

Company Brief

2023-03-30

해성디에스(195870)

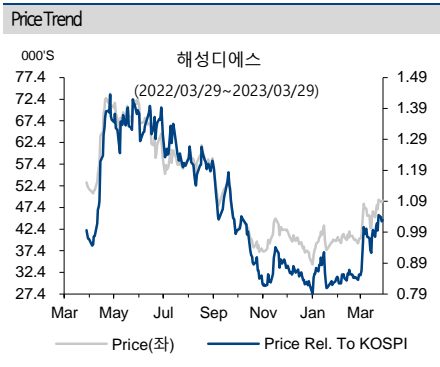
제한적인 실적 둔화와 경쟁력 강화

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	71,000 원(상향)
증가(2023/03/29)	49,000 원
상승여력	44.9 %

Stock Indicator	
자본금	85십억원
발행주식수	1,700만주
시가총액	833십억원
외국인지분율	14.5%
52주 주가	34,300~73,700원
60일평균거래량	183,930주
60일평균거래대금	8.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	22.0	36.7	17.4	-6.5
상대수익률	20.8	27.4	4.0	4.5



FY	2021	2022	2023E	2024E
매출액(십억원)	655	839	830	954
영업이익(십억원)	86	204	149	181
순이익(십억원)	71	159	122	147
EPS(원)	4,192	9,376	7,185	8,640
BPS(원)	17,313	26,311	32,819	40,781
PER(배)	11.7	5.2	6.8	5.7
PBR(배)	2.8	1.9	1.5	1.2
ROE(%)	27.1	43.0	24.3	23.5
배당수익률(%)	1.2	1.8	1.8	1.8
EV/EBITDA(배)	7.4	3.3	4.2	3.1

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

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

해성디에스의 1Q23 매출과 영업이익은 1,900 억원과 332 억원 (OPM 17.5%)을 기록하여 전분기 대비 각각 5%, 25% 감소할 것으로 전망된다. 또한 2Q23 에도 반도체 업황 둔화의 영향이 이어질 것이므로 전분기 대비 실적의 개선이 나타날 것으로 기대하기 힘들다. 3Q22 에 9 개월에 달했던 리드프레임의 고객 주문 리드 타임이 현재는 평균 수준인 2 개월로 축소된 것으로 보인다.

다만 동사의 분기 실적은 3Q23 부터 개선되기 시작할 것으로 예상된다. 계절적인 수요 증가 및 업황 회복에 더해 신규 고객 확보 효과, 생산 설비 증설 효과, DDR5 용 Pkg. Substrate 출하 증가가 발생할 전망이다. 동사 올해 매출과 영업이익은 한자리수대 후반의 ASP 하락에도 불구하고 전년 대비 1%, 27% 감소에 그치는 8,295 억원과 1,488 억원을 기록할 것으로 판단된다. 특히 업황 둔화에도 불구하고 시장 점유율 상승에 따라 동사의 FY23 자동차용 리드프레임 사업 부문 매출은 전년 대비 11% 증가하는 3,221 억원에 달할 것으로 추정된다.

수요 및 실적 둔화와는 관계없이 동사의 경쟁력은 계속 강화되고 있는 것으로 판단된다. 동사는 500 억원을 투자하여 CY22 말부터 신규 라인을 가동하기 시작했다. 2H23 에는 동 라인으로부터 약 400억원 수준의 매출이 추가될 수 있을 것으로 추정된다. 또한 동사는 CY25 10 월까지 3,500 억원 이상을 투입하여 지속적으로 생산 설비를 확장할 계획이며, 이는 동사 연간 매출이 1.2 조원 이상에 안착할 수 있도록 만드는 역할을 할 것으로 보인다.

동사는 CY23 중에 일본 소재 신규 고객들을 확보할 수 있을 것으로 판단된다. 현재 동사 제품들에 대한 테스트를 진행 중인 동 신규 고객들로부터 2H23 중에는 약 100 억원의 신규 매출이 발생할 수 있을 것으로 예상된다. 또한 CY22 에 동사의 신규 고객으로 편입된 미국 소재 대형 고객의 매출이 CY23에 200억원 가량 증가할 가능성이 있다. 동사는 CY22 12월에 최종 인허가를 받은 필리핀 소재 리드 프레임 업체인 PSMP 의 경비를 올해까지 마치고, CY24 부터는 동 미국 고객뿐 아니라 향후 고객 베이스 추가 확대에 본격적으로 나설 계획이다.

인텔의 Sapphire Rapids 출시에 따라 해성디에스의 DDR5 용 Pkg. Substrate 매출이 2H23 부터 빠르게 증가할 가능성이 높다. 기존 DDR4 용 제품보다 단가가 30% 높은데다 동사는 이미 삼성전자에게 DDR5 용 Pkg. Substrate 납품을 개시한 바 있으며 SK 하이닉스향으로 2H23 부터 출하가 본격화될 전망이다.

