

삼화콘덴서 001820

탐방노트: 전장 Specialist 로 진화 중

전기전자/IT부품

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

[회사개요]

삼화콘덴서는 1956년 설립되어 약 70년간 관계사에서 생산하는 전해콘덴서, 페라이트 코어를 제외한 모든 콘덴서(Flim, DCC, MLCC 등)를 전문적으로 생산하는 종합 콘덴서 제조 업체. 1Q24 기준 매출 비중은 MLCC 43.2%, FC 15.7%, DC-Link 13.9%, DCC 10.7% 기타 16.4%. 지금까지는 MLCC 업황에 변화에 따른 실적 변동성이 컸지만 향후에는 견고한 전장용 MLCC의 성장과 DC-Link의 매출 확대를 통해 안정적인 실적 성장을 예상

[투자포인트]

1) **MLCC 가동률 업사이클 진입:** MLCC는 전체 원가 내 재료비 비중이 20% 중후반에 불과하기 때문에 상대적으로 고정비 비중이 높고, 가동률에 따른 영업이익률 변동폭이 높은 비즈니스. 작년에는 부진한 수요, 높아진 유통채널 단 재고 부담으로 인해 다수의 MLCC 업체들은 자체적인 재고 정상화를 위한 가동률 조정을 진행. 이에 따라 업계 전반적으로 부진한 실적을 기록. 다만 올해는 낮아진 재고와 함께 MLCC 공급업체의 가동률도 상반기부터 상승국면에 진입(그림4,5). 하반기 유통채널 단 낮아진 재고(그림2)를 기반으로 한 추가적인 가동률 상승을 예상. 엔저로 인한 판가하락 부담이 존재하지만 가동률 상승과 함께 안정적인 실적 성장 기대

2) **업계 평균 대비 높은 전장용 MLCC 비중:** 높은 신뢰성이 요구되는 전장 시장은 고부가 MLCC가 탑재됨에 따라 업계 평균 대비 높은 성장성을 시현 중. 향후에도 MLCC 시장 평균 대비 높은 성장(그림6)을 기대. 이에 따라 전장용 비중이 높은 TDK는 Peer 대비 높은 추가수익률(그림7.8)을 기록 중. 삼화콘덴서 또한 주 고객사인 LG전자의 수주 확대와 함께 이미 업계 평균을 상회하는 전장용 MLCC 매출 비중을 기록 중. 중장기적으로도 고객사의 높은 수주잔고(100조원 상회)를 기반으로 한 안정적인 전장용 MLCC의 매출 확대를 기대. 부가가치가 높은 전장용 MLCC의 비중 확대와 함께 매출 성장과 이익 개선이 동시에 가능할 전망

3) **DC-Link 폭발적인 실적 성장 시작:** DC-Link는 인버터에서 회로를 보호하고 전류 흐름을 전환해 주는 역할을 하는 제품. 초기에는 하이브리드 차량 위주로 탑재되었으나 작년부터 대량 탑재량이 높은 전기차로 확대됨에 따라 안정적인 실적 성장을 기록. 이에 더해 최근 현대차그룹 신규 전기차 전용 eM 플랫폼 공식 DC-Link 공급업체로 선정, 기존 수주물량까지 합산 시 약 1,600만대 이상의 공급 물량을 확보하는데 성공함에 따라 중장기 가파른 실적 성장 기대. 참고로 2023년 100만대 이하의 공급 물량으로 약 407억원의 DC-Link 매출을 기록. 당사는 DC-Link의 YoY 매출 성장률을 '25년, '26년 각각 60.2%, 72.4%로 전망하며 향후 일정 구체화에 따른 실적 추정치 상향 가능성 상존

또한 동사는 작년 하반기 태국 공장 완공으로 DC-Link 생산 Capa 확대와 함께 생산 기지 이원화에 성공. 신규 태국 공장은 국내 공장 대비 인건비가 국내대비 낮고, 신규 설비를 사용하기 때문에 상대적으로 적은 비용으로도 생산 효과가 크게 발생. 이에 따라 작년까지 적자를 기록한 DC-Link의 경우 올해부터는 매출 확대와 함께 본격적인 이익 기여를 시작할 것으로 기대

