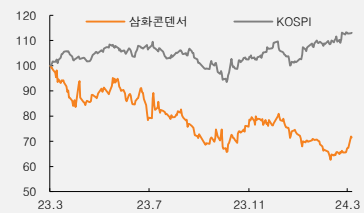


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	51,000원
현재주가(24/4/2)	35,350원
상승여력	44.3%

영업이익(24F, 십억원)	31
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	34
EPS 성장률(24F, %)	19.0
MKT EPS 성장률(24F, %)	64.8
P/E(24F, x)	14.8
MKT P/E(24F, x)	11.8
KOSPI	2,753.16
시가총액(십억원)	367
발행주식수(백만주)	10
유동주식비율(%)	70.6
외국인 보유비중(%)	5.2
베타(12M) 일간수익률	0.54
52주 최저가(원)	30,950
52주 최고가(원)	48,750

(%)	1M	6M	12M
절대주가	7.4	-1.8	-27.5
상대주가	3.1	-12.1	-34.8



[전기/전자부품, 배터리 장비]

박준서

park.junseo@miraeasset.com

## 삼화콘덴서

## 빠른 전장 회복 기대

## 1Q24 Preview: 생각보다 빠르게 회복

1Q24 매출액 712억원(+9.1% YoY), 영업이익 76억원(+16.1% YoY)으로 추정한다. 1) 전장 MLCC 수요 성장, 2) DC-LINK의 성장 확대에 수주 잔고 성장과 가동률 상승이 기대되기 때문이다. 회복이 더딘 IT 및 산업 향 수요 우려보다 xEV의 판매 호조로 전장 향 수요가 빠르게 성장하고 있다. 전장 비중 증가는 동사의 전체 출하량과 ASP를 개선할 것이다. 현기차의 재고월수가 정상화되고 있고 LG전자 VS사업부의 인포테인먼트 고부가 제품으로 믹스마진 개선이 기대되기 때문이다.

2024년 매출액은 3,111억원(+10.8% YoY), 영업이익 307억원(+29.4% YoY)으로 전망한다. MLCC +14.8% YoY, DC-Link Capacitors +15.5% YoY로 기대되기 때문이다. IT/범용 MLCC의 회복 시기 지연으로 기존 추정치 대비 -1%, -19% 하향 조정했다. 다만, 이연되는 산업 향 빈자리를 전장이 채우며 향후 추가적 실적 업사이드가 존재한다고 판단한다. 전방 고객사들의 재고 안정화로 전장용 수요 및 용량이 증가하고 DC-Link Capacitors PHEV → BEV, 연료 전지 등까지 확장되고 있다.

## 전장 MLCC 비중 기존 추정치 40% → 45%로 상향 조정

전장 비중은 증가할 것으로 판단한다. 1) 현기차의 재고월수 감소, 2) LG전자의 VS사업부 고부가 제품 믹스로 ASP의 지속적 상승이 추정되기 때문이다. 24년 MLCC 비중은 전장 45%(기존 40%), 산업 25%(기존 30%), 가전 25%으로 기대된다. LG전자 VS사업부의 믹스 실적 성장으로 저부가 → 고부가 제품으로 탈바꿈함과 동시에 MLCC 탑재량 증가로 동사의 Blended ASP가 개선될 것이다. 5G 중개기 및 반도체 향 수요가 지연되면서 산업 비중은 소폭 낮아질 것으로 추정한다.

21년 현대차 재고월수가 감소하면서 동사의 가동률도 낮아졌었다. (그림 1, 2 참조) 2021년부터 가파르게 내려왔던 재고월수가 작년 하반기부터 다시 상승하고 있다. EV에 대한 우려도 PHEV의 수요가 견조하게 유지됨에 따라 부품 재고 수요가 증가할 것으로 기대된다.

