2025.03.05

해성디에스 (195870)

DDR5 용 Pkg. Substrate 성공 여부가 관건

목표주가를 하향하나 매수 투자의견은 유지

동사의 DDR5 용 Pkg. Substrate 시장 진입 지연과 DDR4 수요 둔화의 영향으로 동사 실적은 2Q24부터 하락세를 보이고 있다. 1Q25말부터 예상되는 최대 고객향 DDR5 Pkg. Substrate 출하 개시와 2H25에 기대되는 본격 출하 증가가 현실화될 것인지에 따라 동사 FY25 실적 개선의 강도가 결정될 전망이다.

Pkg. Substrate 부문의 부진을 반영하여 동사에 대한 FY25 실적 전망과 목표주가를 하향한다. 동사의 FY25 매출과 영업이익은 전년 대비 각각 5%, 25% 증가하는 6,322억원과 709억원을 기록할 것으로 추정된다. 신규 목표주가 36,500원은 올해 예상 EPS에 지난해 중간 P/E 배수인 9.4배를 적용하여 도출된 것이다. 동사 현주가는 올해 예상 EPS 및 BPS 대비 7.6배, 0.8배에 불과하므로 매수 투자의견을 유지한다.

DDR5 용 Pkg. Substrate 성공 여부가 관건

동사는 최대 고객향 1A나노 DDR5용 Pkg. Substrate 시장 진입에 실패함에 따라 CY23년부터 동 부문의 실적이 지속적인 둔화세를 보이고 있다. 2H24에는 스마트폰, PC용 DDR4의 수요 둔화까지 겹치며 실적 악화가 가중되었던 것으로 판단된다. 그러나 동사는 현재 최대 고객향으로 최신 미세공정 DDR5용 Pkg. Substrate 인증을 진행 중이며 1Q25말부터 공급을 개시할 것으로 전망된다. 또한 2H25부터는 최대 고객향 공급이 크게 증가하고 중국 고객향으로도 DDR5용 Pkg. Substrate의 공급을 개시할 가능성이 있다. 아직 불확실성이 존재하나 만약 동사의 계획대로 공급이 진행된다면 동사 Pkg. Substrate 부문의 매출은 1Q25를 바닥으로 점진적인 개선세를 보일 것으로 예상된다.

Lead Frame 부문은 양호

동사의 주력 사업인 Lead Frame 부문의 현황은 양호한 상황이다. 중국 시장 내 전기차 판매 증가로 동사 자동차용 Lead Frame 매출은 2H23부터 점진적으로 증가하고 있다. NXP, STM 등 IDM 고객들의 재고도 점차 감소 중이며 특히 중국 OSAT 고객들의 주문이 증가하고 있다. 전세계 반도체 협회에 따르면 CY24에 1.4% 감소하는 자동차 전용 반도체 매출은 CY25부터 6%~7%의 성장세로 전환될 전망이다. CY25에도 동사 자동차용 Lead Frame 매출의 지속적인 상승이 기대된다.

PC, 스마트폰, 가전 수요에 연동되는 동사 IT용 Lead Frame 부문의 실적은 전방 수요 부진에 따라 당분간은 크게 개선되지 못할 것으로 보인다. 다만 신규 고객인 TI향 매출이 빠르게 증가 중이므로 FY25 연간 동부문 실적은 전년 대비 소폭 개선될 것으로 판단된다.

2Q25부터 점진적인 실적 개선 예상

동사 1Q25 매출과 영업이익은 전분기 대비 소폭 감소할 전망이다. 1Q25까지는 Pkg. Substrate 매출 둔화가 이어지고 IT용 Lead Frame 매출도 증가하기 어려울 것으로 보이기 때문이다. 다만 2Q25부터는 최대 고객향 DDR5 용 Pkg. Substrate 출하 개시와 고객들의 DRAM 출하 증가가 발생하고, 자동차용 Lead Frame 매출도 점진적인 상승세를 보일 것으로 판단된다. 동사 분기 실적은 1Q25를 바닥으로 2Q25부터 개선되기 시작할 전망이다.

iM증권

Company Brief

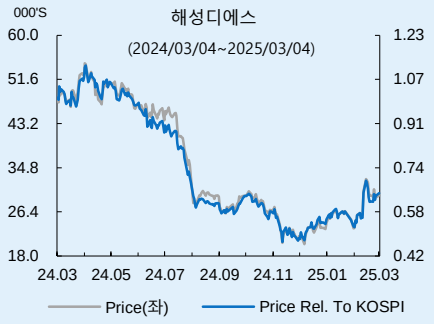
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	**36,500원(하향)**
종가(2025.03.04)	**29,550원**
상승여력	**23.5 %**

