



BUY (유지)

목표주가(12M) 81,000원(하향)

현재주가(10.13) 56,800원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,456.15
52주 최고/최저(원)	77,000/34,300
시가총액(십억원)	965.6
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	17,000.0
60일 평균 거래량(천주)	206.4
60일 평균 거래대금(십억원)	14.0
외국인지분율(%)	19.86
주요주주 지분율(%)	
해성산업 외 3인	36.31
국민연금공단	10.46

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	757.0	866.5
영업이익(십억원)	130.5	168.9
순이익(십억원)	110.5	134.8
EPS(원)	6,497	7,928
BPS(원)	31,975	38,950

Financial Data

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	655.4	839.4	698.6	816.8
영업이익	86.3	204.4	103.5	136.0
세전이익	89.5	205.3	104.2	131.0
순이익	71.3	159.4	81.5	101.4
EPS	4,192	9,376	4,795	5,967
증감율	137.64	123.66	(48.86)	24.44
PER	11.65	3.82	11.85	9.52
PBR	2.82	1.36	1.88	1.60
EV/EBITDA	7.37	2.38	6.27	5.01
ROE	27.09	42.99	16.96	18.16
BPS	17,313	26,311	30,232	35,499
DPS	600	900	700	750



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

하나증권 리서치센터

2023년 10월 16일 | 기업분석_Earnings Preview

해성디에스 (195870)

매출액 반등이 필요한 때

3Q23 Preview: 뒤늦은 재고 조정으로 부진한 실적 전망

해성디에스의 23년 3분기 매출액은 1,532억원(YoY -32%, QoQ -15%), 영업이익은 165억원(YoY -71%, QoQ -54%)으로 전망한다. 하나증권의 기존 전망치를 대폭 하향 조정하는데, 주요인은 IT용 리드프레임과 DDR4용 패키지기판의 수요 급감 때문이다. 22년 하반기 전반적인 IT 제품 수요 감소가 시작되며 IT용 리드프레임의 매출액이 감소한 바 있다. 아울러 이번 분기에 OSAT 업체들이 추가적으로 강도 높은 재고 조정을 단행하며 매출액이 급감했다. 고객사들의 재고 수준이 상당 부분 낮아진 것으로 파악되어 다음 분기에는 회복이 가능할 것으로 예상된다. 패키지기판 매출액도 전분기대비 감소할 것으로 추정되는데, DDR5 수요는 양호한 반면에 DDR4는 감소 영향이 집중되어 물량 감소폭이 큰 것으로 파악된다. 아직은 DDR4 매출 비중이 높기 때문에 DDR5 매출 증가에도 불구하고 전체 패키지기판 매출액은 감소가 불가피할 것으로 전망된다.

2023년 실적은 절반의 성공

해성디에스의 2023년 실적은 우려대비 견조했던 상반기와 기대보다 못한 하반기로 평가할 수 있다. 2023년 연간 실적이 전년대비 감익할 것으로 전망되었던 상황에서 상반기 수익성은 우려보다 양호했다. 특히 23년 2분기 실적은 DDR5 매출비중 확대를 통해 유의미한 영업이익률을 시현해 하반기 수익성에 대한 기대감을 갖기에 충분했다. 반면에 23년 3분기는 전자 매출액이 전분기대비 15% 감소하며 고정비 부담을 극복하지 못 하는 실적을 시현하며 기대치를 하회할 것으로 추정된다. 다만, 어려운 환경 안에서도 하반기 영업이익률은 10%를 초과할 것으로 전망된다. 전반적인 IT 수요 약세 속에서도 연간 영업이익률 15%를 달성한 부분은 고무적이다.

기회는 다시 온다

해성디에스에 대한 투자 의견 'BUY'를 유지하고, 목표주가는 81,000원으로 하향한다. 목표주가 조정은 2023년 및 2024년 EPS를 기존대비 각각 30%, 26% 하향한 것에 기인한다. 23년 2분기 외형 감소에도 불구하고 탁월한 수익성을 시현해 23년 하반기 및 2024년 연간 실적을 긍정적으로 전망했었다. 다만, 23년 3분기 수익성 훼손으로 인해 실적 눈높이 하향이 불가피하다고 판단한다. 해성디에스의 분기 매출액은 22년 3분기를 고점으로 매분기 감소하고 있다. 아울러 전년동기대비로는 24년 1분기까지 감소세가 지속될 것으로 전망된다. 현재 시점에서 매출액의 감소세가 멈추는 것이 급선무라 판단되며, 23년 3분기 실적이 저점을 형성할 것으로 추정한다. 23년 4분기부터는 매출액이 증가세로 전환되고 24년 상반기에는 전년 동기대비로도 외형 성장이 재개될 것으로 전망한다. 단기 실적 조정이 부담스럽지만, 주가는 이를 충분히 반영했다는 판단이다. 실적 바닥을 확인하며 비중확대 전략을 추천한다. DDR5 수혜가 뚜렷하고, 자동차용 리드프레임도 여전히 견조하기 때문에 실적 회복과 더불어 주가 측면에서도 기회는 올 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	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 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	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%

