

2023. 01. 17



▲ 전기전자/IT부품장비

Analyst **양승수**
02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	53,000 원
현재주가 (1.16)	43,300 원
상승여력	22.4%
KOSPI	2,399.86pt
시가총액	7,361억원
발행주식수	1,700만주
유동주식비율	61.45%
외국인비중	13.04%
52주 최고/최저가	73,700원/34,300원
평균거래대금	54.1억원
주요주주(%)	
해성산업 외 3 인	36.19
국민연금공단	8.23

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.0	-27.8	-20.6
상대주가	9.2	-29.9	-3.3

주가그래프



해성디에스 195870

4Q22 Review: 현실화되는 우려

- ✓ 4Q22 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 13.1%, 12.5% 하회
- ✓ IT항 리드프레임 매출이 재고조정의 영향으로 전분기 대비 28.8% 급감했기 때문
- ✓ 2023년 감익은 불가피. 매출액과 영업이익은 각각 8,047억원(-4.1% YoY)과 1,424억원(-30.3% YoY)을 전망
- ✓ 동사 호실적을 견인했던 물량, 판가, 환율 모두 올해는 하방요인으로 작용할 전망
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 53,000원 제시

4Q22 Review: 시작된 부진

4Q22 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 13.1%, 12.5% 하회했다. 패키지기판(-3.2% QoQ)과 전장용 리드프레임(-4.5% QoQ)은 우려 대비 상대적으로 선방했다. 물량은 감소했으나 상반가 높은 구리가격에 기반한 수주물량의 매출 인식으로 판가가 예상보다 견조했기 때문이다. 다만 IT항 리드프레임 매출이 IT 전방위적인 수요 감소와 재고조정의 영향으로 전분기대비 28.8% 급감하였다. 가동률 감소와 환율하락(10원당 월 영향액 2억원)의 영향으로 수익성도 전분기대비 부진하였다.

2023년 전망 - 물량, 판가, 환율의 삼중고

올해 매출액과 영업이익은 각각 8,047억원(-4.1% YoY)과 1,424억원(-30.3% YoY)을 예상한다. 작년 동사 실적을 견인했던 3가지 요인 모두 올해는 하방요인으로 작용할 전망이다. 1) 고객사들의 재고 조정으로 물량(Q)이 지속적으로 감소하고 있다. 전방 수요와 고객사들의 재고를 고려했을 때, 상반기까지도 재고조정은 지속될 전망이다. 2) 수요 감소로 인해 2021년 하반기부터 시작된 수요-공급의 불균형이 해소되었다. 구리 가격도 하락했기 때문에 작년 같은 높은 판가는 유지되기 어려울 전망이다. 3) 수출 비중(95%)이 높기 때문에 환율적으로도 피해가 크다. 상대적으로 수요(Q)가 살아있는 전장용 리드프레임은 올해 5.5% 성장이 가능하나 IT항 리드프레임(-16.6% YoY)과 패키지기판(-3.2% YoY) 모두 역성장이 불가피하다고 판단한다.

투자의견 Buy, 적정주가 53,000원 하향 제시

해성디에스에 대한 실적 추정치 하향을 반영, 적정주가를 53,000원으로 19.7% 하향한다. 다만 1) 과점화되고 있는 리드프레임(동사 포함 증설을 진행하는 업체는 두 곳) 시장 2) 패키지기판 경쟁사들이 비메모리항 기판 증설에 집중하고 있다는 점 3) 대만 경쟁사들 대비 낮은 멀티플을 고려, 투자 의견 Buy를 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	458.8	43.5	30.0	1,764	64.5	13,638	13.8	1.8	6.7	13.6	65.3
2021	655.4	86.3	71.3	4,192	136.9	17,313	11.7	2.8	7.4	27.1	61.4
2022P	839.3	204.6	159.9	9,406	124.4	26,119	3.8	1.4	2.4	43.3	37.5
2023E	804.7	142.4	118.8	6,985	-25.7	32,504	6.2	1.3	3.5	23.8	33.6
2024E	946.1	164.7	136.9	8,051	15.3	39,955	5.4	1.1	2.9	22.2	31.4

