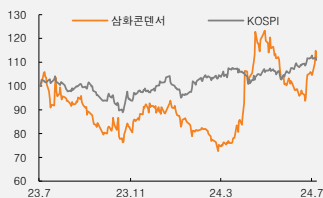


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 60,000원
현재주가(24/7/17)	47,650원
상승여력	25.9%

영업이익(24F,십억원)	30		
Consensus 영업이익(24F,십억원)	0		
EPS 성장률(24F,%)	33.1		
MKT EPS 성장률(24F,%)	84.3		
P/E(24F,x)	17.9		
MKT P/E(24F,x)	11.1		
KOSPI	2,843.29		
시가총액(십억원)	495		
발행주식수(백만주)	10		
유동주식비율(%)	70.6		
외국인 보유비중(%)	6.0		
베타(12M) 일간수익률	0.48		
52주 최저가(원)	30,950		
52주 최고가(원)	52,500		
(%)			
	1M	6M	12M
절대주가	12.8	35.0	5.9
상대주가	8.8	15.6	-2.5



[전기/전자부품, 배터리 장비]

박준서
park.junseo@miraeasset.com

삼화콘덴서

하반기 전장 MLCC 업황 회복 기대

목표주가 60,000원으로 상향 조정(기존 51,000원)

하반기 전장과 산업 향 MLCC 수요 회복과 EV 신규 탑재 모델 증가로 DC-LINK의 성장성에 기반한 목표주가를 60,000원으로 상향 조정한다. 1) 동사의 DC-LINK가 채택된 EV 모델들이 증가하고 있고, 2) MLCC 수요 회복 둔화가 지속된 상반기와 다르게 하반기에는 MLCC 수요의 회복이 기대되기 때문이다. 25년 BPS 29,284원으로 추정했고 Target P/B는 과거 4년 평균인 2.1배를 반영해서 산출했다.

2Q24 Preview: 상반기 MLCC 단가 인하로 아쉬움. 하반기 실적 개선 기대

동사의 2Q24 매출액 765억원(-1.1% YoY), 영업이익 71억원(-21.1% YoY)으로 추정한다. 기존 추정치 대비 각각 -3%, -21.1% 하향 조정했다. 전방 수요 회복의 기조로 전분기 대비 매출액은 성장하나 2분기 단가 인하 압력으로 영업이익은 소폭 하락할 것으로 추정한다. 다만, 전방 재고 안정화가 이루어진 것으로 파악되며 하반기 본격적인 재고 축적으로 성수기에 진입할 것으로 기대된다. 1Q24 MLCC 매출액 318억원 대비 2Q24 MLCC 매출액은 +18% 성장하면서 MLCC 업황 회복이 지속되는 것으로 파악된다.

DC-LINK 고속 성장과 전장 MLCC 회복

주요 고객사인 현기차의 재고월수가 정상화되면서 하반기 재고월수 증가가 기대된다. LG전자 VS 사업부와 국내 Tier1 업체 외에 신규 고객을 유치하면서 고객사 다변화가 지속되고 있는 것으로 파악된다. 1Q24 동사의 수주 잔고는 239억 원(+68% YoY)로 역대 최고 수주 잔고를 기록했다. DC-LINK 수주와 MLCC 재고 상승이 원인으로 추정된다. DC-LINK 매출액은 26년부터 연평균 78% 성장할 것으로 기대된다. 23년 DC-LINK 매출의 407억원은 자동차 약 100만 대로 추정되는 물량의 매출 인식이 이루어졌으나, 현재 1,800만대 이상의 DC-LINK 수주 잔고를 확보한 것으로 파악된다. 약 5년정도 매출 인식이 시작되는 점을 감안한다면 DC-LINK 성장이 지속될 것이다.

