

# 해성디에스

| Bloomberg Code(195870 KS) | Reuters Code(195870.KS)

2023년 11월 13일

[전기전자/스마트폰]

오강호 수석연구원

☎ 02-3772-2579

✉ snowKH@shinhan.com

박윤 연구원

☎ 02-3772-2676

✉ yunpark@shinhan.com

## 과거를 보면 답이 있다



**매수**  
(유지)



현재주가 (11월 10일)  
**50,200 원**



목표주가  
**67,000 원 (상향)**



상승여력  
**33.5%**

- ◆ 2023년 실적보다 2024년 실적에 주목할 때
- ◆ 업황 회복 + 고부가 제품 판매 확대가 긍정적
- ◆ 2024년 업황 회복 속도에 따라 실적 추정치 상향 구간 진입



신한 리서치 투자정보  
www.shinhansec.com

시가총액	853.4십억원
발행주식수	17.0백만주
유동주식수	10.4백만주(61.3%)
52 주 최고가/최저가	77,000원/34,300원
일평균 거래량 (60 일)	137,493 주
일평균 거래액 (60 일)	8,136백만원
외국인 지분율	19.93%

## 주요주주

해성산업 외 3 인	36.31%
국민연금공단	9.91%

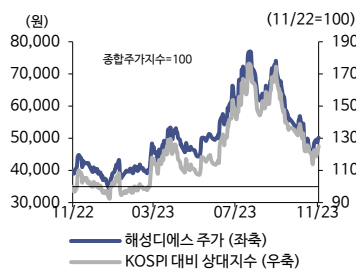
## 절대수익률

3개월	-21.8%
6개월	10.5%
12개월	28.4%

## KOSPI 대비 상대수익률

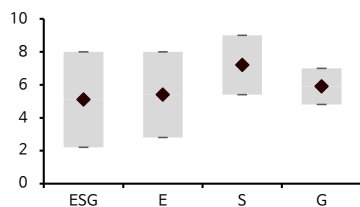
3개월	-15.6%
6개월	14.4%
12개월	28.0%

## 주가



## ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



## 지나간 2023년, 다시 기회가 온다

2023년 매출액 6,867억원(-18% YoY), 영업이익 1,072억원(-48% YoY)이 전망된다. IT 수요 둔화 영향에 따라 제품별 실적 둔화가 나타났다. 매출액 기준 리드프레임 4,371억원(-18% YoY), Substrate 2,496억원(-17% YoY)이 전망된다. 매출 둔화 및 판관비 증가로 2023년 영업이익률은 15.6%(-8.7%p YoY)이 전망된다

2023년보다 2024년에 주목할 타이밍이다. IT 수요 개선에 힘입어 주요 제품의 실적 회복이 기대되기 때문이다. 1) 기존 DDR4 수요 개선, + DDR5 수요 확대, 2) 차량용 부품 수요 회복으로 2024년 매출액 7,423억원(+8% YoY), 영업이익 1,302억원(+21% YoY)이 전망된다.

## 1) 실적 안정화 구간 진입, 2)반도체 업황 회복도 긍정적

지난 실적과 주가 움직임을 보면 답을 알 수 있다. 2019년 이후 주요 제품 수요 증가가 지속됨에 따라 2022년까지 고성장을 지속했다. 2022년 영업이익은 2,044억원(+137%)으로 서프라이즈 성장이 나타난 한 해다. 다만 주가 기준으로는 2H22 고점 기록 이후 하락 추세가 지속됐다. 2022년 수익률은 -29%(연초~연말)를 기록한 점이다. 실적의 상대적 강도보다 향후 업황 흐름에 주가 움직임이 반영된 셈이다.

2023년 부진한 실적보다 2024년의 실적 성장 스토리에 주목해야 하는 이유다. 전방 산업인 차량용 반도체 시장 CAGR(2023~2026F)은 약 13%로 전체 반도체 시장의 약 10% 수준까지 늘어날 전망이다. 반도체 고부가 제품 및 기존 제품의 수요 회복도 기대해 볼 수 있다. 글로벌 고객사 레퍼런스를 보유하며 성장 잠재력도 충분히 입증했다.

