



BUY (유지)

목표주가(12M) 105,000원(상향)

현재주가(7.27) 74,900원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,603.81
52주 최고/최저(원)	74,900/34,300
시가총액(십억원)	1,273.3
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	17,000.0
60일 평균 거래량(천주)	210.3
60일 평균 거래대금(십억원)	12.8
외국인지분율(%)	13.81
주요주주 지분율(%)	
해성산업 외 3인	36.31
국민연금공단	10.41

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	770.2	870.9
영업이익(십억원)	134.4	166.4
순이익(십억원)	109.3	132.6
EPS(원)	6,429	7,802
BPS(원)	31,873	38,693

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	655.4	839.4	778.1	888.6
영업이익	86.3	204.4	149.2	182.2
세전이익	89.5	205.3	150.0	177.2
순이익	71.3	159.4	116.3	137.3
EPS	4,192	9,376	6,842	8,076
증감율	137.64	123.66	(27.03)	18.04
PER	11.65	3.82	10.95	9.27
PBR	2.82	1.36	2.32	1.89
EV/EBITDA	7.37	2.38	6.36	5.11
ROE	27.09	42.99	23.37	22.47
BPS	17,313	26,311	32,254	39,630
DPS	600	900	700	750



Analyst 김록호 roko.kim@hanafn.com
RA 김민경 minkyung.kim@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2023년 07월 28일 | 기업분석_Earnings Review

해성디에스 (195870)

차원이 다른 이익률

2Q23 Review: 영업이익률 서프라이즈

해성디에스의 23년 2분기 매출액은 1,792억원(YoY -17%, QoQ -7%), 영업이익은 357억원(YoY -34%, QoQ +15%)을 기록했다. 하나증권의 기존 전망치보다 매출액은 하회했는데, 영업이익은 상회했다. 매출액 하회의 주요인은 예상보다 리드프레임 매출액이 부진했기 때문이다. 차량용 리드프레임이 전분기 및 전년동기대비 감소해 매출액 증가세가 주춤했다. 이는 고객사들이 단기적으로 재고를 소진하려는 의도가 있던 것으로 파악된다. 하반기에도 전장향 수요 자체가 부진하지 않을 것으로 예상되고 있어 재차 반등이 가능할 것으로 예상된다. 영업이익이 상회한 이유는 패키지기판의 실적 감소폭이 미미했고, DDR5 매출비중 확대로 인해 믹스가 개선되었기 때문이다. 해성디에스의 상반기 DDR5 매출액은 261억원에 달해 패키지기판 내에서의 비중이 19%로 확대되었다. 하반기에는 고객사들의 DDR5 매출액이 보다 증가할 것으로 전망되는 만큼 2023년 연간으로 DDR5 매출액은 500억원 중반을 초과하거나 600억원에 달할 가능성이 높다

분기 실적 저점에서 영업이익률 16% 이상 시현

해성디에스는 23년 1분기 실적을 저점으로 개선세로 진입했다. 23년 3분기 분기 최대 영업이익률 25.6%를 시현한 이후에 패키지기판이 다운사이클로 진입하며 23년 1분기 영업이익률은 16.2%로 하락한 바 있다. 다만, 23년 2분기에 영업이익률 19.9%로 반등해 분기 실적은 저점을 통과했다. 다운사이클 구간에도 전사 영업이익률 16% 이상으로 선방할 수 있었던 이유는 차량용 리드프레임 덕분이다. 아울러 DDR5가 예상보다 빠르게 확대되며 DRAM 업황이 회복되기 이전부터 해성디에스의 패키지기판 영업이익률은 개선세로 전환되었다. 이를 기반으로 2023년 및 2024년 수익성을 기존대비 상향 조정하며 영업이익을 각각 15%, 11% 상향한다.