## 투자 의견 매수 및 목표주가 51,000원 유지

2년 평균 P/B 1.9배 보다 낮은 수준이다. IT 및 산업 수요 회복 시그널을 기다리기도만 전장의 선제적인 회복이 동사의 주가에 반영되어야 된다고 판단한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	263	281	311	347	393
영업이익 (십억원)	31	24	31	39	48
영업이익률 (%)	11.8	8.5	10.0	11.2	12.2
순이익 (십억원)	29	21	25	33	41
EPS (원)	2,803	2,002	2,382	3,139	3,943
ROE (%)	13.7	8.9	9.7	11.6	13.0
P/E (배)	10.7	19.0	14.8	11.3	9.0
P/B (배)	1.4	1.6	1.4	1.2	1.1
배당수익률 (%)	1.7	1.3	1.4	1.4	1.4

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 삼화콘덴서, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 삼화콘덴서: 1Q24 Preview

(십억원, %, %p)

	1Q23	4Q23	1Q24F			비교	
			추정치	QoQ	YoY	컨센서스	차이
매출액	65.3	63.4	71.2	12.4	9.1	76.5	-6.9
영업이익	6.6	-0.4	7.6	흑전	16.1	7.6	1.0
영업이익률	10.1	-0.7	10.7			9.9	0.8
세전이익	7.2	-1.6	8.4	흑전	16.6	5.2	61.7
지배주주 순이익	6.0	-0.1	6.7	흑전	12.5	4.2	60.1
지배주주순이익률	9.2	-0.1	9.4			5.5	

자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경표

(십억원, %, %p)

	신규		기존		차이	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	311.1	347.4	314.2	335.8	-1.0	-7.4
영업이익	30.7	38.6	38.3	43.9	-19.8	-30.1
영업이익률	9.9	11.1	12.2	13.1	-2.3	-2.0
세전이익	31.8	41.2	40.8	47.1	-22.1	-32.5
지배주주순이익	24.8	32.6	31.3	36.2	-20.8	-31.5

자료: 미래에셋증권 리서치센터

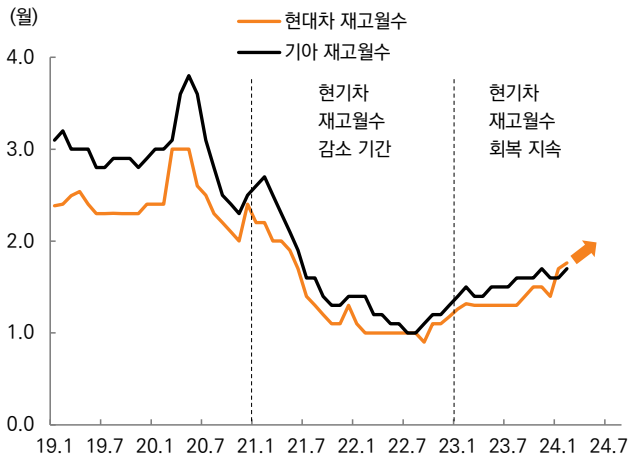
표 3. 삼화콘덴서: 분기 및 연간 실적 추정표

(십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F	2025F
매출액	65.3	77.4	74.7	63.4	71.2	79.3	83.0	77.6	280.8	311.1	347.4
QoQ	-3.5	18.6	-3.5	-15.2	12.4	11.3	4.7	-6.5			
YoY	-4.7	15.6	23.9	-6.4	9.1	2.4	11.1	22.5	7.1	10.8	11.7
MLCC	31.5	38.0	37.9	26.8	32.6	40.6	44.8	36.2	134.3	154.1	180.4
FC	6.8	10.5	10.2	9.7	8.0	10.1	10.1	10.6	37.3	38.7	40.3
DC-LINK	8.4	9.9	10.7	11.6	10.9	11.6	11.4	14.3	40.7	48.1	55.2
DCC	6.8	7.0	5.9	6.1	7.4	6.2	5.9	6.0	25.8	25.5	25.3
CI	1.2	1.2	0.9	0.9	1.3	1.3	1.2	1.2	4.3	4.9	5.4
기타	10.5	10.7	9.1	8.2	11.1	9.6	9.5	9.5	38.5	39.7	40.8
연결 영업이익	6.6	9.1	8.5	-0.4	7.6	10.2	9.1	3.7	23.7	30.7	38.6
QoQ	41.3	38.0	-6.2	-105.1	흑전	33.4	-10.1	흑전			
YoY	-26.5	-11.4	26.6	-109.3	흑전	12.3	7.6	흑전	-22.4	29.4	26.0
연결 영업이익률	10.1	11.7	11.4	-0.7	10.7	12.8	11.0	4.8	8.4	9.9	11.1
세전이익	7.2	9.7	10.6	-1.6	8.4	10.6	10.8	2.0	25.9	31.8	41.2
지배주주순이익	6.0	6.6	8.3	-0.1	6.7	7.9	8.5	1.6	20.8	24.8	32.6
지배주주순이익률	9.2	8.6	11.1	-0.1	9.4	10.0	10.2	2.1	7.4	8.0	9.4

