

2024. 4. 29



▲ 전기전자/IT 부품장비

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** **65,000 원****현재주가 (4.26)** **50,200 원****상승여력** **29.5%**

KOSPI 2,656.33pt

시가총액 8,534억원

발행주식수 1,700만주

유동주식비율 61.34%

외국인비중 17.12%

52주 최고/최저가 77,000원/43,650원

평균거래대금 55.1억원

주요주주(%)

해성산업 외 3 인 36.31

국민연금공단 9.33

주가상승률(%)

절대주가 3.7 5.7 3.5

상대주가 7.7 -8.5 -3.2

주가그래프

해성디에스 195870

속도는 아쉬우나, 방향성은 분명

- ✓ 1Q24 연결 실적은 6 개 분기만에 전 분기대비 반등에 성공
- ✓ 차량용 반도체 매출액(695 억원)이 +12.1% QoQ 증가함에 따라 실적 성장을 견인
- ✓ 2Q24 는 래거시 IT 의 더딘 수요 회복과 DDR5 향 매출 부진으로 인해 소폭의 실적 반등만을 예상 → 서버, PC 교체 수요가 기대되고, 신규 고객사향 물량 증대가 기대되는 3 분기부터 동사 실적 회복의 강도가 강해질 전망
- ✓ 분기 실적 회복의 방향성은 분명, 투자 의견 Buy, 적정주가 65,000 원 유지

1Q24 Review: 6개 분기만에 이뤄진 QoQ 반등

1Q24 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,549 억원(+6.8% QoQ, -19.5% YoY), 영업이익 209 억원(+27.9% QoQ, -32.8% YoY)로 6 개 분기만에 반등에 성공했다. 차량용 반도체 매출액(695 억원)이 +12.1% QoQ 증가함에 따라 실적 성장을 견인하였다. IDM 향 수주 증가가 지속됨과 동시에 OSAT 업체들의 재고조정이 마무리된 영향으로 파악된다. 아쉬운 부분은 DDR5 매출액이 부진했다는 점이다. 패키지기판 매출액(547 억원)은 DDR4 수주 증가의 영향으로 +6.0% QoQ 증가하였으나 믹스 개선이 지연됨에 따라 수익성 회복은 제한적이었던 것으로 파악된다

2Q24 Preview: 속도는 아쉬우나, 회복 방향성은 분명

2Q24 연결 실적은 매출액 1,645 억원(+6.2% QoQ, -8.2% YoY), 영업이익 234 억원(+11.8% QoQ, -34.6% YoY)을 전망한다. 1분기 대비 실적 성장을 예상하는 IDM 향 수주가 QoQ 로 계속 증가하고 있기 때문이다. 다만 2분기까지는 래거시 IT 의 더딘 수요 회복과 DDR5 향 매출 부진으로 인해 소폭의 실적 반등만이 예상된다. 실적 회복의 초점은 래거시 업황 회복 및 차량용 반도체 업체들의 가동률 회복에 달려 있다고 판단된다. 당사는 서버, PC 교체 수요가 기대되고, 신규 고객사향 물량 증대가 기대되는 3 분기부터 동사 실적 회복의 강도가 강해질 것으로 예상한다.

투자의견 Buy, 적정주가 65,000 원 유지

분기 실적 회복의 방향성은 분명하다. 이는 경쟁사인 CWTC 도 최근 실적발표에서 언급한 내용(그림 5)이다. 업황 부진에도 높은 이익률이라는 차별화된 매력도 유지하고 있다 '24 년, '25 년 EPS 추정치를 각각 -9.2%, -3.9% 하향하나, 밸류에이션 산정에서 '25 년의 비중이 확대되고, Target PER 을 10.6 배('23 년 평균) → 11.1 배 (EPS 성장을 기록한 '17, 20 년 평균)으로 상향해 적정주가 65,000 원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	839.4	204.4	159.4	9,376	124.3	26,312	3.8	1.4	2.4	43.0	47.5
2023	672.3	102.5	84.4	4,966	-47.0	30,297	11.2	1.8	6.0	17.5	33.7
2024E	687.4	103.4	90.8	5,338	7.5	34,735	9.4	1.4	4.8	16.4	29.0
2025E	806.7	131.6	114.7	6,745	26.4	40,581	7.4	1.2	3.7	17.9	25.1
2026E	869.8	150.3	128.3	7,546	11.9	47,227	6.7	1.1	2.9	17.2	18.2

