

2024. 10. 28



## ▲ 전기전자/IT 부문

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

**Buy** (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** **45,000 원****현재주가 (10.25)** **26,750 원****상승여력** **68.2%**

KOSPI 2,583.27pt

시가총액 4,548억원

발행주식수 1,700만주

유동주식비율 61.34%

외국인비중 15.93%

52주 최고/최저가 61,500원/26,100원

평균거래대금 26.0억원

**주요주주(%)**

해성산업 외 2 인 36.31

국민연금공단 7.23

**주가상승률(%)** **1개월** **6개월** **12개월**

절대주가 -4.8 -46.5 -45.5

상대주가 -4.3 -45.6 -50.1

**주가그래프**

# 해성디에스 195870

## 전반적인 어려움 속 리드프레임은 반등 중

- ✓ 3Q24 연결 실적은 수요 부진, 부정적 레깅효과로 인해 컨센서스를 크게 하회
- ✓ 다만 우려와 달리 리드프레임 매출액은 전분기 및 전년 동기 대비 성장 달성
- ✓ 4Q24는 긍정적 레깅효과와 전장용 리드프레임 수주증가로 소폭의 실적 성장 예상
- ✓ 3Q24를 기점으로 실적 저점이 확인되었고, 예정된 창원공장 생산능력 증설이 계획대로 진행되고 있는 만큼, 분기 실적 회복의 방향성은 명확하다고 판단
- ✓ 적정주가를 45,000 원으로 -19.6% 하향하나 투자의견 Buy 유지

**3Q24 Review: 실적 쇼크 속 바닥은 확인**

3Q24 연결 매출액(1,494 억원)과 영업이익(117 억원)은 각각 컨센서스를 -7.5%, -42.4% 하회하였다. 수요 부진에 따른 가동률 하락과 구리가격 상승, 환율 하락 등 부정적 레깅효과(그림 3)의 영향으로 영업이익률이 14 개 분기 만에 한 자릿수 (7.8%)로 하락하였다. 리드프레임 매출액은 1,130 억원(+5.3% QoQ, +14.3% YoY)을 기록, 전분기 및 전년 동기 대비 성장하며 우려와 달리 견조한 실적을 시현하였다. 다만 주요 고객사의 출하 부진과 맞물려 패키지가판 매출액이 364 억원(-21.2% QoQ, -35.6%)을 기록, 수익성 악화의 주요 원인으로 작용하였다.

**4Q24 Preview: 전장용 리드프레임 기반 소폭 반등 전망**

4Q24 연결 실적은 매출액 1,537 억원(+2.9% QoQ, +5.9% YoY), 영업이익 158 억원 (+35.4% QoQ, -3.0% YoY)을 전망한다. 비수기임에도 불구하고 OSAT 및 IDM 고객 사항 전장용 리드프레임 수주 증가로 소폭의 매출 회복이 기대된다. 또한 3분기와는 달리 구리가격 안정화와 환율상승 등 긍정적 레깅효과로 두 자릿수 영업이익률 (10.3%)의 회복이 예상된다. 회복의 강도는 낮지만, 3분기를 바닥으로 점진적인 개선 을 기대할 수 있는 시점이라 판단된다.

**적정주가 45,000 원으로 하향조정하나 투자의견 Buy 유지**

적정주가를 45,000 원으로 -19.6% 하향 조정한다. '24년, '25년 영업이익 추정치를 각각 -27.4%, -25.8% 하향 조정하고 밸류에이션 산정에서 '25년의 비중이 확대되는 점을 반영하였다. 다만 3분기를 기점으로 실적 저점이 확인되었고, 예정된 창원 공장 생산능력 증설이 계획대로 진행되고 있는 만큼, 분기 실적 회복의 방향성은 명확하다고 판단된다. 동사의 주가가 역사적 밸류에이션 하단에 위치해 있음까지 감안하여 투자의견 Buy 를 유지한다.

| (십억원) | 매출액   | 영업이익  | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|-------|-------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 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 | 611.5 | 66.5  | 60.2          | 3,539             | -28.7      | 32,936     | 7.6        | 0.8        | 3.4              | 11.2       | 28.6        |
| 2025E | 662.5 | 88.5  | 78.6          | 4,622             | 30.6       | 36,659     | 5.8        | 0.7        | 2.5              | 13.3       | 24.6        |
| 2026E | 737.3 | 106.0 | 91.4          | 5,375             | 16.3       | 41,133     | 5.0        | 0.7        | 1.9              | 13.8       | 18.3        |