멀티플 할증 가능성도 상존

해성디에스에 대한 투자자의견 'BUY'를 유지하고, 목표주가를 105,000원으로 상향한다. 목표주가 상향은 12개월 선형 EPS에 2024년 비중이 확대되었고, 앞서 언급했듯이 실적을 상향했기 때문이다. 해성디에스는 고수익성 아이템인 차량용 리드프레임으로 인해 10% 중반에서 20% 초과가 가능한 견조한 영업이익률 시현을 입증하고 있다. 그럼에도 불구하고 2024년 기준 PER 9.27배에 불과해 여전히 주가 상승 여력이 충분하다. 여타 업체들과 차별화된 수익성으로 인해 멀티플 할증이 가능한 상황에서 오히려 할인받고 있어 기회는 열려 있다고 판단한다. 아울러 DDR5의 수혜로 인해 패키지기판의 수익성도 개선되고 있어 2024~2025년 해당 비중 확대에 따른 지속적인 이익률 상향도 가능할 것으로 판단한다.

도표 1. 해성디에스의 실적 추이 및 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
매출액	192.4	179.2	200.7	205.9	200.8	220.7	237.8	229.2	839.3	778.1	888.6
YoY	-3.6%	-17.1%	-10.5%	3.4%	4.4%	23.2%	18.5%	11.3%	28.1%	-7.3%	14.2%
QoQ	-3.4%	-6.9%	12.0%	2.6%	-2.5%	9.9%	7.8%	-3.6%			
패키지	67.8	67.5	78.9	76.3	69.8	81.0	86.7	80.1	300.4	290.5	317.7
리드프레임(전장)	75.6	70.1	75.9	83.5	83.5	88.1	94.1	97.6	291.2	305.0	363.3
리드프레임(IT)	49.0	41.5	46.0	46.1	47.4	51.6	57.0	51.5	247.7	182.6	207.5
영업이익	31.1	35.7	42.1	40.4	39.1	45.4	51.7	46.1	204.5	149.2	182.2
YoY	-35.7%	-34.1%	-26.7%	-9.6%	25.7%	27.2%	22.7%	14.2%	136.6%	-27.0%	22.1%
QoQ	-30.4%	14.7%	18.1%	-4.2%	-3.2%	16.1%	13.9%	-10.8%			
영업이익률	16.2%	19.9%	21.0%	19.6%	19.5%	20.6%	21.7%	20.1%	24.4%	19.2%	20.5%

자료: 해성디에스, 하나증권

도표 2. 해성디에스의 실적 추이 및 전망 (수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
매출액	192.4	182.5	208.5	210.4	206.4	221.5	240.8	228.1	839.3	793.7	896.8
YoY	-3.6%	-15.6%	-7.0%	5.6%	7.3%	21.4%	15.5%	8.4%	28.1%	-5.4%	13.0%
QoQ	-3.4%	-5.2%	14.3%	0.9%	-1.9%	7.3%	8.7%	-5.3%			
패키지	67.8	61.6	72.4	70.1	69.8	73.9	79.7	73.6	300.4	271.9	297.0
리드프레임(전장)	75.6	76.5	87.7	91.7	89.1	96.0	104.1	103.1	291.2	331.5	392.3
리드프레임(IT)	49.0	44.4	48.4	48.5	47.4	51.6	57.0	51.5	247.7	190.3	207.5
영업이익	31.1	29.5	36.1	33.5	35.6	40.7	47.2	41.0	204.5	130.2	164.5
YoY	-35.7%	-45.4%	-37.1%	-25.0%	14.6%	37.9%	30.5%	22.3%	136.6%	-36.3%	26.3%
QoQ	-30.4%	-5.0%	22.4%	-7.3%	6.3%	14.3%	15.9%	-13.2%			
영업이익률	16.2%	16.2%	17.3%	15.9%	17.3%	18.4%	19.6%	18.0%	24.4%	16.4%	18.3%