(십억원)	4Q22P	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	199.2	187.5	6.2%	224.3	-11.2%	229.2	-13.1%	217.6	-8.5%
영업이익	44.6	29.9	49.1%	57.4	-22.3%	51.0	-12.5%	49.1	-9.2%
세전이익	28.1	29.9	-6.0%	66.8	-57.9%	56.1	-49.9%	57.1	-50.8%
지배주주 순이익	22.9	24.3	-6.0%	51.5	-55.6%	43.3	-47.2%	44.0	-48.0%
영업이익률(%)	22.4%	16.0%		25.6%		22.3%		22.6%	
지배주주 순이익률(%)	11.5%	7.1%		22.9%		18.9%		20.2%	

자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

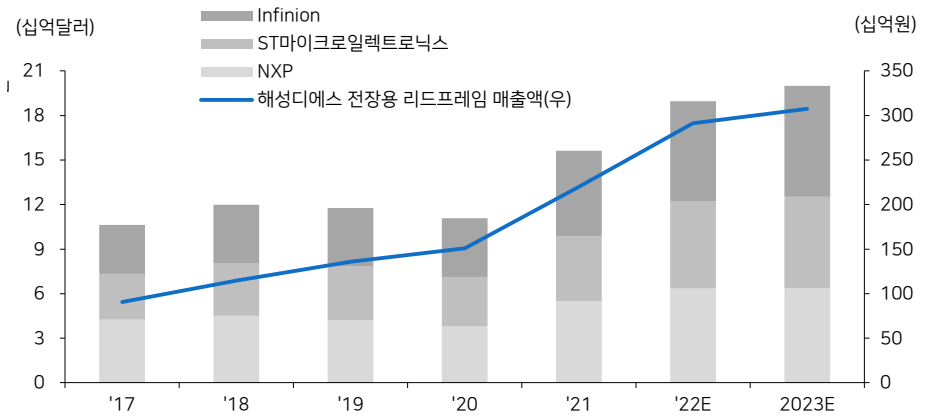
(십억원)	New			Old			차이(%)		
	1Q23E	2023E	2024E	1Q23E	2023E	2024E	1Q23E	2023E	2024E
매출액	190.1	804.7	946.1	221.8	893.9	974.9	-14.3%	-10.0%	-3.0%
영업이익	34.1	142.4	164.7	42.0	171.1	179.7	-18.8%	-16.7%	-8.3%
영업이익률 (%)	17.9%	17.7%	17.4%	18.9%	19.1%	18.4%			
세전이익	35.9	149.9	172.7	47.1	191.7	201.2	-23.7%	-21.8%	-14.1%
순이익	28.2	118.7	136.9	36.6	149.4	156.9	-23.1%	-20.5%	-12.8%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E
환율	1,205	1,260	1,338	1,359	1,287	1,270	1,250	1,250	1,144	1,290	1,264
매출액	199.6	216.2	224.3	199.2	190.1	199.2	215.4	200.0	655.4	839.3	804.7
(%, QoQ)	6.5%	8.3%	3.7%	-11.2%	-4.6%	4.8%	8.1%	-7.1%			
(%, YoY)	45.2%	35.6%	31.2%	6.2%	-4.8%	-7.9%	-4.0%	0.4%	42.9%	28.1%	-4.1%
Leadframe	131.8	142.0	143.8	121.3	119.8	126.5	139.7	127.9	445.2	538.9	513.8
전장용	65.7	73.5	77.8	74.3	76.8	77.4	79.9	73.1	219.9	291.3	307.2
IT용	66.1	68.5	66.0	47.0	42.9	49.1	59.9	54.7	225.3	247.6	206.6
Package Substrate	67.8	74.2	80.5	77.9	70.4	72.7	75.6	72.1	210.2	300.4	290.8
영업이익	48.3	54.1	57.4	44.6	34.1	36.6	39.5	32.2	86.3	204.4	142.4
(%, QoQ)	61.6%	11.9%	6.1%	-22.3%	-23.6%	7.4%	7.9%	-18.5%			
(%, YoY)	375.6%	196.5%	104.9%	49.1%	-29.5%	-32.3%	-31.1%	-27.8%	98.4%	136.8%	-30.3%
영업이익률(%)	24.2%	25.0%	25.6%	22.4%	17.9%	18.4%	18.4%	16.1%	13.2%	24.4%	17.7%
세전이익	51.2	59.3	66.8	28.1	35.9	38.5	41.4	34.1	89.5	205.3	149.9
지배주주순이익	39.8	45.8	51.5	22.9	28.2	30.7	33.6	26.3	71.3	159.9	118.7
지배주주순이익률 (%)	19.9%	21.2%	22.9%	11.5%	14.8%	15.4%	15.6%	13.1%	10.9%	19.1%	14.8%