표1 해성디에스 3Q24P 실적 Review

| (십억원)        | 3Q24P | 3Q23  | (% YoY) | 2Q24  | (% QoQ) | 컨센서스  | (% diff) | 메리츠   | (% diff) |
|--------------|-------|-------|---------|-------|---------|-------|----------|-------|----------|
| 매출액          | 149.4 | 155.5 | -3.9%   | 153.5 | -2.7%   | 161.6 | -7.5%    | 167.8 | -11.0%   |
| 영업이익         | 11.7  | 19.4  | -39.6%  | 18.0  | -35.0%  | 20.3  | -42.4%   | 22.7  | -48.5%   |
| 세전이익         | 6.6   | 22.3  | -70.4%  | 20.3  | -67.6%  | 22.4  | -70.6%   | 20.7  | -68.1%   |
| 지배주주 순이익     | 6.0   | 17.2  | -65.0%  | 21.0  | -71.4%  | 17.8  | -66.4%   | 19.5  | -69.2%   |
| 영업이익률(%)     | 7.8%  | 12.4% |         | 11.7% |         | 12.6% |          | 13.5% |          |
| 지배주주 순이익률(%) | 4.0%  | 11.0% |         | 13.7% |         | 11.0% |          | 11.6% |          |

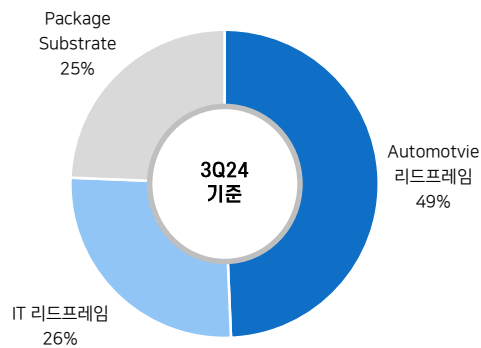
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

표2 해성디에스 실적 테이블

| (십억원)             | 1Q23   | 2Q23   | 3Q23   | 4Q23   | 1Q24   | 2Q24   | 3Q24P  | 4Q24E | 2022   | 2023   | 2024E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 환율                | 1,276  | 1,315  | 1,311  | 1,321  | 1,325  | 1,370  | 1,359  | 1,368 | 1,290  | 1,306  | 1,356  |
| 매출액               | 192.4  | 179.2  | 155.5  | 145.1  | 154.9  | 153.5  | 149.4  | 153.7 | 839.3  | 672.2  | 611.5  |
| (%, QoQ)          | -3.4%  | -6.9%  | -13.2% | -6.7%  | 6.8%   | -0.9%  | -2.7%  | 2.9%  |        |        |        |
| (%, YoY)          | -3.6%  | -17.1% | -30.7% | -27.2% | -19.5% | -14.3% | -3.9%  | 5.9%  | 28.1%  | -19.9% | -9.0%  |
| Leadframe         | 124.6  | 111.7  | 98.9   | 93.9   | 100.2  | 107.3  | 113.0  | 116.4 | 538.9  | 429.1  | 436.9  |
| 전장용               | 75.6   | 70.1   | 61.1   | 62.0   | 69.5   | 68.6   | 73.7   | 76.8  | 291.3  | 268.8  | 288.6  |
| IT용               | 49.0   | 41.6   | 37.8   | 31.9   | 30.7   | 38.7   | 39.3   | 39.5  | 247.5  | 160.3  | 148.2  |
| Package Substrate | 67.8   | 67.5   | 56.5   | 51.6   | 54.7   | 46.2   | 36.4   | 37.3  | 300.5  | 243.4  | 174.6  |
| 영업이익              | 31.1   | 35.7   | 19.4   | 16.3   | 20.9   | 18.0   | 11.7   | 15.8  | 204.4  | 102.5  | 66.4   |
| (%, QoQ)          | -30.3% | 14.9%  | -45.8% | -15.6% | 27.9%  | -13.9% | -35.0% | 35.4% |        |        |        |
| (%, YoY)          | -35.7% | -33.9% | -66.3% | -63.4% | -32.8% | -49.6% | -39.6% | -3.0% | 136.8% | -49.9% | -35.2% |
| 영업이익률(%)          | 16.2%  | 19.9%  | 12.4%  | 11.3%  | 13.5%  | 11.7%  | 7.8%   | 10.3% | 24.4%  | 15.3%  | 10.9%  |

