



BUY (유지)

목표주가(12M) 68,000원  
현재주가(4.26) 50,200원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,656.33
52주 최고/최저(원)	77,000/43,650
시가총액(십억원)	853.4
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	17,000.0
60일 평균 거래량(천주)	111.0
60일 평균 거래대금(십억원)	5.5
외국인지분율(%)	17.12
주요주주 지분율(%)	
해성산업 외 3인	36.31
국민연금공단	9.33

#### Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	735.0	
영업이익(십억원)	113.8	
순이익(십억원)	92.4	
EPS(원)	5,437	
BPS(원)	35,022	

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	655.4	839.4	672.2	688.3
영업이익	86.3	204.4	102.5	105.7
세전이익	89.5	205.3	105.9	109.1
순이익	71.3	159.4	84.4	85.6
EPS	4,192	9,376	4,966	5,035
증감율	137.64	123.66	(47.03)	1.39
PER	11.65	3.82	11.16	9.97
PBR	2.82	1.36	1.83	1.46
EV/EBITDA	7.37	2.38	5.99	5.20
ROE	27.09	42.99	17.55	15.56
BPS	17,313	26,311	30,297	34,432
DPS	600	900	900	750



Analyst 김록호 rok.kim@hanafn.com  
RA 김영규 kyg1019@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 4월 29일 | 기업분석\_Earnings Review

## 해성디에스 (195870)

### 회복이 시작된다

#### 1Q24 Review: 전장용 리드프레임 반등

해성디에스의 24년 1분기 매출액은 1,549억원(YoY -20%, QoQ +7%), 영업이익은 209억원(YoY -33%, QoQ +28%)을 기록했다. 하나증권의 전망치와 비교하면, 매출액은 하회한 반면에 영업이익은 부합하는 수준이었다. 패키지기판 매출액이 예상보다 저조했는데, DDR5보다는 DDR4 중심으로 물량이 공급되며 가격 믹스가 불리했다. IT용 리드프레임도 여전히 재고 조정 진행되며 전분기대비 매출액이 감소했다. 해성디에스의 핵심 사업부인 전장용 리드프레임 매출액이 전분기대비 12% 증가해 전사 수익성 개선에 기여했다. 차량용 리드프레임은 21년 1분기 매출액 756억원 이후에 줄곧 감소 추세에 있었는데, 4개 분기만에 매출액이 반등했다는 점이 고무적이다.

#### 2Q24 Preview: 전장용 리드프레임이 실적 견인

24년 2분기 매출액은 1,621억원(YoY -10%, QoQ +5%), 영업이익은 233억원(YoY -35%, QoQ +12%)으로 전망한다. 패키지기판과 IT용 리드프레임 주수가 여전히 약한 것으로 파악되어 전분기대비 증가폭이 제한적일 것으로 추정한다. 전장용 리드프레임이 전분기에 이어 전사 실적을 견인해줄 것으로 판단된다. 차량용 반도체 업체들이 1분기를 저점으로 2분기부터는 가동률을 회복할 것으로 전망되고 있기 때문이다. 수익성이 가장 양호한 차량용 리드프레임의 매출 증가를 통해 전사 수익성도 추가 개선이 가능할 전망이다. 가파른 회복은 아니지만, 핵심 사업부 중심으로 완전한 회복세를 이어나가는 실적이라 판단한다.

