



2023년 10월 30일 | 기업분석_Earnings Review

해성디에스 (195870)

수익성 선방. 매출 회복에 초점

BUY (유지)

목표주가(12M)	81,000원
현재주가(10.27)	46,700원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,302.81
52주 최고/최저(원)	77,000/34,300
시가총액(십억원)	793.9
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	17,000.0
60일 평균 거래량(천주)	154.5
60일 평균 거래대금(십억원)	10.0
외국인지분율(%)	20.32
주요주주 지분율(%)	
해성산업 외 3 인	36.31
국민연금공단	9.91

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	726.5	849.7
영업이익(십억원)	120.2	161.6
순이익(십억원)	100.5	127.2
EPS(원)	5,908	7,485
BPS(원)	31,372	38,220

Financial Data (십억원, %, 배, 원)				
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	655.4	839.4	688.0	775.0
영업이익	86.3	204.4	107.1	135.7
세전이익	89.5	205.3	112.7	130.7
순이익	71.3	159.4	87.3	101.2
EPS	4,192	9,376	5,133	5,953
증감율	137.64	123.66	(45.25)	15.98
PER	11.65	3.82	9.10	7.84
PBR	2.82	1.36	1.53	1.30
EV/EBITDA	7.37	2.38	4.87	4.06
ROE	27.09	42.99	18.05	17.93
BPS	17,313	26,311	30,569	35,822
DPS	600	900	700	750

3Q23 Review: 우려대비 선방한 영업이익률

해성디에스의 23년 3분기 매출액은 1,555억원(YoY -31%, QoQ -13%), 영업이익은 194억원(YoY -66%, QoQ -46%)을 기록했다. 하나증권의 전망치보다는 매출액, 영업이익이 각각 1.5%, 18% 상회했다. 리드프레임에서 전장용과 IT용 모두 전분기대비 매출액이 감소했는데, 전장용 매출 감소폭이 당초 예상했던 것보다 커졌다. 이는 차량용 반도체업체들에게 직급하는 물량은 견조했는데, OSAT 업체향 매출액이 부진했기 때문으로 파악된다. IT용 리드프레임뿐만 아니라 전장용도 OSAT향으로 공급되는데, 해당 물량의 감소폭이 커진 것으로 추정된다. 프리뷰 보고서에서 언급했던 것처럼 OSAT 업체들의 재고 조정 영향 때문이다. 패키지기판의 매출액 감소는 DDR4향 기판의 감산 영향과 DDR5 일부 공정의 병목 현상 때문에 추정된다. DDR5 수요 및 수주는 원활하게 진행되고 있어 다음 분기에는 매출액 반등이 가능할 것으로 예상된다.

4Q23 Preview: 전분기대비 소폭 개선 전망

23년 4분기 매출액은 1,609억원(YoY -19%, QoQ +4%), 영업이익은 209억원(YoY -53%, QoQ +8%)으로 전망한다. 전반적인 IT 및 전장용 반도체 수요가 정체되어 있는 상황이기 때문에 드라마틱한 실적 개선은 어려운 상황이다. 다만, OSAT 업체들이 강도 높은 재고 조정 이후에 일부 주문을 증가시키는 것으로 파악되어 전분기대비 매출액이 증가할 것으로 전망된다. 패키지기판은 DDR4의 감산 영향이 지속되는 가운데, DDR5용 기판의 증가폭으로 인해 매출액 증감 여부가 결정될 것으로 판단된다. DDR5 일부 공정의 병목 현상은 완화되고 있는 것으로 파악되어 전분기대비 매출액 증가가 가능할 전망이다. 23년 4분기 기점으로 DDR5 매출비중이 DDR4를 초과할 것으로 추정되어 2024년에는 전년대비 증가세로 전환될 것으로 추정한다.

실적 하향 마무리 국면. 재진입 고려가 필요한 때

해성디에스에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 81,000원을 유지한다. 23년 하반기 어려운 환경 안에서 매출액 감소폭이 심했는데, 그럼에도 12~13%에의 영업이익률을 시현할 것으로 추정된다. 누차 언급했듯이 여타 업체들과는 차별화된 수익성 방어 능력을 수차례 입증하고 있다. 공급 부족으로 우호적인 가격 상황을 누리던 2022년의 영업이익률 24%가 비정상적으로 높았던 것뿐이고, 2023년 연간 영업이익률 16%는 전년대비 역성장 속에서 유의미한 성과라 판단한다. 2024년에도 전반적인 소비 상황이 회복될 것이라는 기대보다는 우려가 많지만, 적어도 수요 자체가 역성장하지 않을 것이라는 전망이 일반적이다. 해성디에스도 이에 동승한 실적 회복이 가능할 전망이며, 매출액 회복과 더불어 수익성 개선도 가능할 것으로 기대된다. 2024년 기준 PER 7.84배로 높은 수익성을 감안하면 저평가 영역이라 판단된다.



