

2023. 10. 30



▲ 전기전자/IT 부품장비

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

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 65,000 원

현재주가 (10.27) 46,700 원

상승여력 39.2%

KOSPI	2,302.81pt
시가총액	7,939억원
발행주식수	1,700만주
유동주식비율	61.34%
외국인비중	20.32%
52주 최고/최저가	77,000원/34,300원
평균거래대금	99.5억원

주요주주(%)

해성산업 외 3 인	36.31
국민연금공단	9.91

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-16.9	-2.4	20.7
상대주가	-11.0	5.8	19.9

주가그래프



해성디에스 195870

최악의 국면 통과

- ✓ 3Q23 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 9.1%, 24.5% 하회
- ✓ OSAT 고객사들의 재고조정 영향으로 리드프레임 매출이 급감했기 때문
- ✓ 10월부터 OSAT 업체들의 주문 증가가 파악되나, 전장 부품 수요 둔화와 고객사들의 감산지속으로 4분기 극적인 실적 개선이 이뤄지긴 어려운 상황
- ✓ 실적 전망치 하향 조정을 반영, 적정주가를 65,000 원으로 하향 제시. 다만 경쟁사 대비 높은 이익 레벨과 밸류에이션 매력도가 내년 업황 회복 국면에서 부각될 전망

3Q23 Review: 최악의 국면 통과

3Q23 매출액(1,555 억원)과 영업이익(194 억원)은 컨센서스를 각각 9.1%, 24.5% 하회했다. 주 원인은 Osat 고객사들의 재고조정의 영향으로 Osat 향 리드프레임 매출이 급감했기 때문이다. 이에 따라 차량용 반도체 고객사향 직납 매출은 상대적으로 견조했음에도 불구하고, 전장과 IT 용 리드프레임 매출액이 동시에 감소하였다. 패키지기판은 DDR5 매출이 전분기 대비 44.3% 증가했지만 DDR4 감산의 영향으로 전체 매출은 전분기 대비 16.3% 감소하였다.

4Q23 Preview: 소폭의 물량 회복 전망

4Q23 매출액 1,617 억원(+4.0% QoQ, -18.8% YoY), 영업이익 216 억원(+11.1% QoQ, -51.7% YoY)를 전망한다. 소폭의 실적 성장을 예상하는 이유는 10월부터 Osat 업체들의 일부 주문 물량 증가가 파악되기 때문이다. 다만 전반적인 영업환경은 EV 판매 둔화로 인한 전장 부품 수요 감소와 고객사들의 감산 지속으로 극적인 개선이 이뤄지기는 어려울 전망이다. DDR5도 QoQ 성장은 예상되나 4분기까지는 고객사 공법 변화로 인한 공급 지연이 지속되어 제한적인 성장세가 예상된다.

투자의견 Buy, 적정주가 65,000원 제시

2023 년과 2024 년 EPS 하향 조정(각각 12.3%, 20.2%)을 반영, 적정주가를 65,000 원으로 하향 제시한다. 다만 1) 업황 불황 속에서 경쟁사들 대비 높은 이익 체력을 입증(그림 8)하고 있고 2) 12 개월 선행 PER 기준 7.3 배로 밸류에이션 매력도 확보했다는 점에서 주가의 하방경직성은 확보했다고 판단한다. 내년 업황 회복 국면에서는 경쟁사 대비 탄력적인 실적·주가 동반 회복 흐름을 예상한다.

