

# 해성디에스 (195870)

## 느린 회복 속도 Vs 높은 Valuation 매력

### 목표주가를 46,000원으로 하향하나 매수 투자 의견은 유지

2H24 동사 실적은 점진적인 회복이 예상되나 당초 기대보다는 개선 속도가 느릴 것으로 예상된다. 리드프레임 부문 매출은 고객들의 재고 조정 완료에 따라 소폭 증가할 전망이다. 그러나 패키지 Substrate 부문은 기존 IT 부문 수요 부진 지속과 HBM 생산 증가에 따른 Legacy DRAM 생산 정체의 영향으로 실적 개선의 가시성이 높지 않은 것으로 판단된다.

당사는 동사 3Q24 매출과 영업이익을 전분기 대비 4%, 11% 증가하는 1,601억원과 200억원으로 추정하나, FY24 매출과 영업이익은 전년 대비 5%, 19% 감소하는 6,408억원과 830억원으로 신규 전망이다.

단 동사 현주가는 올해 실적 대비 P/E 6.6배, P/B 0.82배에 해당하며 이는 동사의 역사적 최저 Valuation 배수 수준이다. 따라서 동사가 기대보다 부진한 회복 속도를 보이고는 있으나 Valuation 측면에서는 매우 높은 매력도를 보유하고 있는 것으로 판단된다.

동사에 대한 신규 목표주가 46,000원은 올해 예상 EPS에 역사적 중간 P/E 배수 11.1배를 적용하여 도출한 것으로 올해 예상 BPS에 비해서는 1.37배에 해당한다. 참고로 동사의 역사적 중간 P/B 배수는 1.59배이다.

### 기대보다 느린 회복 속도

동사 리드프레임 부문의 매출은 IT항, 자동차항 모두에서 점진적인 개선세를 보일 것으로 예상된다. 약 1년여간의 재고 조정을 거치고 고객들의 재고가 어느정도 정상화되었고, 반도체 업체들과 OSAT 업체들의 주문이 소폭 증가 중인 것으로 보이기 때문이다. 다만 최종 고객인 완성차 업체들의 자동차 재고가 최근에 증가한 점은 빠른 리드프레임 매출 개선에 제한 요소로 작용할 가능성이 있다.

패키지 Substrate 부문의 매출은 당분간 정체 상태를 보일 것으로 예상된다. PC, 스마트폰 등 기존 IT 부문의 수요가 크게 개선되지 못하고 있고, HBM 향으로 DRAM 생산 비중이 증가함에 따라 동사가 공급 중인 Legacy DRAM 생산은 당분간 크게 증가하지 못할 것으로 판단되기 때문이다.

### 내년에는 성장세 재개될 듯

동사 실적은 내년부터 본격적인 성장세를 재개할 것으로 보인다. 전세계 반도체 협회에 따르면 올해 1.4% 감소하는 자동차 전용 반도체 매출은 내년부터 6%~7%의 성장세로 전환될 전망이다. 그리고 삼성전자는 내년 중순부터 P4 라인에서 Legacy DRAM을 증산할 계획이며, SK하이닉스 역시 M15X 라인에서 Legacy DRAM 생산 설비를 확장할 것으로 알려져 있다.

또한 동사는 CY23부터 CY25까지 총 3,900억원을 투입하여 생산 설비를 확장 중인데 내년부터는 동 생산 설비의 부분 가동이 시작될 것으로 보인다. 내년에 고객 수요의 회복이 나타날 경우 동사 매출은 신규 공장 가동 개시 효과에 따라 크게 증가할 수 있다.