Stock Indicator	
자본금	85십억원
발행주식수	1,700만주
시가총액	502십억원
외국인지분율	11.5%
52주 주가	20,250~54,700원
60일평균거래량	108,885주
60일평균거래대금	3.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	26.3	38.4	8.0	-38.4
상대수익률	24.4	35.8	10.1	-33.0

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	672	603	632	695
영업이익(십억원)	103	57	71	109
순이익(십억원)	84	59	66	97
EPS(원)	4,966	3,452	3,867	5,714
BPS(원)	30,297	32,768	35,655	40,388
PER(배)	11.2	8.6	7.6	5.2
PBR(배)	1.8	0.9	0.8	0.7
ROE(%)	17.5	10.9	11.3	15.0
배당수익률(%)	1.6	3.0	3.0	3.0
EV/EBITDA(배)	6.0	3.7	2.7	1.8

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[반도체]
송명섭 2122-9207 mssong@imfnsec.com

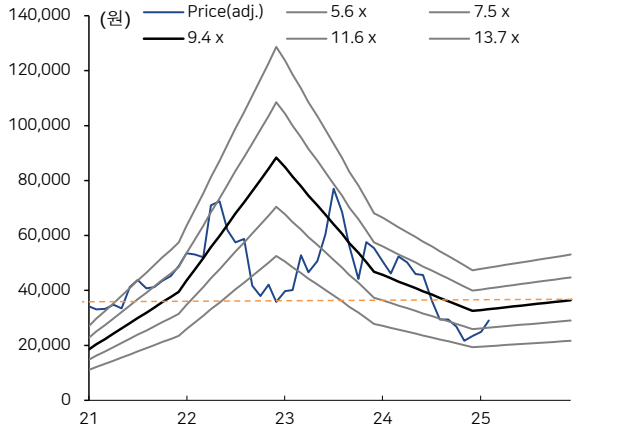
[IT RA]
손우성 2122-9785 useong@imfnsec.com

표 1. 해성디에스 실적 추정

(단위: 억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	FY22	FY23	FY24	FY25E
Leadframe	1,246	1,117	989	935	1,002	1,072	1,130	1,139	1,143	1,177	1,231	1,276	5,377	4,288	4,343	4,826
자동차용	756	701	611	620	695	686	737	760	783	807	831	856	2,913	2,688	2,879	3,277
Pkg. Substrate	678	675	565	516	547	463	364	314	286	340	417	452	3,017	2,434	1,687	1,496
Memory 용	564	550	463	440	437	337	274	228	200	250	322	352	2,622	2,018	1,275	1,125
총 매출	1,924	1,792	1,555	1,451	1,549	1,535	1,494	1,452	1,429	1,517	1,648	1,728	8,394	6,722	6,030	6,322
매출원가	1,459	1,294	1,209	1,154	1,213	1,207	1,245	1,250	1,243	1,229	1,269	1,278	5,741	5,115	4,916	5,020
매출총이익	465	498	346	297	336	328	249	202	186	288	379	449	2,652	1,607	1,115	1,302
매출총이익률	24.2%	27.8%	22.3%	20.5%	21.7%	21.4%	16.7%	13.9%	13.0%	19.0%	23.0%	26.0%	31.6%	23.9%	18.5%	20.6%
판관비	154	141	153	134	127	148	132	139	132	143	155	163	608	582	546	593
영업이익	311	357	194	163	209	180	117	63	54	145	224	286	2,044	1,025	569	709
영업이익률	16.2%	19.9%	12.4%	11.2%	13.5%	11.7%	7.8%	4.3%	3.8%	9.6%	13.6%	16.6%	24.4%	15.2%	9.4%	11.2%
세전이익	354	362	223	120	253	203	66	147	79	174	253	315	2,053	1,059	670	822
당기순이익	273	294	172	106	195	210	60	122	42	132	211	273	1,594	844	587	657
순이익률	14.2%	16.4%	11.0%	7.3%	12.6%	13.7%	4.0%	8.4%	2.9%	8.7%	12.8%	15.8%	19.0%	12.6%	9.7%	10.4%

