

2024. 02. 06



▲ 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 (2.5) 49,200 원

상승여력 32.1%

| | |
|------------|-----------------|
| KOSPI | 2,591.31pt |
| 시가총액 | 8,364억원 |
| 발행주식수 | 1,700만주 |
| 유동주식비율 | 61.34% |
| 외국인비중 | 17.47% |
| 52주 최고/최저가 | 77,000원/39,150원 |
| 평균거래대금 | 67.4억원 |

| | |
|----------------|-------|
| 주요주주(%) | |
| 해성산업 외 3 인 | 36.31 |
| 국민연금공단 | 9.33 |

| | | | |
|-----------------|------------|------------|-------------|
| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
| 절대주가 | -16.8 | -31.2 | 23.3 |
| 상대주가 | -17.2 | -30.9 | 18.0 |

주가그래프



| (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 |
| 2023P | 672.2 | 102.5 | 84.4 | 4,967 | -47.0 | 30,379 | 11.2 | 1.8 | 5.7 | 17.5 | 40.3 |
| 2024E | 760.4 | 118.0 | 99.9 | 5,879 | 18.3 | 35,357 | 8.4 | 1.4 | 4.4 | 17.9 | 37.9 |
| 2025E | 869.2 | 143.5 | 119.3 | 7,019 | 19.4 | 41,476 | 7.0 | 1.2 | 3.4 | 18.3 | 32.7 |

해성디에스 195870

남은 관건은 회복의 속도

- ✓ 4Q23 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 7.3%, 20.6% 하회
- ✓ 3분기에 이은 OSAT 고객사들의 추가적인 재고조정 영향으로 리드프레임 매출 부진
- ✓ 다만 OSAT 고객사들의 재고는 12 월을 지나며 정상 수준 이하까지 감소
- ✓ 1월부터 시작된 OSAT 고객사들의 Restocking 오더로 QoQ 실적 상승 흐름 예상
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가를 65,000 원 유지. 업황 회복이 불확실해진 상반기에, 안정적인 실적 회복이 기대된다는 측면에서 매력도가 부각될 것으로 예상

4Q23 Review: 연이은 재고조정으로 부진

4Q23 매출액(1,451 억원)과 영업이익(163 억원)은 컨센서스를 각각 7.3%, 20.6% 하회했다. 3분기에 이어서 4 분기도 OSAT 고객사들의 재고조정이 지속됨에 따라, 리드프레임 매출이 부진하였다. 다만 전장용 리드프레임 매출은 QoQ 로 증가, 최근 업황 부진에도 차량용 반도체 고객사향 수주가 상대적으로 견조함을 입증하였다. 패키지기판 매출은 DDR4 의 감소가 계속됨과 동시에 공정상의 병목 현상 문제로 DDR5 매출이 전분기 대비 감소하면서 부진하였다.

1Q24 Preview: 재고비축에 의한 공급 물량 증가 예상

1Q24 매출액 1,607 억원(+10.8% QoQ, -16.5% YoY), 영업이익 209 억원(+28.0% QoQ, -32.9% YoY)를 전망한다. 작년 연말 기준 급격한 재고조정을 진행한 OSAT 고객사들의들의 보유 재고는 정상 수준(6~8 주) 이하인 4~5 주까지 감소한 것으로 파악된다. 이는 경쟁사인 대만의 CWTC 도 최근 실적발표에서 언급한 내용이다. 이에 따라 1월부터 OSAT 고객사들의 Restocking 오더와 함께 리드프레임 매출의 반등이 기대된다. 특히 전장용 리드프레임은 올해부터 신규 고객사인 기항 물량 증대로 지속 견조한 흐름이 예상된다. 패키지기판은 DDR4 의 물량 회복과 2 분기부터 신규 설비 입고를 통한 DDR5 공정 문제의 점진적인 해소를 기대한다.

투자의견 Buy, 적정주가 65,000원 유지

업황 불황으로 작년 실적은 부진했으나 높은 이익 체력을 입증했다. 업황 회복이 불확실해진 상반기에, 안정적인 실적 회복이 기대된다는 측면에서 매력도가 부각될 것으로 예상된다. 2024 년 순이익 추정치를 -10.0% 하향하나, 밸류에이션 산정에서 '24~'25 년의 비중이 확대되고, Target Multiple 을 기존 10.2 배('19 ~'21 년 평균 멀티플) → 10.6 배('23 년 평균 멀티플)로 상향해 적정주가 65,000 원을 유지한다.