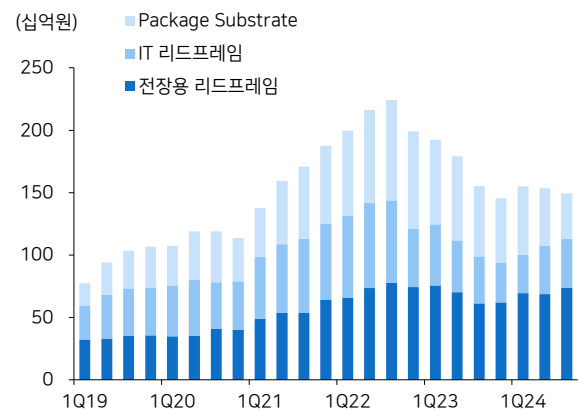
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 해성디에스 사업부문별 매출 비중



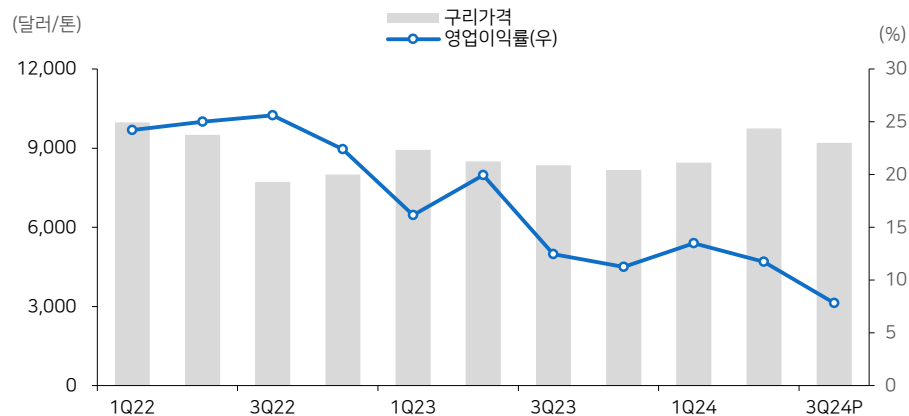
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 해성디에스 제품군별 매출 추이



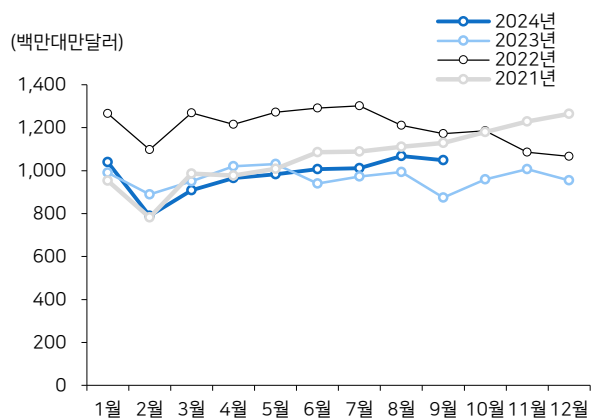
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 분기별 구리가가격과 해성디에스 영업이익률 추이



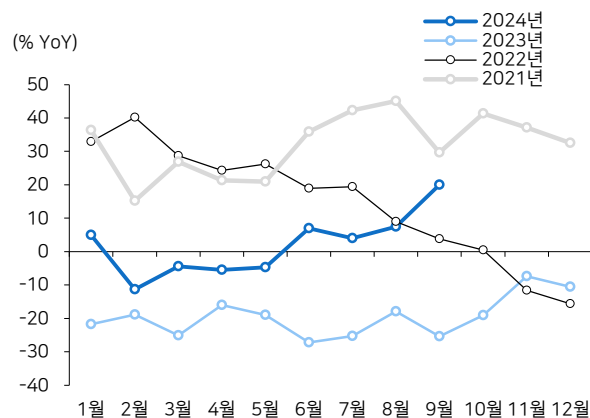
자료: LME, 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 대만 CWTC 월별 매출액 (전장용 리드프레임 경쟁사)