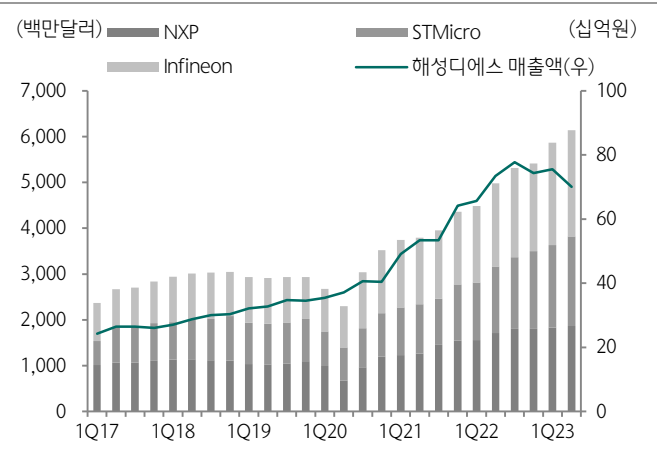
자료: 해성디에스, 하나증권

도표 3. 해성디에스 Valuation

	비교	
EPS (원)	7,712	2023년 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)	81,108	
목표주가 (원)	81,000	
현재주가 (원)	56,800	2023.10.13 종가 기준
상승여력 (%)	42.6	

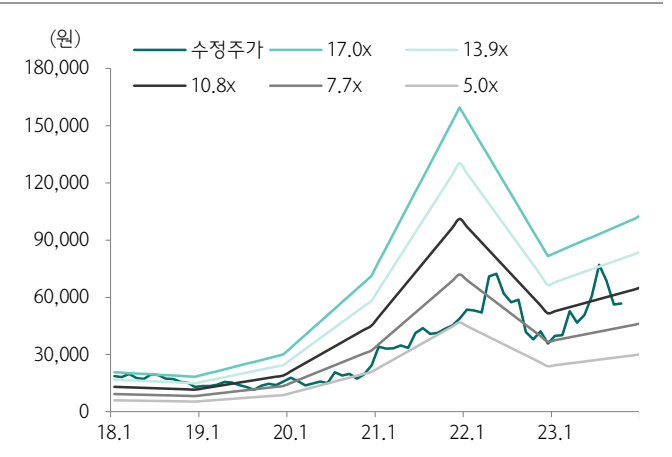
자료: 하나증권

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



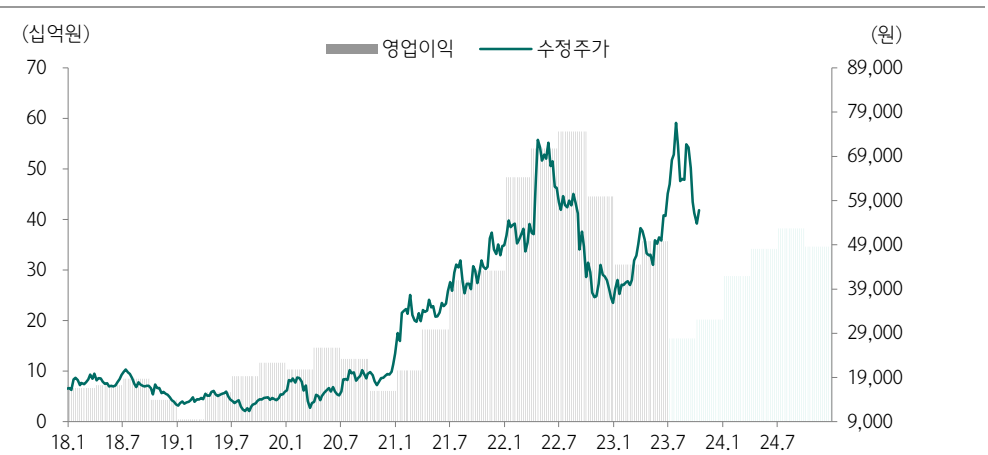
주: 2023년 3분기 이후 영업이익은 추정치
자료: Bloomberg, 하나증권

