

해성디에스 195870

패키지 기판의 회복이 절실

3Q24 Re: DDR5 매출 감소 영향

3Q24 해성디에스는 매출액 1,494억원(-4% YoY, -3% QoQ)과 영업이익 117억원(-40% YoY, -35% QoQ, OPM 8%)을 기록하였다. 사업부별로 리드프레임은 전장용 리드프레임의 회복세에 힘입어 1,073억원(+14% YoY, +5% QoQ)으로 2분기 바닥을 다진 이후 반등하는 모습을 보여주었다. 한편 패키지 기판은 364억원(-36% YoY, -21% QoQ)을 기록하며 전분기 대비 매출액이 크게 감소하였는데 이는 최대 고객사향 DDR5 매출이 기대했던 수준보다 감소하였기 때문이다. 메모리 기판 중 마진율이 높은 DDR5 매출이 감소하고 DDR4 매출이 계획보다 증가하면서 제품 믹스도 상당 부분 훼손되었을 것으로 추정한다.

4Q24 Pre: 리드프레임은 회복 지속

4Q24 매출액 1,506억원(-4% YoY, -3% QoQ)과 영업이익 155억원(+1% YoY, -% QoQ, OPM 8%)으로 전망한다. 4분기는 전방 고객사 재고 관리에 따른 통상적인 계절적 비수기이며 패키지 기판의 수주 상황에 큰 변화가 없어 매출이 크게 개선되지 않을 것으로 전망한다. 다만 리드프레임은 1) 중국 및 대만 OSAT 고객사향 매출 증가, 2) Texas Instrument 가동률 상승에 따른 주문 증가 등 요인으로 4분기에도 전장용 중심의 개선세가 이어질 것으로 전망한다. 전장용 리드프레임은 동사 사업부에서 가장 수익성이 좋은 제품으로(마진율 20~25% 수준) 매출 증가에 따른 수익성 반등도 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 36,000원 하향

2025년 매출액 6,547억원(+8% YoY), 영업이익 786억원(-5% YoY, OPM 12%)을 전망한다. 패키지 기판의 매출 회복 시점을 2H25로 전망함에 따라 2025년 추정치 및 목표주가를 하향하나, 최근 주가 하락에 따른 상승 여력을 감안할 때 투자의견은 유지한다. 전방 수요 및 고객사 Capex 회복이 필요하다. 주요 고객사 DDR5 신제품 향으로 1Q25 중 쉘 테스트를 완료 후 2Q25부터 양산을 계획하고 있다는 점은 고무적이다. 이번 쉘 테스트는 향후 차세대 DRAM 신제품 납품 여부까지 고려한다면 동사에게 매우 중요한 이벤트일 것이다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	655	839	672	608	655
영업이익	86	204	103	66	79
영업이익률(%)	13.2	24.4	15.2	10.9	12.0
세전이익	90	205	106	54	66
지배주주지분순이익	71	159	84	42	51
EPS(원)	4,192	9,376	4,966	2,449	3,022
증감률(%)	137.6	123.7	-47.0	-50.7	23.4
ROE(%)	27.1	43.0	17.5	7.9	9.2
PER(배)	11.7	3.8	11.2	9.1	7.4
PBR(배)	2.8	1.4	1.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	7.4	2.4	6.0	2.9	2.6

자료: 해성디에스, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

이수림 반도체

02-709-2661

surim.lee@ds-sec.co.kr

김진형 RA

02-709-2664

jh.kim@ds-sec.co.kr

2024.11.26

매수(유지)

목표주가(하향)	36,000원
현재주가(11/25)	22,250원
상승여력	61.7%

Stock Data

KOSPI	2,534.3pt
시가총액(보통주)	378십억원
발행주식수	17,000천주
액면가	5,000원
자본금	85십억원
60일 평균거래량	67천주
60일 평균거래대금	1,758백만원
외국인 지분율	14.6%
52주 최고가	61,700원
52주 최저가	20,150원
주요주주	
해성산업(외 3인)	36.3%
국민연금공단(외 1인)	7.2%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-16.8	-14.9
3M	-25.1	-18.9
6M	-54.4	-48.7

주가차트

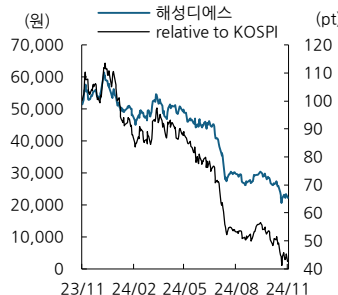


표1 해성디에스 분기 및 연간 실적 추정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	192	179	156	146	155	154	149	151	673	608	655
QoQ/YoY %	-3	-7	-13	-6	6	-1	-3	1	-20	-10	8
전장용 LF	76	71	61	62	70	69	74	78	270	290	313
IT 용 LF	49	40	38	32	31	39	39	40	159	148	153
패키징 기판	68	68	57	52	55	46	36	33	243	170	189
영업이익 (십억원)	31	36	19	16	21	18	12	16	103	66	79
QoQ/YoY %	-30	15	-46	-16	28	-14	-35	32	-50	-36	19
전장용 LF	15	18	11	11	13	13	12	14	55	51	59
IT 용 LF	5	4	2	2	2	2	1	1	14	6	6
패키징 기판	11	13	6	4	6	4	1	1	34	11	14
영업이익률 (%)	16	20	12	11	13	12	8	10	15	11	12
전장용 LF	20	25	19	17	18	18	16	18	20	18	19
IT 용 LF	11	11	6	5	7	5	2	2	5	2	2
패키징 기판	16	20	10	8	11	8	2	2	13	4	5
매출비중 (%)											
전장용 LF	39	40	39	43	45	45	49	52	40	48	48
IT 용 LF	25	23	24	22	20	25	26	26	24	24	23
패키징 기판	35	38	36	35	35	30	24	22	36	28	29