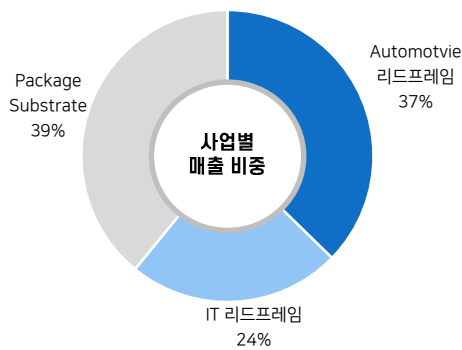
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 전방 고객사 매출과 해성디에스 전장용 리드프레임 매출 추이



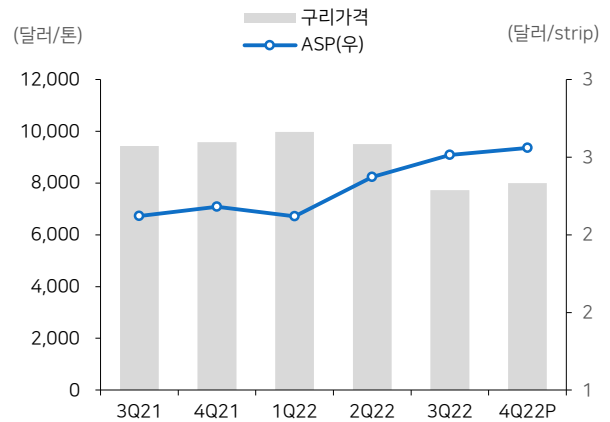
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 해성디에스 사업별 매출 비중



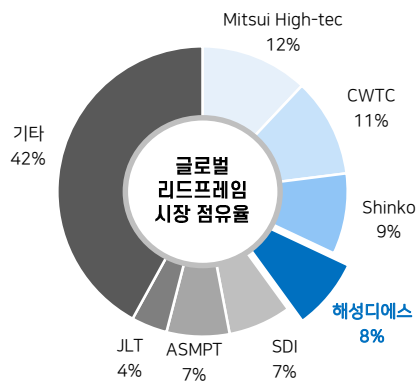
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 구리가격 및 해성디에스 ASP 추이



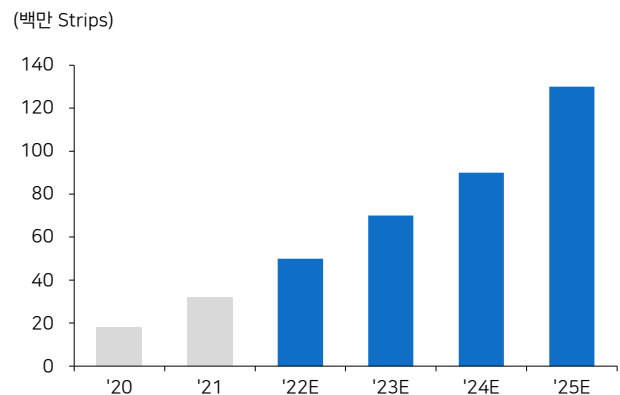
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 글로벌 리드프레임 시장점유율



