



BUY (유지)

목표주가(12M) 68,000원(하향)  
현재주가(2.05) 49,200원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,591.31
52주 최고/최저(원)	77,000/39,150
시가총액(십억원)	836.4
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	17,000.0
60일 평균 거래량(천주)	124.1
60일 평균 거래대금(십억원)	6.7
외국인지분율(%)	17.48
주요주주 지분율(%)	
해성산업 외 3인	36.31
국민연금공단	9.33

#### Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	684.6	772.2
영업이익(십억원)	106.3	129.8
순이익(십억원)	89.6	106.5
EPS(원)	5,271	6,263
BPS(원)	30,682	36,096

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	655.4	839.4	672.2	721.6
영업이익	86.3	204.4	102.5	111.6
세전이익	89.5	205.3	105.8	107.6
순이익	71.3	159.4	83.1	85.0
EPS	4,192	9,376	4,886	4,999
증감율	137.64	123.66	(47.89)	2.31
PER	11.65	3.82	11.34	9.84
PBR	2.82	1.36	1.83	1.42
EV/EBITDA	7.37	2.38	5.92	4.76
ROE	27.09	42.99	17.25	15.39
BPS	17,313	26,311	30,335	34,634
DPS	600	900	700	750



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

하나증권 리서치센터

2024년 2월 6일 | 기업분석\_Earnings Review

## 해성디에스 (195870)

### 분기 저점 통과

#### 4Q23 Review: 재고 조정 지속

해성디에스의 23년 4분기 매출액은 1,451억원(YoY -27%, QoQ -7%), 영업이익은 163억원(YoY -64%, QoQ -16%)을 기록했다. 매출액 및 영업이익이 컨센서스대비 각각 7%, 20% 하회하는 부진한 실적을 기록했다. IT 전반적인 수요가 약한 가운데, 연말 재고조정으로 인해 주요 고객사들의 수주가 감소한 것이 주요인이다. 패키지기판은 DDR4 감소 영향이 지속되고, DDR5 기판이 일시적으로 감소했다. IT향 리드프레임은 전분기 OSAT 업체들의 강한 재고 조정 이후에 이번 분기에 일부 회복될 것으로 기대했으나, 전분기대비 재차 감소했다. 차량용 리드프레임은 3개 분기만에 전분기대비 증가세로 전환은 되었지만, 회복 강도는 약했다.

#### 1Q24 Preview: 실적 회복 시작

24년 1분기 매출액은 1,605억원(YoY -17%, QoQ +11%), 영업이익은 205억원(YoY -34%, QoQ +26%)으로 전망한다. 연말 재고조정 이후에 메모리 및 차량용 반도체 고객사들의 주문이 증가하는 흐름이 확인되고 있다. 자체적인 공정 상의 병목 현상도 전분기대비 개선 가능한 것으로 파악된다. 아울러 OSAT 업체들도 주문 강도가 강하지는 않지만, 일정 부분 물량을 회복중인 것으로 추정된다. 1분기 전통적인 IT 비수기로 인해 대부분의 업체들의 실적이 전분기대비 감소하는 구간에 해성디에스의 실적이 전분기대비 증가하는 부분은 차별화 포인트로 보여진다. 무엇보다 실적 저점을 확인했다는 측면에서 편안한 선택지로 부각받을 가능성 또한 상존한다.

#### 견조한 수익성은 차별화 포인트. 신규 제품 매출도 기여 시작

해성디에스에 대한 투자 의견 'BUY'를 유지하고, 목표주가를 68,000원으로 하향한다. 2024년 추정 EPS를 기존대비 16% 하향 조정했기 때문이다. 패키지기판은 24년 1분기부터 물량이 회복될 것으로 전망되며, 2분기부터 고객사 추가 가능성도 상존한다. 고객사 추가시에는 현재 추정치를 상향해야 한다. 전장용 리드프레임 역시 23년 4분기에 매출액이 회복되었고, 해당 기조가 2024년 연중으로 지속될 것으로 기대된다. IT향 아날로그 반도체 매출액이 본격화되기 시작하며, 다소 주춤할 수 있는 차량용 매출액을 지원할 것으로 판단한다. 23년 4분기 매출액이 전년동기대비 27% 감소했음에도 영업이익률 11.2%를 실현해 수익성 차별화를 재차 입증했다. 수요에 대한 불확실성과 패키지기판 부문에서 일부 공정의 병목 현상 등의 이슈가 불거지며 23년 하반기 실적은 기대에 미치지 못 했다. 다만, 24년 상반기에 일부 제품 중심으로 주문이 회복되고 있고, 공정 문제도 해결될 가능성을 감안하면 현재 추가 수준은 부담스럽지 않은 구간으로 판단한다.