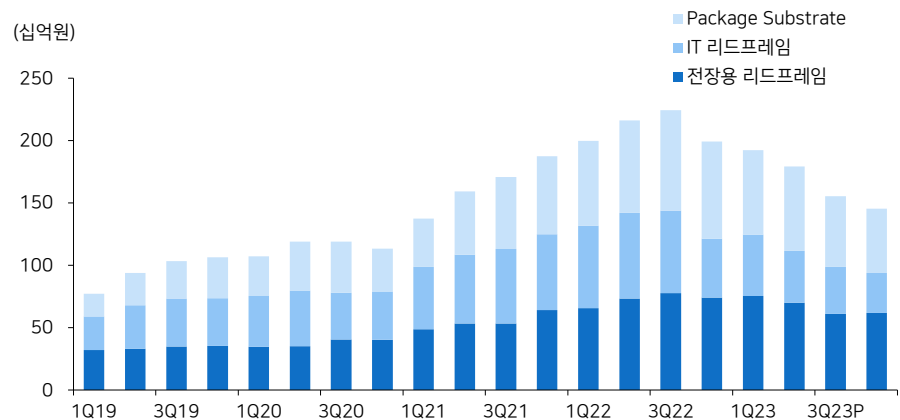
| (십억원) | 4Q23P | 4Q22 | (% YoY) | 3Q23 | (% QoQ) | 컨센서스 | (% diff) | 메리츠 | (% diff) |
|--------------|-------|-------|---------|-------|---------|-------|----------|-------|----------|
| 매출액 | 145.1 | 199.2 | -27.2% | 155.5 | -6.7% | 156.5 | -7.3% | 161.7 | -10.3% |
| 영업이익 | 16.3 | 44.6 | -63.5% | 19.4 | -16.0% | 20.5 | -20.6% | 21.6 | -24.5% |
| 세전이익 | 12.0 | 28.1 | -57.4% | 22.3 | -46.3% | 23.1 | -48.2% | 23.1 | -48.2% |
| 지배주주 순이익 | 10.6 | 22.4 | -52.7% | 17.2 | -38.5% | 17.0 | -37.7% | 17.9 | -40.9% |
| 영업이익률(%) | 11.2% | 22.4% | | 12.5% | | 13.1% | | 13.4% | |
| 지배주주 순이익률(%) | 7.3% | 7.1% | | 11.1% | | 10.9% | | 11.1% | |

자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

| (십억원) | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23P | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2022 | 2023P | 2024E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|
| 환율 | 1,276 | 1,315 | 1,311 | 1,321 | 1,325 | 1,300 | 1,310 | 1,315 | 1,290 | 1,306 | 1,313 |
| 매출액 | 192.4 | 179.2 | 155.5 | 145.1 | 160.7 | 188.3 | 208.6 | 202.8 | 839.3 | 672.2 | 760.4 |
| (%, QoQ) | -3.4% | -6.9% | -13.2% | -6.7% | 10.8% | 17.2% | 10.8% | -2.8% | | | |
| (%, YoY) | -3.6% | -17.1% | -30.7% | -27.2% | -16.5% | 5.1% | 34.2% | 39.7% | 28.1% | -19.9% | 13.1% |
| Leadframe | 124.6 | 111.7 | 98.9 | 93.9 | 103.1 | 122.4 | 138.0 | 135.3 | 538.9 | 429.1 | 498.7 |
| 전장용 | 75.6 | 70.1 | 61.1 | 62.0 | 70.7 | 81.0 | 86.8 | 83.0 | 291.3 | 268.8 | 321.5 |
| IT용 | 49.0 | 41.6 | 37.8 | 31.9 | 32.4 | 41.3 | 51.2 | 52.3 | 247.5 | 160.3 | 177.2 |
| Package Substrate | 67.8 | 67.5 | 56.5 | 51.6 | 57.6 | 66.0 | 70.7 | 67.5 | 300.5 | 215.0 | 261.7 |
| 영업이익 | 31.1 | 35.7 | 19.4 | 16.3 | 20.9 | 28.2 | 36.5 | 32.5 | 204.4 | 102.5 | 118.0 |
| (%, QoQ) | -30.3% | 14.8% | -45.7% | -16.0% | 28.0% | 34.9% | 29.5% | -10.7% | | | |
| (%, YoY) | -35.7% | -34.0% | -66.2% | -63.5% | -32.9% | -21.1% | 87.9% | 99.7% | 136.8% | -49.9% | 15.1% |
| 영업이익률(%) | 16.2% | 19.9% | 12.5% | 11.2% | 13.0% | 15.0% | 17.5% | 16.1% | 24.4% | 15.2% | 15.5% |