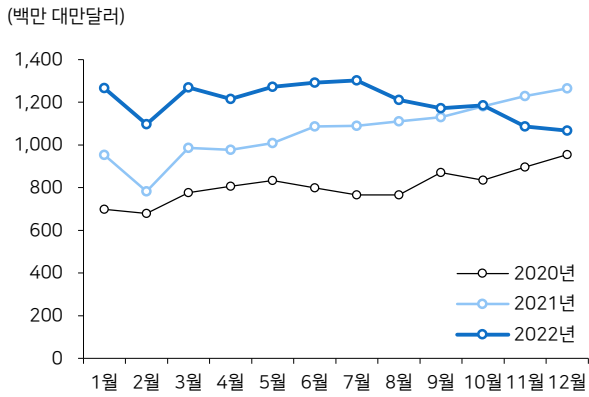
자료: CWTC, 메리츠증권 리서치센터

그림5 경쟁사 CWTC 리드프레임 생산 계획



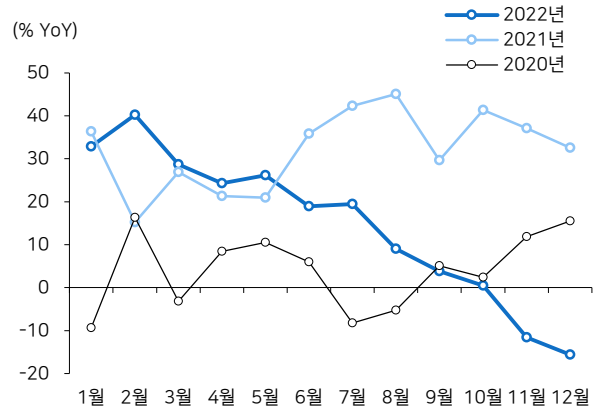
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림6 CWTC 월별 매출액



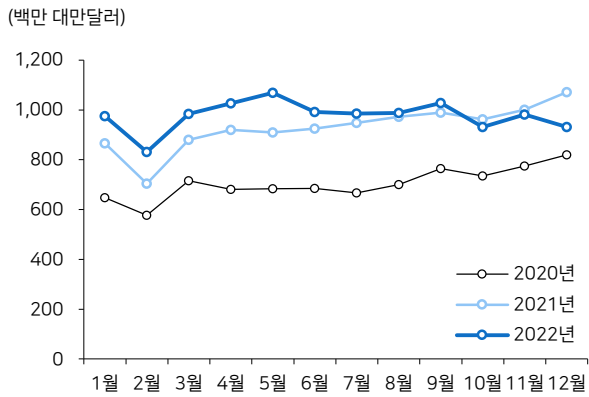
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 CWTC YoY 성장률



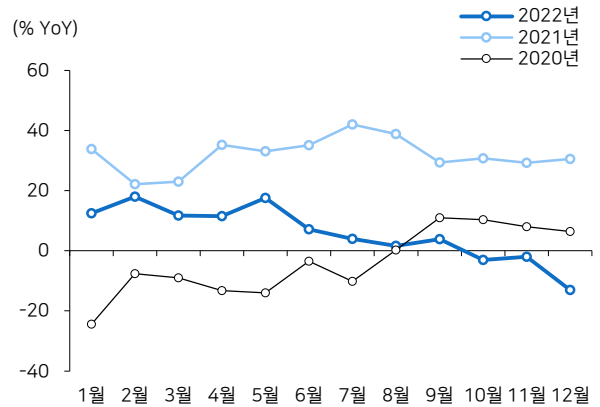
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 SDI Corporation 월별 매출액



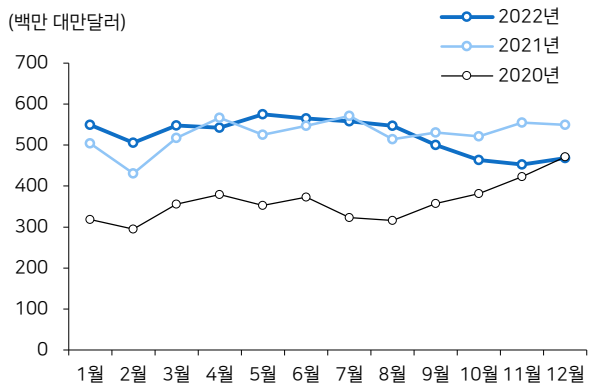
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 SDI Corporation YoY 성장률



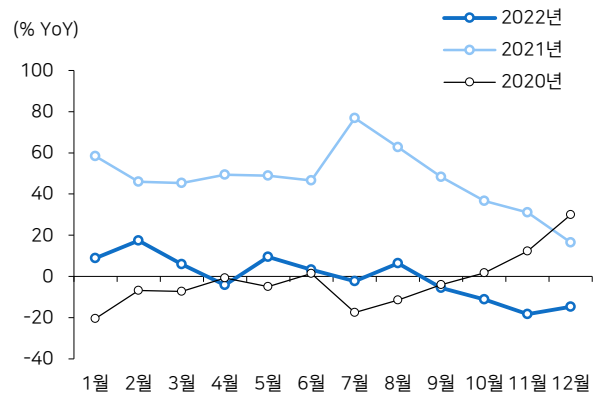
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 Jin Lin 월별 매출액



