

Company Brief

2023-09-20

해성디에스(195870)

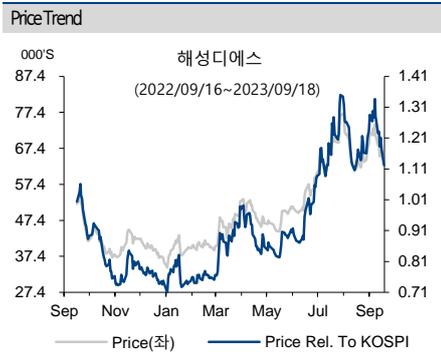
장기 성장성 유지

Hold (Downgrade)

목표주가(12M)	71,000 원(유지)
증가(2023/09/19)	63,000 원
상승여력	12.7 %

Stock Indicator	
자본금	85십억원
발행주식수	1,700만주
시가총액	1,068십억원
외국인지분율	19.4%
52주 주가	34,300~77,000원
60일평균거래량	236,178주
60일평균거래대금	16.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.7	10.4	34.9	18.5
상대수익률	-4.5	11.7	27.4	9.2



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	839	716	824	989
영업이익(십억원)	204	116	159	196
순이익(십억원)	159	97	132	162
EPS(원)	9,376	5,697	7,746	9,546
BPS(원)	26,311	31,331	38,399	47,267
PER(배)	3.8	11.0	8.1	6.6
PBR(배)	1.4	2.0	1.6	1.3
ROE(%)	43.0	19.8	22.2	22.3
배당수익률(%)	2.5	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA(배)	2.4	6.4	4.0	3.1

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[반도체] 송명섭
(2122-9207) mssong@hi-ib.com

4Q23부터 실적 개선 예상

해성디에스의 3Q23 매출과 영업이익은 1,645 억원과 214 억원 (OPM 13.0%)을 기록하여 전분기 대비 8%, 40% 감소할 것으로 추정된다. OSAT 고객들의 IT 용 반도체 리드프레임 재고 축소, Memory 반도체 고객들의 감산 영향에 따른 DDR4 Pkg. Substrate 출하 부진이 실적 둔화의 주요 원인인 것으로 판단된다.

단 10 개월 이상에 달했던 OSAT 업체들의 재고 수준이 8 개월 이하로 축소 중이고 동 고객들의 주문 둔화 영향은 8월에 정점을 기록한 것으로 판단된다. 또한 DDR5의 생산 증가와 최대 Memory 반도체 고객사의 일부 감산 원복에 따른 동사 Pkg. Substrate 부문 매출의 증가가 예상되므로 4Q23 부터는 동사 실적이 점진적으로 개선되기 시작할 것으로 보인다.

자동차용 반도체 리드프레임의 성장성은 여전

동사 주요 자동차용 반도체 고객사들의 FY23 설비 투자액은 NXP (YoY -3%)를 제외하면 STMicroelectronics (+14%), Infineon (+17%)의 경우 증가세가 지속될 전망이다. 또한 전세계 반도체 협회의 전망에 따르면 전세계 자동차 전용 반도체 시장 규모는 CY23, CY24 에 20.2%, 8.2% 성장하는 397.4억 달러와 430.1억 달러에 이를 것으로 예상된다. 따라서 동사 자동차용 반도체 리드프레임의 ASP 도 안정세가 유지될 것으로 보인다. 동사는 최근 리드프레임 부문에서 TI, Onsemi, Renesas 등의 신규 고객사 시장에 진입했으며, 향후 동 신규 고객사 시장에서 점유율의 상승이 기대된다.

DDR5 시장 확대에 따른 Pkg. Substrate ASP 상승과 물량 증가

Memory 반도체 고객사들의 DDR5 생산 증가에 따라 DDR5 용 Pkg. Substrate의 매출 증가가 발생 중이다. 동 제품 매출은 1Q23 의 110 억원에서 4Q23 에는 200 억원대 중반 이상으로 증가할 것으로 전망된다. DDR5 용 Pkg. Substrate 의 ASP 는 DDR4 대비 20% 가량 높은 것으로 알려져 있다. 동사는 국내 2 대 Memory 반도체 업체 중 최대 업체의 DDR5 Substrate 1st Vendor 인 반면, 2 대 업체 DDR5 시장에서는 20% 미만의 시장 점유율을 보유 중이다. 최대 업체의 DDR5 생산 증가와 함께 2 대 업체 시장에서의 낮은 시장 점유율은 역설적으로 향후 동사 DDR5 Pkg. Substrate 부문의 성장성이 높음을 암시하는 것으로 판단된다.

