

해성디에스 (195870)

완만한 개선 예상

목표주가를 하향하나 투자의견은 상향

해성디에스에 대한 목표주가를 기존의 71,000원에서 60,000원으로 하향한다. 이는 동사의 지난해 영업이익이 1,025억원으로 당사 기존 예상치 1,160억원을 하회했고 올해 영업이익은 1,107억원으로 소폭 개선될 것으로 추정되기 때문이다.

단 동사에 대한 투자의견은 그간의 주가 조정에 따라 Valuation Merit가 발생했음을 감안하여 기존의 중립에서 매수로 상향 조정한다. 신규 목표주가 60,000원은 올해 예상 BPS에 지난 5년 간의 평균 P/B 배수인 1.7배를 적용하여 도출한 것이며 올해 예상 EPS에 비해서는 11.2배에 해당한다.

4Q23 실적 예상 하회

동사 4Q23 실적은 매출 1,451억원, 영업이익 163억원으로 전분기 실적 (1,555억원, 194억원) 및 시장 예상치 대비 다소 부진했다. 이는 자동차용, IT용 리드프레임 부문에서 OSAT 업체들의 재고 정리에 따른 주문 축소가 나타났고, Pkg. Substrate 부문에서도 고객 주문 축소와 동사의 DDR5 제품 생산 차질이 발생했기 때문이다. 단 동사 4Q23 전체 자동차용 IT 리드프레임 매출은 620억원으로 전분기의 611억원 대비 소폭 증가했는데, 이는 OSAT 고객들의 주문은 감소했으나 IDM 고객향 매출은 증가했기 때문이다.

1Q24 실적은 소폭 개선될 듯

동사 1Q24 매출과 영업이익은 1,545억원과 187억원으로 전분기 대비 소폭 개선될 것으로 예상된다. 자동차용 리드프레임 부문과 DDR5용 Substrate 부문의 매출이 고객들의 재고 정리 및 동사 생산 차질 문제 영향에 따라 정체 상태를 보이는 가운데 IT용 리드프레임, DDR4용 Substrate 부문에서 매출 증가가 발생할 것으로 보인다.

자동차용 리드프레임 부문 성장은 2H24부터 재개

동사 자동차용 리드프레임 부문 매출은 지난해 2,688억원으로 CY22 대비 8% 감소한 것으로 추정된다. IDM향 매출의 증가세가 이어진 반면 OSAT향 매출은 동 고객들의 재고 축소에 따라 대폭 감소한 것이 원인이었다.

미국 반도체 산업 협회 (SIA)의 전망에 따르면 지난해 22.5% 성장한 자동차 전용 반도체 시장 규모가 올해에는 4.8% 성장에 그칠 것으로 예상된다. 이는 CY21 이후 고성장기에 따라 증가한 재고가 2H23 이후 정리 기간에 진입했음을 의미하는 것으로 보인다. 이에 따라 고객들의 자동차용 리드프레임 재고 조정은 2Q24까지 지속되고 2H24부터 주문 재개가 본격화될 가능성이 높은 것으로 판단된다.

Substrate 부문 개선도 2H24에 본격화 예상

동사 Substrate 부문의 개선도 2H24부터 본격화될 것으로 예상된다. 현재는 DDR5보다 DDR4 Substrate 주문의 증가가 더 빠른 상황이나, 동사의 생산 차질 문제가 해결되고 고객들의 주문 증가가 발생할 3Q24에는 동부문의 실적이 크게 개선될 수 있을 것으로 판단된다. 물론 이를 위해서는 동사의 생산 차질 문제가 2Q24 중으로 완전히 해결될 필요가 있다.

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

Buy (Upgrade)

목표주가(12M)	60,000원(하향)
증가(2024.03.08)	49,650원
상승여력	20.8%

Stock Indicator

자본금	85십억원
발행주식수	1,700만주
시가총액	844십억원
외국인지분율	17.3%
52주 주가	42,650~77,000원
60일평균거래량	112,344주
60일평균거래대금	6.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.4	-8.4	-27.2	9.1
상대수익률	-1.9	-14.5	-32.0	-2.8

Price Trend



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	839	672	708	850
영업이익(십억원)	204	103	111	160
순이익(십억원)	159	84	91	131
EPS(원)	9,376	4,967	5,334	7,727
BPS(원)	26,311	30,601	35,257	42,306
PER(배)	3.8	10.0	9.3	6.4
PBR(배)	1.4	1.6	1.4	1.2
ROE(%)	43.0	17.5	16.2	19.9
배당수익률(%)	2.5	1.8	1.8	1.8
EV/EBITDA(배)	2.4	5.2	4.5	2.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[반도체]

송명섭 2122-9207 mssong@hi-ib.com

신규 고객 및 Capa 확장 효과

올해의 완만한 회복에도 불구하고 장기적인 측면에서 동사의 성장성이 유지될 수 있을 것으로 보이는 것은 동사의 신규 고객 진입 효과, 신공장 증설 효과가 기대되기 때문이다.

