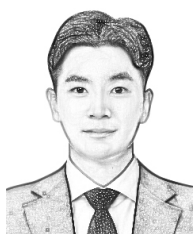


SK COMPANY Analysis



Analyst
이동주

natelee@sksec.co.kr
02-3773-9026

Company Data

자본금	10 십억원
발행주식수	1,040 만주
자사주	13 만주
액면가	1,000 원
시가총액	360 십억원
주요주주	
오영주(외3)	28.15%

외국인지분률	7.80%
배당수익률	1.40%

Stock Data

주가(22/11/14)	34,600 원
KOSPI	2474.65 pt
52주 Beta	1.36
52주 최고가	69,700 원
52주 최저가	29,000 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	13.4%	1.4%
6개월	-31.6%	-28.0%
12개월	-38.4%	-26.1%

삼화콘덴서 (001820/KS | 매수(유지) | T.P 50,000 원(하향))

비슷한 업황, 조금 다른 믹스

- 매출액 602 억원(QoQ -10.1%, YoY -14.4%), 영업이익 67 억원(QoQ -34.4%, YoY -48.9%) 기록. 시장 컨센서스 부합. 산업 및 전장향은 견조, IT 향 부진
- 재고 관리와 가동률 조정이 tight 하게 이루어져 4Q22 가동률이 개선될 여지
- 전방 비중도 40% 수준으로 IT 수요 둔화 우려에도 내년 실적 증익 가능할 전망
- MLCC 업황 회복 구간에서 상대적인 투자 매력도 높다고 판단

3Q22 Review

매출액 602 억원(QoQ -10.1%, YoY -14.4%), 영업이익 67 억원(QoQ -34.4%, YoY -48.9%) 기록. 시장 컨센서스 부합. 3분기 MLCC 매출액이 332 억원으로 전분기 대비 13% 감소하며 전자 수익성 하락을 견인. 산업 및 전장향 MLCC 향 출하는 견조했으나 가전, TV 등 IT 향 수요 위축 영향이 컸음

Tight 한 재고 관리 & 높은 전장 비중

주요 MLCC 업체의 실적 컨콜에서 언급되었듯이 4Q22 과 2023 년 수요 위축 우려 여전. 동사 역시 관련 IT 범용향 노출도가 적지 않아 관련 영향 불가피. 다만, 업계 재고 부담이 완화되고 있는 가운데 동사는 3Q22 재고 관리와 가동률 조정이 tight 하게 이루어져 4Q22 가동률이 전분기보다 개선될 여지. MLCC 전방 믹스도 전장 비중이 40% 수준에 달해 다른 업체 대비 실적 방어에도 유리. 전장 쪽 주요 고객사의 수주 동향도 상당히 우호적. 내년 주요 MLCC 업체의 실적 증익에 대한 의구심이 불거지고 있지만 동사의 실적 개선은 유효해 보임. DCLC 의 매출 성장세도 유지. 2023 년부터는 신규 고객사향 공급을 준비 중에 있어 이익 기여도 가능할 전망

투자의견 BUY 유지, 목표주가 5 만원으로 하향

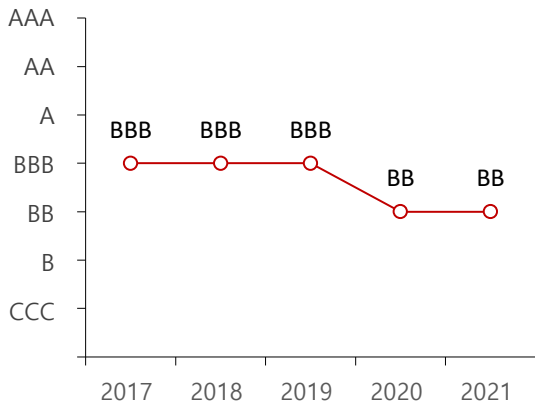
IT 수요 위축 우려 반영해 2023 년 매출액과 영업이익 각각 14%, 21% 하향 조정. Target PBR 2.1x 적용. 멀티플은 최근 7 년 내 최저 수준으로 주가 하방 압력 제한적. MLCC 업황 회복 구간에서 상대적인 투자 매력도 높다고 판단