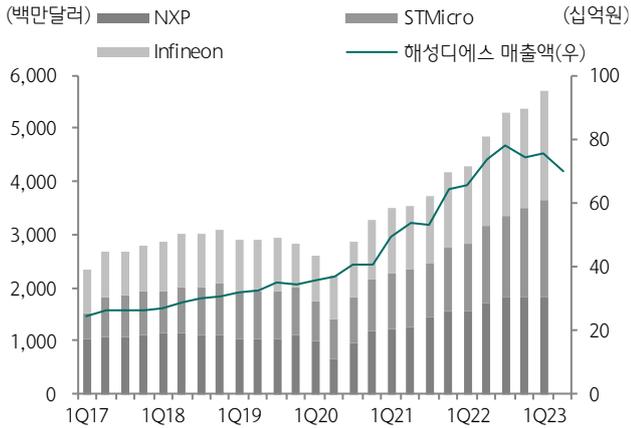
자료: 해성디에스, 하나증권

도표 3. 해성디에스 Valuation

		비고
EPS (원)	7,712	12개월 선행 EPS
비교 P/E (x)	17.0	글로벌 동종업체의 12개월 선행 평균 PER
할인율 (%)	20%	글로벌 동종업체대비 매출 및 이익 규모 열위
적정 P/E (x)	13.6	
적정주가 (원)	104,816	
목표주가 (원)	105,000	
현재주가 (원)	74,900	2023.07.27 종가 기준
상승여력 (%)	40.2	

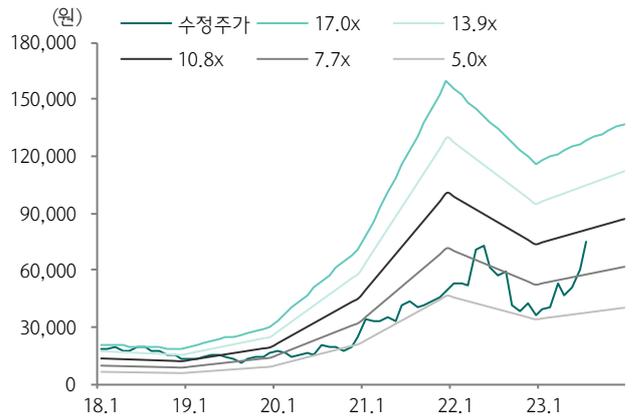
자료: 하나증권

도표 4. 고객사 매출액 vs 차량용 매출액



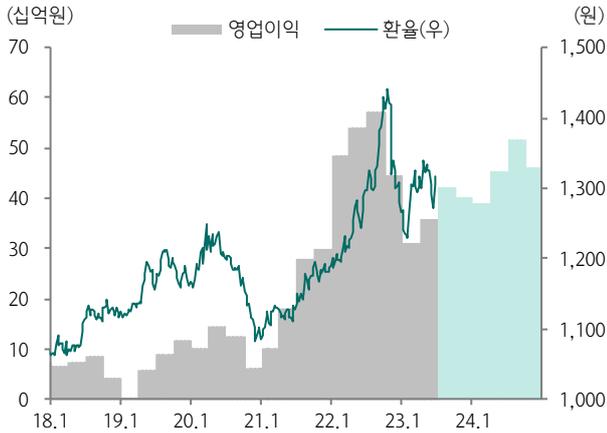
주: 해성디에스의 차량용 리드프레임 매출액은 고객사에 연동, CY기준
 자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 12M Fwd PER