## 목표주가 67,000원, 투자 의견 '매수' 유지

투자 의견 '매수', 목표주가 67,000원으로 상향한다. 목표주가는 2024년 예상 EPS 6,421원에 Target P/E 10.4배로 산출했다. 목표매수는 과거 밸류에이션 멀티플(2018~2022)평균을 적용했다. IT 수요 둔화 이후 회복이 기대되는 구간이다. 중장기 성장 동력을 위해 설비 투자도 확대 중이다. 현재 CAPA는 매출액 기준 9,000억원(리드프레임 60%, Substrate 40%) 수준이며 총 1.1조원(2026년)까지 확대될 전망이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2021	655.4	86.3	71.3	4,192	17,313	11.7	7.4	2.8	27.1	16.5
2022	839.4	204.4	159.4	9,376	26,311	3.8	2.4	1.4	43.0	(6.8)
2023F	686.7	107.2	91.8	5,402	30,814	9.3	4.3	1.6	18.9	(27.5)
2024F	742.3	130.2	109.2	6,421	36,335	7.8	2.9	1.4	19.1	(43.0)
2025F	835.6	160.7	133.0	7,822	43,257	6.4	2.6	1.2	19.7	(42.3)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 목표주가 밸류에이션 분석

(원, 배)	2023F	비고
목표주가	67,000	
EPS	6,421	2024년 EPS 적용
목표 PER	10.4	2018~22 P/E Avg 적용
현재가	50,200	

자료: 신한투자증권 추정

## 해성디에스 밸류에이션 멀티플 추이

(배)	2018	2019	2020	2021	2022	2018~22 평균
P/E(Avg.)	14.2	13.0	10.0	9.3	5.7	10.4
P/E(High)	17.5	17.3	13.9	12.7	8.0	13.9
P/E(Low)	10.1	10.0	6.1	5.5	3.7	7.1
P/E(FY End)	10.6	14.7	13.8	11.7	3.8	10.9

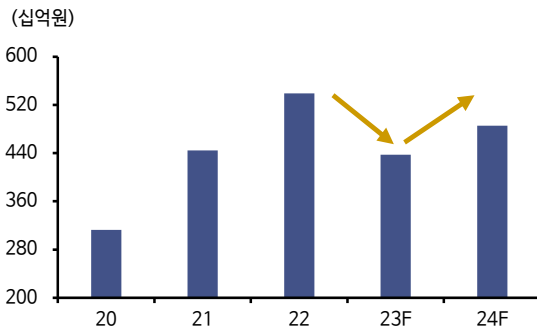
자료: QuantiWise, 신한투자증권

## 해성디에스의 분기별 영업 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	199.6	216.2	224.3	199.2	192.4	179.2	155.5	159.6	839.4	686.7	742.3
리드프레임	131.3	142.0	143.8	121.8	124.6	111.7	98.9	101.9	538.9	437.1	485.2
Package Substrate	68.3	74.2	80.5	77.4	67.8	67.5	56.6	57.7	300.4	249.6	257.1
영업이익	48.3	54.1	57.4	44.6	31.1	35.7	19.4	21.0	204.4	107.2	130.2
순이익	39.8	45.8	51.5	22.4	27.3	29.4	17.2	18.0	159.4	91.8	109.2
영업이익률	24.2	25.0	25.6	22.4	16.2	19.9	12.5	13.2	24.4	15.6	17.5
순이익률	19.9	21.2	23.0	11.2	14.2	16.4	11.1	11.3	19.0	13.4	14.7