주요 MLCC 원재료 가격 인상이 지속되고 있으나, 동사의 MLCC 원재료 비중은 20% 내외로 영향이 제한적이고 MLCC 전방 재고 안정화와 3Q24 전방 MLCC 수요 회복 기조가 지속되면서 영업 마진 회복이 지속될 것으로 기대된다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	263	281	307	351	420
영업이익 (십억원)	31	24	30	41	45
영업이익률 (%)	11.8	8.5	9.8	11.7	10.7
순이익 (십억원)	29	21	28	36	40
EPS (원)	2,803	2,002	2,664	3,498	3,895
ROE (%)	13.7	8.9	10.7	12.7	12.6
P/E (배)	10.7	19.0	17.9	13.6	12.2
P/B (배)	1.4	1.6	1.8	1.6	1.5
배당수익률 (%)	1.7	1.3	1.0	1.0	1.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 삼화콘덴서, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 삼화콘덴서: 2Q24 Preview

(십억원, %, %p)

	2Q23	1Q24	2Q24F			비교	
			추정치	QoQ	YoY	컨센서스	차이
매출액	77.4	73.6	76.5	4.0	-1.1	81.0	-5.5
영업이익	9.1	7.1	7.1	0.4	-21.1	9.3	-23.2
영업이익률	11.7	9.7	9.3			11.5	-2.1
세전이익	9.7	9.1	8.0	-12.7	-17.5	10.7	-25.5
지배주주 순이익	6.6	7.5	6.4	-14.2	-3.1	4.2	52.8
지배주주순이익률	8.6	10.2	8.4			5.2	

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	-1.0
영업이익	30.7	38.6	38.3	43.9	-1.2	-1.1
영업이익률	9.9	11.1	12.2	13.1	-2.3	-2.0
세전이익	31.8	41.2	40.8	47.1	-1.2	-1.1
지배주주순이익	24.8	32.6	31.3	36.2	-1.2	-1.1

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 삼화콘덴서: 분기 및 연간 실적 추정표

(십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	65.3	77.4	74.7	63.4	73.6	76.5	80.2	77.1	280.8	309.5	351.0
QoQ	-3.5	18.6	-3.5	-15.2	-3.8	4.0	4.8	-3.8			
YoY	-4.7	15.6	23.9	-6.4	12.8	-1.1	7.4	0.7	7.1	10.2	13.4
MLCC	31.5	38.0	37.9	26.8	31.8	37.6	41.9	35.6	134.3	151.7	163.6
FC	6.8	10.5	10.2	9.7	11.6	10.0	10.0	10.5	37.3	38.4	39.5
DC-LINK	8.4	9.9	10.7	11.6	10.3	11.1	10.9	13.7	40.7	46.2	71.7
DCC	6.8	7.0	5.9	6.1	7.9	6.6	6.2	6.3	25.8	26.8	26.3
CI	1.2	1.2	0.9	0.9	1.0	1.3	1.3	1.2	4.3	5.1	5.6
기타	10.5	10.7	9.1	8.2	11.1	10.0	9.9	9.9	38.5	41.3	44.3
연결 영업이익	6.6	9.1	8.5	-0.4	7.1	7.1	11.2	4.6	23.7	30.2	41.4
QoQ	41.3	38.0	-6.2	-105.1	-0.4	0.4	57.3	-58.7			
YoY	-26.5	-11.4	26.6	-109.3	8.5	-21.1	32.3	-35.0	-22.4	27.3	37.2
연결 영업이익률	10.1	11.7	11.4	-0.7	9.7	9.3	14.0	6.0	8.4	9.7	11.8
세전이익	7.2	9.7	10.6	-1.6	9.1	8.0	11.9	5.2	25.9	34.2	44.9
지배주주순이익	6.0	6.6	8.3	-0.1	7.5	6.4	9.6	4.2	20.8	27.7	36.4
지배주주순이익률	9.2	8.6	11.1	-0.1	10.2	8.4	12.0	5.4	7.4	8.9	10.4