표1 해성디에스 1Q24P 실적 Review

(십억원)	1Q24P	1Q23	(% YoY)	4Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	154.9	192.4	-19.5%	145.1	6.8%	157.8	-1.8%	160.7	-3.6%
영업이익	20.9	31.1	-32.8%	16.3	27.9%	20.2	3.6%	20.9	0.0%
세전이익	25.3	35.4	-28.5%	12.0	110.7%	21.3	18.9%	23.0	10.0%
지배주주 순이익	19.5	27.3	-28.5%	10.6	84.2%	12.5	55.6%	18.4	6.0%
영업이익률(%)	13.5%	16.2%		11.3%		12.8%		13.0%	
지배주주 순이익률(%)	12.6%	14.2%		7.3%		7.9%		11.4%	

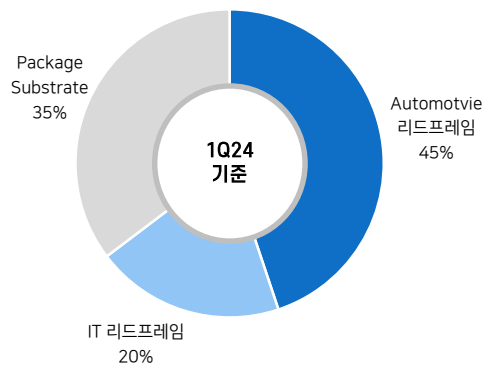
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

표2 해성디에스 실적 테이블

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
환율	1,276	1,315	1,311	1,321	1,325	1,370	1,335	1,340	1,290	1,306	1,343
매출액	192.4	179.2	155.5	145.1	154.9	164.5	176.1	191.8	839.3	672.2	687.4
(%, QoQ)	-3.4%	-6.9%	-13.2%	-6.7%	6.8%	6.2%	7.0%	8.9%			
(%, YoY)	-3.6%	-17.1%	-30.7%	-27.2%	-19.5%	-8.2%	13.3%	32.2%	28.1%	-19.9%	2.3%
Leadframe	124.6	111.7	98.9	93.9	100.2	107.0	112.1	120.1	538.9	429.1	439.4
전장용	75.6	70.1	61.1	62.0	69.5	74.4	79.6	82.7	291.3	268.8	306.2
IT용	49.0	41.6	37.8	31.9	30.7	32.6	32.5	37.4	247.5	160.3	133.2
Package Substrate	67.8	67.5	56.5	51.6	54.7	57.5	64.0	71.7	300.5	215.0	247.9
영업이익	31.1	35.7	19.4	16.3	20.9	23.4	27.7	31.4	204.4	102.5	103.4
(%, QoQ)	-30.3%	14.8%	-45.7%	-16.0%	27.9%	11.8%	18.3%	13.7%			
(%, YoY)	-35.7%	-34.0%	-66.2%	-63.5%	-32.8%	-34.6%	42.9%	92.5%	136.8%	-49.9%	0.8%
영업이익률(%)	16.2%	19.9%	12.5%	11.2%	13.5%	14.2%	15.7%	16.4%	24.4%	15.3%	15.0%

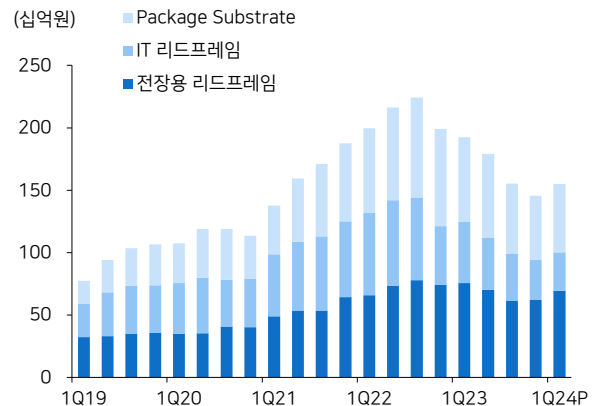
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 해성디에스 사업부문별 매출 비중