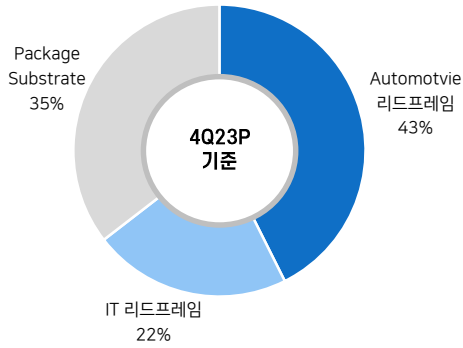
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 해성디에스 제품군별 매출 비중 추이



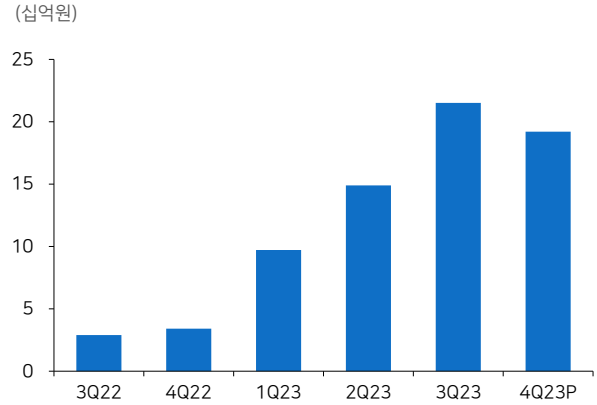
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 해성디에스 사업부문별 매출 비중



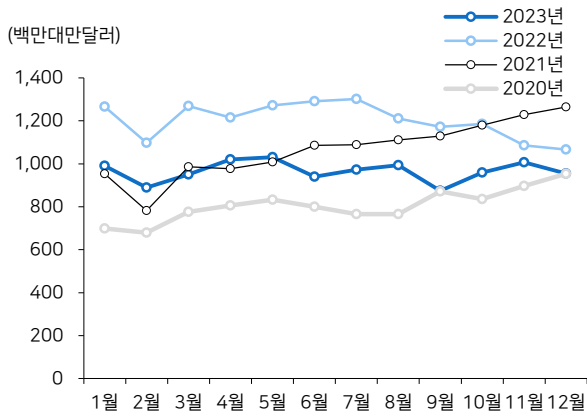
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 해성디에스 DDR5 분기별 매출 추이



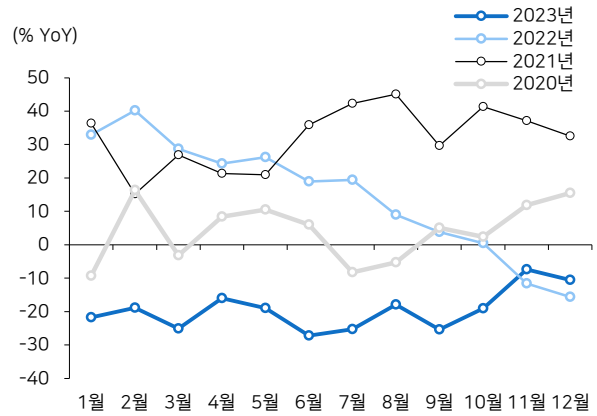
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 대만 CWTC 월별 매출액 (전장용 리드프레임 경쟁사)