#### 상반기 차량용 리드프레임에 하반기부터 패키지기판 가세

해성디에스의 투자지견 'BUY', 목표주가 68,000원을 유지한다. 24년 1분기를 기점으로 전장용 리드프레임 매출액이 증가세로 전환되었고, 수주 상황도 양호한 것으로 추정된다. 차량용 반도체 고객사들의 재고 빌드업이 2분기 이후로 예상되어, 해성디에스의 3분기 실적부터 반영될 것으로 판단된다. 핵심 사업부이자 고수익성 아이템이 전사 실적을 견인하는 만큼 외형뿐만 아니라 수익성도 개선되고 있다. 아울러 24년 2분기에 DDR5 패키지기판의 공급 여부가 결정될 것으로 예상되어, 하반기부터 실적에 기여할 가능성도 높다. IT용 리드프레임은 상반기 중에 MCU 및 Analog 시장의 재고 조정이 마무리될 것으로 예상되고 있어 하반기부터는 회복이 예상된다. 여전히 전방 산업 수요가 불확실한 상황에서도 영업이익률 13% 이상을 실현하며 다시 한번 차별화된 이익률을 확인시켜주었다. 실적 회복세에 들어선 만큼 비중확대를 도모할 시기라 판단한다.

도표 1. 해성디에스의 실적 추이 및 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	192.4	179.2	155.5	145.1	154.9	162.1	178.3	193.1	672.1	688.3	762.0
YoY	-3.6%	-17.1%	-30.7%	-27.2%	-19.5%	-9.6%	14.7%	33.1%	-19.9%	2.4%	10.7%
QoQ	-3.4%	-6.9%	-13.2%	-6.7%	6.8%	4.6%	10.0%	8.3%			
패키지	67.8	67.5	56.5	51.6	54.7	56.9	62.6	67.0	243.4	241.2	265.3
리드프레임(전장)	75.6	70.1	61.1	62.0	69.5	73.5	80.0	89.4	268.8	312.3	359.2
리드프레임(IT)	49.0	41.5	37.9	31.5	30.7	31.6	35.7	36.7	159.9	134.8	137.5
영업이익	31.1	35.7	19.4	16.3	20.9	23.3	29.6	31.9	102.5	105.7	130.6
YoY	-35.7%	-34.0%	-66.2%	-63.5%	-32.8%	-34.7%	52.6%	95.9%	-49.9%	3.2%	23.6%
QoQ	-30.4%	14.9%	-45.7%	-16.1%	28.3%	11.6%	27.0%	7.8%			
영업이익률	16.2%	19.9%	12.5%	11.2%	13.5%	14.4%	16.6%	16.5%	15.2%	15.4%	17.1%

자료: 해성디에스, 하나증권

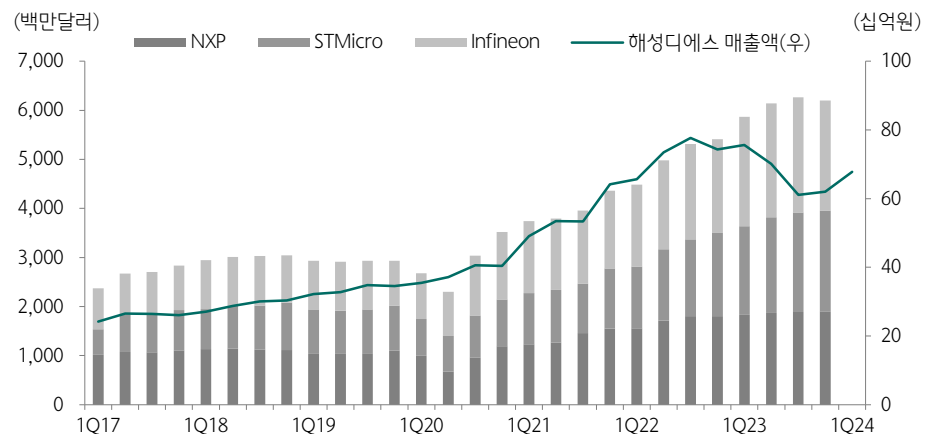
도표 2. 해성디에스의 실적 추이 및 전망 (수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
매출액	192.4	179.2	155.5	145.1	160.5	174.6	195.5	191.0	839.3	672.1	721.6
YoY	-3.6%	-17.1%	-30.7%	-27.2%	-16.6%	-2.6%	25.8%	31.7%	28.1%	-19.9%	7.4%
QoQ	-3.4%	-6.9%	-13.2%	-6.7%	10.6%	8.8%	12.0%	-2.3%			
패키지	67.8	67.5	56.5	51.6	58.3	63.0	70.5	68.4	300.4	243.4	260.2
리드프레임(전장)	75.6	70.1	61.1	62.0	67.2	72.8	81.5	84.2	291.2	268.8	305.8
리드프레임(IT)	49.0	41.5	37.9	31.5	35.0	38.8	43.5	38.4	247.7	159.9	155.6
영업이익	31.1	35.7	19.4	16.3	20.5	26.6	34.1	30.3	204.5	102.5	111.6
YoY	-35.7%	-34.1%	-66.2%	-63.5%	-34.1%	-25.4%	75.9%	86.1%	136.6%	-49.9%	8.9%
QoQ	-30.4%	14.7%	-45.7%	-16.1%	25.8%	30.0%	28.1%	-11.2%			
영업이익률	16.2%	19.9%	12.5%	11.2%	12.8%	15.3%	17.5%	15.9%	24.4%	15.2%	15.5%