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	십억원	255	243	262	259	281	324
yoy	%	-7.3	-4.7	8.1	-1.1	8.5	15.0
영업이익	십억원	37	27	33	32	38	49
yoy	%	-54.2	-27.3	22.4	-2.4	17.7	28.4
EBITDA	십억원	49	43	50	52	59	84
세전이익	십억원	36	27	36	35	41	52
순이익(지배주주)	십억원	30	23	28	27	31	39
영업이익률%	%	14.7	11.2	12.7	12.5	13.5	15.1
EBITDA%	%	19.4	17.6	19.2	19.9	21.1	26.0
순이익률	%	11.7	9.7	10.9	10.5	11.1	12.2
EPS(계속사업)	원	2,852	2,243	2,735	2,591	2,973	3,769
PER	배	18.3	29.4	22.0	13.4	11.6	9.2
PBR	배	3.6	3.9	3.1	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	배	10.9	15.6	11.8	5.9	5.0	3.3
ROE	%	21.2	14.3	15.2	12.7	13.2	14.9
순차입금	십억원	-10	-24	-37	-57	-65	-86
부채비율	%	39.6	34.4	32.7	29.1	28.1	27.5

ESG 하이라이트

삼화콘덴서의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
삼화콘덴서 종합 등급	BB	NA	NA
환경(Environment)	13.9	NA	NA
사회(Social)	48.4	NA	NA
지배구조(Governance)	48.2	NA	NA
<비교업체 종합 등급>			
삼성전기	AA	A-	64.0
아비코전자	#N/A	NA	NA
와이솔	BB	NA	NA
와이팜	#N/A	NA	NA
아모텍	BB	NA	NA

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 삼화콘덴서 ESG 평가

전반적으로 ESG 에 많은 관심과 적극적인 참여로 좋은 평가를 받고 있음

특히 환경 분야에 큰 관심. 환경 친화적인 제품을 통해 고객 만족, 환경 보전, 회사의 성장까지 도모. 주요 제품 중 하나인 DCLC(DC Link Capacitor)는 전력변환용 커패시터로 친환경차에서 채택. MLCC와 함께 회사 중장기 성장 도모를 위한 중요한 제품으로 인식하고 있으며 ESG 와도 부합

자료: SK 증권

삼화콘덴서의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

삼화콘덴서의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.01.13	환경 (Environment)	비테스코 테크놀로지스에 EV 핵심 부품인 전장용 커패시터(DCLC) 공급 업체로 선정

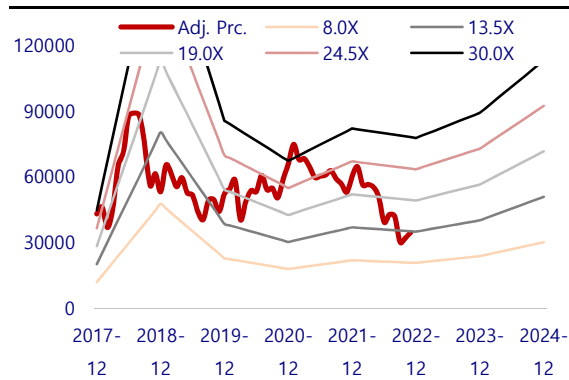
자료: 주요 언론사, SK 증권

삼화콘덴서 사업부별 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	68.5	67.0	60.2	63.6	72.4	70.9	67.0	71.0	254.4	242.5	262.2	259.3	281.4
QoQ	15.1%	-2.3%	-10.1%	5.7%	13.9%	-2.1%	-5.5%	5.8%					
YoY	8.3%	-3.1%	-14.4%	6.8%	5.7%	5.9%	11.4%	11.6%	-7.3%	-4.7%	8.1%	-1.1%	8.5%
MLCC	37.1	38.0	33.2	35.7	39.4	40.3	38.5	41.4	130.7	134.2	152.2	144.0	159.7
FC	5.1	8.7	7.7	6.0	5.2	8.8	7.7	6.1	32.7	26.8	22.5	27.5	27.7
DCLC	4.9	4.7	4.4	4.6	6.3	6.2	5.7	6.0	10.9	13.0	18.2	18.7	24.1
기타	21.3	15.5	15.0	17.3	21.5	15.7	15.1	17.5	80.1	68.5	69.3	69.1	69.8
영업이익	8.9	10.2	6.7	6.5	9.6	9.4	9.6	9.5	37.3	27.1	33.2	32.4	38.1
QoQ	945.7%	14.5%	-34.4%	-3.1%	47.1%	-1.9%	2.6%	-1.2%					
YoY	-1.1%	0.8%	-48.9%	662.1%	7.2%	-8.2%	43.5%	46.3%	-54.2%	-27.3%	22.4%	-2.4%	17.7%
영업이익률	13%	15%	11%	10%	13%	13%	14%	13%	15%	11%	13%	12%	14%