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	698.6	816.8	910.0
매출원가	519.7	574.1	539.0	618.1	667.6
매출총이익	135.7	265.3	159.6	198.7	242.4
판매비	49.3	60.8	56.1	62.7	68.4
영업이익	86.3	204.4	103.5	136.0	174.1
금융손익	(1.1)	(0.4)	(0.3)	0.0	0.0
중속/관계기업손익	(0.8)	0.0	(4.0)	(5.0)	(8.0)
기타영업외손익	5.1	1.3	5.0	0.0	0.0
세전이익	89.5	205.3	104.2	131.0	166.1
법인세	18.5	45.9	22.7	29.5	36.9
계속사업이익	71.1	159.4	81.5	101.4	129.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	71.1	159.4	81.5	101.4	129.2
비배주주지분 손익	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	71.3	159.4	81.5	101.4	129.2
지배주주지분포괄이익	70.5	163.2	81.9	101.4	129.2
NOPAT	68.5	158.7	80.9	105.3	135.4
EBITDA	119.3	243.4	149.4	194.7	244.4
성장성(%)					
매출액증가율	42.88	28.07	(16.77)	16.92	11.41
NOPAT증가율	97.98	131.68	(49.02)	30.16	28.58
EBITDA증가율	67.32	104.02	(38.62)	30.32	25.53
영업이익증가율	98.39	136.85	(49.36)	31.40	28.01
(지배주주)순이익증가율	137.67	123.56	(48.87)	24.42	27.42
EPS증가율	137.64	123.66	(48.86)	24.44	27.33
수익성(%)					
매출총이익률	20.70	31.61	22.85	24.33	26.64
EBITDA이익률	18.20	29.00	21.39	23.84	26.86
영업이익률	13.17	24.35	14.82	16.65	19.13
계속사업이익률	10.85	18.99	11.67	12.41	14.20

투자지표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	4,192	9,376	4,795	5,967	7,598
BPS	17,313	26,311	30,232	35,499	42,347
CFPS	7,652	15,424	9,164	11,157	13,903
EBITDAPS	7,016	14,320	8,789	11,451	14,374
SPS	38,551	49,374	41,097	48,047	53,529
DPS	600	900	700	750	750
주가지표(배)					
PER	11.65	3.82	11.85	9.52	7.48
PBR	2.82	1.36	1.88	1.60	1.34
PCFR	6.38	2.32	6.20	5.09	4.09
EV/EBITDA	7.37	2.38	6.27	5.01	3.95
PSR	1.27	0.73	1.38	1.18	1.06
재무비율(%)					
ROE	27.09	42.99	16.96	18.16	19.52
ROA	16.61	28.10	12.08	13.70	15.29
ROIC	25.82	47.33	19.96	21.93	23.27
부채비율	61.37	47.47	34.31	31.02	24.83
순부채비율	16.52	(6.85)	(5.70)	1.76	(0.04)
이자보상배율(배)	61.09	105.83	0.00	0.00	0.00

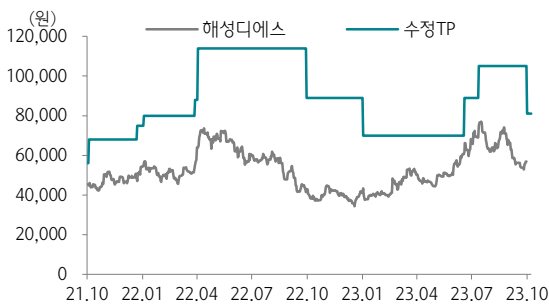
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	256.0	371.3	346.4	354.0	381.0
금융자산	29.3	106.3	115.1	75.2	70.3
현금성자산	29.3	76.3	88.9	43.6	35.1
매출채권	130.4	137.3	119.8	144.5	161.0
재고자산	88.7	115.6	100.9	121.6	135.5
기타유동자산	7.6	12.1	10.6	12.7	14.2
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	690.2	790.7	898.6
유동부채	154.8	196.5	154.0	164.3	155.5
금융부채	55.3	63.1	66.3	66.3	50.6
매입채무	33.2	27.8	24.3	29.3	32.6
기타유동부채	66.3	105.6	63.4	68.7	72.3
비유동부채	25.8	15.8	22.3	22.9	23.3
금융부채	22.6	12.6	19.5	19.5	19.5
기타비유동부채	3.2	3.2	2.8	3.4	3.8
부채총계	180.6	212.3	176.3	187.2	178.8
지배주주지분	294.3	447.3	513.9	603.5	719.9
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	406.8	496.3	612.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	294.3	447.3	513.9	603.5	719.9
순금융부채	48.6	(30.6)	(29.3)	10.6	(0.3)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	57.1	196.9	107.0	143.1	188.1
당기순이익	71.1	159.4	81.5	101.4	129.2
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)	(3.1)	(17.0)	(11.4)
투자활동 현금흐름	(33.5)	(122.5)	(101.9)	(156.9)	(154.9)
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)	2.2	(6.9)	(4.9)
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	12.7	(45.3)	(8.5)
Unlevered CFO	130.1	262.2	155.8	189.7	236.4
Free Cash Flow	29.5	118.7	2.8	(6.9)	38.1

투자조건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

해성디에스



날짜	투자조건	목표주가	괴리율	
			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 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2023년 10월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2023년 10월 15일 현재 해당회사의 유가증권론을 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 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자조건 비율공시

- 투자조건 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	95.05%	4.50%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 10월 12일