



BUY (유지)

목표주가(12M) 46,000원(하향)
현재주가(10.25) 26,750원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,583.27
52주 최고/최저(원)	61,500/26,100
시가총액(십억원)	454.8
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	17,000.0
60일 평균 거래량(천주)	86.8
60일 평균 거래대금(십억원)	2.6
외국인지분율(%)	15.93
주요주주 지분율(%)	
해성산업 외 2 인	36.31
국민연금공단	7.23

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	642.4	731.0
영업이익(십억원)	81.4	101.7
순이익(십억원)	72.2	85.5
EPS(원)	4,185	4,917
BPS(원)	33,559	37,688

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	839.4	672.2	613.5	677.7
영업이익	204.4	102.5	65.5	84.4
세전이익	205.3	105.9	66.2	84.4
순이익	159.4	84.4	52.7	67.6
EPS	9,376	4,966	3,100	3,974
증감율	123.66	(47.03)	(37.58)	28.19
PER	3.82	11.16	8.63	6.73
PBR	1.36	1.83	0.82	0.75
EV/EBITDA	2.38	5.99	3.98	3.12
ROE	42.99	17.55	9.87	11.64
BPS	26,311	30,297	32,522	35,746
DPS	900	900	750	750



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

하나증권 리서치센터

2024년 10월 28일 | 기업분석_Earnings Review

해성디에스 (195870)

자동차용 리드프레임은 견조

3Q24 Review: 수익성 하락

해성디에스의 24년 3분기 매출액은 1,494억원(YoY -4%, QoQ -3%), 영업이익은 117억원(YoY -40%, QoQ -35%)을 기록했다. 매출액과 영업이익 모두 하나증권의 전망치를 하회했다. 외형 축소는 환율 하락과 IT 수요 부진, 패키지기판 승인 지연 때문이다. 수익성 하락의 원인은 매출액 감소와 더불어 원자재 가격 상승이 부담이 되었고, 패키지기판에서는 DDR4 비중 확대로 인해 믹스가 악화되었기 때문이다. 매출액 하회의 주요인은 패키지기판인데, 메모리향 고객사의 수요가 둔화된 것도 있지만, 당사 제품의 승인 시기가 지연된 점도 영향을 미쳤다. 그래도 자동차용 리드프레임은 IDM, OSAT 모두 양호한 수요를 기반으로 견조한 성장세를 시현했다.

4Q24 Preview: 실적 개선 전망

24년 4분기 매출액은 1,557억원(YoY +7%, QoQ +4%), 영업이익은 149억원(YoY -9%, QoQ +27%)으로 전망한다. 계절적인 비수기이지만, 자동차용 견조한 수요와 패키지기판 DDR5 신제품 사양안이 시작되면서 전분기대비 매출액 증가가 가능할 것으로 판단한다. 자동차용 리드프레임 매출액은 23년 3분기 611억원을 바닥으로 매분기 증가세가 유지되고 있다. IDM, OSAT 모두 고객사 및 채널 재고가 정상화 과정을 겪으며, 당사의 매출액도 꾸준히 회복된 것으로 파악된다. 전체 자동차 및 전기차 수요가 둔화되어도 차량내 전장화 및 전기차 비중은 확대되기 때문에 차량용 반도체 시장 및 당사의 리드프레임 매출액은 꾸준히 성장 가능하다.

부진한 실적을 충분히 반영한 주가

해성디에스에 대한 투자 의견 'BUY'를 유지하고, 목표주가를 46,000원으로 하향한다. 2024년 및 2025년 EPS를 기존대비 각각 23%, 8% 하향했고, 글로벌 동종 업체들의 PER이 기존 17배에서 15배로 낮아졌기 때문이다. 2024년 패키지기판 매출액은 1,756억원으로 마무리될 것으로 전망하는데, 이는 최고 실적이었던 2022년 3,004억원의 60%도 하회하는 실적이다. 메모리용 패키지기판 전반의 가격 하락도 있었지만, DDR5 전환 시기에 제품 승인이 늦어진 점이 영향을 미쳤다.