자료: 삼화콘덴서, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 전장용 MLCC 성장은 지속

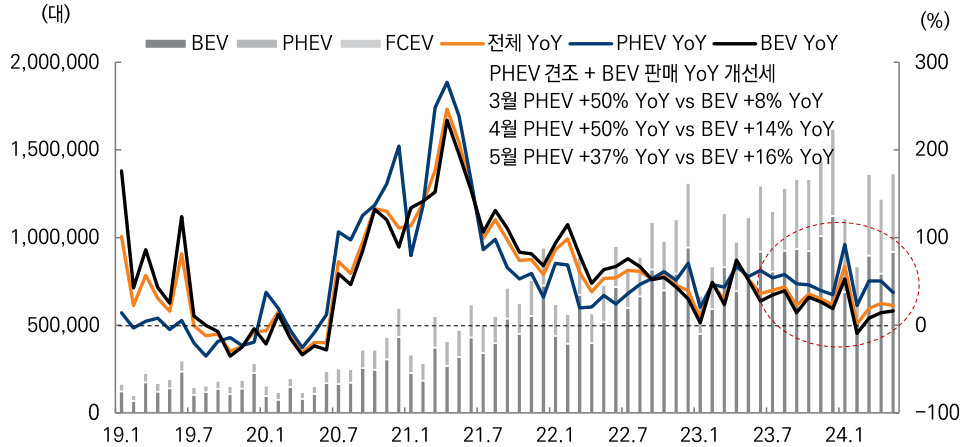


그림 2. 현기차 재고월수

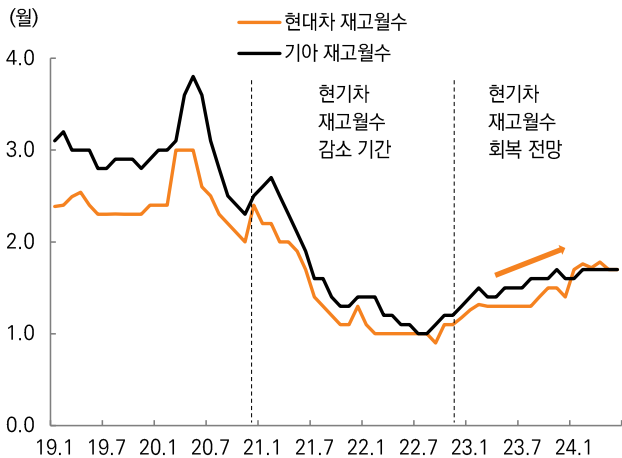


그림 3. 삼화콘덴서 수주잔고 추이

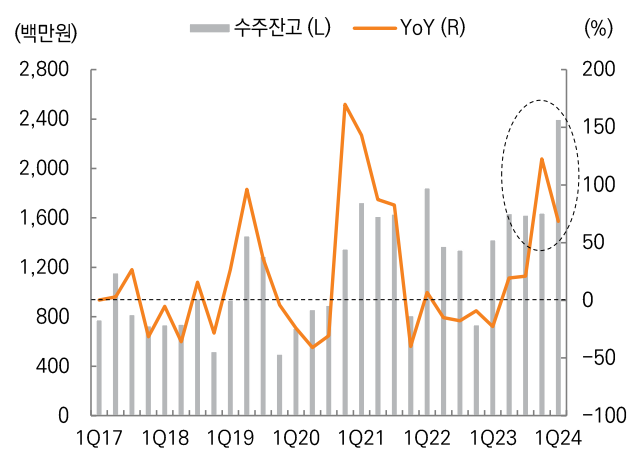