동사의 이러한 경쟁력 강화는 전방 수요의 회복 시 동사의 FY24 실적을 대폭 개선시키고 장기 성장성을 유지하는 역할을 할 것으로 판단된다.

동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하며 신규 목표주가를 71,000 원으로 제시한다. 신규 목표주가는 FY23 예상 BPS 에 연간 고점 P/B 배수들의 역사적 평균값인 2.2 배를 적용하여

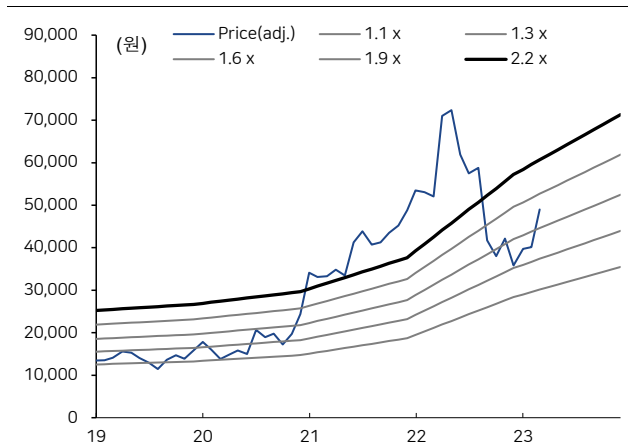
도출한 것이다. 동사 ROE 가 FY19 의 9%에서 FY22 의 43%까지 급상승하며, FY21 과 FY22 의 고점 P/B 배수가 3.1 배, 2.8 배까지 상승한 상황이다. 따라서 동사 목표주가 산정을 위해 2.2 배의 P/B 배수를 적용하는 것이 과한 일은 아니다. 또한 당사 신규 목표 주가는 동사 FY23 예상 EPS 대비 9.9 배에 불과하며, 이는 역사적 평균 P/E 배수인 10.8 배를 하회하는 것이다.

표 1. 해성디에스 실적 추정

(단위: 억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	FY20	FY21	FY22	FY23E
Leadframe	987	1,086	1,130	1,249	1,318	1,420	1,439	1,212	1,185	1,150	1,250	1,432	3,119	4,451	5,389	5,018
자동차용	489	534	534	642	657	735	778	743	765	740	799	917	1,509	2,199	2,913	3,221
Pkg. Substrate	388	508	580	627	678	742	804	780	715	690	856	1,016	1,468	2,102	3,005	3,278
Flip Chip pkg.	318	347	392	460	517	550	585	568	500	470	626	779	1,198	1,517	2,220	2,375
총 매출	1,375	1,594	1,709	1,875	1,996	2,162	2,243	1,992	1,900	1,840	2,107	2,449	4,587	6,554	8,394	8,295
매출원가	1,178	1,297	1,304	1,418	1,377	1,471	1,520	1,374	1,406	1,389	1,517	1,790	3,830	5,197	5,741	6,102
매출총이익	197	297	406	457	620	691	724	618	494	451	590	659	758	1,357	2,652	2,193
매출총이익률	14.3%	18.6%	23.7%	24.4%	31.0%	32.0%	32.3%	31.0%	26.0%	24.5%	28.0%	26.9%	16.5%	20.7%	31.6%	26.4%
판매비	95	115	126	158	136	151	150	172	161	156	179	208	322	493	608	705
영업이익	102	182	280	299	483	541	574	446	332	294	411	451	435	863	2,044	1,488
영업이익률	7.4%	11.4%	16.4%	16.0%	24.2%	25.0%	25.6%	22.4%	17.5%	16.0%	19.5%	18.4%	9.5%	13.2%	24.4%	17.9%
세전이익	119	175	302	299	512	593	668	281	352	316	433	472	378	895	2,053	1,573
당기순이익	93	147	229	242	398	458	515	224	273	247	336	366	300	711	1,594	1,221
순이익률	6.8%	9.2%	13.4%	12.9%	19.9%	21.2%	22.9%	11.2%	14.4%	13.4%	15.9%	14.9%	6.5%	10.8%	19.0%	14.7%