### Company Brief

## Buy (Maintain)

목표주가(12M)	46,000원(하향)
증가(2024.09.05)	26,950원
상승여력	70.7%

### Stock Indicator

자본금	85십억원
발행주식수	1,700만주
시가총액	458십억원
외국인지분율	16.0%
52주 주가	26,950~74,100원
60일평균거래량	100,889주
60일평균거래대금	3.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.9	-41.9	-42.9	-63.0
상대수익률	-9.4	-37.7	-40.1	-62.8

### Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	672	641	737	811
영업이익(십억원)	103	83	110	129
순이익(십억원)	84	70	93	112
EPS(원)	4,966	4,113	5,490	6,580
BPS(원)	30,297	33,430	37,939	43,539
PER(배)	11.2	6.6	4.9	4.1
PBR(배)	1.8	0.8	0.7	0.6
ROE(%)	17.5	12.9	15.4	16.2
배당수익률(%)	1.6	3.3	3.3	3.3
EV/EBITDA(배)	6.0	3.5	1.8	1.2

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

### [반도체]

송명섭 2122-9207 mssong@imfnsec.com

### [IT RA]

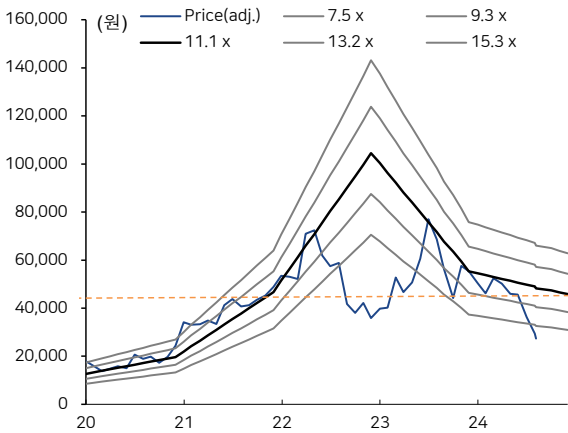
손우성 2122-9785 useong@imfnsec.com

표 1. 해성디에스 실적 추정

(단위: 억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	FY21	FY22	FY23	FY24E
Leadframe	1,311	1,419	1,435	1,212	1,246	1,117	989	935	1,002	1,072	1,126	1,218	4,443	5,377	4,288	4,417
자동차용	657	735	778	743	756	701	611	620	695	686	720	792	2,198	2,913	2,688	2,894
Pkg. Substrate	686	743	808	780	678	675	565	516	547	463	475	506	2,110	3,017	2,434	1,991
Memory 용	596	648	698	679	564	550	463	440	465	380	390	421	1,763	2,622	2,018	1,656
총 매출	1,996	2,162	2,243	1,992	1,924	1,792	1,555	1,451	1,549	1,535	1,601	1,724	6,554	8,394	6,722	6,408
매출원가	1,377	1,471	1,520	1,374	1,459	1,294	1,209	1,154	1,213	1,207	1,248	1,328	5,197	5,741	5,115	4,996
매출총이익	620	691	724	618	465	498	346	297	336	328	352	397	1,357	2,652	1,607	1,412
매출총이익률	31.0%	32.0%	32.3%	31.0%	24.2%	27.8%	22.3%	20.5%	21.7%	21.4%	22.0%	23.0%	20.7%	31.6%	23.9%	22.0%
판매비	136	151	150	172	154	141	153	134	127	148	152	155	493	608	582	582
영업이익	483	541	574	446	311	357	194	163	209	180	200	241	863	2,044	1,025	830
영업이익률	24.2%	25.0%	25.6%	22.4%	16.2%	19.9%	12.4%	11.2%	13.5%	11.7%	12.5%	14.0%	13.2%	24.4%	15.2%	13.0%
세전이익	512	593	668	281	354	362	223	120	253	203	189	231	895	2,053	1,059	877
당기순이익	398	458	515	224	273	294	172	106	195	210	146	149	711	1,594	844	699
순이익률	19.9%	21.2%	22.9%	11.2%	14.2%	16.4%	11.0%	7.3%	12.6%	13.7%	9.1%	8.6%	10.8%	19.0%	12.6%	10.9%