그림 4. MLCC Application 별 탑재량: xEV 탑재량 지속 증가

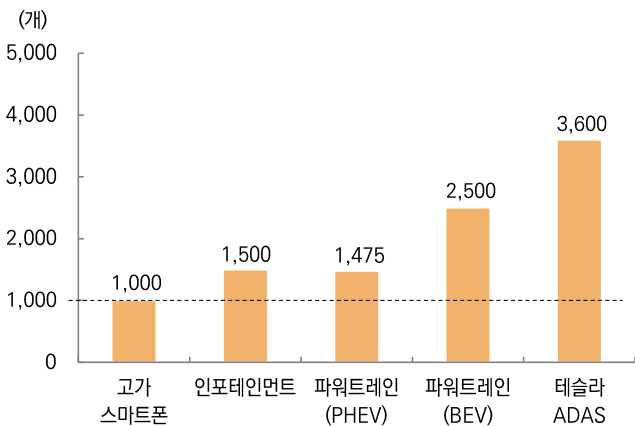


그림 5. 주요 제품 평가 추이

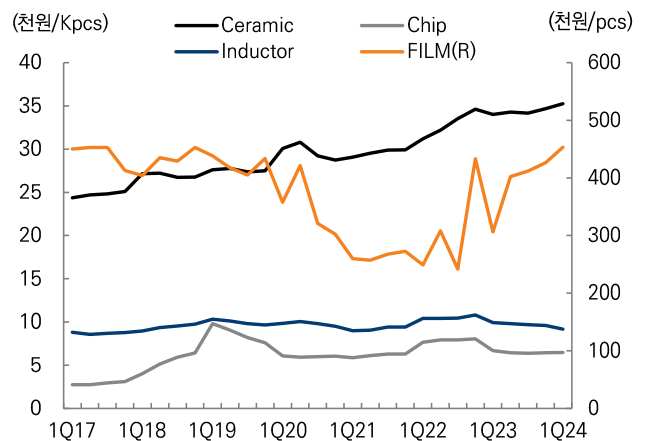
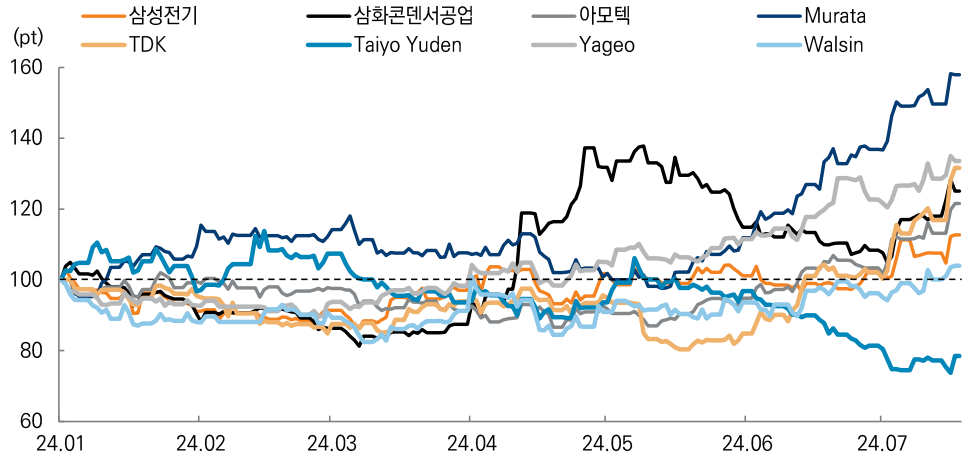
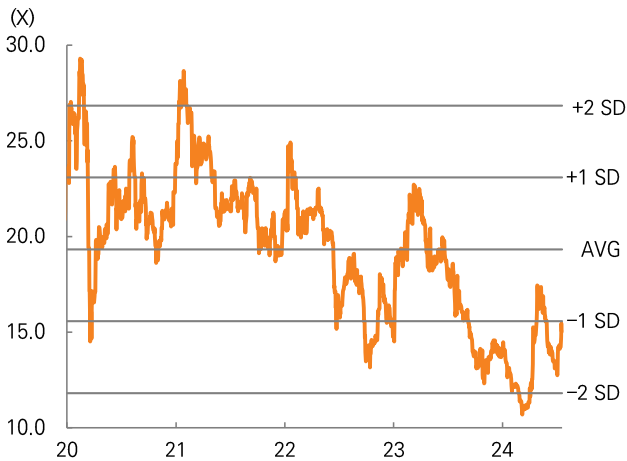