(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	688.8	108.4	91.8	5,400	-42.4	30,812	8.6	1.5	4.5	18.9	40.3
2024E	766.0	133.5	111.6	6,565	21.6	36,477	7.1	1.3	3.7	19.5	36.8
2025E	914.8	171.2	139.8	8,223	25.2	43,799	5.7	1.1	2.7	20.5	32.0

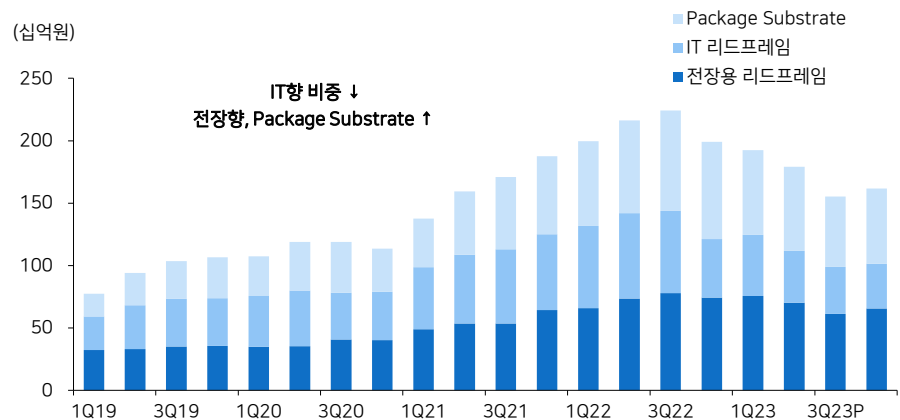
(십억원)	3Q23P	3Q22	(% YoY)	2Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	155.5	224.3	-30.7%	179.2	-13.2%	171.0	-9.1%	170.0	-8.5%
영업이익	19.4	57.4	-66.2%	35.7	-45.7%	25.7	-24.5%	26.5	-26.8%
세전이익	36.2	66.8	-45.8%	36.2	0.0%	31.0	16.7%	29.1	24.4%
지배주주 순이익	29.4	51.5	-42.9%	29.4	0.0%	22.5	30.7%	22.0	33.6%
영업이익률(%)	12.5%	25.6%		19.9%		15.0%		15.6%	
지배주주 순이익률(%)	18.9%	7.1%		16.4%		13.2%		12.9%	

자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,315	1,313	1,331	1,290	1,309	1,298
매출액	199.6	216.2	224.3	199.2	192.4	179.2	155.5	161.7	839.3	688.8	766.0
(%, QoQ)	6.5%	8.3%	3.7%	-11.2%	-3.4%	-6.9%	-13.2%	4.0%			
(%, YoY)	45.2%	35.6%	31.2%	6.2%	-3.6%	-17.1%	-30.7%	-18.8%	28.1%	-17.9%	11.2%
Leadframe	131.8	142.0	143.8	121.3	124.6	111.7	98.9	101.4	538.9	436.6	488.9
전장용	65.7	73.5	77.8	74.3	75.6	70.1	61.1	65.4	291.3	272.2	305.4
IT용	66.1	68.5	66.0	47.0	49.0	41.6	37.8	36.0	247.5	164.4	183.5
Package Substrate	67.9	74.2	80.5	77.9	67.8	67.5	56.5	60.3	300.5	245.7	277.1
영업이익	48.3	54.1	57.4	44.6	31.1	35.7	19.4	21.6	204.4	107.8	133.5
(%, QoQ)	61.6%	11.9%	6.1%	-22.3%	-30.3%	14.8%	-45.7%	11.1%			
(%, YoY)	375.6%	196.5%	104.9%	49.1%	-35.7%	-34.0%	-66.2%	-51.7%	136.8%	-47.3%	23.9%
영업이익률(%)	24.2%	25.0%	25.6%	22.4%	16.2%	19.9%	12.5%	13.3%	24.4%	15.6%	17.4%

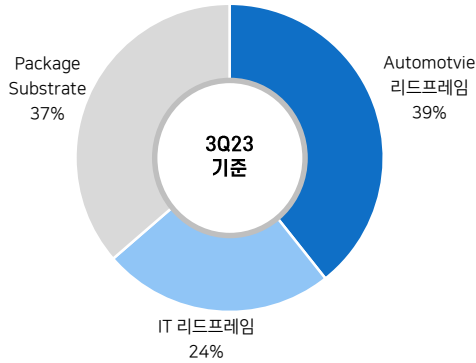
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 해성디에스 제품군별 매출 비중 추이