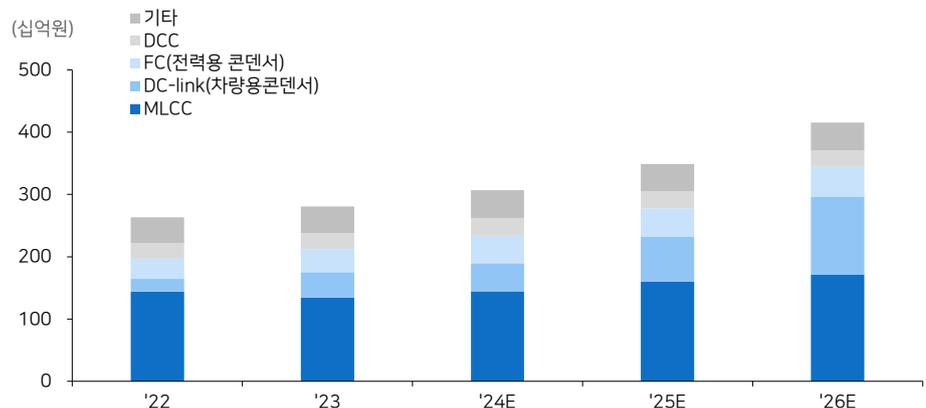
[결론]

2023년은 MLCC 가동률 하락에 따른 실적 부진이 불가피했으나 올해를 원년으로 삼화콘덴서의 외형과 수익성 동반 성장 기대. 매출은 가동률 상승 및 전장용 비중 상승을 통한 MLCC의 실적 성장과 DC-Link 공급 물량 증가가 견인할 것으로 예상. 동시에 매출 확대 및 태국 공장 본격 가동을 통한 수익성 개선 효과가 나타날 것으로 기대. 종합적으로 동사 실적은 2023년을 바닥으로 가파른 우상향 추세가 한동안 지속될 전망. 삼화콘덴서 현 주가는 당사 추정치 기준 2024년 PER 16.3배, 2025년 PER 13.4배, 2026년 PER 10.9배로 글로벌 MLCC Peer 대비 저평가되어 거래 중. 1) 높은 전장용 MLCC 매출 비중과 2) 가파른 성장이 기대되는 DC-Link의 이익 기여가 본격화됨을 감안할 때 사업체질 변화와 성장성을 감안한 재평가가 필요한 시점이라 판단.

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	263.5	280.8	306.9	348.8	415.6
YoY (%)	0.5%	6.6%	9.3%	13.7%	19.2%
MLCC	143.7	134.3	144.3	160.2	171.4
FC(전력용 콘덴서)	32.0	37.3	43.9	45.0	48.1
DC-link(차량용콘덴서)	20.9	40.7	45.3	72.5	125.0
DCC	25.0	25.8	28.5	27.2	26.5
기타	41.9	42.8	44.8	43.9	44.6
영업이익	30.5	23.7	29.9	37.8	46.3
YoY (%)	-8.0%	-22.3%	26.0%	26.7%	22.4%
영업이익률 (%)	11.6%	8.4%	9.7%	10.8%	11.1%
지배순이익	29.1	20.8	28.5	34.5	42.4
EPS (원)	2,803	2,003	2,740	3,319	4,079