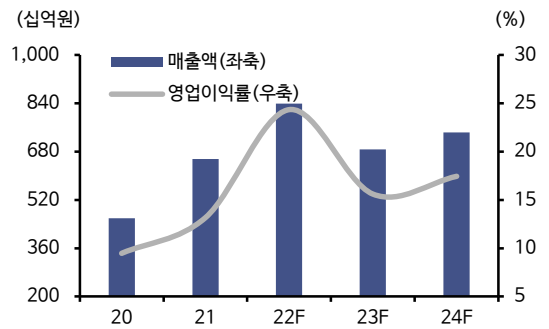
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## 리드프레임 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>474.9</b>	<b>659.6</b>	<b>701.3</b>	<b>780.3</b>	<b>891.0</b>
유동자산	256.0	371.3	444.5	545.5	648.1
현금및현금성자산	29.3	76.3	97.9	84.8	55.9
매출채권	130.4	137.3	144.2	165.8	235.5
재고자산	88.7	115.6	92.5	84.2	94.7
비유동자산	219.0	288.3	256.8	234.8	242.9
유형자산	207.8	253.6	221.5	198.4	208.2
무형자산	6.1	20.1	20.7	21.8	20.0
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>180.6</b>	<b>212.3</b>	<b>177.5</b>	<b>162.6</b>	<b>155.6</b>
유동부채	154.8	196.5	162.2	151.4	147.0
단기차입금	41.0	41.2	21.2	1.2	(18.8)
매입채무	33.2	27.8	34.8	46.9	52.8
유동성장기부채	14.3	21.9	19.9	9.9	7.9
비유동부채	25.8	15.8	15.3	11.2	8.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	22.6	12.6	12.6	8.4	5.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>294.3</b>	<b>447.3</b>	<b>523.8</b>	<b>617.7</b>	<b>735.4</b>
자본금	85.0	85.0	85.0	85.0	85.0
자본잉여금	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
이익잉여금	187.5	340.5	417.1	510.9	628.6
<b>지배주주지분</b>	<b>294.3</b>	<b>447.3</b>	<b>523.8</b>	<b>617.7</b>	<b>735.4</b>
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	77.9	75.7	53.7	19.5	(5.5)
*순차입금(순현금)	48.6	(30.6)	(144.2)	(265.3)	(311.4)

## 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>57.1</b>	<b>196.9</b>	<b>155.7</b>	<b>188.5</b>	<b>115.5</b>
당기순이익	71.1	159.4	91.8	109.2	133.0
유형자산상각비	32.4	38.0	57.1	73.1	45.2
무형자산상각비	0.5	1.0	1.1	0.9	0.8
외화환산손실(이익)	(0.4)	7.9	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(62.5)	(40.4)	5.6	5.3	(63.6)
(법인세납부)	(9.3)	(24.1)	(25.0)	(30.8)	(37.5)
기타	24.3	55.0	25.0	30.7	37.5
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(33.5)</b>	<b>(122.5)</b>	<b>(96.7)</b>	<b>(152.0)</b>	<b>(104.0)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(27.6)	(78.1)	(25.0)	(50.0)	(55.0)
유형자산의감소	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.5)	(2.3)	(1.7)	(2.0)	1.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(5.6)	(42.4)	(70.0)	(100.0)	(50.0)
<b>FCF</b>	<b>33.8</b>	<b>115.1</b>	<b>123.6</b>	<b>130.6</b>	<b>52.3</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(17.8)</b>	<b>(27.3)</b>	<b>(37.3)</b>	<b>(49.5)</b>	<b>(40.3)</b>
차입금의 증가(감소)	(8.0)	(17.0)	(22.0)	(34.2)	(25.0)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(7.7)	(10.2)	(15.3)	(15.3)	(15.3)
기타	(2.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>5.9</b>	<b>47.0</b>	<b>21.6</b>	<b>(13.1)</b>	<b>(28.9)</b>
기초현금	23.4	29.3	76.3	97.9	84.8
기말현금	29.3	76.3	97.9	84.8	55.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 포괄손익계산서