도표 1. 해성디에스의 실적 추이 및 전망 (수정 후)

(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 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	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%

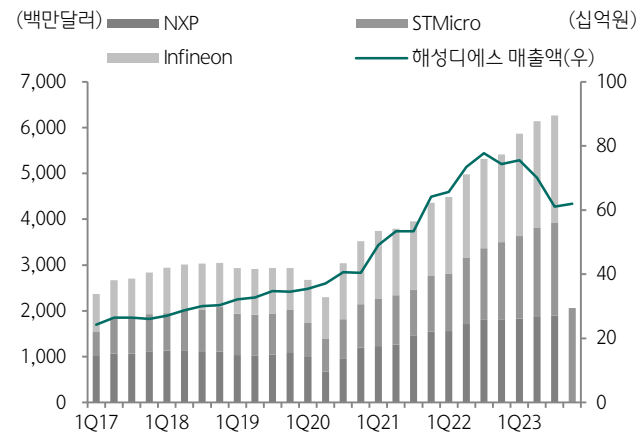
자료: 해성디에스, 하나증권

도표 3. 해성디에스 Valuation

		비고
EPS (원)	4,999	2024년 EPS
비교 P/E (x)	19.0	글로벌 동종업체의 12개월 선행 평균 PER
할인율 (%)	20%	글로벌 동종업체대비 매출 및 이익 규모 열위
적정 P/E (x)	13.6	
적정주가 (원)	67,948	
목표주가 (원)	68,000	
현재주가 (원)	49,200	2024.02.05 종가 기준
상승여력 (%)	38.2	

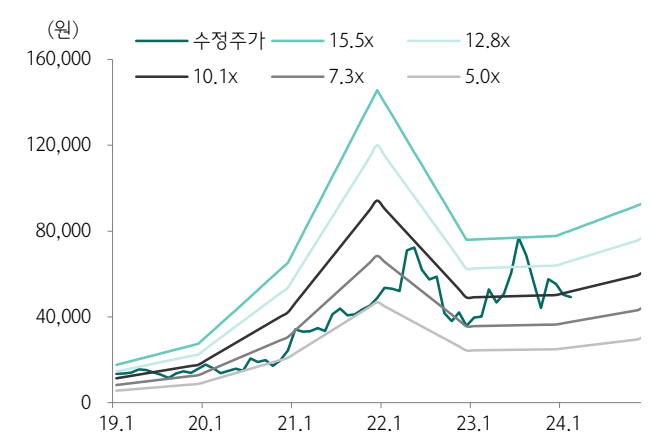
자료: 하나증권

도표 4. 고객사 매출액 vs 전장용 리드프레임 매출액



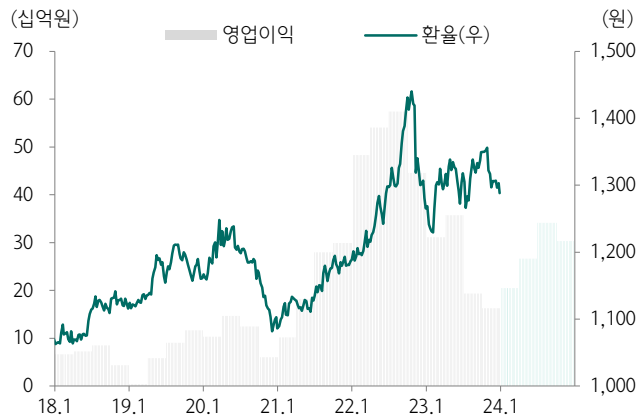
주: 해성디에스의 차량용 리드프레임 매출액은 고객사에 연동, CY기준  
자료: 각 사, 하나증권

