

삼성SDI (006400)

2018. 09. 11

디스플레이

Analyst 정원석

(2122-9203) wschung@hi-ib.com

아직 보여줄 것이 많다

■ 중장기 성장 동력 확보한 동사에 대한 목표 주가 상향 조정

중장기적으로 가파른 성장세를 나타낼 동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하고 목표주가는 19년 예상 실적을 선반영하여 320,000원으로 상향 조정한다. 향후 동사는 ① 원재료 가격 하락 안정세에 따른 수익성 개선이 예상되고, ② 이제 시작에 불과한 전기차 시장의 가파른 성장과 ③ 19~20년 Softbank의 대규모 태양광 발전소 건설 Project 시행으로 ESS 시장에서 새로운 수주 기회가 열릴 것으로 전망되며, ④ 5G 시대가 도래하면서 통신 속도가 빨라지고 기기간 연결이 늘어나면서 Mobile 기기들의 전력 소모가 상승하게 되고, ⑤ 2020년부터 전기차용 원형 전지 출하가 본격화되면서 동사 실적에서 Cash cow 역할을 하고 있는 소형 이차전지 부문 실적도 지속 성장할 것으로 기대된다. 이를 토대로 당사는 동사의 자동차용 전지 매출액이 올해의 1.5조 원 수준에서 2020년에는 2.7조 원 규모로 빠르게 증가하면서 중대형 전지 부문의 가파른 성장을 견인할 것으로 추정하며, 2020년 소형 이차전지 부문 매출액은 18년의 4.1조 원 수준에서 약 25% 증가한 5.2조 원 규모까지 확대될 것으로 전망된다. 중장기적인 성장 동력을 확보하였다는 판단되는 바 동사에 대한 긍정적인 시각을 유지한다.

■ 3Q18 영업이익 2,100억원 기록하며 시장 기대치 상회 예상

동사 3Q18 실적은 각 사업부문의 계절적 성수기 진입과 우호적인 원-달러 환율 영향으로 매출액 2.6조 원 (YoY: +50%, QoQ: +14%), 영업이익 2,100억원 (YoY: +249%, QoQ: +37%)을 기록하며 전분기 대비 뚜렷한 이익 성장세를 나타낼 것으로 전망된다 (Consensus: 매출액 2.5조 원, 영업이익 1,845억원). 이를 반영하여 연간 영업이익 추정치도 기존 6,180억원에서 6,390억원으로 소폭 상향 조정하였다. 사업 부문별로 살펴보면 ① 주력 고객사들의 스마트폰 신제품 출시 효과로 폴리머 전지 출하가 급증하면서 소형 이차전지 매출이 전분기 대비 약 26% 증가하여 전사 영업이익 상승을 크게 이끌 것으로 판단된다. 또한 ② 중대형 전지 부문은 국내와 해외 지역의 상업용, 전력용 ESS 수요가 꾸준한 가운데 자동차용 전지 출하가 전분기 대비 약 10% 가량 확대되면서 지속적인 매출 성장을 나타낼 것으로 예상되며, ③ 전자재료 부문도 계절적 비수기를 벗어남에 따라 전방 고객사인 반도체, 디스플레이 업체들의 가동률이 상승하면서 점진적인 실적 개선세를 나타낼 것으로 추정된다.

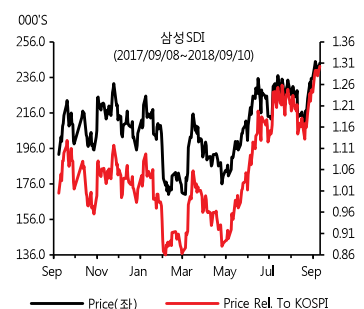
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	320,000원
종가(2018/09/10)	244,000원

Stock Indicator

자본금	357십억원
발행주식수	7,038만주
시가총액	16,938십억원
외국인지분율	38.5%
배당금(2017)	1,000원
EPS(2018E)	11,633원
BPS(2018E)	169,297원
ROE(2018E)	7.1%
52주 주가	170,000~245,000원
60일평균거래량	340,980주
60일평균거래대금	77.3십억원

Price Trend



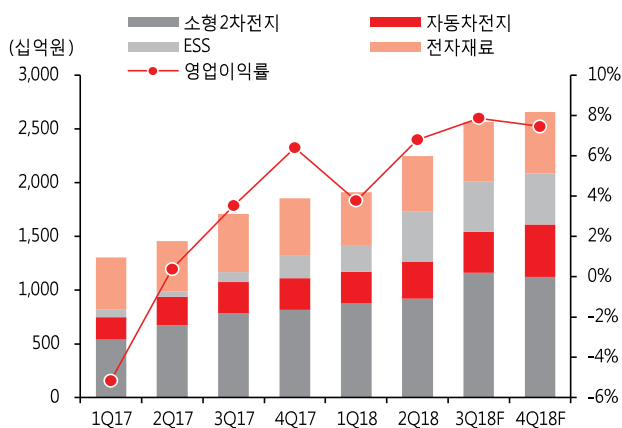
중장기적인 성장세 이어진다

3Q18 영업이익 2,100억원 기록하며 기대치 상회 예상

동사 3Q18 실적은 각 사업부문의 계절적 성수기 진입과 우호적인 원-달러 환율 영향으로 매출액 2,6조원 (YoY: +50%, QoQ: +14%), 영업이익 2,100억원 (YoY: +249%, QoQ: +37%)을 기록하며 전분기 대비 뚜렷한 이익 성장세를 나타낼 것으로 전망된다 (Consensus: 매출액 2,5조원, 영업이익 1,845억원). 이를 반영하여 연간 영업이익 추정치도 기존 6,180억원에서 6,390억원으로 소폭 상향 조정하였다 (<표1> 참조).