동사 신규 고객인 TI향 올해 매출은 전년 대비 100% 가량 증가할 것으로 예상되며, 필리핀 신공장의 올해 매출도 전년 대비 25% 이상 증가해 손익분기점에 도달할 수 있을 것으로 보인다.

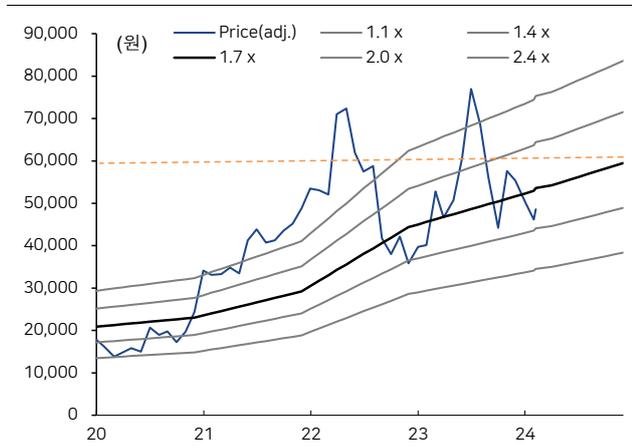
또한 동사가 CY23부터 CY25까지 3,900억원을 투입할 예정인 신규 설비는 CY25, CY26에 각각 1,000억원, 2,000억원의 매출이 가능한 규모로 건설될 예정이다. CY25 이후 IT, 자동차, 반도체 수요의 개선이 발생할 경우, 동사의 매출 및 시장 점유율이 크게 개선될 가능성이 높다.

표 1. 해성디에스 실적 추정

(단위: 억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	FY21	FY22	FY23	FY24E
Leadframe	1,311	1,419	1,435	1,212	1,246	1,117	989	939	1,000	1,050	1,160	1,270	4,443	5,377	4,292	4,480
자동차용	657	735	778	743	756	701	611	620	635	650	750	850	2,198	2,913	2,688	2,885
Pkg. Substrate	686	743	808	780	678	675	565	511	545	605	695	755	2,110	3,017	2,430	2,600
Memory 용	596	648	698	679	564	550	463	440	465	520	600	650	1,763	2,622	2,018	2,235
총 매출	1,996	2,162	2,243	1,992	1,924	1,792	1,555	1,451	1,545	1,655	1,855	2,025	6,554	8,394	6,722	7,080
매출원가	1,377	1,471	1,520	1,374	1,459	1,294	1,209	1,154	1,205	1,258	1,384	1,478	5,197	5,741	5,115	5,325
매출총이익	620	691	724	618	465	498	346	297	340	397	471	547	1,357	2,652	1,607	1,755
매출총이익률	31.0%	32.0%	32.3%	31.0%	24.2%	27.8%	22.3%	20.5%	22.0%	24.0%	25.4%	27.0%	20.7%	31.6%	23.9%	24.8%
판매비	136	151	150	172	154	141	153	133	153	162	165	168	493	608	581	648
영업이익	483	541	574	446	311	357	194	163	187	235	306	379	863	2,044	1,025	1,107
영업이익률	24.2%	25.0%	25.6%	22.4%	16.2%	19.9%	12.4%	11.3%	12.1%	14.2%	16.5%	18.7%	13.2%	24.4%	15.3%	15.6%
세전이익	512	593	668	281	354	362	223	120	193	243	314	386	895	2,053	1,058	1,136
당기순이익	398	458	515	224	273	294	172	106	155	194	250	308	711	1,594	844	907
순이익률	19.9%	21.2%	22.9%	11.2%	14.2%	16.4%	11.0%	7.3%	10.0%	11.7%	13.5%	15.2%	10.8%	19.0%	12.6%	12.8%