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

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	155.5	160.9	180.6	189.5	204.3	200.6	839.3	687.9	775.0
YoY	-3.6%	-17.1%	-30.7%	-19.2%	-6.1%	5.8%	31.4%	24.7%	28.1%	-18.0%	12.7%
QoQ	-3.4%	-6.9%	-13.2%	3.5%	12.2%	4.9%	7.8%	-1.8%			
패키지	67.8	67.5	56.5	56.1	67.8	69.8	71.9	71.9	300.4	247.9	281.5
리드프레임(전장)	75.6	70.1	61.1	66.4	74.6	77.7	88.4	89.8	291.2	273.2	330.5
리드프레임(IT)	49.0	41.5	37.9	38.5	38.2	42.0	44.0	38.8	247.7	166.9	163.0
영업이익	31.1	35.7	19.4	20.9	28.8	33.3	38.7	34.9	204.5	107.1	135.7
YoY	-35.7%	-34.1%	-66.2%	-53.2%	-7.5%	-6.8%	99.4%	67.2%	136.6%	-47.6%	26.7%
QoQ	-30.4%	14.7%	-45.7%	7.7%	37.7%	15.7%	16.3%	-9.7%			
영업이익률	16.2%	19.9%	12.5%	13.0%	15.9%	17.6%	18.9%	17.4%	24.4%	15.6%	17.5%

자료: 해성디에스, 하나증권

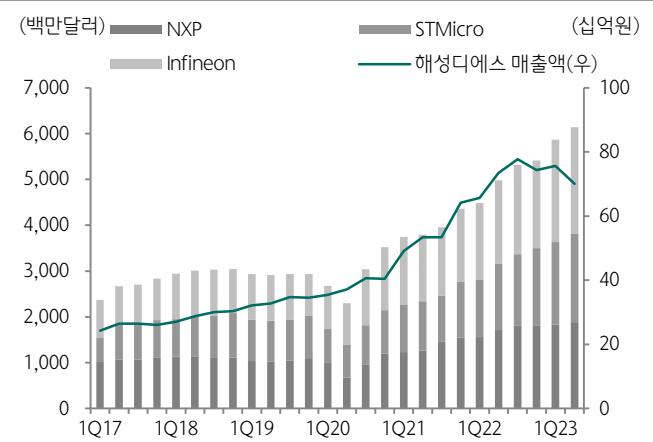
도표 2. 해성디에스의 실적 추이 및 전망 (수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
매출액	192.4	179.2	153.2	173.8	192.0	201.9	213.3	209.6	839.3	698.6	816.8
YoY	-3.6%	-17.1%	-31.7%	-12.7%	-0.2%	12.7%	39.2%	20.6%	28.1%	-16.8%	16.9%
QoQ	-3.4%	-6.9%	-14.5%	13.4%	10.5%	5.1%	5.7%	-1.8%			
패키지	67.8	67.5	57.1	66.2	71.2	74.7	78.5	78.5	300.4	258.7	302.9
리드프레임(전장)	75.6	70.1	70.6	76.4	82.6	85.1	90.9	92.3	291.2	292.6	350.8
리드프레임(IT)	49.0	41.5	25.5	31.2	38.2	42.0	44.0	38.8	247.7	147.3	163.0
영업이익	31.1	35.7	16.5	20.2	28.8	34.2	38.3	34.7	204.5	103.4	136.0
YoY	-35.7%	-34.1%	-71.3%	-54.7%	-7.2%	-4.1%	132.4%	71.4%	136.6%	-49.4%	31.4%
QoQ	-30.4%	14.7%	-53.8%	22.8%	42.6%	18.6%	11.9%	-9.4%			
영업이익률	16.2%	19.9%	10.7%	11.6%	15.0%	16.9%	17.9%	16.5%	24.4%	14.8%	16.6%