자료: 해성디에스, 하나증권

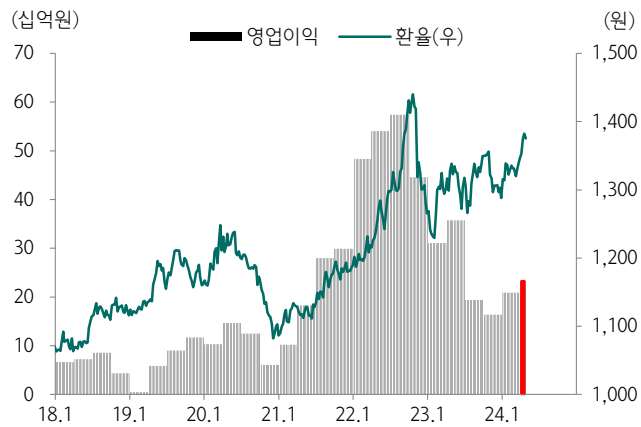
도표 3. 고객사 매출액 vs 전장용 리드프레임 매출액



주: 해성디에스의 차량용 리드프레임 매출액은 고객사에 연동, CY기준

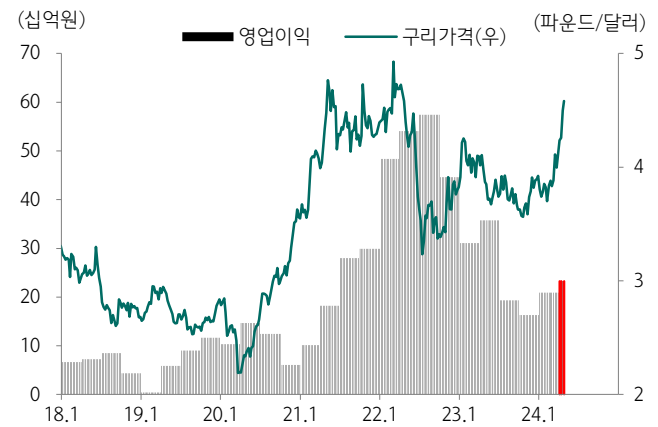
자료: 각 사, 하나증권

도표 4. 해성디에스 영업이익 및 환율 추이



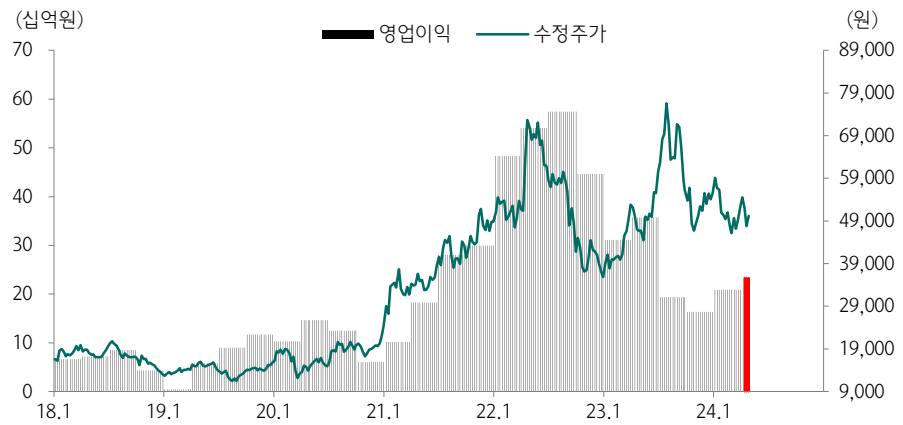
주: 2024년 1분기 이후 영업이익은 추정치  
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 해성디에스 영업이익 및 구리가격 추이



주: 2024년 1분기 이후 영업이익은 추정치  
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 해성디에스 영업이익 및 주가 추이



주: 2024년 1분기 이후 영업이익은 추정치  
자료: WISEfn, 하나증권

도표 7. 12M Fwd PER



자료: WISEfn, 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	655.4	839.4	672.2	688.3	762.0
매출원가	519.7	574.1	511.5	529.2	571.6
매출총이익	135.7	265.3	160.7	159.1	190.4
판매비	49.3	60.8	58.2	53.3	59.7
영업이익	86.3	204.4	102.5	105.7	130.6
금융손익	(1.1)	(0.4)	(0.6)	0.0	(5.6)
중속/관계기업손익	(0.8)	0.0	0.0	3.4	1.7
기타영업외손익	5.1	1.3	3.9	0.0	0.0
세전이익	89.5	205.3	105.9	109.1	126.6
법인세	18.5	45.9	21.4	23.5	27.0
계속사업이익	71.1	159.4	84.4	85.6	99.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	71.1	159.4	84.4	85.6	99.6
비배주주지분 순이익	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	71.3	159.4	84.4	85.6	99.6
지배주주지분포괄이익	70.5	163.2	83.1	85.6	99.6