자료: 삼화콘덴서, 메리츠증권 리서치센터

그림1 삼화콘덴서 제품별 매출액 추이 및 전망

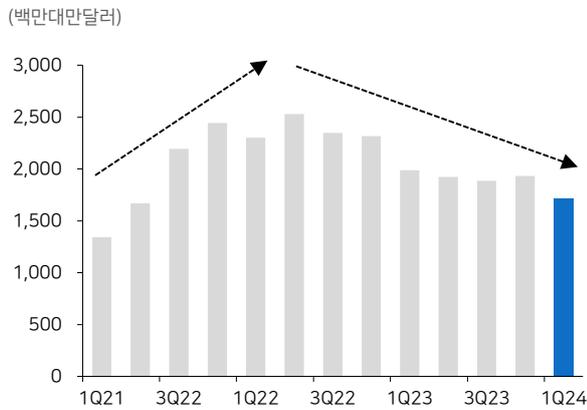


자료: 삼화콘덴서, 메리츠증권 리서치센터

MLCC	PER(배)		PBR(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액		영업이익		EV/EBITDA(배)		시가총액 (백만달러)
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	
삼화콘덴서	16.3	13.4	1.7	1.5	36.8	21.1	11.2	13.1	307	349	30	38	6.6	5.7	336
삼성전기	18.9	14.7	1.6	1.4	57.5	30.6	8.4	10.0	10,058	10,989	876	1,151	7.2	6.0	9,226
Murata	26.0	22.3	2.5	2.3	35.1	16.6	10.0	11.0	10,834	11,684	2,085	2,439	12.7	11.2	44,306
Taiyo Yuden	30.8	19.6	1.7	1.6	107.1	56.2	5.9	8.9	2,161	2,357	169	254	9.2	7.1	3,661
TDK	26.2	21.8	2.3	2.1	16.3	20.1	9.5	10.3	13,698	14,582	1,321	1,566	10.0	8.9	25,952
Yageo	15.5	13.0	2.2	2.0	17.9	19.2	14.5	15.8	3,767	4,160	748	932	10.8	9.1	9,826

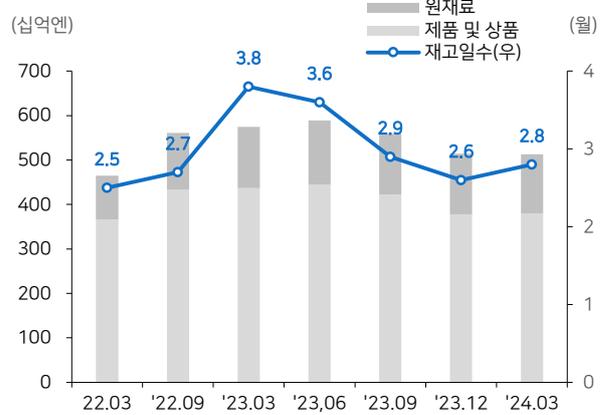
주: 국내업체는 십억원, 해외업체는 백만달러 기준
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 수동부품 유통업체 대만 Nichidenbo 재고추이



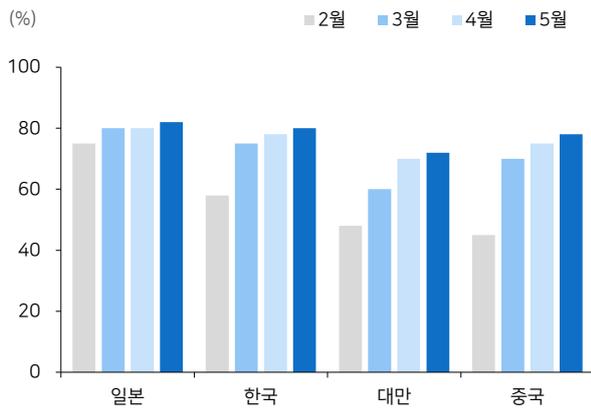
자료: Nichidenbo 메리츠증권 리서치센터

그림3 Murata 재고수준 추이



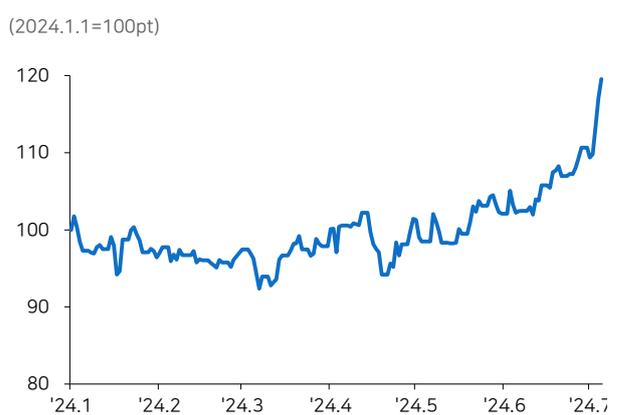
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 MLCC 전반 높은 가동률 유지 중



