
BPS	17,313	26,312	31,570	38,896	47,158
DPS	600	900	900	900	900
배당수익률(%)	1.2	2.5	1.2	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	11.7	3.8	11.8	8.9	8.0
PCR	6.4	2.3	7.2	5.6	5.0
PSR	1.3	0.7	1.7	1.5	1.3
PBR	2.8	1.4	2.3	1.9	1.5
EBITDA(십억원)	119.3	243.4	172.5	222.3	249.4
EV/EBITDA	7.4	2.4	6.6	5.0	4.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	27.1	43.0	21.3	23.3	21.3
EBITDA 이익률	18.2	29.0	23.9	26.3	27.1
부채비율	61.4	47.5	40.3	36.5	29.8
금융비용부담률	0.2	0.2	0.4	0.4	0.3
이자보상배율(x)	61.1	105.8	47.0	55.5	65.5
매출채권회전율(x)	6.3	6.3	5.6	6.6	6.4
재고자산회전율(x)	8.5	8.2	6.7	7.8	7.6

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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	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