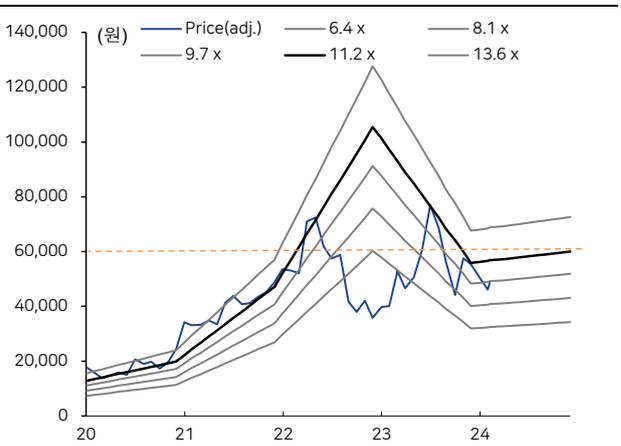
자료: 해성디에스, 하이투자증권

그림 1. P/B Valuation 을 사용한 목표주가 도출



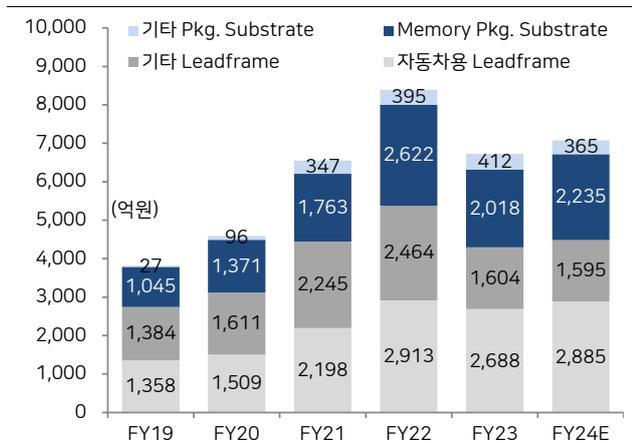
자료: 해성디에스, 하이투자증권

그림 2. P/E Valuation 을 사용한 목표주가 도출



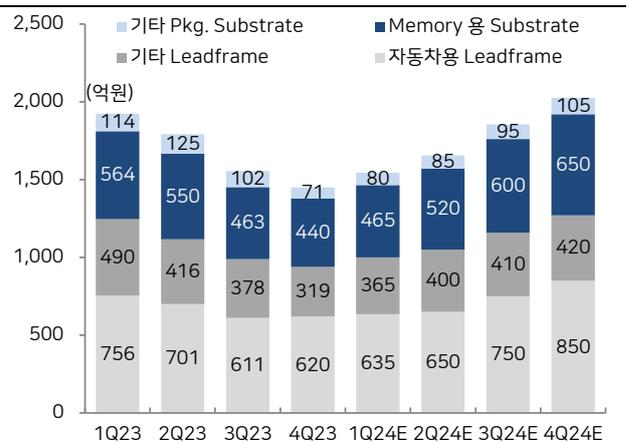
자료: 해성디에스, 하이투자증권

그림 3. 해성디에스 부문별, 연도별 상세 매출 추정



자료: 해성디에스, 하이투자증권

그림 4. 해성디에스 부문별, 분기별 상세 매출 추정



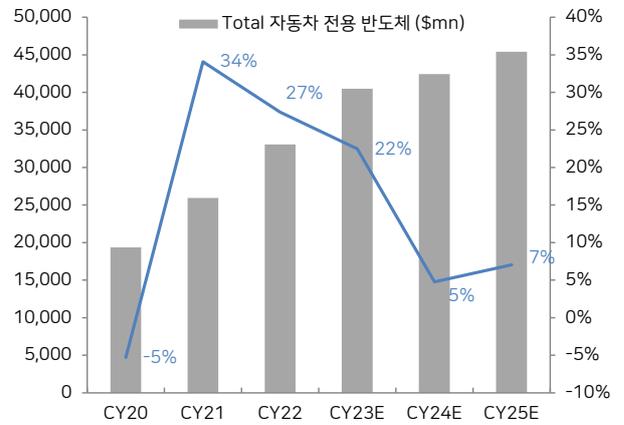
자료: 해성디에스, 하이투자증권

표 2. 자동차 전용 반도체 시장 규모 전망

(\$mn)	CY18	CY19	CY20	CY21	CY22	CY23E	CY24E	CY25E
Analog 반도체	9,608	9,466	8,854	11,695	14,988	18,650	19,762	21,232
%YoY	11.7%	-1.5%	-6.5%	32.1%	28.2%	24.4%	6.0%	7.4%
DSP 반도체	1,341	1,145	1,095	1,265	1,465	1,556	1,664	1,710
%YoY	15.3%	-14.7%	-4.3%	15.5%	15.8%	6.2%	7.0%	2.8%
Logic 반도체	3,368	3,916	4,113	6,170	7,780	9,348	9,584	10,371
%YoY	26.6%	16.3%	5.0%	50.0%	26.1%	20.2%	2.5%	8.2%
MCU 반도체	6,717	5,912	5,296	6,825	8,824	10,937	11,411	12,096
%YoY	2.0%	-12.0%	-10.4%	28.9%	29.3%	23.9%	4.3%	6.0%
Total 자동차 전용	21,034	20,439	19,358	25,955	33,057	40,490	42,421	45,409
%YoY	10.7%	-2.8%	-5.3%	34.1%	27.4%	22.5%	4.8%	7.0%