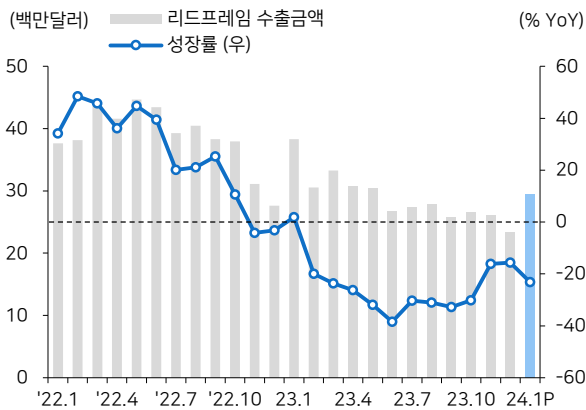
자료: CWTC, 메리츠증권 리서치센터

그림5 CWTC YoY 성장률



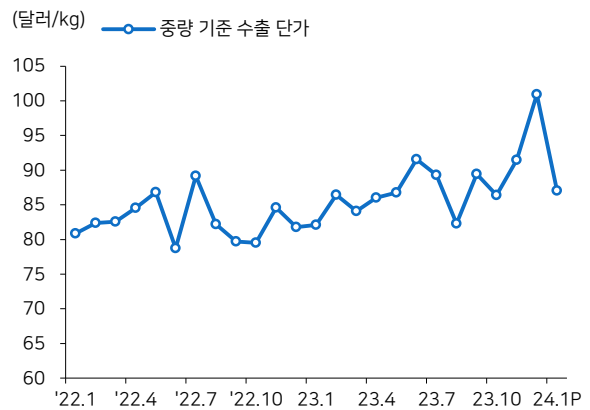
자료: SDI Corporation, 메리츠증권 리서치센터

그림6 리드프레임 수출금액



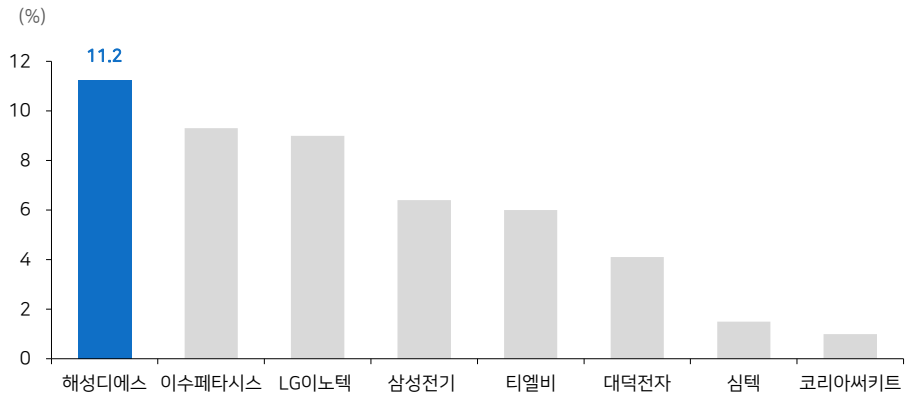
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림7 리드프레임 중량 기준 수출단가



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림8 4Q23 기준 국내 기관업체 영업이익률 비교



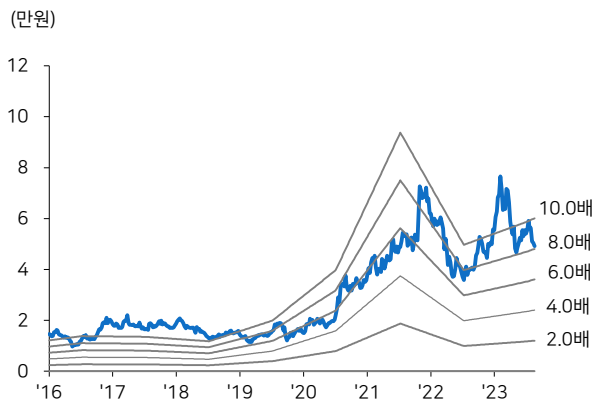
주: 삼성전기, LG이노텍은 당사 추정치 기준. 그 외는 컨센서스 기준
 자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 해성디에스 적정주가 산정표

| (원) | Fair Value(원) | 비고 |
|-----------------|---------------|--------------|
| EPS | 6,076 | 12MF EPS |
| 적정배수 (배) | 10.6 | 2023년 평균 멀티플 |
| 적정가치 | 64,652 | |
| 적정주가 | 65,000 | |
| 현재주가 | 49,200 | |
| 상승여력 (%) | 32.1% | |