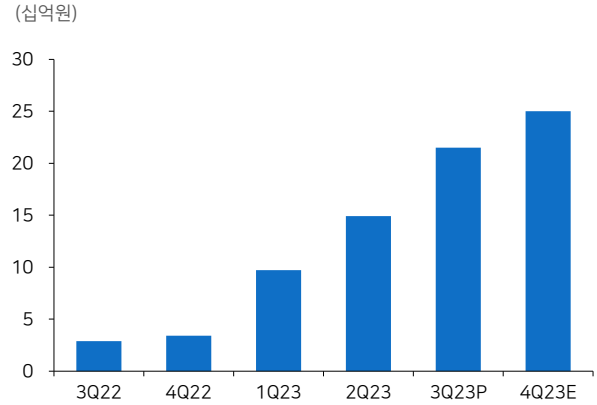
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 해성디에스 사업부문별 매출 비중



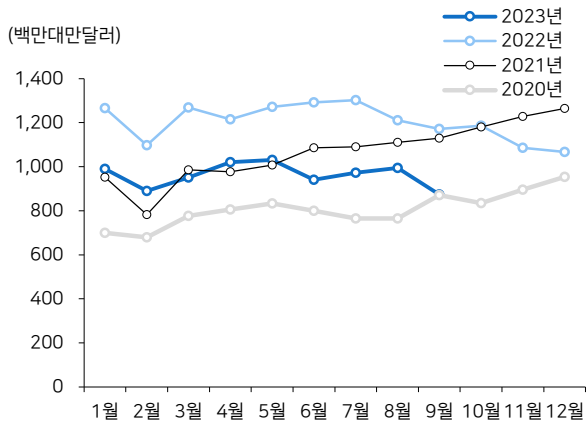
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 해성디에스 DDR5 분기별 매출 추이 및 전망



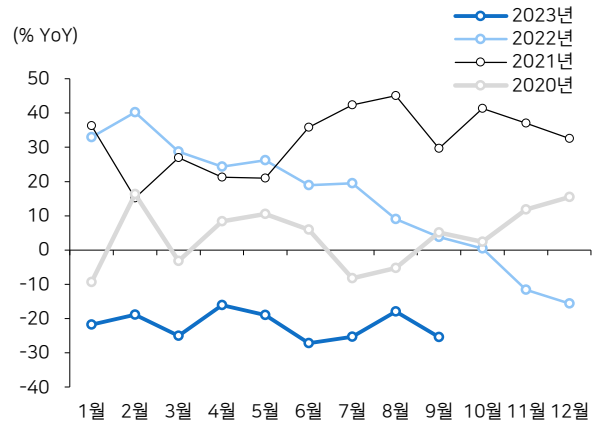
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 대만 CWTC 월별 매출액 (전장용 리드프레임 경쟁사)