다만, 1년 넘게 고생했던 DDR5 패키지기판의 고객사 승인이 가시권으로 들어왔고, 핵심 사업인 자동차용 리드프레임의 완전한 회복이 확인되었기 때문에 중장기 비중확대 전략이 유효할 것으로 판단한다.

도표 1. 해성디에스의 실적 추이 및 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	192.4	179.2	155.5	145.1	154.9	153.5	149.4	155.7	672.1	613.5	677.7
YoY	-3.6%	-17.1%	-30.7%	-27.2%	-19.5%	-14.3%	-3.9%	7.3%	-19.9%	-8.7%	10.5%
QoQ	-3.4%	-6.9%	-13.2%	-6.7%	6.8%	-0.9%	-2.6%	4.2%			
패키지	67.8	67.5	56.5	51.6	54.7	46.2	36.4	38.3	243.4	175.6	202.0
리드프레임(전장)	75.6	70.1	61.1	62.0	69.5	68.6	73.7	79.5	268.8	291.2	326.2
리드프레임(IT)	49.0	41.5	37.9	31.5	30.7	38.6	39.3	38.0	159.9	146.6	149.5
영업이익	31.1	35.7	19.4	16.3	20.9	18.0	11.7	14.9	102.5	65.5	84.4
YoY	-35.7%	-34.0%	-66.2%	-63.5%	-32.8%	-49.7%	-39.5%	-8.7%	-49.9%	-36.1%	29.0%
QoQ	-30.4%	14.9%	-45.7%	-16.1%	28.3%	-14.1%	-34.6%	26.8%			
영업이익률	16.2%	19.9%	12.5%	11.2%	13.5%	11.7%	7.9%	9.6%	15.2%	10.7%	12.5%

자료: 해성디에스, 하나증권

도표 2. 해성디에스의 실적 추이 및 전망 (수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	192.4	179.2	155.5	145.1	154.9	153.5	158.9	165.9	672.1	633.1	690.3
YoY	-3.6%	-17.1%	-30.7%	-27.2%	-19.5%	-14.3%	2.2%	14.3%	-19.9%	-5.8%	9.0%
QoQ	-3.4%	-6.9%	-13.2%	-6.7%	6.8%	-0.9%	3.6%	4.4%			
패키지	67.8	67.5	56.5	51.6	54.7	46.2	48.5	51.9	243.4	201.4	221.6
리드프레임(전장)	75.6	70.1	61.1	62.0	69.5	68.6	70.4	75.9	268.8	284.3	318.5
리드프레임(IT)	49.0	41.5	37.9	31.5	30.7	38.6	40.0	38.0	159.9	147.3	150.3
영업이익	31.1	35.7	19.4	16.3	20.9	18.0	21.0	21.8	102.5	81.6	93.2
YoY	-35.7%	-34.0%	-66.2%	-63.5%	-32.8%	-49.7%	8.1%	33.9%	-49.9%	-20.4%	14.2%
QoQ	-30.4%	14.9%	-45.7%	-16.1%	28.3%	-14.1%	16.8%	4.0%			
영업이익률	16.2%	19.9%	12.5%	11.2%	13.5%	11.7%	13.2%	13.1%	15.2%	12.9%	13.5%