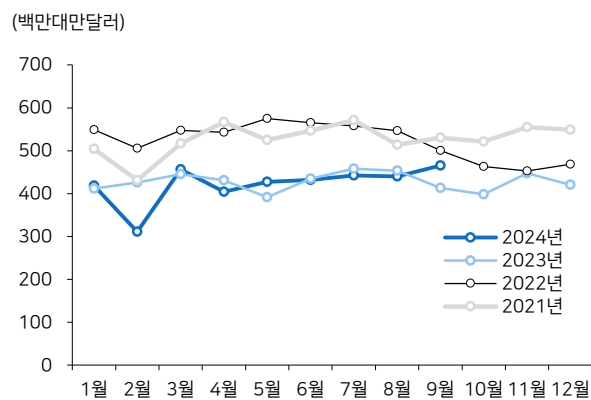
자료: CWTC, 메리츠증권 리서치센터

그림5 CWTC YoY 성장률



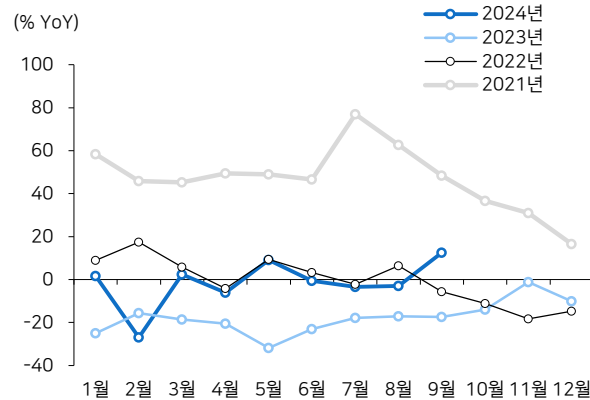
자료: CWTC, 메리츠증권 리서치센터

그림6 대만 Jin Lin Technology 월별 매출액 (리드프레임)



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 Jin Lin Technology YoY 성장률



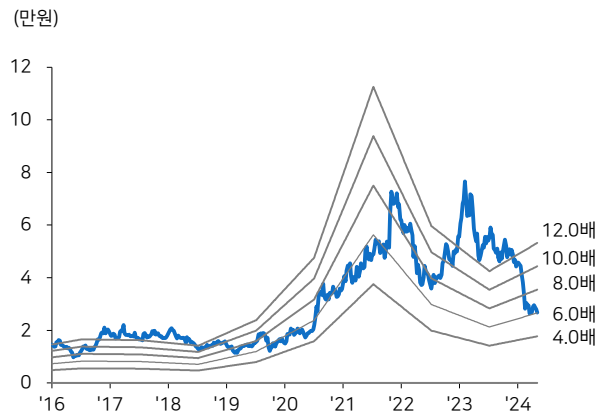
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 해성디에스 적정주가 산정표

|                 | Fair Value(원) | 비고              |
|-----------------|---------------|-----------------|
| EPS             | 4,435         | 12MF EPS        |
| 적정배수 (배)        | 10.0          | 컨센서스 기준 '23년 평균 |
| 적정가치            | 44,527        |                 |
| <b>적정주가</b>     | <b>45,000</b> |                 |
| 현재주가            | 26,750        |                 |
| <b>상승여력 (%)</b> | <b>68.2%</b>  |                 |

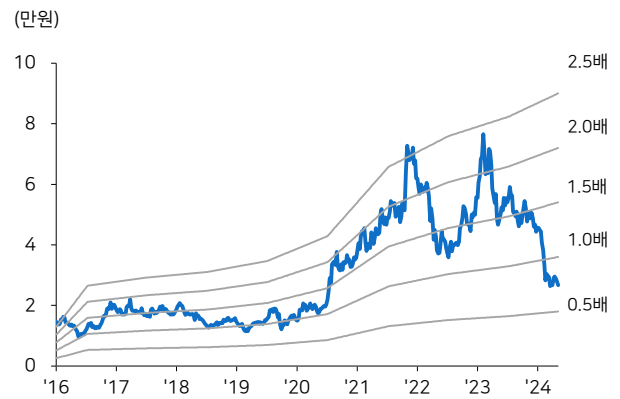
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 해성디에스 PER 밴드



