

삼화전기 009470

탐방노트: 흔들리지 않는 성장 기대

전기전자/IT부품

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

[회사개요]

삼화전기는 1973년 설립, 1986년 코스피 시장에 상장한 전해콘덴서 단일품목 생산 기업. 전해콘덴서는 전해질을 유전체로 사용하는 콘덴서로 하이엔드(반도체, 자동차, 신재생 등)와 로우엔드(TV, 생활가전 등)로 시장이 구분. 삼화전기는 로우엔드 영역에서 중국 기업들과 경쟁하며 성장해 왔으나, 올해를 기점으로 반도체, 자동차, 신재생 영역의 하이엔드 콘덴서가 신규 성장 동력이 될 전망

[투자 포인트]

1) 데이터센터용 S-CAP 성장 시작

S-CAP은 전해콘덴서의 일종으로 일본 파나소닉의 탄탈 콘덴서를 대체하는 역할로 SSD에 탑재 중. SSD 내 S-CAP은 정전(전력이 끊어졌을 때)시 전력을 유지하는 역할을 담당. 국내 반도체 고객사와 2년간의 공동 개발 후 공급을 시작했으며 올해 고객사 확대에 의한 추가 증설을 완료. 기존 고객사 외 추가 고객사 확대 과정에서도 독점적인 지위를 유지

Q 측면에서 S-CAP은 AI 애플리케이션용 대용량 SSD에 대한 수요 급증과 함께 상승 추세에 진입. Trendforce는 AI용 수요 증가로 인해 3분기까지 eSSD의 공급 부족이 지속될 것으로 예상 중. 또한 S-CAP은 통상적으로 SSD 내 2~4개가 탑재되나, 최근 일부 고객사와는 최대 9개까지 들어가는 제품도 논의 중인 상황. P 측면에서 동사는 최근 고객사 요청으로 용량을 2배 늘린 S-CAP을 개발, 양산 테스트를 마무리. 또한 상용화 시점은 정해지지 않았으나 고객사 요청으로 액티브 냉각이 가능한 제품을 자체 개발 개발 후 테스트 진행 중. 결론적으로 동사의 S-CAP은 AI용 수요 증가 및 고용량화로 인한 구조적인 P,Q 성장 Cycle에 진입했다고 판단

2) 하이엔드 Hybrid-Cap 장착 완료

차량의 디지털화와 함께 자동차 내 다양한 종류의 콘덴서 탑재량이 증가 추세에 진입. 이 중 Hybrid Cap은 기존 전해콘덴서 대비 뛰어난 내구성으로 자동차 내 알루미늄 콘덴서나 MLCC로 대응 할 수 없는 영역에 사용되는 하이엔드 콘덴서. 현재 일본의 케미콘, 니치콘, 파나소닉, 선전자 4개업체가 과점하는 시장으로 2023년 기준 일본 업체 점유율은 90%로 추정. 동사의 경우 2017년 11월 개발 후 2019년 11월 첫 양산에 성공했으나 작년 기준 시장 내 점유율은 1% 안팎을 기록. 다만 올해 북미 신규 고객사와 7년간 약 5,600만발 공급 계약을 체결함에 따라 월 1,000만개 수준으로의 Capa 확대를 위한 증설을 진행 중. 또한 국내 고객사의 국산화 니즈에 맞춰 일부 소량 납품을 시작. 신규 고객사 확보 및 국산화에 대한 수혜 지속으로, 동사의 경우 현재 1% 안팎의 Hybrid-Cap 시장 내 점유율을 약 8%까지 확대할 계획