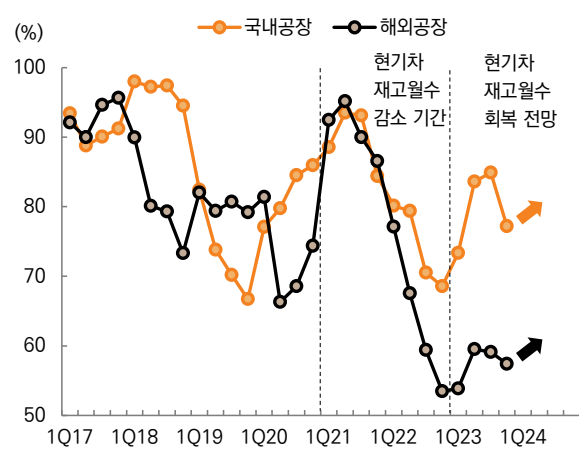
자료: 삼화콘덴서, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 현대차, 기아차 재고월수: xEV 수요 견조로 재고 상승 기대



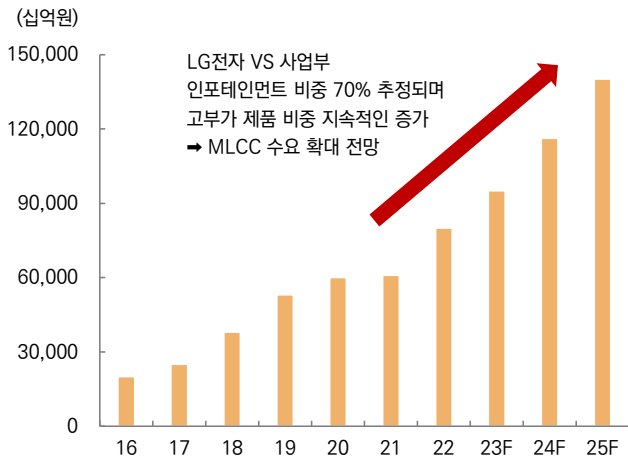
자료: 업체 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 삼화콘덴서 가동률 추이: 전장 향 가동률 상승 전망



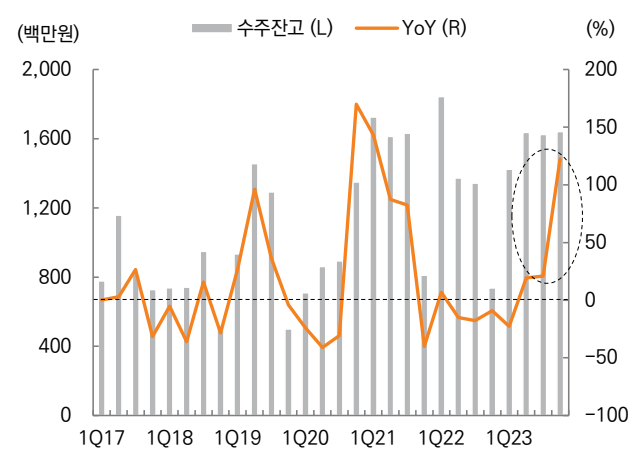
자료: 업체 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. LG전자 VS사업부 수주잔고 추이