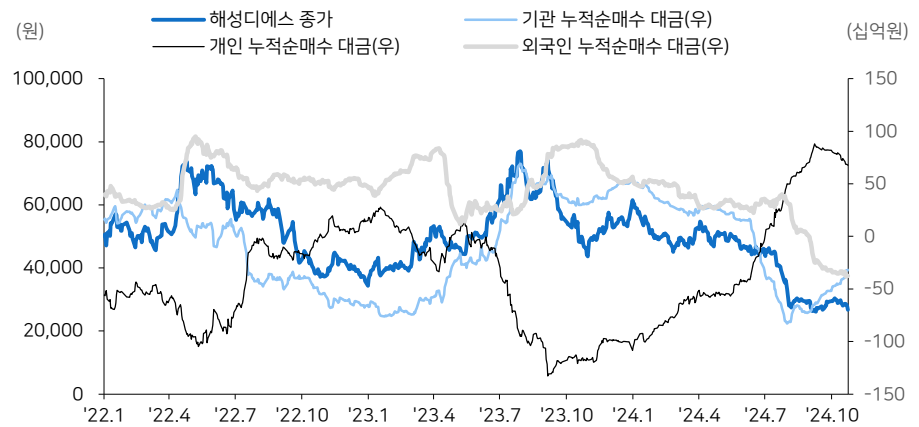
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

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 | 611.5 | 662.5 | 737.3 |
| 매출액증가율(%)  | 28.1  | -19.9 | -9.0  | 8.3   | 11.3  |
| 매출원가       | 574.1 | 511.5 | 484.4 | 516.0 | 563.2 |
| 매출총이익      | 265.2 | 160.7 | 127.1 | 146.5 | 174.1 |
| 판매관리비      | 60.8  | 58.2  | 60.6  | 57.9  | 68.1  |
| 영업이익       | 204.4 | 102.5 | 66.5  | 88.5  | 106.0 |
| 영업이익률(%)   | 24.4  | 15.2  | 10.9  | 13.4  | 14.4  |
| 금융손익       | -0.4  | -0.6  | 0.8   | 1.6   | 2.9   |
| 종속/관계기업손익  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타영업외손익    | 1.3   | 3.9   | 8.2   | 8.3   | 8.2   |
| 세전계속사업이익   | 205.3 | 105.9 | 75.4  | 98.5  | 117.1 |
| 법인세비용      | 45.9  | 21.4  | 15.2  | 19.9  | 25.8  |
| 당기순이익      | 159.4 | 84.4  | 60.2  | 78.6  | 91.4  |
| 지배주주지분 순이익 | 159.4 | 84.4  | 60.2  | 78.6  | 91.4  |

## Statement of Cash Flow

| (십억원)          | 2022   | 2023  | 2024E  | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름      | 196.9  | 143.1 | 115.4  | 121.4 | 135.2 |
| 당기순이익(손실)      | 159.4  | 84.4  | 60.2   | 78.6  | 91.4  |
| 유형자산상각비        | 38.0   | 43.4  | 52.7   | 58.7  | 63.4  |
| 무형자산상각비        | 1.0    | 1.2   | 0.7    | 0.8   | 0.9   |
| 운전자본의 증감       | -41.4  | 30.2  | 10.0   | -8.4  | -12.3 |
| 투자활동 현금흐름      | -122.5 | -67.8 | -113.6 | -74.0 | -73.8 |
| 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  | -18.3  | 17.7  | 10.3  |
| 기초현금           | 29.3   | 76.3  | 139.8  | 121.5 | 139.2 |
| 기말현금           | 76.3   | 139.8 | 121.5  | 139.2 | 149.5 |