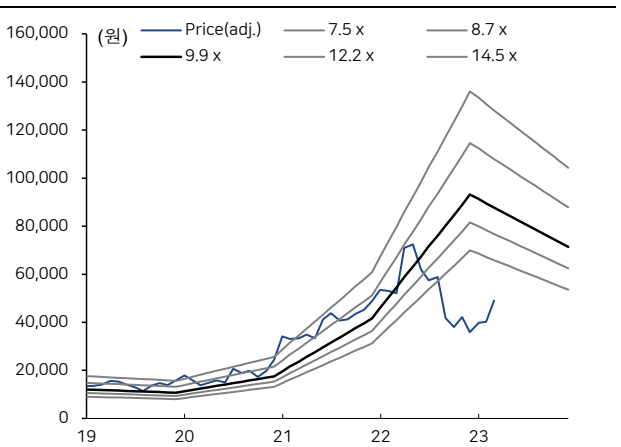
자료: 해성디에스, 하이투자증권

그림1. P/B Valuation 을 사용한 목표주가 도출



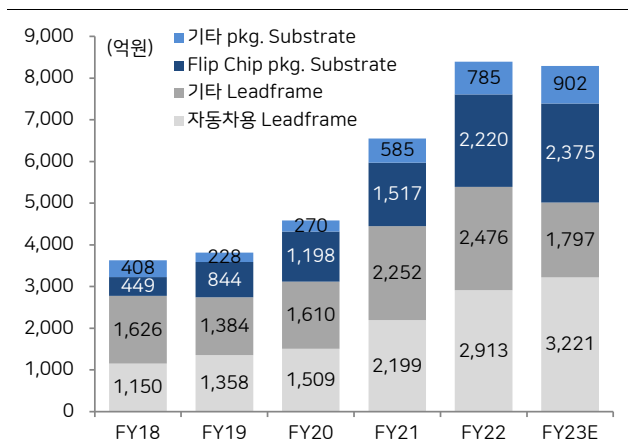
자료: 해성디에스, 하이투자증권

그림2. P/E Valuation 을 사용한 목표주가 도출



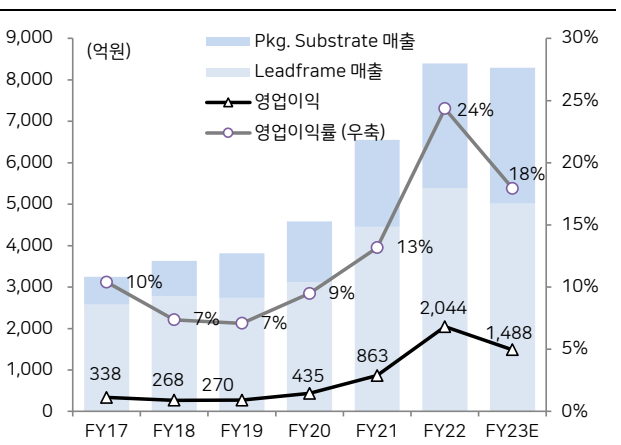
자료: 해성디에스, 하이투자증권

그림 3. 해성디에스 부문별, 연도별 상세 매출 추정



자료: 해성디에스, 하이투자증권

그림 4. 해성디에스 연도별 매출, 영업이익 및 영업이익률 추정



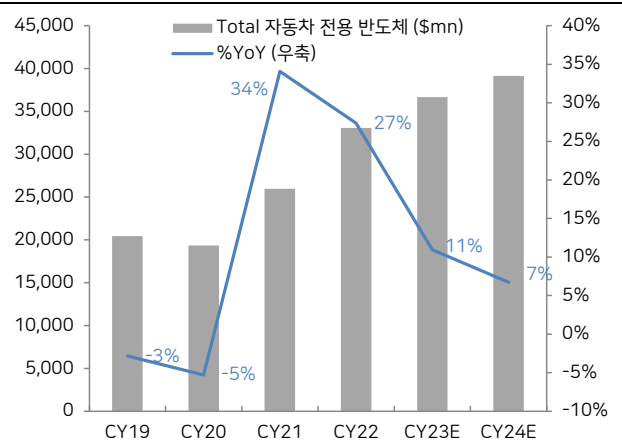
자료: 해성디에스, 하이투자증권

표 2. 자동차 전용 반도체 시장 규모 전망

(\$mn)	CY18	CY19	CY20	CY21	CY22	CY23E	CY24E
자동차용 Analog 반도체	9,608	9,466	8,854	11,695	14,988	17,077	18,298
%YoY	11.7%	-1.5%	-6.5%	32.1%	28.2%	13.9%	7.2%
자동차용 DSP 반도체	1,341	1,145	1,095	1,265	1,465	1,610	1,650
%YoY	15.3%	-14.7%	-4.3%	15.5%	15.8%	9.9%	2.5%
자동차용 Logic 반도체	3,368	3,916	4,113	6,170	7,780	8,628	9,293
%YoY	26.6%	16.3%	5.0%	50.0%	26.1%	10.9%	7.7%
자동차용 MCU 반도체	6,717	5,912	5,296	6,825	8,824	9,359	9,898
%YoY	2.0%	-12.0%	-10.4%	28.9%	29.3%	6.1%	5.8%
Total 자동차 전용 반도체	21,034	20,439	19,358	25,955	33,057	36,674	39,140
%YoY	10.7%	-2.8%	-5.3%	34.1%	27.4%	10.9%	6.7%