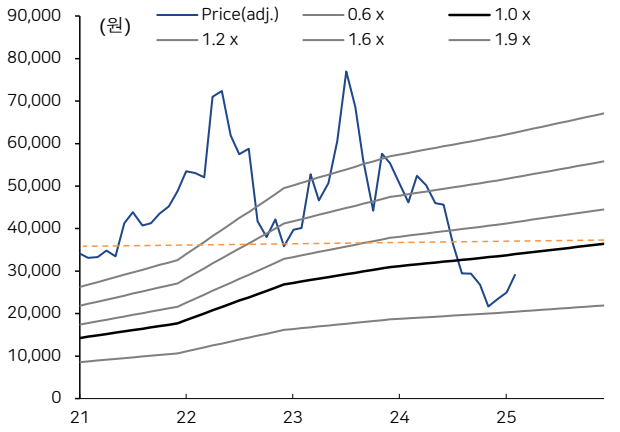
자료: 해성디에스, iM 증권 리서치본부

그림 1. P/E Valuation 을 사용한 목표주가 도출



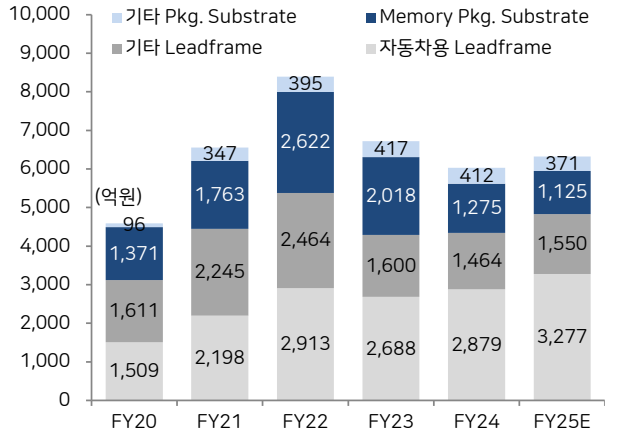
자료: 해성디에스, iM 증권 리서치본부

그림 2. P/B Valuation 을 사용한 목표주가 도출



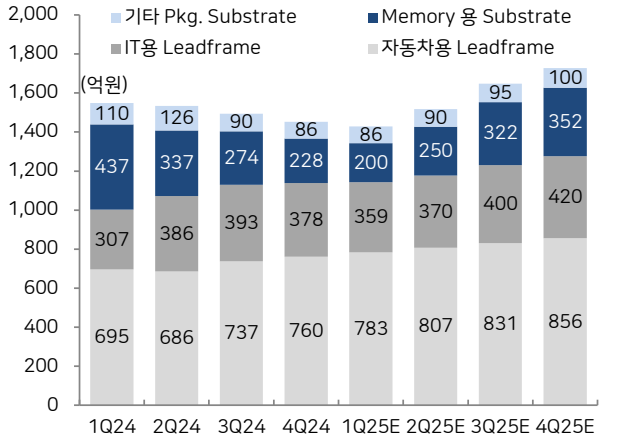
자료: 해성디에스, iM 증권 리서치본부

그림 3. 해성디에스 부문별, 연도별 상세 매출 추정



자료: 해성디에스, iM 증권 리서치본부

그림 4. 해성디에스 부문별, 분기별 상세 매출 추정



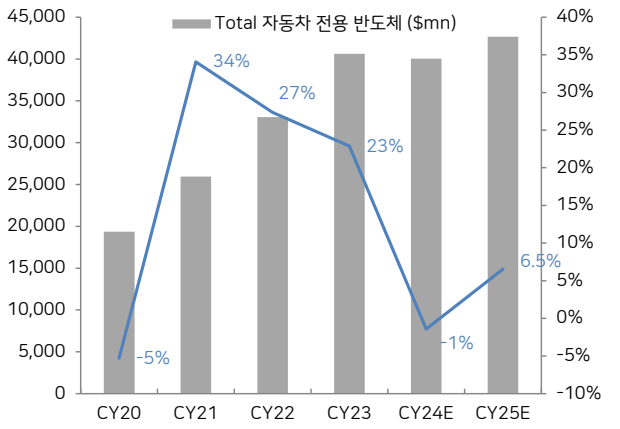
자료: 해성디에스, iM 증권 리서치본부

표 2. 자동차 전용 반도체 시장 규모 전망

($mn)	CY18	CY19	CY20	CY21	CY22	CY23	CY24E	CY25E
Analog 반도체	9,608	9,466	8,854	11,695	14,988	18,746	18,399	19,533
%YoY	11.7%	-1.5%	-6.5%	32.1%	28.2%	25.1%	-1.9%	6.2%
DSP 반도체	1,341	1,145	1,095	1,265	1,465	1,525	1,340	1,318
%YoY	15.3%	-14.7%	-4.3%	15.5%	15.8%	4.1%	-12.2%	-1.6%
Logic 반도체	3,368	3,916	4,113	6,170	7,780	9,429	9,789	10,583
%YoY	26.6%	16.3%	5.0%	50.0%	26.1%	21.2%	3.8%	8.1%
MCU 반도체	6,717	5,912	5,296	6,825	8,824	10,915	10,512	11,218
%YoY	2.0%	-12.0%	-10.4%	28.9%	29.3%	23.7%	-3.7%	6.7%
Total 자동차 전용	21,034	20,439	19,358	25,955	33,057	40,615	40,039	42,653
%YoY	10.7%	-2.8%	-5.3%	34.1%	27.4%	22.9%	-1.4%	6.5%