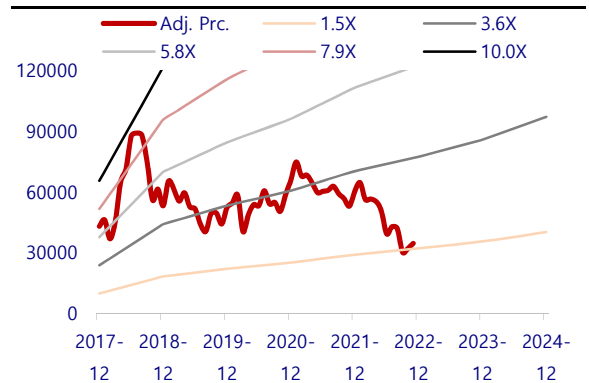
자료: 삼화콘덴서, SK 증권

12M Forward PER Band



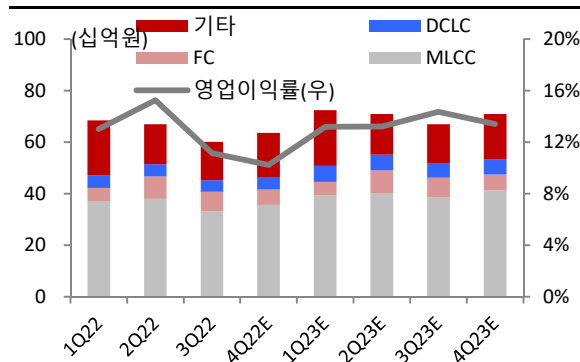
자료: 삼화콘덴서, SK 증권

12M Forward PBR Band



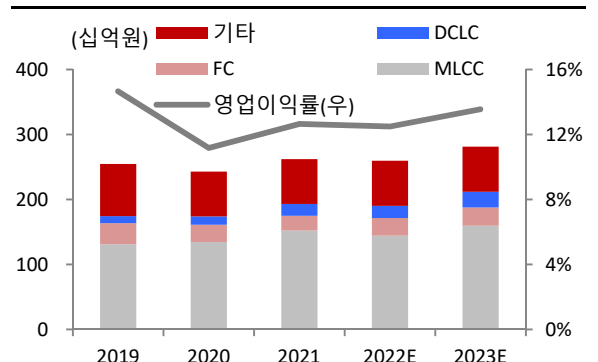
자료: 삼화콘덴서, SK 증권

분기별 실적 추이



자료: 삼화콘덴서, SK 증권

연간 실적 추이



자료: 삼화콘덴서, SK 증권

MLCC Valuation Table

년도	2022E(일본 03/23E)			2023E(일본 03/24E)		
	PER(x)	PBR(x)	ROE(%)	PER(x)	PBR(x)	ROE(%)
삼성전기	10.6	1.4	14.0	11.3	1.3	12.0
삼화콘덴서	13.3	1.6	12.8	11.5	1.4	13.2
Yageo	8.2	1.9	26.3	7.7	1.6	22.1
Walsin	8.6			9.0		
Murata	16.0	2.0	13.0	15.0	1.8	12.7
TDK	12.4	1.4	11.3	11.4	1.2	11.5
Taiyo Yuden	13.1	1.7	14.0	12.3	1.6	13.6

자료 : Bloomberg, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.11.15	매수	50,000원	6개월		
2022.04.19	매수	75,000원	6개월	-44.36%	-22.40%
2021.10.06	매수	88,000원	6개월	-29.44%	-9.66%
2021.06.29	매수	88,000원	6개월	-25.79%	-9.66%
2021.01.07	매수	88,000원	6개월	-23.45%	-9.66%
2020.11.17	매수	68,000원	6개월	-12.67%	1.76%



Compliance Notice

- 작성자(이동주)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 11월 15일 기준)