2H24부터 설비 투자 확대의 긍정적 영향 본격화될 듯

경쟁사들의 투자가 지지부진한 가운데 동사는 올해부터 CY25 까지 3,900 억원에 달하는 대규모 투자를 계획하고 있다. 올해에는 건물 건설에 1,700 억원이 투입되고 향후 2 년 간 리드프레임과 Substrate 부문에 각각 1,100 억원씩의 장비 투자가 실시될 전망이다. 이러한

투자 효과로 동사 매출은 신규 고객 등으로부터 2H24 를 기점으로 대폭 증가할 것으로 기대된다.

71,000 원의 목표주가 유지. 상승 여력 축소로 투자 의견은 중립으로 하향

동사에 대해 연간 고점 P/B 배수들의 평균인 2.3 배를 올해 예상 BPS 에 적용하여 도출한 71,000 원의 목표주가를 유지한다. 동 목표주가는 올해 예상 EPS 에 비해서는 12.5 배에 해당하며 이는 동사 주가의 역사적 평균 P/E 배수 10.6 배와 고점 배수 평균 14.5 배의 중간 수준이다.

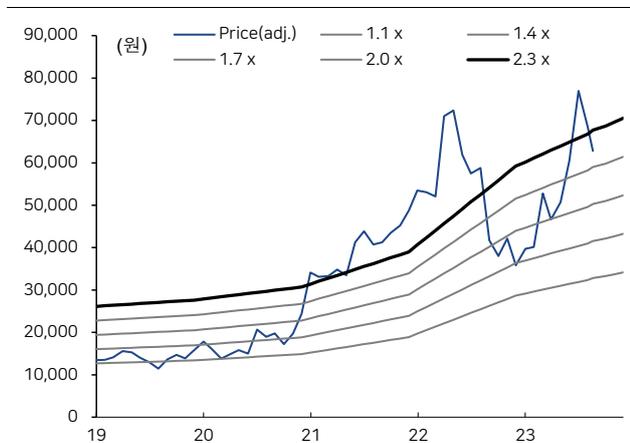
동사 실적이 4Q23 부터 점진적으로 개선될 전망이고 동사의 성장성은 여전한 것으로 평가되나, 올해 초부터의 주가 상승에 따라 동사 현주가의 당사 목표주가 대비 괴리율이 12.7%로 좁혀진 상태이다. 당사의 BUY 투자 의견은 목표주가와 괴리율이 15% 이상일 경우 부여되며, 이에 따라 동사에 대한 투자 의견을 HOLD 로 하향한다.

표 1. 해성디에스 실적 추정

(단위: 억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	FY20	FY21	FY22	FY23E
Leadframe	986	1,083	1,128	1,246	1,311	1,419	1,435	1,212	1,246	1,123	990	1,082	3,120	4,443	5,377	4,441
자동차용	488	534	534	642	657	735	778	743	756	701	631	694	1,509	2,198	2,913	2,782
Pkg. Substrate	388	511	582	630	686	743	808	780	678	669	655	720	1,468	2,110	3,017	2,723
Memory 용	323	426	481	533	596	648	698	679	564	550	545	605	1,371	1,763	2,622	2,265
총 매출	1,375	1,594	1,709	1,875	1,996	2,162	2,243	1,992	1,924	1,792	1,645	1,802	4,587	6,554	8,394	7,164
매출원가	1,178	1,297	1,304	1,418	1,377	1,471	1,520	1,374	1,459	1,294	1,292	1,373	3,830	5,197	5,741	5,417
매출총이익	197	297	406	457	620	691	724	618	465	498	354	429	758	1,357	2,652	1,746
매출총이익률	14.3%	18.6%	23.7%	24.4%	31.0%	32.0%	32.3%	31.0%	24.2%	27.8%	21.5%	23.8%	16.5%	20.7%	31.6%	24.4%
판매비	95	115	126	158	136	151	150	172	154	141	140	153	322	493	608	588
영업이익	102	182	280	299	483	541	574	446	311	357	214	276	435	863	2,044	1,158
영업이익률	7.4%	11.4%	16.4%	16.0%	24.2%	25.0%	25.6%	22.4%	16.2%	19.9%	13.0%	15.3%	9.5%	13.2%	24.4%	16.2%
세전이익	119	175	302	299	512	593	668	281	354	362	235	297	378	895	2,053	1,247
당기순이익	93	147	229	242	398	458	515	224	273	294	184	218	300	711	1,594	968
순이익률	6.8%	9.2%	13.4%	12.9%	19.9%	21.2%	22.9%	11.2%	14.2%	16.4%	11.2%	12.1%	6.5%	10.8%	19.0%	13.5%