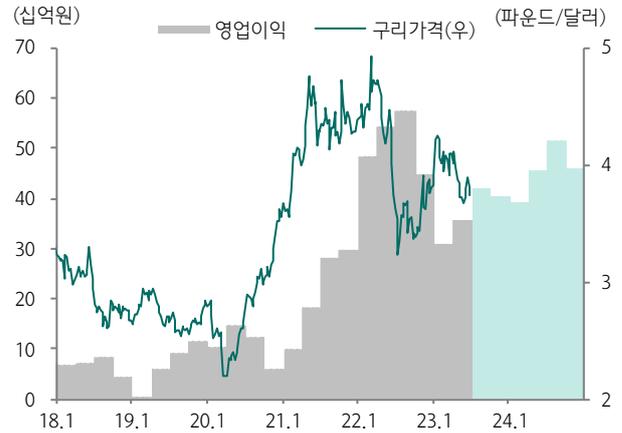
자료: WISEfn, 하나증권

도표 6. 해성디에스 영업이익 및 환율 추이



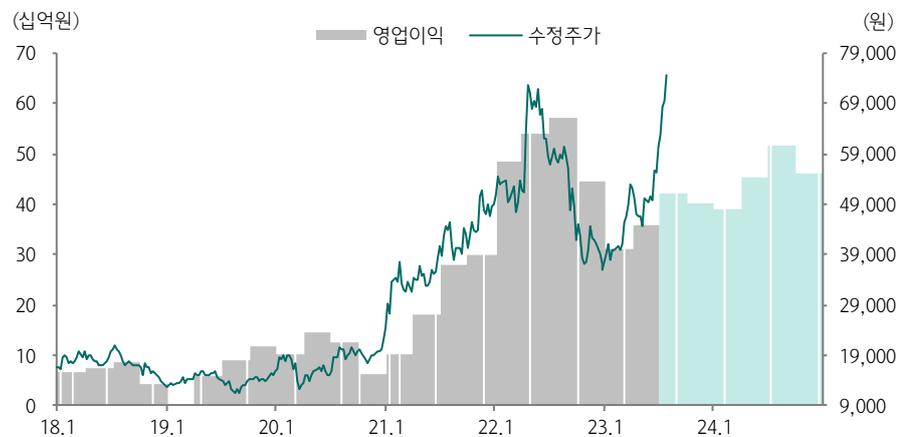
주: 2023년 3분기 이후 영업이익은 추정치
 자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 해성디에스 영업이익 및 구리가격 추이



주: 2023년 3분기 이후 영업이익은 추정치
 자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 해성디에스 영업이익 및 주가 추이



주: 2023년 3분기 이후 영업이익은 추정치
 자료: WISEfn, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	655.4	839.4	778.1	888.6	966.3
매출원가	519.7	574.1	569.2	638.7	689.8
매출총이익	135.7	265.3	208.9	249.9	276.5
판매비	49.3	60.8	59.7	67.7	73.8
영업이익	86.3	204.4	149.2	182.2	202.8
금융손익	(1.1)	(0.4)	(0.0)	0.0	0.0
중속/관계기업손익	(0.8)	0.0	(3.5)	(5.0)	(8.0)
기타영업외손익	5.1	1.3	4.3	0.0	0.0
세전이익	89.5	205.3	150.0	177.2	194.8
법인세	18.5	45.9	33.7	39.9	44.9
계속사업이익	71.1	159.4	116.3	137.3	149.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	71.1	159.4	116.3	137.3	149.8
비배주주지분 손이익	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	71.3	159.4	116.3	137.3	149.8
지배주주지분포괄이익	70.5	163.2	116.3	137.3	149.8
NOPAT	68.5	158.7	115.7	141.2	156.0
EBITDA	119.3	243.4	195.8	241.7	273.6
성장성(%)					
매출액증가율	42.88	28.07	(7.30)	14.20	8.74
NOPAT증가율	97.98	131.68	(27.10)	22.04	10.48
EBITDA증가율	67.32	104.02	(19.56)	23.44	13.20
영업이익증가율	98.39	136.85	(27.01)	22.12	11.31
(지배주주)순이익증가율	137.67	123.56	(27.04)	18.06	9.10
EPS증가율	137.64	123.66	(27.03)	18.04	9.14
수익성(%)					
매출총이익률	20.70	31.61	26.85	28.12	28.61
EBITDA이익률	18.20	29.00	25.16	27.20	28.31
영업이익률	13.17	24.35	19.17	20.50	20.99
계속사업이익률	10.85	18.99	14.95	15.45	15.50

투자지표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	4,192	9,376	6,842	8,076	8,814
BPS	17,313	26,311	32,254	39,630	47,694
CFPS	7,652	15,424	11,636	13,921	15,624
EBITDAPS	7,016	14,320	11,520	14,215	16,095
SPS	38,551	49,374	45,773	52,270	56,841
DPS	600	900	700	750	750
주가지표(배)					
PER	11.65	3.82	10.95	9.27	8.50
PBR	2.82	1.36	2.32	1.89	1.57
PCFR	6.38	2.32	6.44	5.38	4.79
EV/EBITDA	7.37	2.38	6.36	5.11	4.38
PSR	1.27	0.73	1.64	1.43	1.32
재무비율(%)					
ROE	27.09	42.99	23.37	22.47	20.19
ROA	16.61	28.10	16.57	16.94	15.94
ROIC	25.82	47.33	27.65	28.07	26.01
부채비율	61.37	47.47	35.69	30.10	23.74
순부채비율	16.52	(6.85)	(5.13)	(5.57)	(9.08)
이자보상배율(배)	61.09	105.83	0.00	0.00	0.00