도표 5. 12M Fwd PER



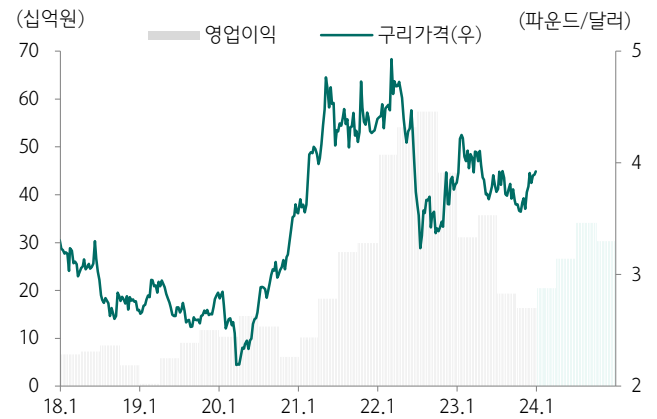
자료: WISEfn, 하나증권

도표 6. 해성디에스 영업이익 및 환율 추이



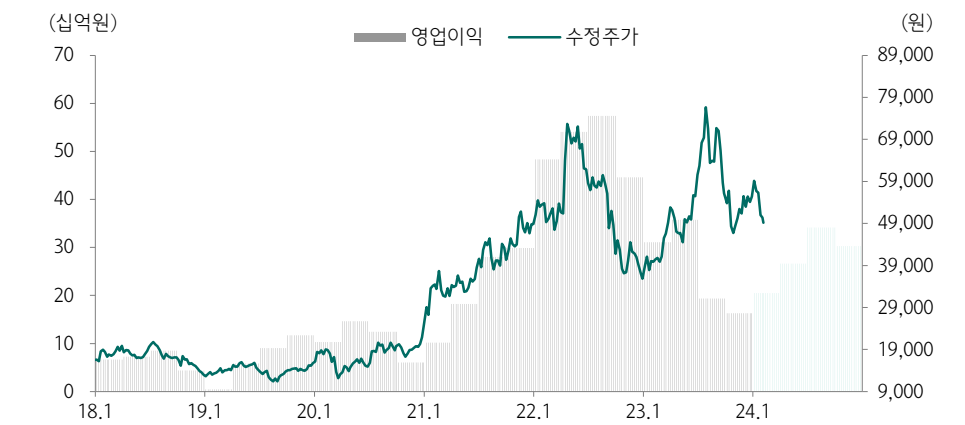
주: 2024년 1분기 이후 영업이익은 추정치  
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 해성디에스 영업이익 및 구리가격 추이



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

도표 8. 해성디에스 영업이익 및 주가 추이



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

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	655.4	839.4	672.2	721.6	802.8
매출원가	519.7	574.1	512.9	554.2	604.1
매출총이익	135.7	265.3	159.3	167.4	198.7
판매비	49.3	60.8	56.8	55.8	62.5
영업이익	86.3	204.4	102.5	111.6	136.1
금융손익	(1.1)	(0.4)	(0.4)	0.0	0.0
중속/관계기업손익	(0.8)	0.0	(4.3)	(4.0)	(6.0)
기타영업외손익	5.1	1.3	8.1	0.0	0.0
세전이익	89.5	205.3	105.8	107.6	130.1
법인세	18.5	45.9	22.8	22.6	28.1
계속사업이익	71.1	159.4	83.1	85.0	102.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	71.1	159.4	83.1	85.0	102.0
비배주주지분 순이익	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	71.3	159.4	83.1	85.0	102.0
지배주주지분포괄이익	70.5	163.2	83.7	85.0	102.0
NOPAT	68.5	158.7	80.4	88.1	106.7
EBITDA	119.3	243.4	147.3	161.6	189.5
성장성(%)					
매출액증가율	42.88	28.07	(19.92)	7.35	11.25
NOPAT증가율	97.98	131.68	(49.34)	9.58	21.11
EBITDA증가율	67.32	104.02	(39.48)	9.71	17.26
영업이익증가율	98.39	136.85	(49.85)	8.88	21.95
(지배주주)순이익증가율	137.67	123.56	(47.87)	2.29	20.00
EPS증가율	137.64	123.66	(47.89)	2.31	20.00
수익성(%)					
매출총이익률	20.70	31.61	23.70	23.20	24.75
EBITDA이익률	18.20	29.00	21.91	22.39	23.60
영업이익률	13.17	24.35	15.25	15.47	16.95
계속사업이익률	10.85	18.99	12.36	11.78	12.71