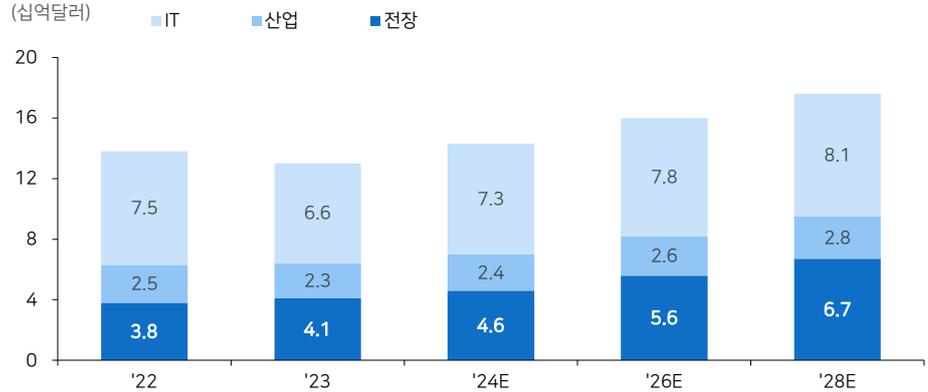
자료: Trendforce, 메리츠증권 리서치센터

그림5 글로벌 MLCC 합산 시가총액 추이



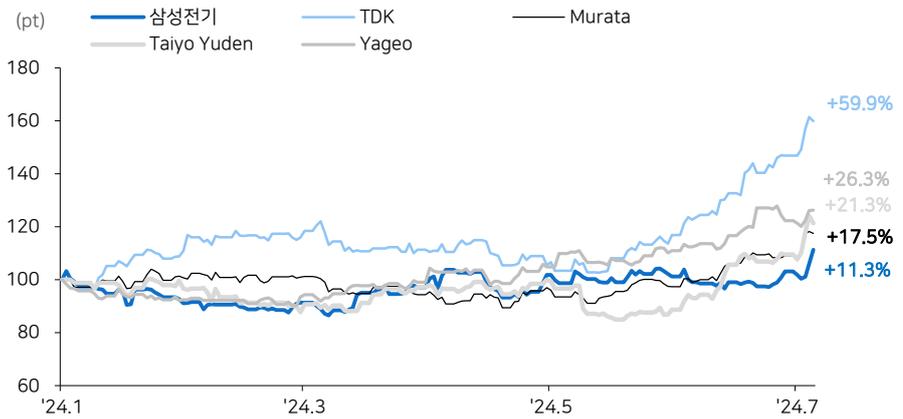
주: 삼성전기, 삼화콘덴서, Murata, Taiyo Yuden, TDK, Yageo 합산 시가총액 추이
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 글로벌 MLCC 시장 전망



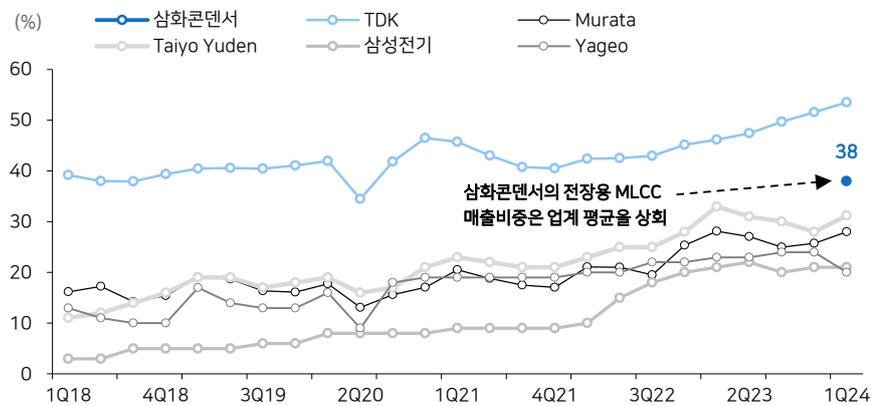
자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