3) EDLC, 느리지만 확실한 성장 모멘텀 확보

EDLC(전기이중층커패시터)는 일반 전해콘덴서 대비 고용량의 제품으로 현재 풍력, 태양광 발전소 등 신재생 영역에 전력을 저장하는 역할로 사용. 방전 문제로 인한 자동차 내 탑재 실패로 성장세가 둔화되었으나 최근 에어컨 화재로 인해 유럽 에어컨 내 EDLC 신규 탑재가 의무화. 이로 인해 국내 가전 고객사의 유럽향 에어컨으로 3분기부터 납품을 시작. 시점은 알 수 없으나 북미, 아시아지역에서도 의무화가 진행될 경우 추가적인 매출 업사이드 존재

[실적 전망 및 결론]

2024년 매출액 2,401억원(+18.6% YoY), 영업이익 288억원(+267.1% YoY, OPM: 12.0%) 전망. 고부가제품 매출 확대에 이어 하반기도 양호한 실적 모멘텀이 지속될 전망. 다만 성과급 등 일회성 비용 이슈로 하반기 영업이익은 상반기 대비 소폭 둔화될 것으로 예상

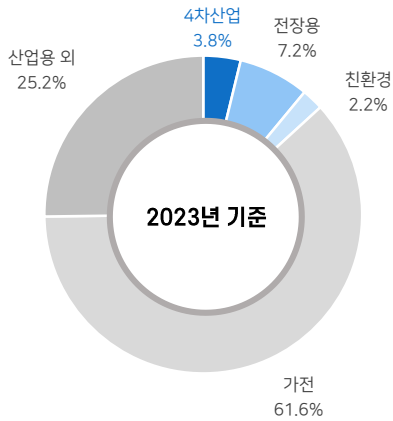
2025년 매출액 2,934억원(+22.2% YoY), 영업이익 403억원(+39.9% YoY)로 최대 실적 달성 예상. 1) S-CAP 신제품 출시와 Hybrid-CAP 공급 확대를 통한 고부가 제품의 매출 성장 2) 원재료인 알루미늄 호일 가격의 하락으로 인한 본업인 전해콘덴서의 안정적인 수익성 유지로 2025년 실적 상승의 가시성이 높다고 판단. 삼화전기 현 주가는 올해 고점 (2024년 6월 13일 84,100원) 대비 -51.7% 하락하며 당사 추정치 기준 2024년 PER 10.6배, 2025년 PER 7.5배에 거래 중. 사업체질 변화와 그로 인한 동사의 실적, 양적 성장성을 감안 시, 현 주가는 저평가 국면에 재진입했다고 판단. 밸류에이션 매력이 확보된 현 주가에서는 AI에 대한 투자 심리 개선 시, 구조적인 성장에 기반한 추세적인 주가 상승 기대

표1 삼화전기 실적 전망 (가이드스 참고)

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	247.1	239.1	202.5	240.1	293.4
YoY (%)	24.0%	-3.2%	-15.3%	18.6%	22.2%
기존 사업	231.3	212.1	189.5	206.1	226.8
S-CAP	11.1	18.8	6.0	22.5	35.0
Hybrid-Cap		2.4	2.6	5.0	23.5
EDLC	4.7	5.9	4.4	6.5	8.1
영업이익	21.8	13.7	7.8	28.8	40.3
YoY (%)	70.5%	-37.4%	-42.6%	267.1	39.9
영업이익률 (%)	8.8%	5.7%	3.9%	12.0%	13.7%
지배순이익	14.1	10.7	5.6	25.3	35.8
주식수(백만주)	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
EPS(원)	2,130	1,610	839	3,829	5,418

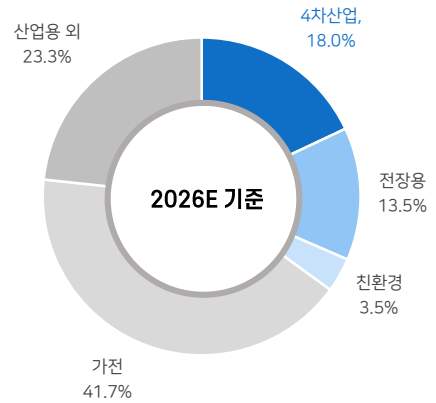
자료: 삼화전기, 메리츠증권 리서치센터

그림1 전방산업별 매출 비중 (2023년)