자료: 해성디에스, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 해성디에스 목표주가 산정 Table

구분	2025F	비고
EPS (원)	3,022	2025년 추정 EPS
Target Multiple (배)	12.0	패키지 기판 동종업체 12M Fwd P/E * 20% 할인 적용
주당기업가치 (원)	36,261	
목표주가 (원)	36,000	
현재주가 (원)	22,250	2024.11.25 종가
상승여력	62%	

자료: DS투자증권 리서치센터

[해성디에스 195870]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	256	371	344	322	319	매출액	655	839	672	608	655
현금 및 현금성자산	29	76	140	102	82	매출원가	520	574	512	488	517
매출채권 및 기타채권	132	140	106	117	126	매출총이익	136	265	161	120	137
재고자산	89	116	90	95	102	판매비 및 관리비	49	61	58	54	59
기타	6	39	8	8	8	영업이익	86	204	103	66	79
비유동자산	219	288	345	389	434	(EBITDA)	119	243	147	124	142
관계기업투자등	0	0	0	0	0	금융손익	4	0	3	-16	-16
유형자산	208	254	306	338	371	이자비용	1	2	5	17	17
무형자산	6	20	23	35	46	관계기업등 투자손익	-1	0	0	0	0
자산총계	475	660	689	711	753	기타영업외손익	0	1	1	4	4
유동부채	155	196	132	128	133	세전계속사업이익	90	205	106	54	66
매입채무 및 기타채무	57	53	59	54	58	계속사업법인세비용	18	46	21	12	15
단기금융부채	55	63	43	43	43	계속사업이익	71	159	84	42	51
기타유동부채	42	81	30	31	32	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	26	16	42	42	42	당기순이익	71	159	84	42	51
장기금융부채	23	13	37	37	37	지배주주	71	159	84	42	51
기타비유동부채	3	3	5	5	5	총포괄이익	71	159	84	42	51
부채총계	181	212	174	170	176	매출총이익률 (%)	20.7	31.6	23.9	19.7	21.0
지배주주지분	294	447	515	541	577	영업이익률 (%)	13.2	24.4	15.2	10.9	12.0
자본금	85	85	85	85	85	EBITDA마진률 (%)	18.2	29.0	21.9	20.4	21.8
자본잉여금	22	22	22	22	22	당기순이익률 (%)	10.8	19.0	12.6	6.8	7.8
이익잉여금	188	341	408	434	470	ROA (%)	16.6	28.1	12.5	5.9	7.0
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	27.1	43.0	17.5	7.9	9.2
자본총계	294	447	515	541	577	ROIC (%)	21.6	41.8	18.8	10.5	11.1

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	57	197	143	79	104	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	71	159	84	42	51	P/E	11.7	3.8	11.2	9.1	7.4
비현금수익비용가감	59	104	81	58	64	P/B	2.8	1.4	1.8	0.7	0.7
유형자산감가상각비	32	38	43	56	62	P/S	1.3	0.7	1.4	0.6	0.6
무형자산상각비	1	1	1	2	2	EV/EBITDA	7.4	2.4	6.0	2.9	2.6
기타현금수익비용	26	65	36	0	0	P/CF	6.4	2.3	5.7	3.8	3.3
영업활동 자산부채변동	-62	-41	30	-20	-11	배당수익률 (%)	1.2	2.5	1.6	4.0	4.0
매출채권 감소(증가)	-51	-13	31	-11	-9	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-22	-24	22	-5	-7	매출액	42.9	28.1	-19.9	-9.5	7.6
매입채무 증가(감소)	7	-6	4	-5	4	영업이익	98.4	136.8	-49.9	-35.5	18.8
기타자산 부채변동	4	2	-27	1	1	세전이익	137.1	129.3	-48.4	-49.3	23.4
투자활동 현금	-33	-122	-68	-102	-109	당기순이익	136.9	124.3	-47.0	-50.7	23.4
유형자산처분(취득)	-27	-78	-94	-88	-95	EPS	137.6	123.7	-47.0	-50.7	23.4
무형자산 감소(증가)	0	-2	-4	-13	-13	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	부채비율	61.4	47.5	33.7	31.4	30.4
기타투자활동	-6	-42	30	-1	-1	유동비율	165.3	189.0	261.1	251.6	238.9
재무활동 현금	-18	-27	-11	-15	-15	순차입금/자기자본(x)	16.5	-6.8	-11.6	-4.0	-0.3
차입금의 증가(감소)	-8	-17	4	0	0	영업이익/금융비용(x)	61.1	105.8	22.0	3.8	4.5
자본의 증가(감소)	-8	-10	-15	-15	-15	총차입금 (십억원)	78	76	80	80	80
배당금의 지급	8	10	15	15	15	순차입금 (십억원)	49	-31	-60	-22	-2
기타재무활동	-2	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	6	47	63	-38	-20	EPS	4,192	9,376	4,966	2,449	3,022
기초현금	23	29	76	140	102	BPS	17,313	26,311	30,297	31,830	33,952
기말현금	29	76	140	102	82	SPS	38,551	49,374	39,544	35,787	38,514
NOPLAT	69	159	82	51	61	CFPS	7,652	15,479	9,749	5,839	6,792
FCF	34	99	128	-23	-4	DPS	600	900	900	900	900

자료: 해성디에스, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

해성디에스 (195870) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-11-27	담당자변경				
2023-11-27	매수	67,000	-36.2	-8.2	
2024-05-21	매수	67,000	-48.5	-25.6	
2024-11-26	매수	36,000			



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2024.09.30

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.