자료: SIA 2024 년 8 월 전망

그림 5. 자동차 전용 반도체 시장 규모 전망



자료: SIA 2024 년 8 월 전망

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	344	345	392	456
현금 및 현금성자산	140	163	202	248
단기금융자산	-	-	-	-
매출채권	106	95	100	110
재고자산	90	81	85	93
비유동자산	345	388	398	425
유형자산	306	351	363	391
무형자산	23	22	20	19
자산총계	689	733	791	882
유동부채	132	134	142	153
매입채무	29	26	28	30
단기차입금	33	33	33	33
유동성장기부채	10	10	10	10
비유동부채	42	42	42	42
사채	-	-	-	-
장기차입금	37	37	37	37
부채총계	174	176	184	195
지배주주지분	515	557	606	687
자본금	85	85	85	85
자본잉여금	22	22	22	22
이익잉여금	408	451	502	584
기타자본항목	0	-1	-2	-4
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	515	557	606	687

포괄손익계산서

(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	672	603	632	695
증가율(%)	-19.9	-10.3	4.8	10.0
매출원가	512	492	502	522
매출총이익	161	111	130	174
판매비와관리비	58	55	59	65
연구개발비	18	16	17	19
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	103	57	71	109
증가율(%)	-49.9	-44.5	24.6	53.4
영업이익률(%)	15.2	9.4	11.2	15.6
이자수익	4	5	6	7
이자비용	5	3	3	3
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	4	9	9	9
세전계속사업이익	106	67	82	121
법인세비용	21	8	16	24
세전계속이익률(%)	15.7	11.1	13.0	17.5
당기순이익	84	59	66	97
순이익률(%)	12.6	9.7	10.4	14.0
지배주주귀속 순이익	84	59	66	97
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	83	57	64	96
지배주주귀속총포괄이익	83	57	64	96

현금흐름표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	143	152	149	176
당기순이익	84	59	66	97
유형자산감가상각비	43	55	68	72
무형자산상각비	1	2	1	1
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-68	-100	-80	-100
유형자산의 처분(취득)	-94	-100	-80	-100
무형자산의 처분(취득)	-4	-	-	-
금융상품의 증감	30	-	-	-
재무활동 현금흐름	-11	-16	-16	-16
단기금융부채의증감	-22	-	-	-
장기금융부채의증감	26	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-15	-15	-15	-15
현금및현금성자산의증감	63	23	39	46
기초현금및현금성자산	76	140	163	202
기말현금및현금성자산	140	163	202	248

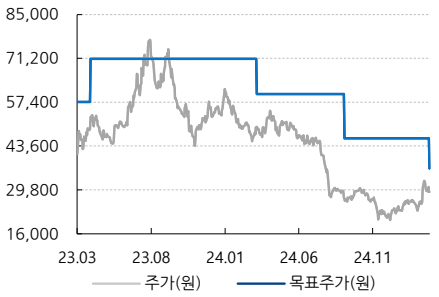
주요투자지표

	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)				
EPS	4,966	3,452	3,867	5,714
BPS	30,297	32,768	35,655	40,388
CFPS	7,594	6,795	7,966	10,001
DPS	900	900	900	900
Valuation(배)				
PER	11.2	8.6	7.6	5.2
PBR	1.8	0.9	0.8	0.7
PCR	7.3	4.3	3.7	3.0
EV/EBITDA	6.0	3.7	2.7	1.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	17.5	10.9	11.3	15.0
EBITDA이익률	21.9	18.9	22.2	26.1
부채비율	33.7	31.7	30.4	28.4
순부채비율	-11.6	-14.8	-20.1	-24.5
매출채권회전율(x)	5.5	6.0	6.5	6.6
재고자산회전율(x)	6.5	7.1	7.6	7.8

자료 : 해성디에스, iM증권 리서치본부

해성디에스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-03-30	Buy	71,000	-17.7%	8.5%
2023-09-18	Hold	71,000	-26.0%	-11.3%
2024-03-08	Buy	60,000	-27.1%	-8.8%
2024-09-05	Buy	46,000	-43.7%	-29.0%
2025-03-05	Buy	36,500		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%