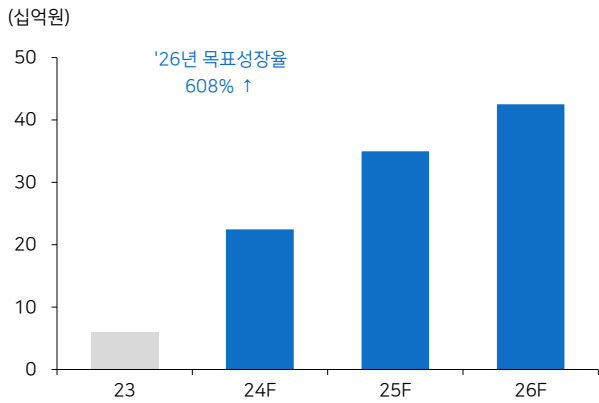
자료: 삼화전기, 메리츠증권 리서치센터

그림2 전방산업별 매출 비중 가이드언스 (2026년 예상)



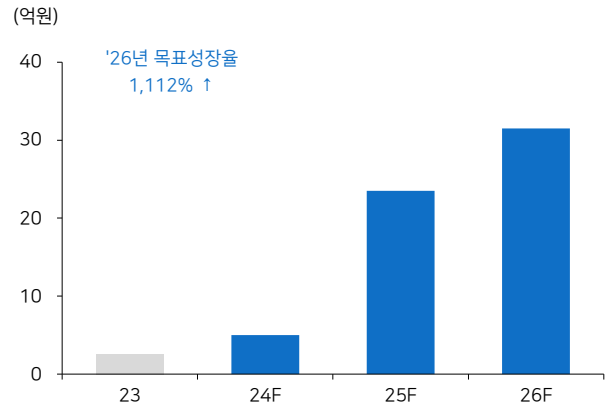
자료: 삼화전기, 메리츠증권 리서치센터

그림3 삼화전기 S-CAP 매출액 가이드언스



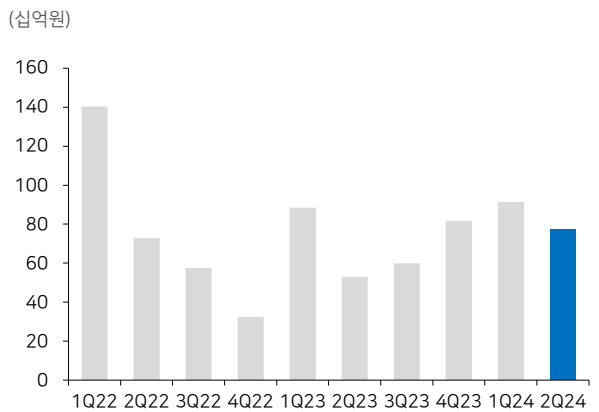
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 삼화전기 하이브리드 Cap 매출액 가이드언스



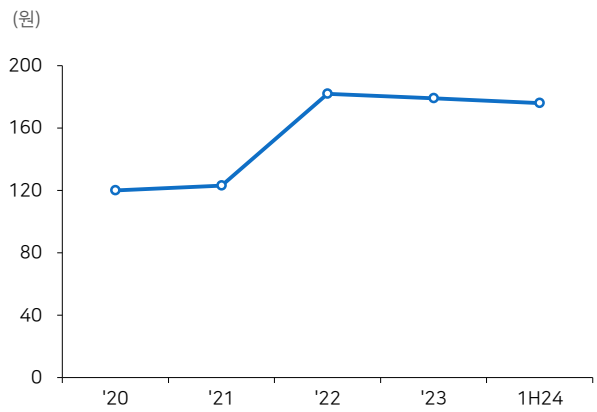
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 삼화전기 전해콘덴서 수주잔고 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 삼화전기 전해콘덴서 ASP 추이



자료: 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.