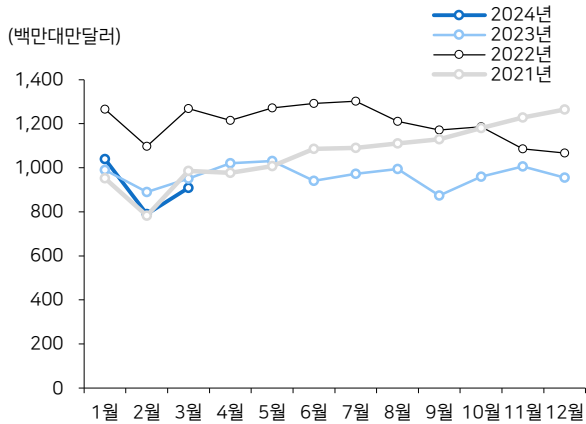
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 해성디에스 제품군별 매출 비중 추이



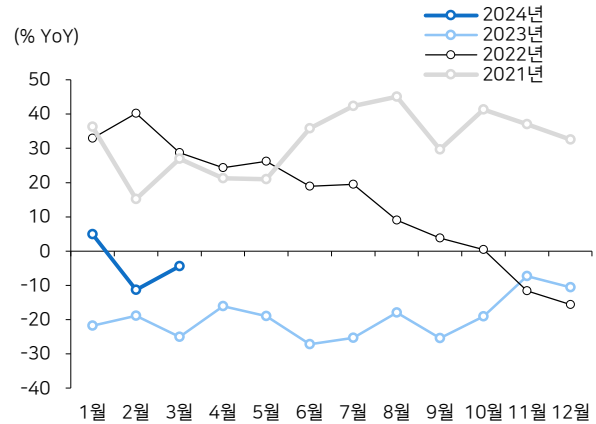
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 대만 CWTC 월별 매출액 (전장용 리드프레임 경쟁사)



자료: CWTC, 메리츠증권 리서치센터

그림4 CWTC YoY 성장률



자료: CWTC, 메리츠증권 리서치센터

그림5 CWTC, 1분기 대비 QoQ +6.3% ~ 12.9% 증가하는 2분기 매출 가이드스 제시

2Q24 Guidance

CWTC

Based on our current business outlook, the management expects:

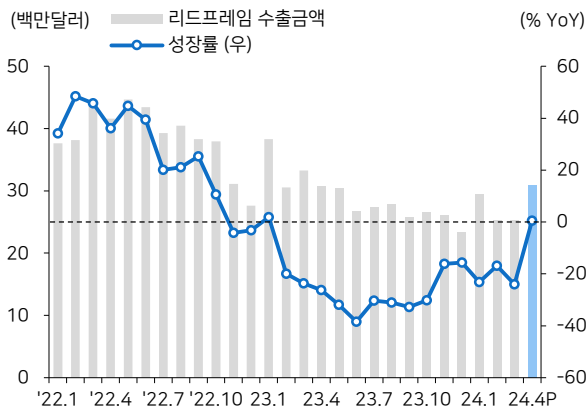
- Revenue to be between NT\$ 2.91 bn and NT\$ 3.09 bn

Based on the exchange rate assumption of 1 US dollar to 32.2 NT dollar, the management expects:

- Gross margin to be between 21.6% and 24.6%
- Operating margin to be between 12.3% and 15.3%