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	4,192	9,376	4,886	4,999	5,999
BPS	17,313	26,311	30,335	34,634	39,883
CFPS	7,652	15,424	9,240	9,268	10,792
EBITDAPS	7,016	14,320	8,666	9,504	11,145
SPS	38,551	49,374	39,539	42,449	47,221
DPS	600	900	700	750	750
주가지표(배)					
PER	11.65	3.82	11.34	9.84	8.20
PBR	2.82	1.36	1.83	1.42	1.23
PCFR	6.38	2.32	6.00	5.31	4.56
EV/EBITDA	7.37	2.38	5.92	4.76	3.82
PSR	1.27	0.73	1.40	1.16	1.04
재무비율(%)					
ROE	27.09	42.99	17.25	15.39	16.10
ROA	16.61	28.10	12.37	11.69	12.56
ROIC	25.82	47.33	20.51	20.81	22.95
부채비율	61.37	47.47	32.57	30.91	25.90
순부채비율	16.52	(6.85)	(13.41)	(11.43)	(16.64)
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	354.0	413.3	474.5
금융자산	29.3	106.3	161.0	159.1	191.8
현금성자산	29.3	76.3	139.1	130.3	159.8
매출채권	130.4	137.3	100.0	131.7	146.5
재고자산	88.7	115.6	84.2	110.9	123.3
기타유동자산	7.6	12.1	8.8	11.6	12.9
비유동자산	219.0	288.3	329.7	357.5	379.1
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	296.9	324.5	347.4
무형자산	6.1	20.1	20.6	20.9	19.7
기타비유동자산	5.1	14.6	12.2	12.1	12.0
자산총계	474.9	659.6	683.7	770.7	853.6
유동부채	154.8	196.5	146.2	159.5	152.8
금융부채	55.3	63.1	72.4	72.4	59.6
매입채무	33.2	27.8	20.3	26.7	29.7
기타유동부채	66.3	105.6	53.5	60.4	63.5
비유동부채	25.8	15.8	21.7	22.5	22.8
금융부채	22.6	12.6	19.4	19.4	19.4
기타비유동부채	3.2	3.2	2.3	3.1	3.4
부채총계	180.6	212.3	168.0	182.0	175.6
지배주주지분	294.3	447.3	515.7	588.8	678.0
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)	0.6	0.6	0.6
이익잉여금	187.5	340.5	408.3	481.4	570.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	294.3	447.3	515.7	588.8	678.0
순금융부채	48.6	(30.6)	(69.2)	(67.3)	(112.8)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	57.1	196.9	141.9	113.1	145.1
당기순이익	71.1	159.4	83.1	85.0	102.0
조정	48.5	77.9	25.2	50.0	53.3
감가상각비	32.9	39.0	44.9	50.0	53.3
외환거래손익	(0.4)	7.9	(1.3)	0.0	0.0
지분법손익	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	15.2	31.0	(18.4)	0.0	0.0
영업활동 자본채변동	(62.5)	(40.4)	33.6	(21.9)	(10.2)
투자활동 현금흐름	(33.5)	(122.5)	(88.0)	(84.7)	(78.2)
투자자산감소(증가)	2.4	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	(27.4)	(77.8)	(93.8)	(76.3)	(75.0)
기타	(8.5)	(44.7)	5.8	(8.4)	(3.2)
재무활동 현금흐름	(17.8)	(27.3)	(0.9)	(11.9)	(25.6)
금융부채증가(감소)	(8.2)	(2.2)	16.1	0.0	(12.9)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1.9)	(14.9)	(1.7)	0.0	0.1
배당지급	(7.7)	(10.2)	(15.3)	(11.9)	(12.8)
현금의 증감	5.9	47.0	62.9	(8.8)	29.4
Unlevered CFO	130.1	262.2	157.1	157.6	183.5
Free Cash Flow	29.5	118.7	48.0	36.8	70.1

## 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%
22.4.12	BUY	88,000	-32.39%	-27.27%
22.1.17	BUY	80,000	-36.07%	-28.63%

## 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 2월 5일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2024년 2월 5일 현재 해당회사의 유가증권을 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 현재가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 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	93.55%	5.99%	0.46%	100%

\* 기준일: 2024년 02월 02일