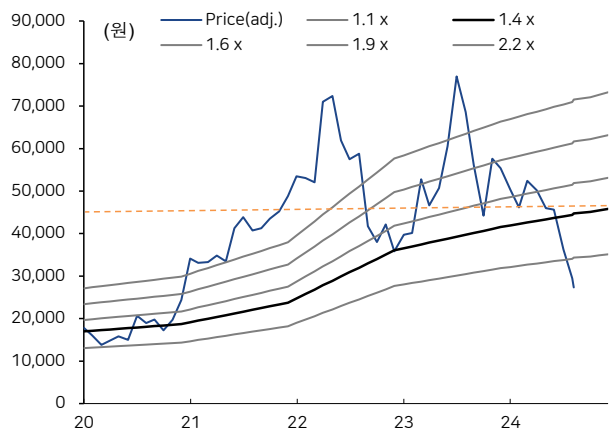
자료: 해성디에스, iM 증권 리서치본부

그림 1. P/E Valuation 을 사용한 목표주가 도출



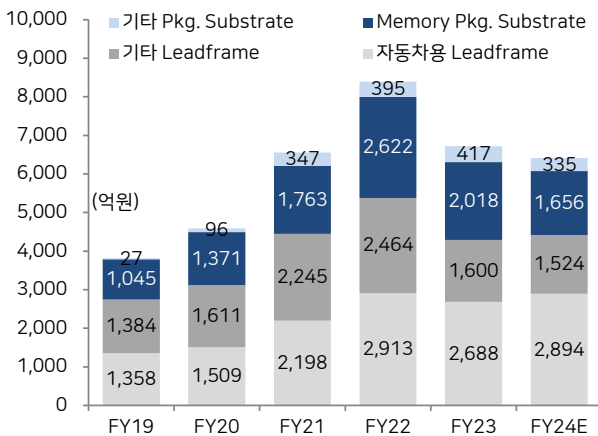
자료: 해성디에스, iM 증권 리서치본부

그림 2. P/B Valuation 을 사용한 목표주가 도출



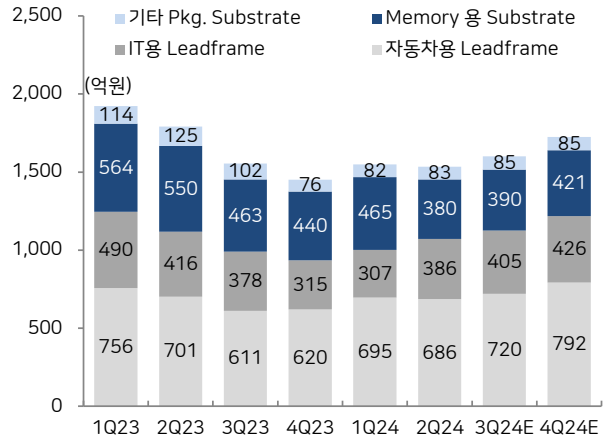
자료: 해성디에스, iM 증권 리서치본부

그림 3. 해성디에스 부문별, 연도별 상세 매출 추정



자료: 해성디에스, iM 증권 리서치본부

그림 4. 해성디에스 부문별, 분기별 상세 매출 추정



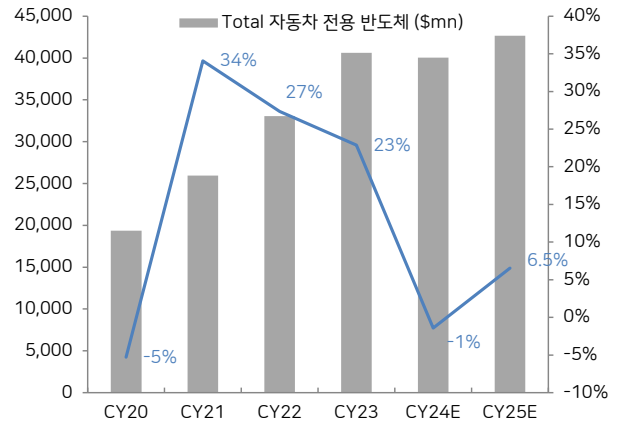
자료: 해성디에스, iM 증권 리서치본부

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 2Q24 전망, iM 증권 리서치본부

그림 5. 자동차 전용 반도체 시장 규모 전망



자료: SIA 2Q24 전망, iM 증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	344	248	368	517	매출액	672	641	737	811
현금 및 현금성자산	140	54	147	275	증가율(%)	-19.9	-4.7	15.0	10.0
단기금융자산	-	-	-	-	매출원가	512	500	560	608
매출채권	106	101	116	128	매출총이익	161	141	177	203
재고자산	90	86	99	109	판매비와관리비	58	58	67	74
비유동자산	345	498	466	423	연구개발비	18	17	20	22
유형자산	306	461	430	389	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	23	22	20	19	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	689	746	834	940	영업이익	103	83	110	129
유동부채	132	136	147	158	증가율(%)	-49.9	-19.0	32.1	17.7
매입채무	29	28	32	35	영업이익률(%)	15.2	13.0	14.9	15.9
단기차입금	33	33	33	33	이자수익	4	2	4	8
유동성장기부채	10	10	10	10	이자비용	5	3	3	3
비유동부채	42	42	42	42	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	4	6	6	6
장기차입금	37	37	37	37	세전계속사업이익	106	88	117	140
부채총계	174	178	189	200	법인세비용	21	18	24	28
자배주주지분	515	568	645	740	세전계속이익률(%)	15.7	13.7	15.9	17.3
자본금	85	85	85	85	당기순이익	84	70	93	112
자본잉여금	22	22	22	22	순이익률(%)	12.6	10.9	12.7	13.8