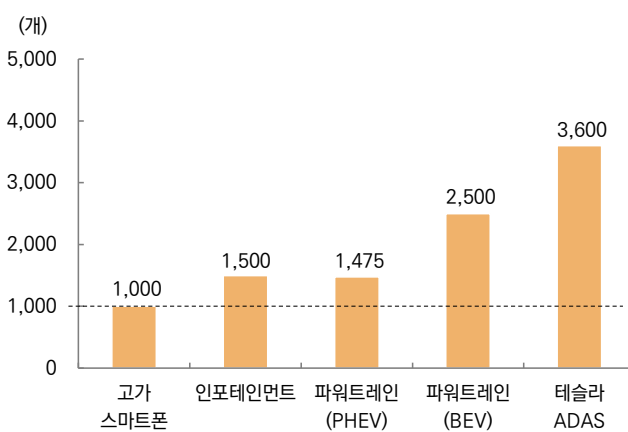
자료: 업체 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 삼화콘덴서 수주잔고 추이: 기저 효과로 성장 본격화



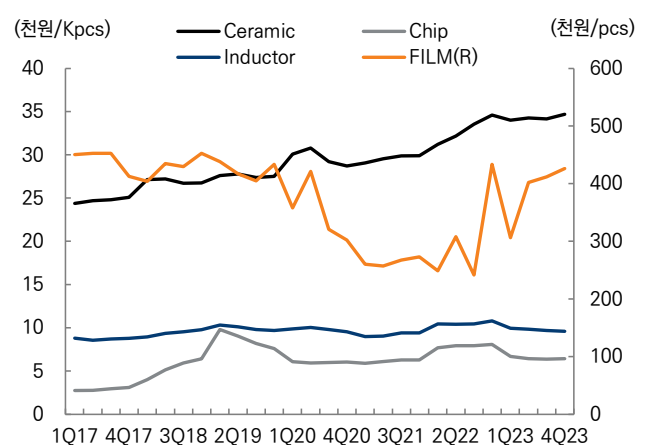
자료: 업체 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. MLCC Application 별 탑재량: xEV 탑재량 지속 증가



자료: Guoju Electronics, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 주요 제품 평가 추이



자료: 업체 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 올해 전기차 수요 우려는 xEV로 상쇄하며 동사의 전장용 MLCC 성장은 지속

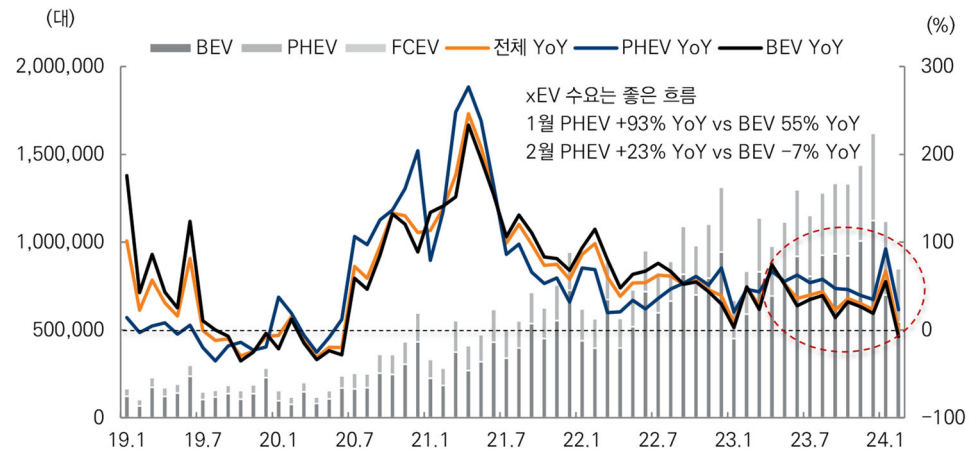
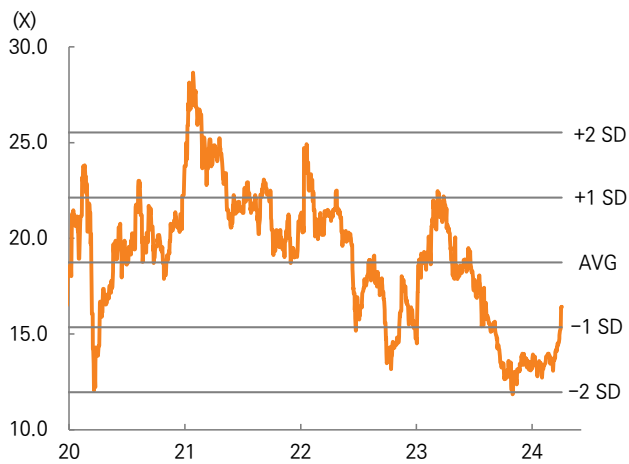