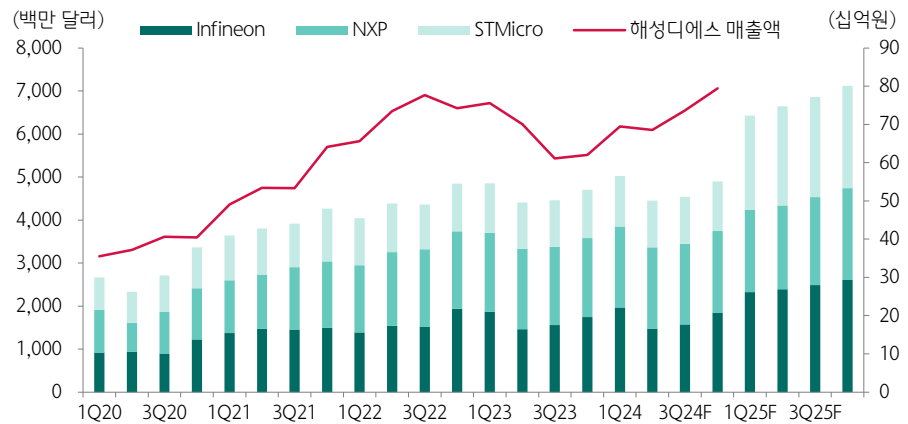
자료: 해성디에스, 하나증권

도표 3. 해성디에스 Valuation

비교		
EPS (원)	3,799	12개월 선행 EPS
비교 P/E (x)	15.0	글로벌 동종업체의 12개월 선행 평균 PER
할인율 (%)	20%	글로벌 동종업체대비 매출 및 이익 규모 열위
적정 P/E (x)	12.0	
적정주가 (원)	45,587	
목표주가 (원)	46,000	
현재주가 (원)	26,750	2024.10.25 종가 기준
상승여력 (%)	72.0	

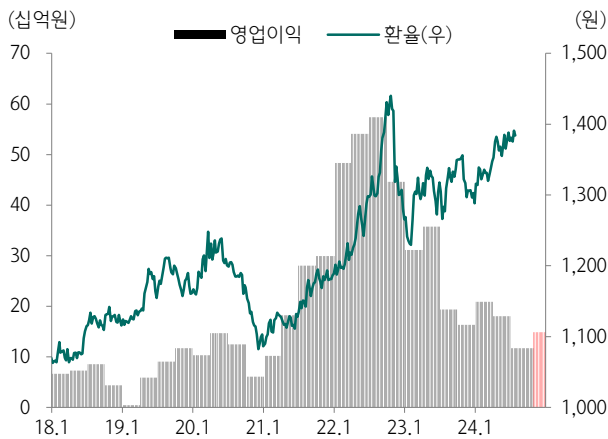
자료: 하나증권

도표 4. 고객사 매출액 vs 전장용 리드프레임 매출액



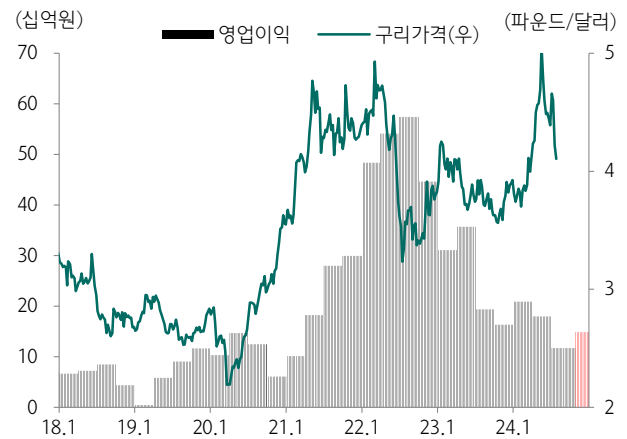
주: 해성디에스의 차량용 리드프레임 매출액은 고객사에 연동, CY기준
 주: STMicro는 1Q~2Q까지 매출액*자동차량 비중값
 주: 25년 추정치는 Bloomberg 컨센서스
 자료: 각 사, 하나증권

도표 5. 해성디에스 영업이익 및 환율 추이



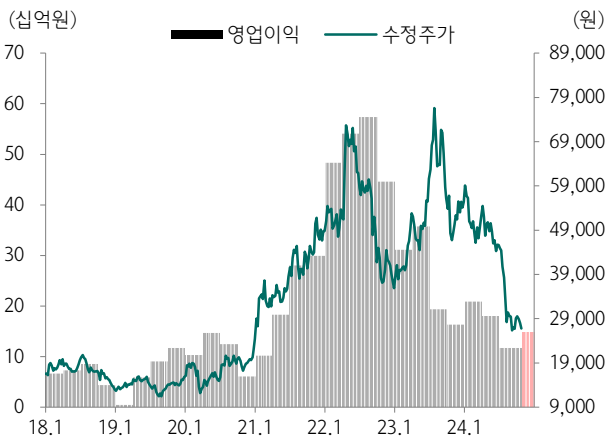
주: 2024년 1분기 이후 영업이익은 추정치
 자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 해성디에스 영업이익 및 구리가격 추이