그림 6. MLCC 업체들 상대주가 추이



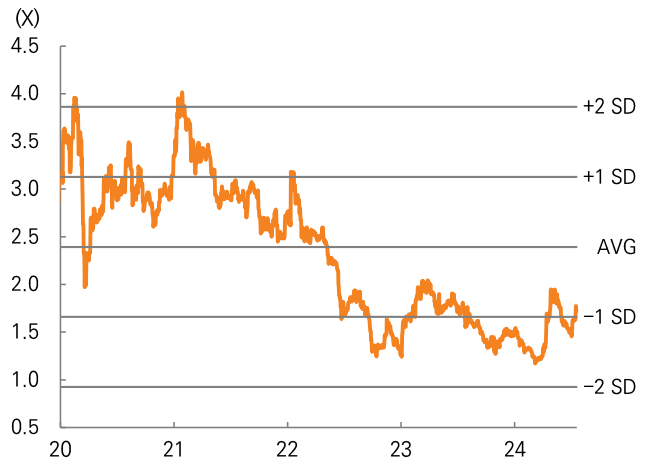
주: 2024.01.01 = 100
 자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 삼화콘덴서 P/E 변동 추이



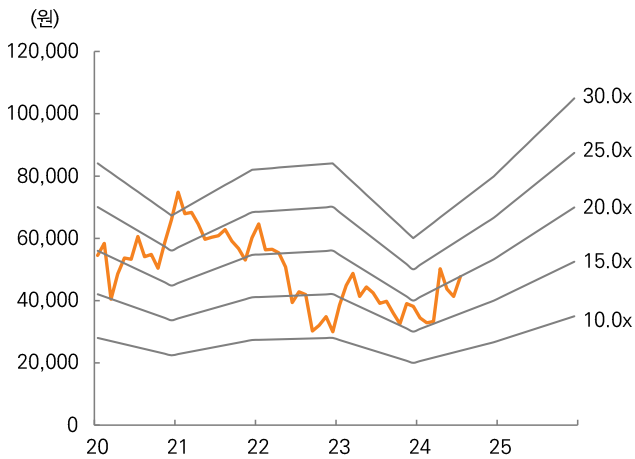
주: 컨센서스 데이터
 자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 삼화콘덴서 P/B 변동 추이



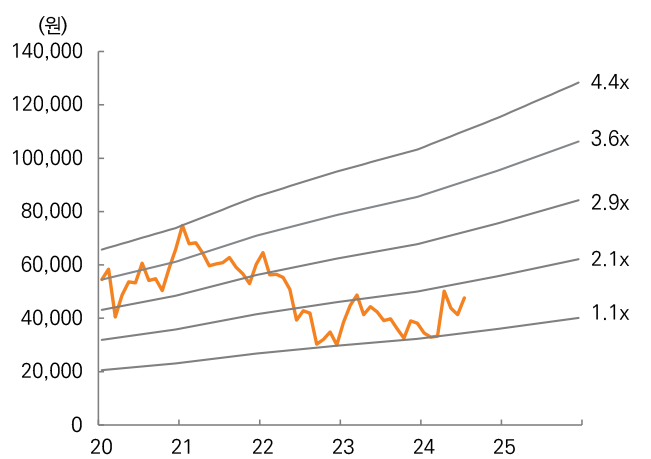
주: 컨센서스 데이터
 자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 삼화콘덴서 12MF P/E



자료: Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 삼화콘덴서 12MF P/B



자료: Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

삼화콘덴서 (001820)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	281	307	351	420
매출원가	229	248	278	336
매출총이익	52	59	73	84
판매비와관리비	28	30	32	38
조정영업이익	24	30	41	45
영업이익	24	30	41	45
비영업손익	2	4	4	5
금융손익	2	2	3	4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	26	34	45	50
계속사업법인세비용	5	6	8	9
계속사업이익	21	28	37	41
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	21	28	37	41
지배주주	21	28	36	40
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	25	30	37	41
지배주주	25	29	36	40
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	45	50	63	63
FCF	9	21	19	45
EBITDA 마진율 (%)	16.0	16.3	17.9	15.0
영업이익률 (%)	8.5	9.8	11.7	10.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.5	9.1	10.3	9.5