이익잉여금	408	463	541	637	지배주주귀속 순이익	84	70	93	112
기타자본항목	0	-1	-2	-4	기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	83	69	92	110
자본총계	515	568	645	740	지배주주귀속총포괄이익	83	69	92	110

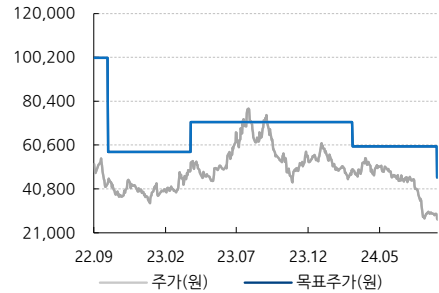
  

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	143	154	192	208	주당지표(원)				
당기순이익	84	70	93	112	EPS	4,966	4,113	5,490	6,580
유형자산감가상각비	43	55	100	92	BPS	30,297	33,430	37,939	43,539
무형자산상각비	1	2	1	1	CFPS	7,594	7,456	11,488	12,036
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	900	900	900	900
투자활동 현금흐름	-68	-210	-70	-50	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-94	-210	-70	-50	PER	11.2	6.6	4.9	4.1
무형자산의 처분(취득)	-4	-	-	-	PBR	1.8	0.8	0.7	0.6
금융상품의 증감	30	-	-	-	PCR	7.3	3.6	2.3	2.2
재무활동 현금흐름	-11	-16	-16	-16	EV/EBITDA	6.0	3.5	1.8	1.2
단기금융부채의증감	-22	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	26	-	-	-	ROE	17.5	12.9	15.4	16.2
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	21.9	21.8	28.7	27.4
배당금지급	-15	-15	-15	-15	부채비율	33.7	31.3	29.3	27.1
현금및현금성자산의증감	63	-85	92	128	순부채비율	-11.6	4.5	-10.4	-26.4
기초현금및현금성자산	76	140	54	147	매출채권회전율(x)	5.5	6.2	6.8	6.6
기말현금및현금성자산	140	54	147	275	재고자산회전율(x)	6.5	7.3	8.0	7.8

자료 : 해성디에스, IM증권 리서치본부

해성디에스 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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%
2024-03-08	Buy	60,000	-27.1%	-8.8%
2024-09-05	Buy	46,000		



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.
- 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.

[투자이견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%