자료: 해성디에스, 하나증권

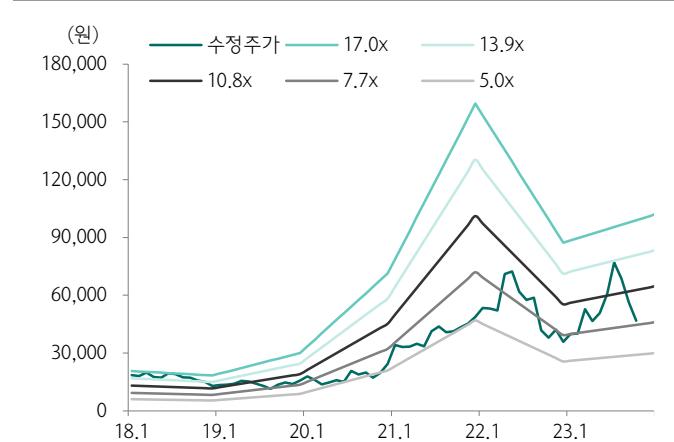
도표 4. 고객사 매출액 vs 전장용 리드프레임 매출액



주: 해성디에스의 차량용 리드프레임 매출액은 고객사에 연동, CY기준

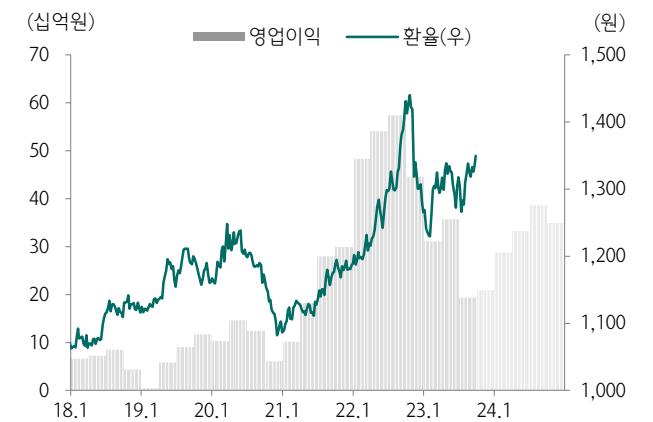
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 12M Fwd PER



자료: WISEfn, 하나증권

도표 6. 해성디에스 영업이익 및 환율 추이



주: 2023년 4분기 이후 영업이익은 추정치

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 해성디에스 영업이익 및 구리가격 추이



주: 2023년 4분기 이후 영업이익은 추정치

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 해성디에스 영업이익 및 주가 추이



주: 2023년 4분기 이후 영업이익은 추정치

자료: WISEfn, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
		2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	655.4	839.4	688.0	775.0	862.6	
매출원가	519.7	574.1	526.2	579.6	631.8	
매출총이익	135.7	265.3	161.8	195.4	230.8	
판관비	49.3	60.8	54.7	59.8	67.0	
영업이익	86.3	204.4	107.1	135.7	163.9	
금융손익	(1.1)	(0.4)	(0.3)	0.0	0.0	
종속/관계기업손익	(0.8)	0.0	0.9	(5.0)	(8.0)	
기타영업외손익	5.1	1.3	5.0	0.0	0.0	
세전이익	89.5	205.3	112.7	130.7	155.9	
법인세	18.5	45.9	25.5	29.4	35.3	
계속사업이익	71.1	159.4	87.3	101.2	120.6	
증단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	71.1	159.4	87.3	101.2	120.6	
비자매주주지분 순이익	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0	
지배주주순이익	71.3	159.4	87.3	101.2	120.6	
지배주주지분포괄이익	70.5	163.2	87.7	101.2	120.6	
NOPAT	68.5	158.7	82.9	105.1	126.8	
EBITDA	119.3	243.4	153.0	194.4	234.2	
성장성(%)						
매출액증가율	42.88	28.07	(18.04)	12.65	11.30	
NOPAT증가율	97.98	131.68	(47.76)	26.78	20.65	
EBITDA증가율	67.32	104.02	(37.14)	27.06	20.47	
영업이익증가율	98.39	136.85	(47.60)	26.70	20.78	
(지배주주)순이익증가율	137.67	123.56	(45.23)	15.92	19.17	
EPS증가율	137.64	123.66	(45.25)	15.98	19.13	
수익성(%)						
매출총이익률	20.70	31.61	23.52	25.21	26.76	
EBITDA이익률	18.20	29.00	22.24	25.08	27.15	
영업이익률	13.17	24.35	15.57	17.51	19.00	
계속사업이익률	10.85	18.99	12.69	13.06	13.98	