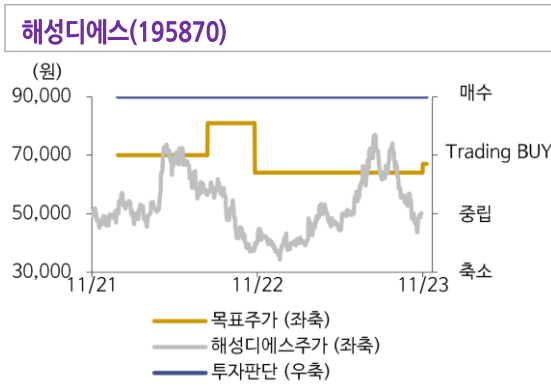
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>655.4</b>	<b>839.4</b>	<b>686.7</b>	<b>742.3</b>	<b>835.6</b>
증감률 (%)	42.9	28.1	(18.2)	8.1	12.6
<b>매출원가</b>	<b>519.7</b>	<b>574.1</b>	<b>515.5</b>	<b>545.6</b>	<b>602.5</b>
<b>매출총이익</b>	<b>135.7</b>	<b>265.2</b>	<b>171.2</b>	<b>196.7</b>	<b>233.1</b>
매출총이익률 (%)	20.7	31.6	24.9	26.5	27.9
<b>판매관리비</b>	<b>49.3</b>	<b>60.8</b>	<b>63.9</b>	<b>66.5</b>	<b>72.5</b>
<b>영업이익</b>	<b>86.3</b>	<b>204.4</b>	<b>107.2</b>	<b>130.2</b>	<b>160.7</b>
증감률 (%)	98.4	136.8	(47.5)	21.4	23.4
영업이익률 (%)	13.2	24.4	15.6	17.5	19.2
영업외손익	3.2	0.9	9.6	9.7	9.8
금융손익	(1.1)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
기타영업외손익	5.1	1.3	9.9	10.0	10.1
중개 및 관계기업관련손익	(0.8)	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>89.5</b>	<b>205.3</b>	<b>116.9</b>	<b>139.9</b>	<b>170.5</b>
법인세비용	18.5	45.9	25.0	30.8	37.5
계속사업이익	71.1	159.4	91.8	109.2	133.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>71.1</b>	<b>159.4</b>	<b>91.8</b>	<b>109.2</b>	<b>133.0</b>
증감률 (%)	136.9	124.3	(42.4)	18.8	21.8
순이익률 (%)	10.8	19.0	13.4	14.7	15.9
(지배주주)당기순이익	71.3	159.4	91.8	109.2	133.0
(비지배주주)당기순이익	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	70.3	163.2	91.8	109.2	133.0
(지배주주)총포괄이익	70.5	163.2	91.8	109.2	133.0
(비지배주주)총포괄이익	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>119.3</b>	<b>243.4</b>	<b>165.4</b>	<b>204.2</b>	<b>206.6</b>
증감률 (%)	67.4	104.1	(32.1)	23.4	1.2
EBITDA 이익률 (%)	18.2	29.0	24.1	27.5	24.7

## 주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	4,180	9,376	5,402	6,421	7,822
EPS (지배순이익, 원)	4,192	9,376	5,402	6,421	7,822
BPS (자본총계, 원)	17,313	26,311	30,814	36,335	43,257
BPS (지배지분, 원)	17,313	26,311	30,814	36,335	43,257
DPS (원)	600	900	900	900	900
PER (당기순이익, 배)	11.7	3.8	9.3	7.8	6.4
PER (지배순이익, 배)	11.7	3.8	9.3	7.8	6.4
PBR (자본총계, 배)	2.8	1.4	1.6	1.4	1.2
PBR (지배지분, 배)	2.8	1.4	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA (배)	7.4	2.4	4.3	2.9	2.6
배당성향 (%)	14.3	9.6	16.7	14.0	11.5
배당수익률 (%)	1.2	2.5	1.8	1.8	1.8
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	18.2	29.0	24.1	27.5	24.7
영업이익률 (%)	13.2	24.4	15.6	17.5	19.2
순이익률 (%)	10.8	19.0	13.4	14.7	15.9
ROA (%)	16.6	28.1	13.5	14.7	15.9
ROE (지배순이익, %)	27.1	43.0	18.9	19.1	19.7
ROIC (%)	21.7	43.2	21.8	28.7	33.3
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	61.4	47.5	33.9	26.3	21.2
순차입금비율 (%)	16.5	(6.8)	(27.5)	(43.0)	(42.3)
현금비율 (%)	18.9	38.8	60.3	56.0	38.0
이자보상배율 (배)	61.1	105.8	65.9	141.6	918.5
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	6.1	6.5	5.3	6.0	5.5
재고자산회수기간 (일)	42.7	44.4	55.3	43.4	39.1
매출채권회수기간 (일)	58.3	58.2	74.8	76.2	87.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 01월 10일	매수	70,000	(16.0)	5.3
2022년 07월 11일		6개월경과	(16.5)	(13.1)
2022년 07월 27일	매수	81,000	(39.1)	(23.7)
2022년 11월 08일	매수	64,000	(32.7)	(16.7)
2023년 05월 09일		6개월경과	(8.3)	20.3
2023년 11월 10일		6개월경과	(21.6)	(21.6)
2023년 11월 13일	매수	67,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준



## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 오강호, 박윤)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

## 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 10일 기준)

매수 (매수)	92.62%	Trading BUY (중립)	5.33%	중립 (중립)	2.05%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------