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 | 672.2 | 760.4 | 869.2 |
| 매출액증가율(%) | 42.9 | 28.1 | -19.9 | 13.1 | 14.3 |
| 매출원가 | 519.7 | 574.1 | 514.7 | 583.6 | 655.5 |
| 매출총이익 | 135.7 | 265.2 | 157.5 | 176.9 | 213.7 |
| 판매관리비 | 49.3 | 60.8 | 55.1 | 58.8 | 70.1 |
| 영업이익 | 86.3 | 204.4 | 102.5 | 118.0 | 143.5 |
| 영업이익률(%) | 13.2 | 24.4 | 15.2 | 15.5 | 16.5 |
| 금융손익 | -1.1 | -0.4 | 1.3 | 2.0 | 2.9 |
| 중속/관계기업손익 | -0.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | 5.1 | 1.3 | 2.1 | 5.7 | 4.6 |
| 세전계속사업이익 | 89.5 | 205.3 | 105.8 | 125.7 | 151.0 |
| 법인세비용 | 18.5 | 45.9 | 21.4 | 25.8 | 31.7 |
| 당기순이익 | 71.1 | 159.4 | 84.4 | 99.9 | 119.3 |
| 지배주주지분 순이익 | 71.3 | 159.4 | 84.4 | 99.9 | 119.3 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| 영업활동 현금흐름 | 57.1 | 196.9 | 156.7 | 133.7 | 156.7 |
| 당기순이익(손실) | 71.1 | 159.4 | 84.4 | 99.9 | 119.3 |
| 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 | 25.6 | -13.5 | -16.6 |
| 투자활동 현금흐름 | -33.5 | -122.5 | -83.1 | -119.0 | -81.1 |
| 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 | 81.4 | 4.4 | 45.9 |
| 기초현금 | 23.4 | 29.3 | 76.3 | 157.7 | 162.0 |
| 기말현금 | 29.3 | 76.3 | 157.7 | 162.0 | 208.0 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 유동자산 | 256.0 | 371.3 | 394.0 | 429.3 | 513.5 |
| 현금및현금성자산 | 29.3 | 76.3 | 157.7 | 162.0 | 208.0 |
| 매출채권 | 130.4 | 137.4 | 110.0 | 124.4 | 142.2 |
| 재고자산 | 88.7 | 115.6 | 92.6 | 104.7 | 119.7 |
| 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 | 724.6 | 828.6 | 936.0 |
| 유동부채 | 154.8 | 196.5 | 168.0 | 191.4 | 215.1 |
| 매입채무 | 33.2 | 27.8 | 22.3 | 25.2 | 28.8 |
| 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 | 40.2 | 36.2 | 15.8 |
| 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 | 208.2 | 227.5 | 230.9 |
| 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 | 409.7 | 494.3 | 598.3 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 294.3 | 447.3 | 516.4 | 601.1 | 705.1 |

Key Financial Data

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 38,551 | 49,374 | 39,541 | 44,732 | 51,130 |
| EPS(지배주주) | 4,192 | 9,376 | 4,967 | 5,879 | 7,019 |
| CFPS | 7,652 | 15,424 | 8,897 | 10,057 | 11,896 |
| EBITDAPS | 7,016 | 14,320 | 8,897 | 10,057 | 11,896 |
| BPS | 17,313 | 26,312 | 30,379 | 35,357 | 41,476 |
| DPS | 600 | 900 | 900 | 900 | 900 |
| 배당수익률(%) | 1.2 | 2.5 | 1.6 | 1.8 | 1.8 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 11.7 | 3.8 | 11.2 | 8.4 | 7.0 |
| PCR | 6.4 | 2.3 | 6.2 | 4.9 | 4.1 |
| PSR | 1.3 | 0.7 | 1.4 | 1.1 | 1.0 |
| PBR | 2.8 | 1.4 | 1.8 | 1.4 | 1.2 |
| EBITDA(십억원) | 119.3 | 243.4 | 151.3 | 171.0 | 202.2 |
| EV/EBITDA | 7.4 | 2.4 | 5.7 | 4.4 | 3.4 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 27.1 | 43.0 | 17.5 | 17.9 | 18.3 |
| EBITDA 이익률 | 18.2 | 29.0 | 22.5 | 22.5 | 23.3 |
| 부채비율 | 61.4 | 47.5 | 40.3 | 37.9 | 32.7 |
| 금융비용부담률 | 0.2 | 0.2 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |
| 이자보상배율(x) | 61.1 | 105.8 | 39.0 | 38.7 | 49.3 |
| 매출채권회전율(x) | 6.3 | 6.3 | 5.4 | 6.5 | 6.5 |
| 재고자산회전율(x) | 8.5 | 8.2 | 6.5 | 7.7 | 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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

| 투자의견 | 비율 |
|------|-------|
| 매수 | 85.6% |
| 중립 | 14.4% |
| 매도 | 0.0% |

2023년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

해성디에스 (195870) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 과리율(%)* | | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|---------|------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
| | | | | | 평균 | 최고(최저) | |
| 2022.08.01 | Indepth | Buy | 90,000 | 양승수 | -41.6 | -31.3 | |
| 2022.10.17 | 기업브리프 | Buy | 77,000 | 양승수 | -50.0 | -47.5 | |
| 2022.11.09 | Indepth | 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 | -20.8 | -2.5 | |
| 2023.10.30 | 기업브리프 | Buy | 65,000 | 양승수 | - | - | |