## Balance Sheet

| (십억원)     | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산      | 371.3 | 343.9 | 307.1 | 340.3 | 373.3 |
| 현금및현금성자산  | 76.3  | 139.8 | 121.5 | 139.2 | 149.5 |
| 매출채권      | 137.4 | 103.3 | 93.9  | 101.8 | 113.3 |
| 재고자산      | 115.6 | 90.1  | 82.0  | 88.8  | 98.9  |
| 비유동자산     | 288.3 | 344.9 | 413.2 | 436.0 | 453.8 |
| 유형자산      | 253.6 | 306.0 | 373.3 | 394.6 | 411.2 |
| 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 | 720.3 | 776.3 | 827.0 |
| 유동부채      | 196.5 | 131.7 | 123.2 | 136.4 | 110.5 |
| 매입채무      | 27.8  | 29.3  | 26.7  | 28.9  | 32.2  |
| 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  | 37.2  | 16.8  | 17.3  |
| 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 | 160.4 | 153.1 | 127.8 |
| 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 | 452.9 | 516.1 | 592.2 |
| 비지배주주지분   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 자본총계      | 447.3 | 515.1 | 559.9 | 623.2 | 699.3 |

## Key Financial Data

|                        | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당데이터(원)               |        |        |        |        |        |
| SPS                    | 49,374 | 39,544 | 35,970 | 38,969 | 43,369 |
| EPS(지배주주)              | 9,376  | 4,966  | 3,539  | 4,622  | 5,375  |
| CFPS                   | 15,479 | 9,749  | 7,051  | 8,710  | 10,020 |
| EBITDAPS               | 14,320 | 8,658  | 7,051  | 8,710  | 10,020 |
| BPS                    | 26,312 | 30,297 | 32,936 | 36,659 | 41,133 |
| DPS                    | 900    | 900    | 900    | 900    | 900    |
| 배당수익률(%)               | 2.5    | 1.6    | 3.4    | 3.4    | 3.4    |
| Valuation(Multiple)    |        |        |        |        |        |
| PER                    | 3.8    | 11.2   | 7.6    | 5.8    | 5.0    |
| PCR                    | 2.3    | 5.7    | 3.8    | 3.1    | 2.7    |
| PSR                    | 0.7    | 1.4    | 0.7    | 0.7    | 0.6    |
| PBR                    | 1.4    | 1.8    | 0.8    | 0.7    | 0.7    |
| EBITDA(십억원)            | 243.4  | 147.2  | 119.9  | 148.1  | 170.3  |
| EV/EBITDA              | 2.4    | 6.0    | 3.4    | 2.5    | 1.9    |
| Key Financial Ratio(%) |        |        |        |        |        |
| 자기자본이익률(ROE)           | 43.0   | 17.5   | 11.2   | 13.3   | 13.8   |
| EBITDA 이익률             | 29.0   | 21.9   | 19.6   | 22.4   | 23.1   |
| 부채비율                   | 47.5   | 33.7   | 28.6   | 24.6   | 18.3   |
| 금융비용부담률                | 0.2    | 0.7    | 0.7    | 0.5    | 0.3    |
| 이자보상배율(x)              | 105.8  | 22.0   | 15.6   | 26.1   | 55.0   |
| 매출채권회전율(x)             | 6.3    | 5.6    | 6.2    | 6.8    | 6.9    |
| 재고자산회전율(x)             | 8.2    | 6.5    | 7.1    | 7.8    | 7.9    |

## 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 |                                                |
|------------------------------|--------------------------------------------------|------------------------------------------------|
| 추천기준일<br>직전 1개월간<br>증가대비 3등급 | Buy                                              | 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 +20% 이상           |
|                              | Hold                                             | 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 |
|                              | Sell                                             | 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 미만           |
| 산업                           | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천                  |                                                |
| 추천기준일<br>시장지수대비 3등급          | Overweight (비중확대)                                |                                                |
|                              | Neutral (중립)                                     |                                                |
|                              | Underweight (비중축소)                               |                                                |

## 투자의견 비율

| 투자의견 | 비율    |
|------|-------|
| 매수   | 86.0% |
| 중립   | 14.0% |
| 매도   | 0.0%  |

2024년 9월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 해성디에스 (195870) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일        | 자료형식    | 투자의견 | 적정주가<br>(원) | 담당자 | 과리율(%)* |        | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|---------|------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
|            |         |      |             |     | 평균      | 최고(최저) |                |
| 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 | -23.5   | -5.4   |                |
| 2024.07.29 | 기업브리프   | Buy  | 56,000      | 양승수 | -47.9   | -35.3  |                |
| 2024.10.28 | 기업브리프   | Buy  | 45,000      | 양승수 | -       | -      |                |