자료: Jin lin Technology, 메리츠증권 리서치센터

그림11 Jin Lin YoY 성장률



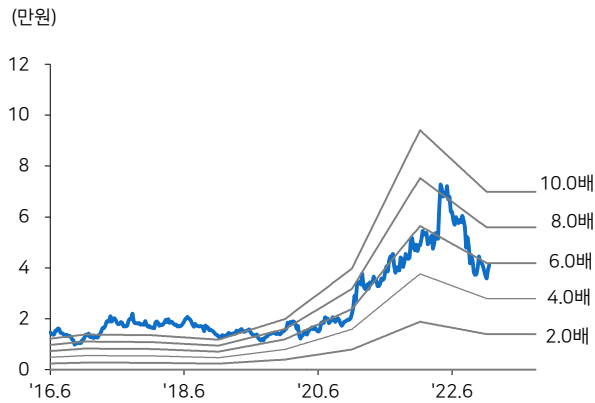
자료: Jin lin Technology, 메리츠증권 리서치센터

표4 해성디에스 적정주가 산정표

(원)	값	비고
EPS	6,985	2023E
적정배수 (배)	7.5	2018년~2021년 저점 멀티플
적정가치	52,668	
적정주가	53,000	
현재주가	43,300	
상승여력 (%)	22.4%	

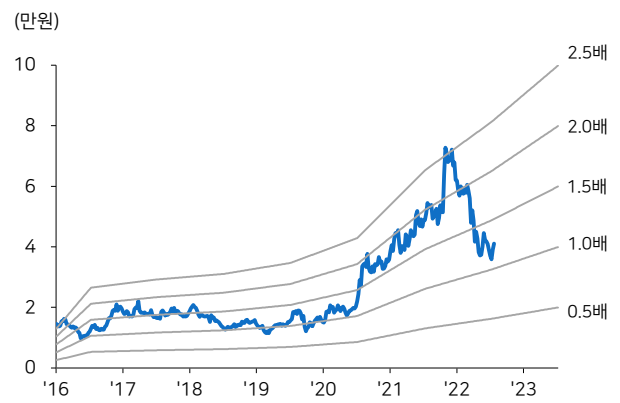
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 해성디에스 PER 밴드



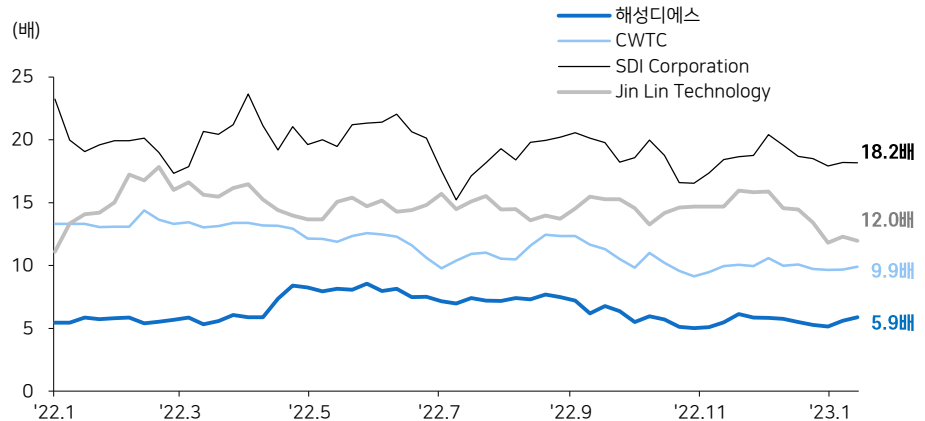
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림13 해성디에스 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림14 글로벌 리드프레임 Peer 12MF PER 밸류에이션 비교