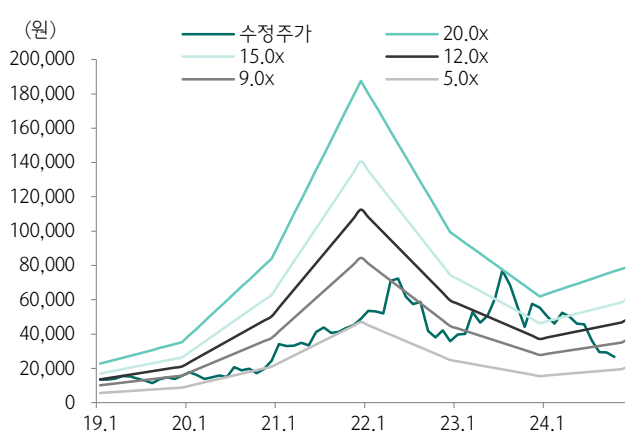
주: 2024년 1분기 이후 영업이익은 추정치
 자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 해성디에스 영업이익 및 주가 추이



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

도표 8. 12M Fwd PER



자료: WISEfn, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	655.4	839.4	672.2	613.5	677.7
매출원가	519.7	574.1	511.5	496.2	540.7
매출총이익	135.7	265.3	160.7	117.3	137.0
판매비	49.3	60.8	58.2	51.8	52.6
영업이익	86.3	204.4	102.5	65.5	84.4
금융손익	(1.1)	(0.4)	(0.6)	(0.9)	0.0
종속/관계기업손익	(0.8)	0.0	0.0	(6.1)	0.0
기타영업외손익	5.1	1.3	3.9	7.7	0.0
세전이익	89.5	205.3	105.9	66.2	84.4
법인세	18.5	45.9	21.4	13.5	16.9
계속사업이익	71.1	159.4	84.4	52.7	67.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	71.1	159.4	84.4	52.7	67.6
비배주주지분 순이익	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	71.3	159.4	84.4	52.7	67.6
지배주주지분포괄이익	70.5	163.2	83.1	53.1	67.6
NOPAT	68.5	158.7	81.8	52.2	67.6
EBITDA	119.3	243.4	147.2	116.3	135.3
성장성(%)					
매출액증가율	42.88	28.07	(19.92)	(8.73)	10.46
NOPAT증가율	97.98	131.68	(48.46)	(36.19)	29.50
EBITDA증가율	67.32	104.02	(39.52)	(20.99)	16.34
영업이익증가율	98.39	136.85	(49.85)	(36.10)	28.85
(지배주주)순이익증가율	137.67	123.56	(47.05)	(37.56)	28.27
EPS증가율	137.64	123.66	(47.03)	(37.58)	28.19
수익성(%)					
매출총이익률	20.70	31.61	23.91	19.12	20.22
EBITDA이익률	18.20	29.00	21.90	18.96	19.96
영업이익률	13.17	24.35	15.25	10.68	12.45
계속사업이익률	10.85	18.99	12.56	8.59	9.97

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	4,192	9,376	4,966	3,100	3,974
BPS	17,313	26,311	30,297	32,522	35,746
CFPS	7,652	15,479	9,749	7,155	7,956
EBITDAPS	7,016	14,320	8,658	6,844	7,956
SPS	38,551	49,374	39,544	36,090	39,866
DPS	600	900	900	750	750
주가지표(배)					
PER	11.65	3.82	11.16	8.63	6.73
PBR	2.82	1.36	1.83	0.82	0.75
PCFR	6.38	2.32	5.68	3.74	3.36
EV/EBITDA	7.37	2.38	5.99	3.98	3.12
PSR	1.27	0.73	1.40	0.74	0.67
재무비율(%)					
ROE	27.09	42.99	17.55	9.87	11.64
ROA	16.61	28.10	12.52	7.32	8.68
ROIC	25.82	47.33	20.58	11.48	13.42
부채비율	61.37	47.47	33.72	35.86	32.58
순부채비율	16.52	(6.85)	(11.60)	1.42	(5.33)
이자보상배율(배)	61.09	105.83	22.01	0.00	0.00