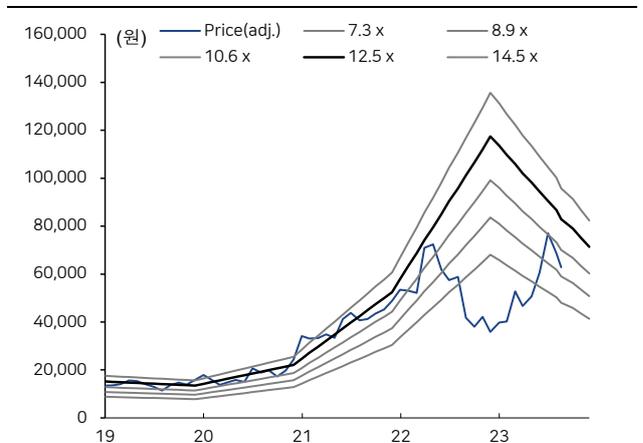
자료: 해성디에스, 하이투자증권

그림1. P/B Valuation 을 사용한 목표주가 도출



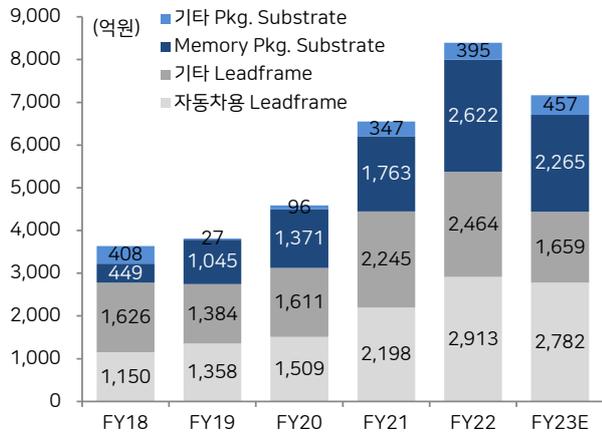
자료: 해성디에스, 하이투자증권

그림2. P/E Valuation 을 사용한 목표주가 도출



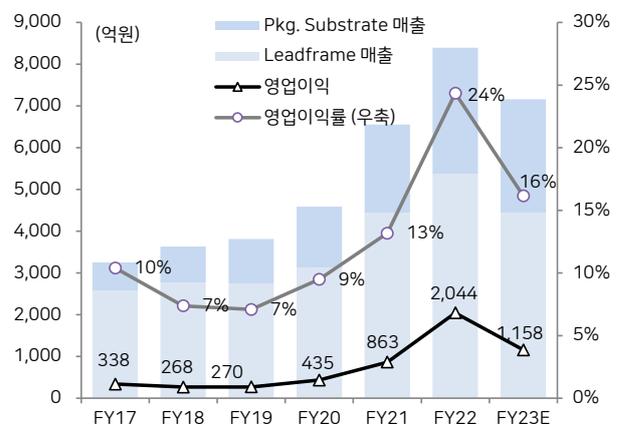
자료: 해성디에스, 하이투자증권

그림 3. 해성디에스 부문별, 연도별 상세 매출 추정



자료: 해성디에스, 하이투자증권

그림 4. 해성디에스 연도별 매출, 영업이익 및 영업이익률 추정



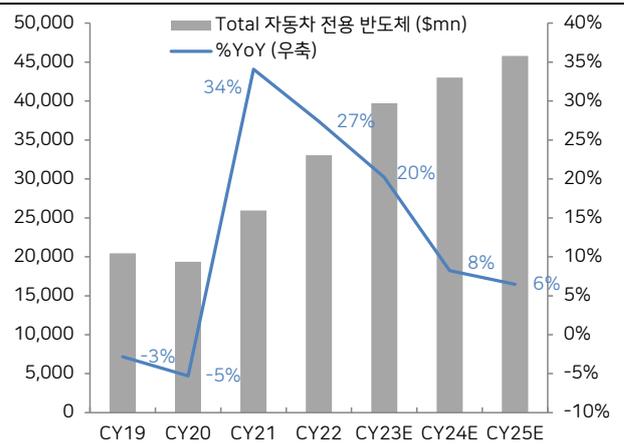
자료: 해성디에스, 하이투자증권

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	18,034	19,152	20,459
%YoY	11.7%	-1.5%	-6.5%	32.1%	28.2%	20.3%	6.2%	6.8%
DSP 반도체	1,341	1,145	1,095	1,265	1,465	1,548	1,665	1,727
%YoY	15.3%	-14.7%	-4.3%	15.5%	15.8%	5.7%	7.5%	3.8%
Logic 반도체	3,368	3,916	4,113	6,170	7,780	9,573	10,889	11,822
%YoY	26.6%	16.3%	5.0%	50.0%	26.1%	23.1%	13.7%	8.6%
MCU 반도체	6,717	5,912	5,296	6,825	8,824	10,579	11,304	11,790
%YoY	2.0%	-12.0%	-10.4%	28.9%	29.3%	19.9%	6.9%	4.3%
Total 자동차 전용	21,034	20,439	19,358	25,955	33,057	39,735	43,010	45,798
%YoY	10.7%	-2.8%	-5.3%	34.1%	27.4%	20.2%	8.2%	6.5%

자료: SIA 2023년 4월 전망

그림 5. 자동차 전용 반도체 시장 규모 전망



자료: SIA 2023년 4월 전망

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	371	331	432	574
현금 및 현금성자산	76	70	133	216
단기금융자산	30	30	30	30
매출채권	140	120	138	165
재고자산	116	99	113	136
비유동자산	288	410	434	450
유형자산	254	377	401	418
무형자산	20	19	18	17
자산총계	660	742	866	1,023
유동부채	196	193	198	204
매입채무	28	24	27	33
단기차입금	41	41	41	41
유동성장기부채	22	22	22	22
비유동부채	16	16	16	16
사채	-	-	-	-
장기차입금	13	13	13	13
부채총계	212	209	213	220
자배주주지분	447	533	653	804
자본금	85	85	85	85
자본잉여금	22	22	22	22
이익잉여금	341	422	538	685
기타자본항목	0	4	8	11
비자배주주지분	-	-	-	-
자본총계	447	533	653	804

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	839	716	824	989
증가율(%)	28.1	-14.7	15.0	20.0
매출원가	574	542	597	712
매출총이익	265	175	227	277
판매비와관리비	61	59	68	81
연구개발비	18	17	20	24
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	204	116	159	196
증가율(%)	136.8	-43.4	37.1	23.3
영업이익률(%)	24.4	16.2	19.3	19.8
이자수익	1	3	5	7
이자비용	2	3	3	3
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	1	9	9	9