주: Bloomberg 컨센서스 기준
 자료: 메리츠증권 리서치센터

해성디에스 (195870)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	458.8	655.4	839.3	804.7	946.1
매출액증가율 (%)	20.3	42.9	28.1	-4.1	17.6
매출원가	383.0	519.7	578.5	609.8	719.4
매출총이익	75.8	135.7	260.8	194.8	226.7
판매관리비	32.2	49.3	56.2	52.4	62.0
영업이익	43.5	86.3	204.6	142.4	164.7
영업이익률	9.5	13.2	24.4	17.7	17.4
금융손익	-1.4	-1.1	-0.6	0.7	1.4
중속/관계기업손익	-1.9	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
기타영업외손익	-2.5	5.1	19.9	7.5	7.4
세전계속사업이익	37.8	89.5	223.1	149.9	172.7
법인세비용	7.8	18.5	49.8	31.5	36.3
당기순이익	30.0	71.1	159.4	118.4	136.5
지배주주지분 손이익	30.0	71.3	159.9	118.8	136.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	44.4	57.1	143.5	163.7	151.7
당기순이익(손실)	30.0	71.1	159.4	118.4	136.5
유형자산상각비	27.2	32.4	36.8	44.4	47.4
무형자산상각비	0.6	0.6	1.2	1.2	1.2
운전자본의 증감	-24.7	-62.5	-34.8	6.6	-26.8
투자활동 현금흐름	-38.8	-33.5	-61.7	-94.3	-114.8
유형자산의증가(CAPEX)	-36.8	-27.6	-80.0	-100.0	-120.0
투자자산의감소(증가)	0.9	0.8	-0.8	-0.8	-0.8
재무활동 현금흐름	9.8	-17.8	-53.3	14.5	-5.2
차입금의 증감	15.1	-8.2	-43.2	24.7	5.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	15.4	5.9	28.5	83.9	31.7
기초현금	8.0	23.4	29.3	57.8	141.7
기말현금	23.4	29.3	57.8	141.7	173.4

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	174.0	256.0	348.1	420.0	500.6
현금및현금성자산	23.4	29.3	57.8	141.7	173.4
매출채권	78.8	130.4	167.0	160.1	188.3
재고자산	64.7	88.7	113.6	108.9	128.0
비유동자산	209.2	219.0	261.8	317.4	390.2
유형자산	201.1	207.8	251.0	306.6	379.2
무형자산	3.2	6.1	5.7	5.6	5.8
투자자산	1.6	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	383.2	475.0	609.9	737.4	890.8
유동부채	120.0	154.8	147.8	142.2	173.1
매입채무	26.7	33.2	42.5	40.8	47.9
단기차입금	38.4	41.0	12.2	20.0	25.0
유동성장기부채	19.5	14.3	8.1	0.0	4.4
비유동부채	31.4	25.8	18.6	43.4	39.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	28.1	22.6	14.5	39.5	35.1
부채총계	151.4	180.6	166.3	185.6	212.8
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	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	125.1	187.5	337.2	445.8	572.4
비지배주주지분	0.0	0.0	-0.5	-0.8	-1.2
자본총계	231.8	294.3	443.6	551.8	678.0

Key Financial Data

	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	26,985	38,551	49,372	47,333	55,654
EPS(지배주주)	1,764	4,192	9,406	6,985	8,051
CFPS	4,491	7,652	13,449	11,056	12,546
EBITDAPS	4,192	7,016	14,268	11,056	12,546
BPS	13,638	17,313	26,119	32,504	39,955
DPS	450	600	600	600	600
배당수익률(%)	1.8	1.2	1.7	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	13.8	11.7	3.8	6.2	5.4
PCR	5.4	6.4	2.7	3.9	3.5
PSR	0.9	1.3	0.7	0.9	0.8
PBR	1.8	2.8	1.4	1.3	1.1
EBITDA	71.3	119.3	242.6	188.0	213.3
EV/EBITDA	6.7	7.4	2.4	3.5	2.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.6	27.1	43.3	23.8	22.2
EBITDA 이익률	15.5	18.2	28.9	23.4	22.5
부채비율	65.3	61.4	37.5	33.6	31.4
금융비용부담률	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2
이자보상배율(x)	27.6	61.1	163.3	111.0	97.6
매출채권회전율(x)	6.4	6.3	5.6	4.9	5.4
재고자산회전율(x)	8.1	8.5	8.3	7.2	8.0

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 해당 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 하시기를 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 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

해성디에스 (195870) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