NOPAT	68.5	158.7	81.8	82.9	102.7
EBITDA	119.3	243.4	147.2	165.4	188.7
성장성(%)					
매출액증가율	42.88	28.07	(19.92)	2.40	10.71
NOPAT증가율	97.98	131.68	(48.46)	1.34	23.88
EBITDA증가율	67.32	104.02	(39.52)	12.36	14.09
영업이익증가율	98.39	136.85	(49.85)	3.12	23.56
(지배주주)순이익증가율	137.67	123.56	(47.05)	1.42	16.36
EPS증가율	137.64	123.66	(47.03)	1.39	16.37
수익성(%)					
매출총이익률	20.70	31.61	23.91	23.11	24.99
EBITDA이익률	18.20	29.00	21.90	24.03	24.76
영업이익률	13.17	24.35	15.25	15.36	17.14
계속사업이익률	10.85	18.99	12.56	12.44	13.07

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	4,192	9,376	4,966	5,035	5,859
BPS	17,313	26,311	30,297	34,432	39,541
CFPS	7,652	15,479	9,749	10,320	11,199
EBITDAPS	7,016	14,320	8,658	9,729	11,102
SPS	38,551	49,374	39,544	40,487	44,821
DPS	600	900	900	750	750
주가지표(배)					
PER	11.65	3.82	11.16	9.97	8.57
PBR	2.82	1.36	1.83	1.46	1.27
PCFR	6.38	2.32	5.68	4.86	4.48
EV/EBITDA	7.37	2.38	5.99	5.20	4.16
PSR	1.27	0.73	1.40	1.24	1.12
재무비율(%)					
ROE	27.09	42.99	17.55	15.56	15.84
ROA	16.61	28.10	12.52	11.65	12.08
ROIC	25.82	47.33	20.58	17.81	19.62
부채비율	61.37	47.47	33.72	33.43	29.06
순부채비율	16.52	(6.85)	(11.60)	1.22	(10.16)
이자보상배율(배)	61.09	105.83	22.01	6.09	8.02