그림 8. 삼화콘덴서 P/E 변동 추이



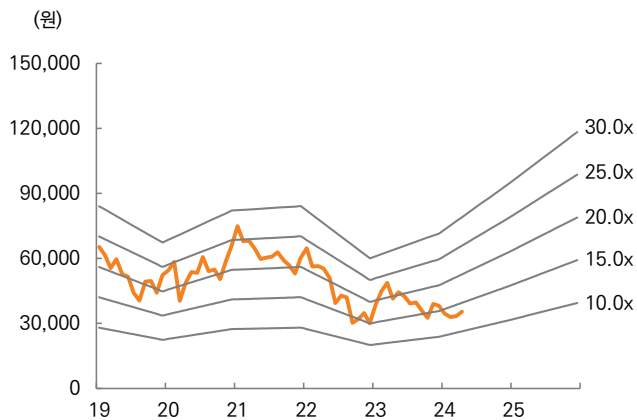
주: 컨센서스 데이터  
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 삼화콘덴서 P/B 변동 추이



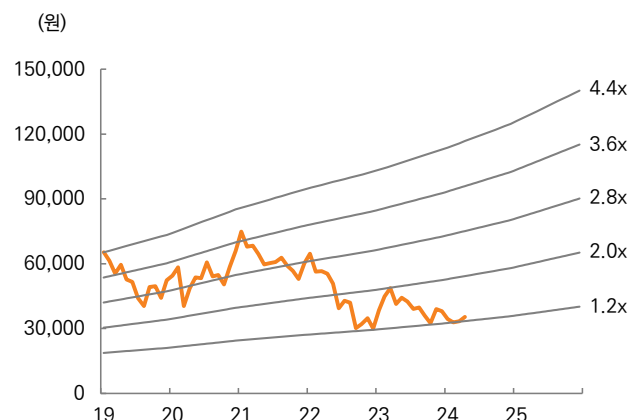
주: 컨센서스 데이터  
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 삼화콘덴서 12MF P/E



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 삼화콘덴서 12MF P/B



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

## 삼화콘덴서 (001820)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	281	311	347	393
매출원가	229	250	278	311
매출총이익	52	61	69	82
판매비와관리비	28	30	31	34
조정영업이익	24	31	39	48
영업이익	24	31	39	48
비영업손익	2	1	2	4
금융손익	2	2	3	3
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	26	32	41	52
계속사업법인세비용	5	7	8	10
계속사업이익	21	25	33	41
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	21	25	33	41
지배주주	21	25	33	41
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	25	27	34	42
지배주주	25	27	34	42
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	45	53	63	74
FCF	9	20	18	26
EBITDA 마진율 (%)	16.0	17.0	18.2	18.8
영업이익률 (%)	8.5	10.0	11.2	12.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.5	8.0	9.5	10.4