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	34	42	51	45
당기순이익	21	28	37	41
비현금수익비용가감	28	18	27	22
유형자산감가상각비	21	20	22	17
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	7	-2	5	5
영업활동으로인한자산및부채의변동	-8	-2	-8	-12
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-7	-2	-10	-15
재고자산 감소(증가)	-3	-5	-4	-9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6	7	4	8
법인세납부	-8	-5	-8	-9
투자활동으로 인한 현금흐름	-48	-28	-37	-8
유형자산처분(취득)	-25	-21	-32	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-23	-8	-5	-9
기타투자활동	0	1	0	1
재무활동으로 인한 현금흐름	-8	-4	-5	-5
장단기금융부채의 증가(감소)	-2	-4	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-5	0	-5	-5
기타재무활동	-1	0	0	0
현금의 증가	-20	13	9	31
기초현금	57	37	50	59
기말현금	37	50	59	90

자료: 삼화콘덴서, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

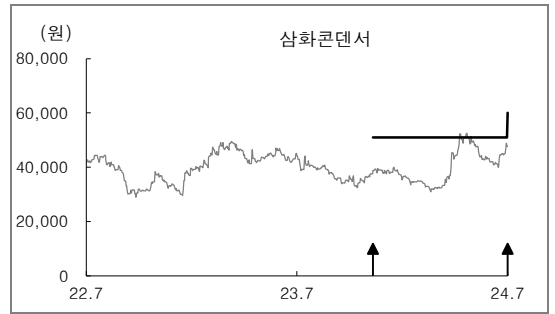
(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	177	211	239	306
현금 및 현금성자산	37	50	59	90
매출채권 및 기타채권	63	70	80	96
재고자산	37	42	46	55
기타유동자산	40	49	54	65
비유동자산	131	133	143	127
관계기업투자등	2	3	3	3
유형자산	100	101	111	94
무형자산	1	1	1	1
자산총계	308	344	383	433
유동부채	55	62	68	82
매입채무 및 기타채무	43	53	58	70
단기금융부채	5	1	1	1
기타유동부채	7	8	9	11
비유동부채	8	9	9	10
장기금융부채	4	3	3	3
기타비유동부채	4	6	6	7
부채총계	63	70	77	92
지배주주지분	243	272	303	338
자본금	10	10	10	10
자본잉여금	5	5	5	5
이익잉여금	219	241	272	308
비지배주주지분	2	2	2	3
자본총계	245	274	305	341

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	19.0	17.9	13.6	12.2
P/CF (x)	8.1	10.7	7.8	7.9
P/B (x)	1.6	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA (x)	7.5	8.2	6.3	5.7
EPS (원)	2,002	2,664	3,498	3,895
CFPS (원)	4,705	4,450	6,141	6,016
BPS (원)	23,561	26,278	29,283	32,684
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	24.5	18.4	14.0	12.6
배당수익률 (%)	1.3	1.0	1.0	1.0
매출액증가율 (%)	6.6	9.5	14.2	19.5
EBITDA증가율 (%)	-9.5	10.4	26.9	-1.0
조정영업이익증가율 (%)	-22.4	27.3	37.2	9.2
EPS증가율 (%)	-28.6	33.1	31.3	11.4
매출채권 회전율 (회)	4.9	4.7	4.8	4.9
재고자산 회전율 (회)	8.0	7.9	8.0	8.4
매입채무 회전율 (회)	7.9	7.0	6.8	7.1
ROA (%)	7.0	8.6	10.1	10.0
ROE (%)	8.9	10.7	12.7	12.6
ROIC (%)	11.9	15.2	19.4	20.5
부채비율 (%)	25.6	25.6	25.4	26.9
유동비율 (%)	323.7	343.1	350.4	374.7
순차입금/자기자본 (%)	-25.3	-31.7	-32.8	-41.2
조정영업이익/금융비용 (x)	45.1	113.0	171.3	181.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼화콘덴서 (001820)				
2024.07.18	매수	60,000	-	-
2023.11.28	매수	51,000	-21.79	2.94



* 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(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 30일 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.