자료: CWTC

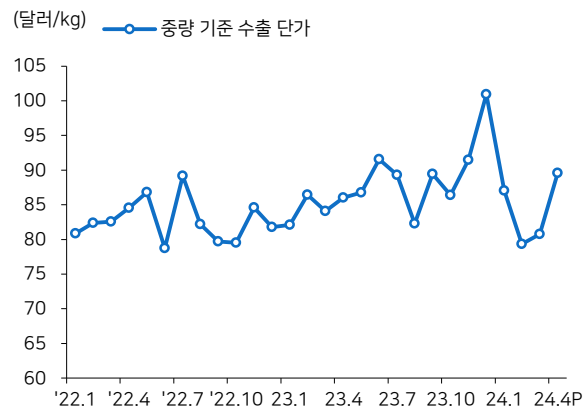
그림6 리드프레임 수출금액



주: 4월은 1~20일 기준 30일로의 환산 값

자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림7 리드프레임 중량 기준 수출단가



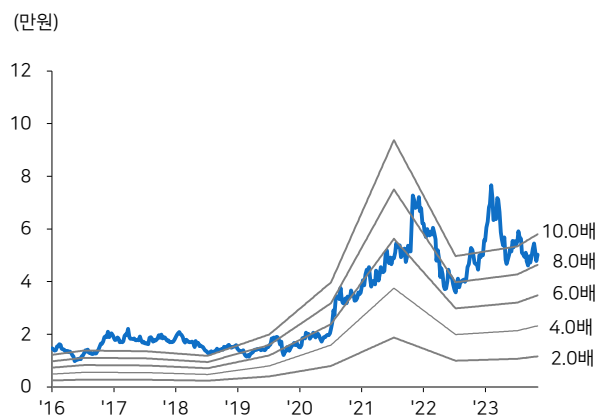
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

표3 해성디에스 적정주가 산정표

	Fair Value(원)	비고
EPS	5,825	12MF EPS
적정배수 (배)	11.1	EPS 성장을 기록한 '17, 20년 평균
적정가치	64,891	
적정주가	65,000	
현재주가	50,200	
상승여력 (%)	29.5%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 해성디에스 PER 밴드



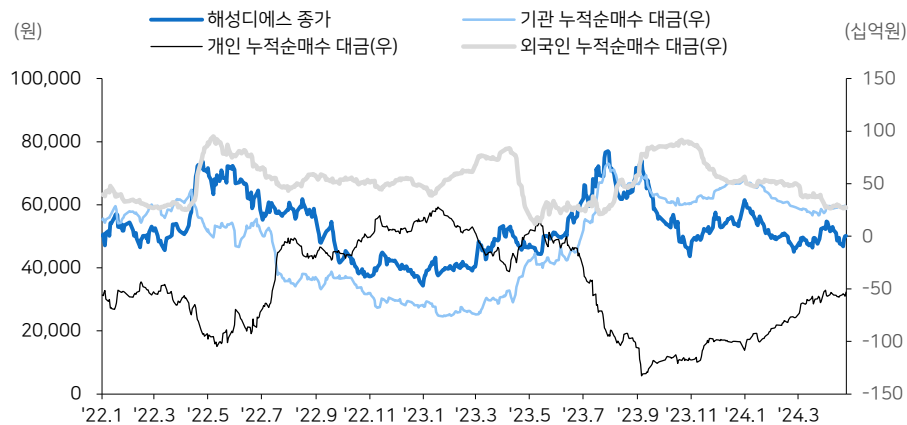
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림9 해성디에스 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림10 해성디에스 수급 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

해성디에스 (195870)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	839.4	672.3	687.4	806.7	869.8
매출액증가율(%)	28.1	-19.9	2.2	17.4	7.8
매출원가	574.1	511.5	531.0	608.8	644.3
매출총이익	265.2	160.7	156.3	197.9	225.6
판매관리비	60.8	58.2	53.0	66.3	75.3
영업이익	204.4	102.5	103.4	131.6	150.3
영업이익률(%)	24.4	15.2	15.0	16.3	17.3
금융손익	-0.4	-0.6	1.2	3.1	5.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.3	3.9	9.1	8.9	8.7
세전계속사업이익	205.3	105.9	113.7	143.7	164.5
법인세비용	45.9	21.4	23.0	29.0	36.2
당기순이익	159.4	84.4	90.8	114.7	128.3
지배주주지분 순이익	159.4	84.4	90.8	114.7	128.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	196.9	143.1	139.1	151.4	178.4
당기순이익(손실)	159.4	84.4	90.8	114.7	128.3
유형자산상각비	38.0	43.4	59.3	64.4	68.3
무형자산상각비	1.0	1.2	0.7	0.8	0.9
운전자금의 증감	-41.4	30.2	-2.5	-19.6	-10.4
투자활동 현금흐름	-122.5	-67.8	-112.6	-73.4	-73.3
유형자산의증가(CAPEX)	-78.1	-93.9	-120.0	-80.0	-80.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-27.3	-11.3	-20.1	-29.7	-51.1
차입금의 증감	-2.2	4.4	-4.8	-14.4	-35.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	47.0	63.5	6.4	48.3	54.0
기초현금	29.3	76.3	139.8	146.2	194.5
기말현금	76.3	139.8	146.2	194.5	248.5