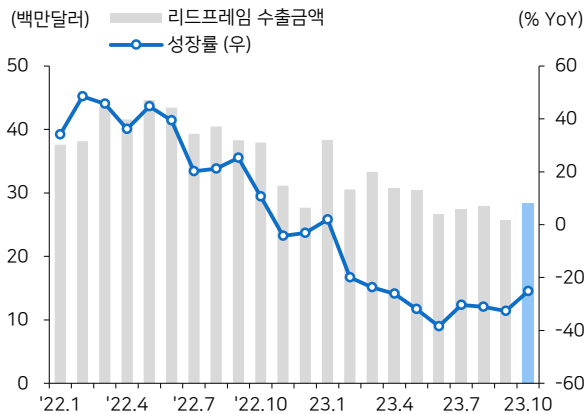
자료: CWTC, 메리츠증권 리서치센터

그림5 CWTC YoY 성장률



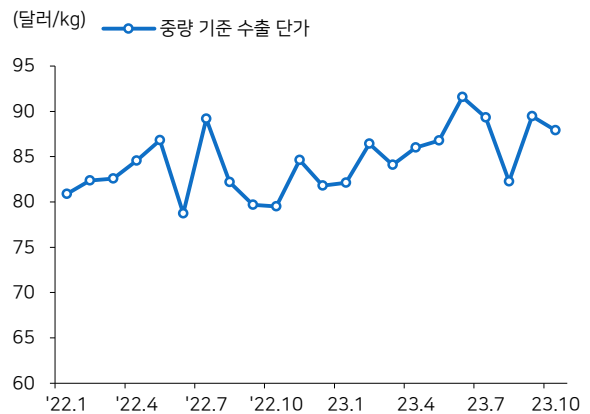
자료: SDI Corporation, 메리츠증권 리서치센터

그림6 리드프레임 수출금액



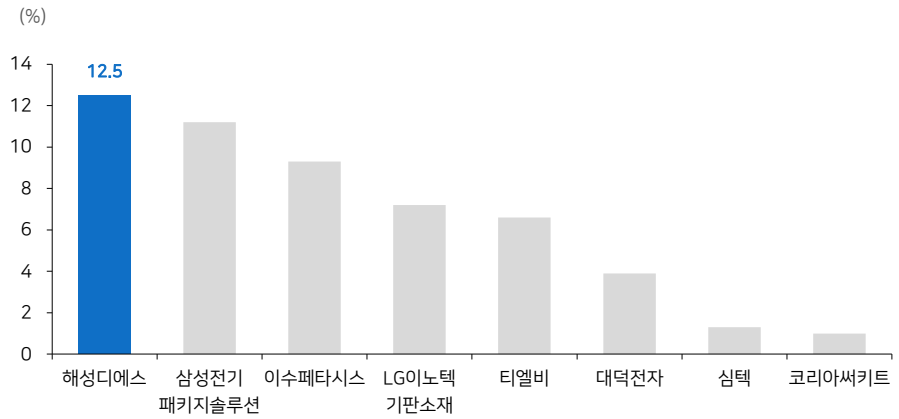
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림7 리드프레임 중량 기준 수출단가



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림8 국내 기관 업체 3Q23 영업이익률 비교



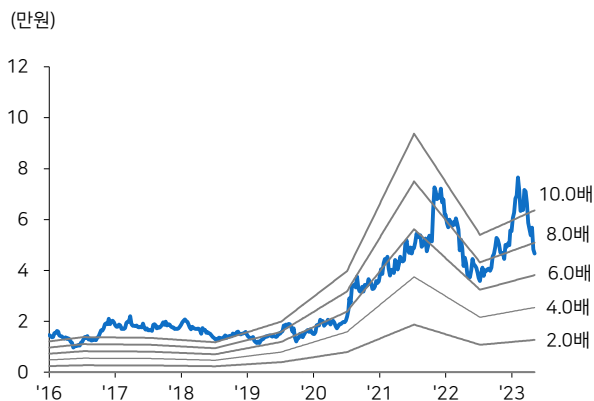
주: 해성디에스, 삼성전기, LG이노텍은 발표된 실적 기준, 기타 업체는 컨센서스 기준
 자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 해성디에스 적정주가 산정표

(원)	Fair Value(원)	비고
EPS	6,363	12MF EPS
적정배수 (배)	10.2	2019년~2021년 멀티플
적정가치	64,896	
적정주가	65,000	
현재주가	46,700	
상승여력 (%)	39.2%	