세전계속사업이익	205	125	170	209
법인세비용	46	28	38	47
세전계속이익률(%)	24.5	17.4	20.6	21.1
당기순이익	159	97	132	162
순이익률(%)	19.0	13.5	16.0	16.4
지배주주귀속 순이익	159	97	132	162
기타포괄이익	4	4	4	4
총포괄이익	163	101	135	166
지배주주귀속총포괄이익	163	101	135	166

현금흐름표

(단위:십억원)	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	197	185	194	215
당기순이익	159	97	132	162
유형자산감가상각비	38	47	86	93
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-122	-182	-122	-122
유형자산의 처분(취득)	-78	-170	-110	-110
무형자산의 처분(취득)	-2	-	-	-
금융상품의 증감	-30	-	-	-
재무활동 현금흐름	-27	-15	-15	-15
단기금융부채의증감	-17	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-10	-15	-15	-15
현금및현금성자산의증감	47	-6	63	83
기초현금및현금성자산	29	76	70	133
기말현금및현금성자산	76	70	133	216

주요투자지표

	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표(원)				
EPS	9,376	5,697	7,746	9,546
BPS	26,311	31,331	38,399	47,267
CFPS	11,672	8,513	12,841	15,084
DPS	900	900	900	900
Valuation(배)				
PER	3.8	11.0	8.1	6.6
PBR	1.4	2.0	1.6	1.3
PCR	3.1	7.4	4.9	4.2
EV/EBITDA	2.4	6.4	4.0	3.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	43.0	19.8	22.2	22.3
EBITDA 이익률	29.0	22.8	29.8	29.3
부채비율	47.5	39.3	32.7	27.4
순부채비율	-6.8	-4.5	-13.3	-21.2
매출채권회전율(x)	6.2	5.5	6.4	6.5
재고자산회전율(x)	8.2	6.7	7.8	7.9

자료 : 해성디에스, 하이투자증권 리서치본부

해성디에스
최근 2년간 투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2021-12-09	Buy	65,000	1년	-17.5%	13.4%
2022-04-20	Buy	100,000	1년	-49.5%	-26.3%
2022-10-05	Buy	57,500	1년	-13.6%	33.9%
2023-03-30	Buy	71,000	1년	-17.6%	8.5%
2023-09-18	Hold	71,000	1년		

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-mail 등을 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.

(작성자 : 송명섭)

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.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 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

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

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

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2023-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이견 비율(%)	95.4%	4.6%	-