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	371.3	343.9	354.8	439.3	512.5
현금및현금성자산	76.3	139.8	146.2	194.5	248.5
매출채권	137.4	103.3	105.6	123.9	133.6
재고자산	115.6	90.1	92.2	108.2	116.6
비유동자산	288.3	344.9	406.7	423.8	436.6
유형자산	253.6	306.0	366.8	382.3	394.0
무형자산	20.1	23.3	24.4	25.9	27.0
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	659.6	688.7	761.5	863.1	949.1
유동부채	196.5	131.7	133.3	155.5	128.1
매입채무	27.8	29.3	30.0	35.2	38.0
단기차입금	41.2	32.9	37.9	27.9	12.9
유동성장기부채	21.9	9.8	4.4	20.8	0.0
비유동부채	15.9	42.0	37.7	17.7	18.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	8.4	33.3	28.9	8.1	8.1
부채총계	212.3	173.7	171.0	173.2	146.2
자본금	85.0	85.0	85.0	85.0	85.0
자본잉여금	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8
기타포괄이익누계액	-0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
이익잉여금	340.5	408.0	483.4	582.8	695.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	447.3	515.1	590.5	689.9	802.9

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	49,374	39,544	40,433	47,452	51,165
EPS(지배주주)	9,376	4,966	5,338	6,745	7,546
CFPS	15,479	9,749	9,609	11,579	12,909
EBITDAPS	14,320	8,658	9,609	11,579	12,909
BPS	26,312	30,297	34,735	40,581	47,227
DPS	900	900	900	900	900
배당수익률(%)	2.5	1.6	1.8	1.8	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	3.8	11.2	9.4	7.4	6.7
PCR	2.3	5.7	5.2	4.3	3.9
PSR	0.7	1.4	1.2	1.1	1.0
PBR	1.4	1.8	1.4	1.2	1.1
EBITDA(십억원)	243.4	147.2	163.4	196.8	219.5
EV/EBITDA	2.4	6.0	4.8	3.7	2.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	43.0	17.5	16.4	17.9	17.2
EBITDA 이익률	29.0	21.9	23.8	24.4	25.2
부채비율	47.5	33.7	29.0	25.1	18.2
금융비용부담률	0.2	0.7	0.6	0.4	0.2
이자보상배율(x)	105.8	22.0	24.3	38.8	78.0
매출채권회전율(x)	6.3	5.6	6.6	7.0	6.8
재고자산회전율(x)	8.2	6.5	7.5	8.1	7.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

해성디에스 (195870) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.08.01	Indepth	Buy	90,000	양승수	-41.6	-31.3	
2022.10.17	기업브리프	Buy	77,000	양승수	-50.0	-47.5	
2022.11.09	Indepth	Buy	66,000	양승수	-39.0	-32.0	
2023.01.17	기업브리프	Buy	53,000	양승수	-16.2	0.6	
2023.04.18	기업브리프	Buy	60,000	양승수	-19.3	-7.2	
2023.06.19	기업브리프	Buy	66,000	양승수	-4.5	9.5	
2023.07.27	기업브리프	Buy	79,000	양승수	-20.8	-2.5	
2023.10.30	기업브리프	Buy	65,000	양승수	-	-	