자료: SIA 2022년 11월 전망

그림 5. 자동차 전용 반도체 시장 규모 전망



자료: SIA 2022년 11월 전망

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	256	371	350	380
현금 및 현금성자산	29	76	54	41
단기금융자산	-	30	30	30
매출채권	132	140	139	160
재고자산	89	116	114	131
비유동자산	219	288	420	531
유형자산	208	254	387	498
무형자산	6	20	19	18
자산총계	475	660	771	911
유동부채	155	196	197	202
매입채무	33	28	27	32
단기차입금	41	41	41	41
유동성장기부채	14	22	22	22
비유동부채	26	16	16	16
사채	-	-	-	-
장기차입금	23	13	13	13
부채총계	181	212	213	218
자배주주지분	294	447	558	693
자본금	85	85	85	85
자본잉여금	22	22	22	22
이익잉여금	188	341	447	579
기타자본항목	0	0	4	8
비자배주주지분	-	-	-	-
자본총계	294	447	558	693

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	655	839	830	954
증가율(%)	42.9	28.1	-1.2	15.0
매출원가	520	574	610	692
매출총이익	136	265	219	262
판매비와관리비	49	61	71	81
연구개발비	13	18	20	23
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	86	204	149	181
증가율(%)	98.4	136.8	-27.2	21.7
영업이익률(%)	13.2	24.4	17.9	19.0
이자수익	0	1	3	2
이자비용	1	2	3	3
지분법이익(손실)	-1	-	-	-
기타영업외손익	5	1	9	9
세전계속사업이익	90	205	157	189
법인세비용	18	46	35	42
세전계속이익률(%)	13.7	24.5	19.0	19.8
당기순이익	71	159	122	147
순이익률(%)	10.8	19.0	14.7	15.4
지배주주귀속 순이익	71	159	122	147
기타포괄이익	-1	4	4	4
총포괄이익	70	163	126	151
지배주주귀속총포괄이익	70	163	126	151

현금흐름표

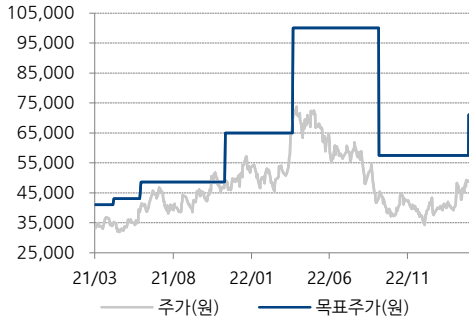
(단위:십억원)	2021	2022	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	57	197	180	208
당기순이익	71	159	122	147
유형자산감가상각비	32	38	47	89
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	-1	-	-	-
투자활동 현금흐름	-33	-122	-192	-212
유형자산의 처분(취득)	-27	-78	-180	-200
무형자산의 처분(취득)	0	-2	-	-
금융상품의 증감	2	-30	-	-
재무활동 현금흐름	-18	-27	-15	-15
단기금융부채의증감	-8	-17	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-8	-10	-15	-15
현금및현금성자산의증감	6	47	-22	-13
기초현금및현금성자산	23	29	76	54
기말현금및현금성자산	29	76	54	41

주요투자지표

	2021	2022	2023E	2024E
주당지표(원)				
EPS	4,192	9,376	7,185	8,640
BPS	17,313	26,311	32,819	40,781
CFPS	6,130	11,672	10,000	13,921
DPS	600	900	900	900
Valuation(배)				
PER	11.7	5.2	6.8	5.7
PBR	2.8	1.9	1.5	1.2
PCR	8.0	4.2	4.9	3.5
EV/EBITDA	7.4	3.3	4.2	3.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	27.1	43.0	24.3	23.5
EBITDA 이익률	18.2	29.0	23.7	28.4
부채비율	61.4	47.5	38.1	31.4
순부채비율	16.5	-6.8	-1.6	0.7
매출채권회전율(x)	6.2	6.2	5.9	6.4
재고자산회전율(x)	8.5	8.2	7.2	7.8

자료 : 해성디에스, 하이투자증권 리서치본부

해성디에스  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2021-05-06	Buy	43,000	1년	7.6%	71.4%
2021-06-28	Buy	48,600	1년	4.9%	51.6%
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	-28.5%	-14.4%
2023-03-30	Buy	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 2022-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	97.8%	2.2%	-