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	256.0	371.3	393.9	434.3	480.6
금융자산	29.3	106.3	119.9	129.3	149.0
현금성자산	29.3	76.3	88.9	94.8	111.4
매출채권	130.4	137.3	142.0	158.1	171.9
재고자산	88.7	115.6	119.5	133.0	144.7
기타유동자산	7.6	12.1	12.5	13.9	15.0
비유동자산	219.0	288.3	350.1	442.2	522.7
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	207.8	253.6	317.4	409.2	489.6
무형자산	6.1	20.1	20.4	20.6	20.7
기타비유동자산	5.1	14.6	12.3	12.4	12.4
자산총계	474.9	659.6	744.0	876.5	1,003.3
유동부채	154.8	196.5	170.9	177.6	167.0
금융부채	55.3	63.1	70.4	70.4	54.0
매입채무	33.2	27.8	28.7	32.0	34.8
기타유동부채	66.3	105.6	71.8	75.2	78.2
비유동부채	25.8	15.8	24.8	25.2	25.5
금융부채	22.6	12.6	21.4	21.4	21.4
기타비유동부채	3.2	3.2	3.4	3.8	4.1
부채총계	180.6	212.3	195.7	202.8	192.5
지배주주지분	294.3	447.3	548.3	673.7	810.8
자본금	85.0	85.0	85.0	85.0	85.0
자본잉여금	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
이익잉여금	187.5	340.5	441.6	566.9	704.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	294.3	447.3	548.3	673.7	810.8
순금융부채	48.6	(30.6)	(28.2)	(37.5)	(73.6)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	57.1	196.9	113.1	185.6	211.1
당기순이익	71.1	159.4	116.3	137.3	149.8
조정	48.5	77.9	39.4	59.4	70.8
감가상각비	32.9	39.0	46.6	59.4	70.9
외환거래손익	(0.4)	7.9	(1.4)	0.0	0.0
지분법손익	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	15.2	31.0	(5.8)	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채변동	(62.5)	(40.4)	(42.6)	(11.1)	(9.5)
투자활동 현금흐름	(33.5)	(122.5)	(111.8)	(155.0)	(154.3)
투자자산감소(증가)	2.4	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	(27.4)	(77.8)	(109.5)	(150.0)	(150.0)
기타	(8.5)	(44.7)	(2.3)	(5.0)	(4.3)
재무활동 현금흐름	(17.8)	(27.3)	15.3	(11.9)	(29.1)
금융부채증가(감소)	(8.2)	(2.2)	16.1	0.0	(16.4)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1.9)	(14.9)	14.5	0.0	0.1
배당지급	(7.7)	(10.2)	(15.3)	(11.9)	(12.8)
현금의 증감	5.9	47.0	12.7	5.9	16.6
Unlevered CFO	130.1	262.2	197.8	236.7	265.6
Free Cash Flow	29.5	118.7	3.7	35.6	61.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

해성디에스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.7.27	BUY	105,000		
23.7.3	BUY	89,000	-25.37%	-18.76%
23.1.16	BUY	70,000	-32.84%	-13.43%
22.10.14	BUY	89,000	-55.34%	-49.61%
22.4.17	BUY	114,000	-47.40%	-35.35%
22.4.12	BUY	88,000	-32.39%	-27.27%
22.1.17	BUY	80,000	-36.07%	-28.63%
22.1.6	BUY	75,000	-29.84%	-27.33%
21.10.18	BUY	68,000	-30.72%	-23.82%
21.7.15	BUY	56,000	-25.01%	-16.43%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2023년 7월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2023년 7월 27일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.55%	5.00%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 07월 24일