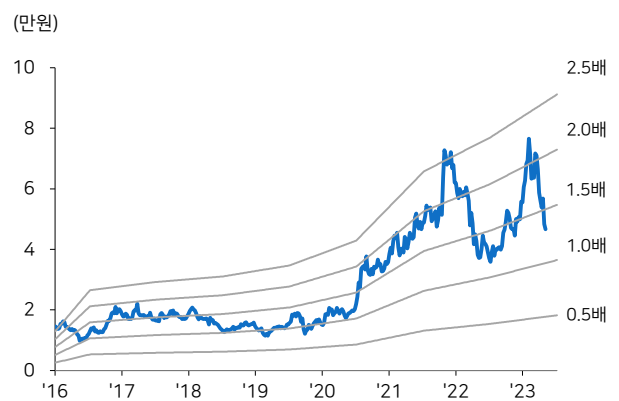
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 해성디에스 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림10 해성디에스 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

해성디에스 (195870)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	655.4	839.4	688.8	766.0	914.8
매출액증가율(%)	42.9	28.1	-17.9	11.2	19.4
매출원가	519.7	574.1	524.6	578.1	674.9
매출총이익	135.7	265.2	164.3	187.9	239.9
판매관리비	49.3	60.8	55.9	54.4	68.7
영업이익	86.3	204.4	108.4	133.5	171.2
영업이익률(%)	13.2	24.4	15.7	17.4	18.7
금융손익	-1.1	-0.4	1.3	2.3	3.6
중속/관계기업손익	-0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	5.1	1.3	7.2	4.7	4.5
세전계속사업이익	89.5	205.3	117.0	140.4	179.2
법인세비용	18.5	45.9	25.1	28.8	39.4
당기순이익	71.1	159.4	91.8	111.6	139.8
지배주주지분 순이익	71.3	159.4	91.8	111.6	139.8

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	256.0	371.3	404.1	449.3	560.4
현금및현금성자산	29.3	76.3	161.9	180.0	238.9
매출채권	130.4	137.4	112.7	125.3	149.7
재고자산	88.7	115.6	94.9	105.5	126.0
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	734.7	848.6	982.9
유동부채	154.8	196.5	170.6	192.3	222.3
매입채무	33.2	27.8	22.8	25.4	30.3
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	40.3	36.2	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	210.9	228.5	238.3
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	417.0	513.3	637.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	294.3	447.3	523.8	620.1	744.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	57.1	196.9	156.4	148.1	171.2
당기순이익(손실)	71.1	159.4	91.8	111.6	139.8
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	23.0	-11.8	-22.8
투자활동 현금흐름	-33.5	-122.5	-78.6	-119.7	-82.7
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	18.1	58.8
기초현금	23.4	29.3	76.3	161.9	180.0
기말현금	29.3	76.3	161.9	180.0	238.9

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	38,551	49,374	40,520	45,058	53,812
EPS(지배주주)	4,192	9,376	5,400	6,565	8,223
CFPS	7,652	15,424	9,247	10,966	13,522
EBITDAPS	7,016	14,320	9,247	10,966	13,522
BPS	17,313	26,312	30,812	36,477	43,799
DPS	600	900	900	900	900
배당수익률(%)	1.2	2.5	1.9	1.9	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	11.7	3.8	8.6	7.1	5.7
PCR	6.4	2.3	5.1	4.3	3.5
PSR	1.3	0.7	1.2	1.0	0.9
PBR	2.8	1.4	1.5	1.3	1.1
EBITDA(십억원)	119.3	243.4	157.2	186.4	229.9
EV/EBITDA	7.4	2.4	4.5	3.7	2.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	27.1	43.0	18.9	19.5	20.5
EBITDA 이익률	18.2	29.0	22.8	24.3	25.1
부채비율	61.4	47.5	40.3	36.8	32.0
금융비용부담률	0.2	0.2	0.4	0.4	0.3
이자보상배율(x)	61.1	105.8	41.2	43.7	58.8
매출채권회전율(x)	6.3	6.3	5.5	6.4	6.7
재고자산회전율(x)	8.5	8.2	6.5	7.6	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 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	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

해성디에스 (195870) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