매수	94.35%	중립	5.65%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	120	148	171	191	228
현금및현금성자산	36	44	66	75	95
매출채권및기타채권	50	52	55	62	71
재고자산	25	40	43	48	55
비유동자산	115	121	117	127	129
장기금융자산	14	17	13	13	13
유형자산	90	94	93	100	100
무형자산	0	1	1	2	2
자산총계	235	269	288	317	358
유동부채	48	53	52	57	64
단기금융부채	13	12	8	8	8
매입채무 및 기타채무	28	31	33	37	42
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	12	14	13	13	13
장기금융부채	5	4	4	4	4
장기매입채무 및 기타채무	1	1	2	2	2
장기충당부채	1	1	1	1	1
부채총계	60	66	65	70	77
지배주주지분	174	202	222	246	278
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	5	5	5	5	5
기타자본구성요소	-1	-1	-1	-1	-1
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	152	177	199	225	259
비지배주주지분	1	1	1	2	2
자본총계	175	203	223	248	280
부채외자본총계	235	269	288	317	358

현금흐름표

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	32	35	38	41	61
당기순이익(손실)	23	29	27	31	39
비현금성항목등	23	29	28	28	45
유형자산감가상각비	15	17	19	21	35
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	4	4	-2	-5	-5
운전자본감소(증가)	-14	-18	-9	-8	-11
매출채권및기타채권의 감소(증가)	1	-3	-6	-6	-9
재고자산감소(증가)	-3	-15	-3	-5	-7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-6	3	2	4	5
기타	-7	-3	-3	0	0
법인세납부	-1	-4	-8	-11	-13
투자활동현금흐름	-11	-23	-11	-28	-35
금융자산감소(증가)	-4	-3	7	0	0
유형자산감소(증가)	-7	-19	-18	-28	-35
무형자산감소(증가)	0	-1	0	0	0
기타	0	0	1	1	1
재무활동현금흐름	-4	-4	-5	-5	-5
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	-1	-1	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-3	-3	-5	-5	-5
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	17	8	22	8	21
기초현금	19	36	44	66	75
기말현금	36	44	66	75	95
FCF	17	13	22	14	26

자료 : 삼화콘덴서, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	243	262	259	281	324
매출원가	191	203	201	210	236
매출총이익	51	59	59	72	87
매출총이익률 (%)	21.2	22.4	22.7	25.4	27.0
판매비와관리비	24	26	26	33	38
영업이익	27	33	32	38	49
영업이익률 (%)	11.2	12.7	12.5	13.5	15.1
비영업손익	0	3	3	3	3
순금융비용	0	0	0	0	-1
외환관련손익	-6	-2	-2	-2	-2
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	27	36	35	41	52
세전계속사업이익률 (%)	11.3	13.9	13.6	14.6	16.1
계속사업법인세	4	8	8	10	13
계속사업이익	23	29	27	31	39
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	23	29	27	31	39
순이익률 (%)	9.7	10.9	10.5	11.1	12.2
지배주주	23	28	27	31	39
지배주주귀속 순이익률(%)	9.62	10.84	10.39	10.98	12.11
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	24	31	26	30	38
지배주주	23	31	25	29	38
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	43	50	52	59	84

주요투자지표

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	-4.7	8.1	-1.1	8.5	15.0
영업이익	-27.3	22.4	-2.4	17.7	28.4
세전계속사업이익	-24.0	33.2	-3.2	16.4	26.6
EBITDA	-13.6	18.1	2.5	15.1	41.7
EPS(계속사업)	-21.4	21.9	-5.3	14.8	26.8
수익성 (%)					
ROE	14.3	15.2	12.7	13.2	14.9
ROA	10.4	11.4	9.7	10.3	11.7
EBITDA마진	17.6	19.2	19.9	21.1	26.0
안정성 (%)					
유동비율	250.8	280.8	328.6	334.6	354.9
부채비율	34.4	32.7	29.1	28.1	27.5
순차입금/자기자본	-13.6	-18.1	-25.5	-26.3	-30.6
EBITDA/이자비용(배)	101.9	105.0	145.7	174.5	247.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,243	2,735	2,591	2,973	3,769
BPS	16,709	19,400	21,343	23,669	26,790
CFPS	3,738	4,388	4,443	5,022	7,156
주당 현금배당금	300	500	500	500	500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	30.5	29.1	26.9	23.4	18.5
PER(최저)	15.4	19.4	11.2	9.8	7.7
PBR(최고)	4.1	4.1	3.3	2.9	2.6
PBR(최저)	2.1	2.7	1.4	1.2	1.1
PCR	17.6	13.7	7.8	6.9	4.8
EV/EBITDA(최고)	16.2	15.8	13.0	11.2	7.7
EV/EBITDA(최저)	7.9	10.3	4.8	4.1	2.6