그림7 글로벌 MLCC 업체별 주가 추이, 전장 비중 높은 TDK Outperform 중



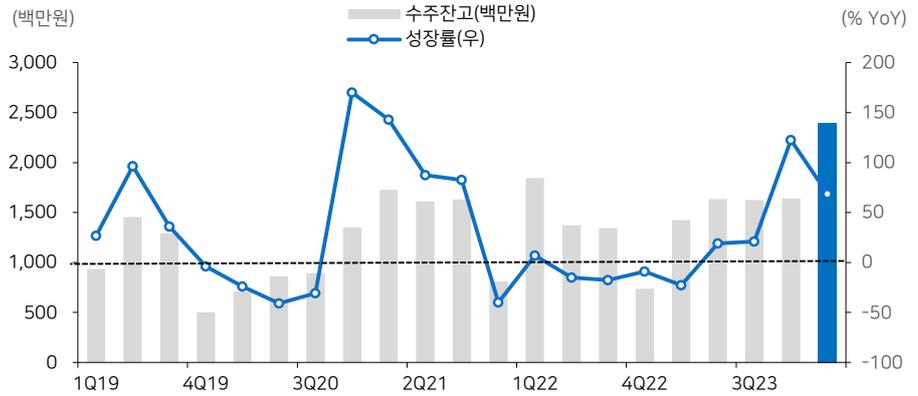
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 MLCC 업체별 전장 매출 비중 추이



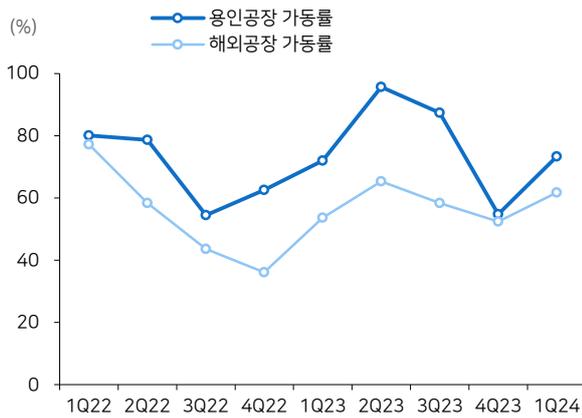
주: TDK는 Passive Components 기준, 삼성전기, 삼화콘덴서는 MLCC 매출 기준
 자료: 각사 IR, 메리츠증권 리서치센터

그림9 삼화콘덴서 수주잔고 추이



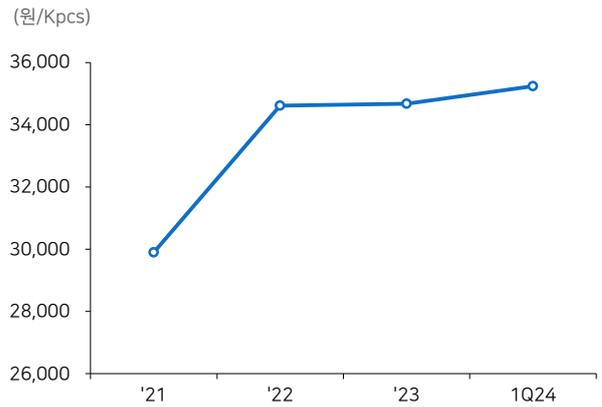
자료: 삼화콘덴서, 메리츠증권 리서치센터

그림10 삼화콘덴서 가동률 추이



자료: 삼화콘덴서, 메리츠증권 리서치센터

그림11 Ceramic류 콘덴서 가격 추이



자료: 삼화콘덴서, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.