투자지표		(단위:십억원)				
		2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)						
EPS	4,192	9,376	5,133	5,953	7,092	
BPS	17,313	26,311	30,569	35,822	42,165	
CFPS	7,652	15,424	9,664	11,139	13,307	
EBITDAPS	7,016	14,320	9,001	11,433	13,777	
SPS	38,551	49,374	40,471	45,591	50,743	
DPS	600	900	700	750	750	
주가지표(배)						
PER	11.65	3.82	9.10	7.84	6.58	
PBR	2.82	1.36	1.53	1.30	1.11	
PCFR	6.38	2.32	4.83	4.19	3.51	
EV/EBITDA	7.37	2.38	4.87	4.06	3.36	
PSR	1.27	0.73	1.15	1.02	0.92	
재무비율(%)						
ROE	27.09	42.99	18.05	17.93	18.19	
ROA	16.61	28.10	12.91	13.63	14.30	
ROIC	25.82	47.33	20.60	22.12	21.96	
부채비율	61.37	47.47	33.17	30.29	24.50	
순부채비율	16.52	(6.85)	(9.29)	(0.67)	(1.07)	
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	348.2	356.8	374.8
금융자산		29.3	106.3	134.1	89.9	77.7
현금성자산		29.3	76.3	109.8	59.7	44.1
매출채권		130.4	137.3	111.0	138.3	154.0
재고자산		88.7	115.6	93.4	116.4	129.6
기타유동자산		7.6	12.1	9.7	12.2	13.5
비유동자산		219.0	288.3	343.9	436.7	517.7
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	309.0	401.5	482.5
무형자산		6.1	20.1	20.2	20.5	20.5
기타비유동자산		5.1	14.6	14.7	14.7	14.7
자산총계		474.9	659.6	692.1	793.5	892.4
유동부채		154.8	196.5	150.3	161.7	152.5
금융부채		55.3	63.1	66.3	66.3	50.6
매입채무		33.2	27.8	22.5	28.0	31.2
기타유동부채		66.3	105.6	61.5	67.4	70.7
비유동부채		25.8	15.8	22.1	22.7	23.1
금융부채		22.6	12.6	19.5	19.5	19.5
기타비유동부채		3.2	3.2	2.6	3.2	3.6
부채총계		180.6	212.3	172.4	184.5	175.6
지배주주지분		294.3	447.3	519.7	609.0	716.8
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)	0.4	0.4	0.4
이익잉여금		187.5	340.5	412.5	501.8	609.6
비자매주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계		294.3	447.3	519.7	609.0	716.8
순금융부채		48.6	(30.6)	(48.3)	(4.1)	(7.7)

현금흐름표		(단위:십억원)				
		2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름		57.1	196.9	118.9	141.0	180.1
당기순이익		71.1	159.4	87.3	101.2	120.6
조정		48.5	77.9	28.6	58.7	70.3
감가상각비		32.9	39.0	45.9	58.7	70.3
외환거래손익		(0.4)	7.9	0.2	0.0	0.0
지분법손익		0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타		15.2	31.0	(17.5)	0.0	0.0
영업활동자산부채변동		(62.5)	(40.4)	3.0	(18.9)	(10.8)
투자활동 현금흐름		(33.5)	(122.5)	(100.0)	(157.5)	(154.7)
투자자산감소(증가)		2.4	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)		(27.4)	(77.8)	(104.1)	(150.0)	(150.0)
기타		(8.5)	(44.7)	4.1	(7.5)	(4.7)
재무활동 현금흐름		(17.8)	(27.3)	(5.8)	(11.9)	(28.5)
금융부채증가(감소)		(8.2)	(2.2)	10.1	0.0	(15.8)
자본증가(감소)		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		(1.9)	(14.9)	(0.6)	0.0	0.1
배당지급		(7.7)	(10.2)	(15.3)	(11.9)	(12.8)
현금의 증감		5.9	47.0	33.7	(50.2)	(15.6)
Unlevered CFO		130.1	262.2	164.3	189.4	226.2
Free Cash Flow		29.5	118.7	14.7	(9.0)	30.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과정

해성디에스



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
23.10.15	BUY	81,000		
23.7.27	BUY	105,000	-38.31%	-26.67%
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%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2023년 10월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2023년 10월 28일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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 책임이에 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)_목표주기가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주기가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(비중축소)_목표주기가 현주가 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	95.05%	4.50%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 10월 25일