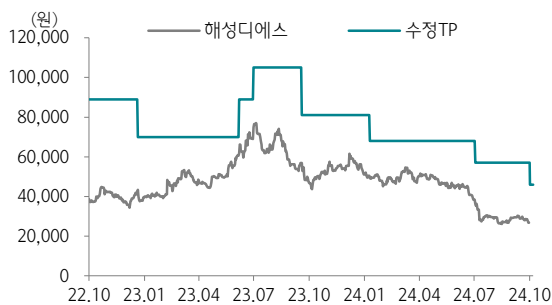
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	256.0	371.3	343.9	320.1	375.4
금융자산	29.3	106.3	139.8	101.2	133.6
현금성자산	29.3	76.3	139.8	101.2	133.6
매출채권	130.4	137.3	103.3	110.8	122.4
채고자산	88.7	115.6	90.1	96.7	106.8
기타유동자산	7.6	12.1	10.7	11.4	12.6
비유동자산	219.0	288.3	344.9	431.0	430.2
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	388.6	389.0
무형자산	6.1	20.1	23.3	28.5	27.2
기타비유동자산	5.1	14.6	15.6	13.9	14.0
자산총계	474.9	659.6	688.7	751.1	805.6
유동부채	154.8	196.5	131.7	159.4	158.6
금융부채	55.3	63.1	42.7	75.0	67.2
매입채무	33.2	27.8	29.3	31.5	34.8
기타유동부채	66.3	105.6	59.7	52.9	56.6
비유동부채	25.8	15.8	42.0	38.9	39.4
금융부채	22.6	12.6	37.4	34.0	34.0
기타비유동부채	3.2	3.2	4.6	4.9	5.4
부채총계	180.6	212.3	173.7	198.3	198.0
지배주주지분	294.3	447.3	515.1	552.9	607.7
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	0.7	0.7
이익잉여금	187.5	340.5	408.0	445.4	500.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	294.3	447.3	515.1	552.9	607.7
순금융부채	48.6	(30.6)	(59.7)	7.8	(32.4)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	57.1	196.9	143.1	80.5	111.3
당기순이익	71.1	159.4	84.4	52.7	67.6
조정	48.5	78.9	28.5	55.2	50.8
감가상각비	32.9	39.0	44.7	50.8	50.8
외환거래손익	(0.4)	7.9	2.2	(1.5)	0.0
지분법손익	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	15.2	32.0	(18.4)	5.9	0.0
영업활동 자산부채변동	(62.5)	(41.4)	30.2	(27.4)	(7.1)
투자활동 현금흐름	(33.5)	(122.5)	(67.8)	(145.2)	(50.0)
투자자산감소(증가)	2.4	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	(27.4)	(77.8)	(93.8)	(140.0)	(50.0)
기타	(8.5)	(44.7)	26.0	(5.2)	0.0
재무활동 현금흐름	(17.8)	(27.3)	(11.3)	11.7	(20.5)
금융부채증가(감소)	(8.2)	(2.2)	4.4	28.9	(7.8)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1.9)	(14.9)	(0.4)	(1.9)	0.1
배당지급	(7.7)	(10.2)	(15.3)	(15.3)	(12.8)
현금의 증감	5.9	47.0	63.5	(39.0)	32.4
Unlevered CFO	130.1	263.1	165.7	121.6	135.3
Free Cash Flow	29.5	118.7	49.2	(59.9)	61.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

해성디에스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.10.28	BUY	46,000		
24.7.29	BUY	57,000	-48.99%	-36.40%
24.2.5	BUY	68,000	-29.77%	-19.56%
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%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 10월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2024년 10월 28일 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 자신의 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 현재가 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	95.18%	4.39%	0.44%	100%

* 기준일: 2024년 10월 25일