자료: SIA 2023년 10월 전망

그림 5. 자동차 전용 반도체 시장 규모 전망



자료: SIA 2023년 10월 전망

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	371	357	323	489
현금 및 현금성자산	76	109	58	173
단기금융자산	30	30	30	30
매출채권	140	112	118	142
재고자산	116	93	98	117
비유동자산	288	370	486	446
유형자산	254	337	454	414
무형자산	20	19	18	17
자산총계	660	728	809	934
유동부채	196	192	194	199
매입채무	28	22	23	28
단기차입금	41	41	41	41
유동성장기부채	22	22	22	22
비유동부채	16	16	16	16
사채	-	-	-	-
장기차입금	13	13	13	13
부채총계	212	208	210	215
지배주주지분	447	520	599	719
자본금	85	85	85	85
자본잉여금	22	22	22	22
이익잉여금	341	410	485	601
기타자본항목	0	4	8	11
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	447	520	599	719

현금흐름표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	197	185	160	206
당기순이익	159	84	91	131
유형자산감가상각비	38	47	73	110
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-122	-142	-202	-82
유형자산의 처분(취득)	-78	-130	-190	-70
무형자산의 처분(취득)	-2	-	-	-
금융상품의 증감	-30	-	-	-
재무활동 현금흐름	-27	-15	-15	-15
단기금융부채의증감	-17	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-10	-15	-15	-15
현금및현금성자산의증감	47	33	-51	115
기초현금및현금성자산	29	76	109	58
기말현금및현금성자산	76	109	58	173

포괄손익계산서				
(십억원,%)	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	839	672	708	850
증가율(%)	28.1	-19.9	5.3	20.0
매출원가	574	512	532	612
매출총이익	265	161	176	238
판매비와관리비	61	58	65	78
연구개발비	18	19	20	24
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	204	103	111	160
증가율(%)	136.8	-49.8	8.0	44.6
영업이익률(%)	24.4	15.3	15.6	18.8
이자수익	1	2	1	3
이자비용	2	3	3	3
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	1	5	5	5
세전계속사업이익	205	106	114	165
법인세비용	46	21	23	33
세전계속이익률(%)	24.5	15.7	16.0	19.4
당기순이익	159	84	91	131
순이익률(%)	19.0	12.6	12.8	15.5
지배주주귀속 순이익	159	84	91	131
기타포괄이익	4	4	4	4
총포괄이익	163	88	94	135
지배주주귀속총포괄이익	163	88	94	135

주요투자지표				
	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표(원)				
EPS	9,376	4,967	5,334	7,727
BPS	26,311	30,601	35,257	42,306
CFPS	11,672	7,783	9,685	14,242
DPS	900	900	900	900
Valuation(배)				
PER	3.8	10.0	9.3	6.4
PBR	1.4	1.6	1.4	1.2
PCR	3.1	6.4	5.1	3.5
EV/EBITDA	2.4	5.2	4.5	2.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	43.0	17.5	16.2	19.9
EBITDA이익률	29.0	22.4	26.1	31.9
부채비율	47.5	39.9	35.0	29.9
순부채비율	-6.8	-12.3	-2.1	-17.7
매출채권회전율(x)	6.2	5.3	6.1	6.5
재고자산회전율(x)	8.2	6.5	7.4	7.9

자료 : 해성디에스, 하이투자증권 리서치본부

해성디에스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022-04-20	Buy	100,000	-39.4%	-26.3%
2022-10-05	Buy	57,500	-28.5%	-14.4%
2023-03-30	Buy	71,000	-17.7%	8.5%
2023-09-18	Hold	71,000	-26.0%	-11.3%
2024-03-11	Buy	60,000		



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 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 본 연구원은 2023. 11. 06에 해성디에스 (195870)의 일부 비용으로 창원 일대 사이트 탐방 행사에 참석하였습니다.
- 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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2023-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
91.1%	8.9%	-