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	177	211	236	277
현금 및 현금성자산	37	48	59	74
매출채권 및 기타채권	63	71	78	90
재고자산	37	42	46	52
기타유동자산	40	50	53	61
비유동자산	131	134	143	150
관계기업투자등	2	3	3	3
유형자산	100	102	111	117
무형자산	1	1	1	1
자산총계	308	345	379	426
유동부채	55	66	71	81
매입채무 및 기타채무	43	53	57	65
단기금융부채	5	5	5	5
기타유동부채	7	8	9	11
비유동부채	8	9	9	10
장기금융부채	4	4	4	4
기타비유동부채	4	5	5	6
부채총계	63	75	80	91
지배주주지분	243	268	296	333
자본금	10	10	10	10
자본잉여금	5	5	5	5
이익잉여금	219	238	266	302
비지배주주지분	2	2	2	2
자본총계	245	270	298	335

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	34	44	50	58
당기순이익	21	25	33	41
비현금수익비용가감	28	26	29	33
유형자산감가상각비	21	22	24	26
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	7	4	5	7
영업활동으로인한자산및부채의변동	-8	-3	-6	-9
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-7	-7	-8	-11
재고자산 감소(증가)	-3	-6	-3	-7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6	7	3	6
법인세납부	-8	-7	-8	-10
투자활동으로 인한 현금흐름	-48	-30	-35	-38
유형자산처분(취득)	-25	-24	-33	-33
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-23	-8	-3	-7
기타투자활동	0	2	1	2
재무활동으로 인한 현금흐름	-8	-5	-5	-5
장단기금융부채의 증가(감소)	-2	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-5	-5	-5	-5
기타재무활동	-1	0	0	0
현금의 증가	-20	12	10	15
기초현금	57	37	48	59
기말현금	37	48	59	74

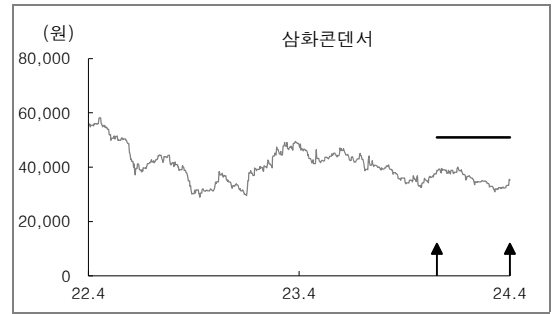
자료: 삼화콘덴서, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	19.0	14.8	11.3	9.0
P/CF (x)	8.1	7.1	5.9	4.9
P/B (x)	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	7.5	5.5	4.4	3.4
EPS (원)	2,002	2,382	3,139	3,943
CFPS (원)	4,705	4,950	5,982	7,143
BPS (원)	23,561	25,885	28,627	32,173
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	24.5	20.5	15.6	12.4
배당수익률 (%)	1.3	1.4	1.4	1.4
매출액증가율 (%)	6.6	10.8	11.7	13.1
EBITDA증가율 (%)	-9.5	17.0	18.6	18.6
조정영업이익증가율 (%)	-22.4	29.4	26.0	24.6
EPS증가율 (%)	-28.6	19.0	31.8	25.6
매출채권 회전을 (회)	4.9	4.8	4.8	4.8
재고자산 회전을 (회)	8.0	7.9	7.9	8.0
매입채무 회전을 (회)	7.9	7.1	6.9	6.9
ROA (%)	7.0	7.7	9.1	10.3
ROE (%)	8.9	9.7	11.6	13.0
ROIC (%)	11.9	14.8	17.4	20.1
부채비율 (%)	25.6	27.9	27.0	27.1
유동비율 (%)	323.7	319.5	332.6	343.0
순차입금/자기자본 (%)	-25.3	-30.1	-31.7	-34.5
조정영업이익/금융비용 (x)	45.1	47.6	59.3	72.9

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼화콘덴서 (001820) 2023.11.28	매수	51,000	-	-



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

## 투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

## 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

\* 2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.