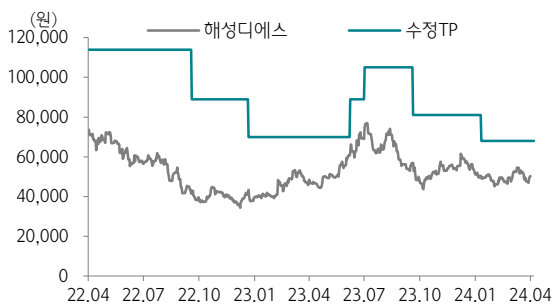
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	256.0	371.3	343.9	344.3	439.0
금융자산	29.3	106.3	139.8	72.9	138.5
현금성자산	29.3	76.3	139.8	72.9	138.5
매출채권	130.4	137.3	103.3	137.4	152.1
재고자산	88.7	115.6	90.1	119.9	132.7
기타유동자산	7.6	12.1	10.7	14.1	15.7
비유동자산	219.0	288.3	344.9	436.7	428.6
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	306.0	397.6	390.7
무형자산	6.1	20.1	23.3	23.5	22.4
기타비유동자산	5.1	14.6	15.6	15.6	15.5
자산총계	474.9	659.6	688.7	781.0	867.6
유동부채	154.8	196.5	131.7	152.2	151.2
금융부채	55.3	63.1	42.7	42.7	32.9
매입채무	33.2	27.8	29.3	39.0	43.2
기타유동부채	66.3	105.6	59.7	70.5	75.1
비유동부채	25.8	15.8	42.0	43.5	44.1
금융부채	22.6	12.6	37.4	37.4	37.4
기타비유동부채	3.2	3.2	4.6	6.1	6.7
부채총계	180.6	212.3	173.7	195.7	195.4
지배주주지분	294.3	447.3	515.1	585.3	672.2
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)	0.3	0.3	0.3
이익잉여금	187.5	340.5	408.0	478.3	565.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	294.3	447.3	515.1	585.3	672.2
순금융부채	48.6	(30.6)	(59.7)	7.2	(68.3)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	57.1	196.9	143.1	124.3	148.6
당기순이익	71.1	159.4	84.4	85.6	99.6
조정	48.5	78.9	28.5	59.7	58.0
감가상각비	32.9	39.0	44.7	59.7	58.1
외환거래손익	(0.4)	7.9	2.2	0.0	0.0
지분법손익	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	15.2	32.0	(18.4)	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채변동	(62.5)	(41.4)	30.2	(21.0)	(9.0)
투자활동 현금흐름	(33.5)	(122.5)	(67.8)	(151.5)	(50.0)
투자자산감소(증가)	2.4	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	(27.4)	(77.8)	(93.8)	(150.0)	(50.0)
기타	(8.5)	(44.7)	26.0	(1.5)	0.0
재무활동 현금흐름	(17.8)	(27.3)	(11.3)	(15.3)	(22.6)
금융부채증가(감소)	(8.2)	(2.2)	4.4	0.0	(9.8)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1.9)	(14.9)	(0.4)	0.0	0.0
배당지급	(7.7)	(10.2)	(15.3)	(15.3)	(12.8)
현금의 증감	5.9	47.0	63.5	(67.2)	65.6
Unlevered CFO	130.1	263.1	165.7	175.4	190.4
Free Cash Flow	29.5	118.7	49.2	(25.7)	98.6

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## 해성디에스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.2.5	BUY	68,000		
23.10.15	BUY	81,000	-34.79%	-24.07%
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%

## 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 2024년 4월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2024년 4월 26일 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 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 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	94.12%	5.43%	0.45%	100%

\* 기준일: 2024년 04월 23일