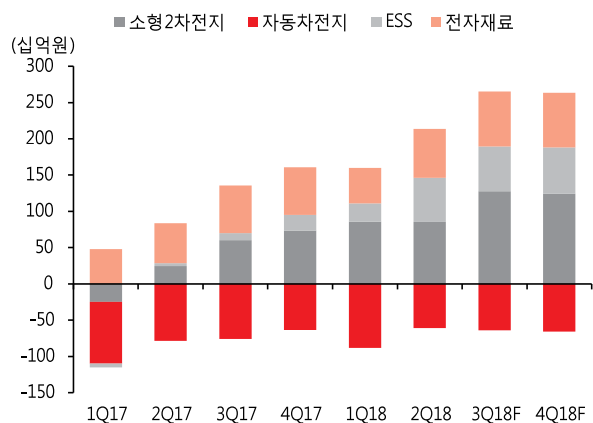
사업 부문별로 살펴보면 ① 주력 고객사들의 스마트폰 신제품 출시 효과로 폴리머 전지 출하가 급증하면서 소형 이차전지 매출이 전분기 대비 약 26% 증가하여 전사 영업이익 상승을 크게 이끌 것으로 판단된다. 또한 ② 중대형 전지 부문은 국내와 해외 지역의 상업용, 전력용 ESS 수요가 꾸준한 가운데 자동차용 전지 출하가 전분기 대비 약 10% 가량 확대되면서 지속적인 매출 성장을 나타낼 것으로 예상되며, ③ 전자재료 부문도 계절적 비수기를 벗어남에 따라 전방 고객사인 반도체, 디스플레이 업체들의 가동률이 상승하면서 점진적인 실적 개선세를 나타낼 것으로 추정된다.

〈그림1〉 삼성SDI 분기별 실적 추이 및 전망



자료: 하이투자증권

〈그림2〉 삼성SDI 사업부문 분기별 영업이익 추이 및 전망



자료: 하이투자증권

〈표1〉 삼성SDI 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	1,305	1,454	1,708	1,854	1,909	2,248	2,565	2,656	6,322	9,378	10,856
전지 사업부	823	988	1,169	1,319	1,419	1,729	2,011	2,087	4,300	7,239	8,537
소형2차전지	540	672	787	818	878	922	1,161	1,123	2,818	4,076	4,523
자동차전지	210	264	290	292	293	341	382	487	1,056	1,504	1,962
ESS	73	52	92	208	248	465	468	478	426	1,659	2,052
전자재료 사업부	481	466	539	536	490	519	554	568	2,020	2,131	2,319
YoY	1%	10%	32%	42%	46%	55%	50%	43%	22%	48%	16%
QoQ	0%	11%	17%	9%	3%	18%	14%	4%	-	-	-
영업이익	-67	5	60	119	72	153	210	205	117	639	841
전지 사업부	-115	-50	-6	32	23	86	132	128	-139	368	562
소형2차전지	-24	24	61	74	86	86	134	130	134	435	507
자동차전지	-85	-78	-76	-63	-88	-61	-64	-66	-303	-278	-226
ESS	-5	4	9	21	25	61	61	64	30	211	282
전자재료 사업부	48	55	66	66	49	67	78	77	236	271	298
YoY	적자지속	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	2696%	249%	73%	흑자전환	447%	31%
QoQ	적자지속	흑자전환	1001%	97%	-39%	112%	37%	-3%	-	-	-
영업이익률	-5%	0%	4%	6%	4%	7%	8%	8%	2%	7%	8%
전지 사업부	-14%	-5%	-1%	2%	2%	5%	7%	6%	-3%	5%	7%
소형2차전지	-4%	4%	8%	9%	10%	9%	12%	12%	5%	11%	11%
자동차전지	-41%	-30%	-26%	-22%	-30%	-18%	-17%	-14%	-29%	-19%	-12%
ESS	-7%	8%	10%	10%	10%	13%	13%	13%	7%	13%	14%
전자재료 사업부	10%	12%	12%	12%	10%	13%	14%	14%	12%	13%	13%
지분법 관련 손익	169	225	114	187	49	18	81	151	695	298	450
당기순이익	82	187	135	240	160	105	250	286	643	801	990
당기순이익률	6%	13%	8%	13%	8%	5%	10%	11%	10%	9%	9%
YoY	흑자전환	-80%	흑자전환	3017%	96%	-44%	86%	19%	205%	25%	24%
QoQ	960%	129%	-28%	78%	-33%	-35%	139%	14%	-	-	-

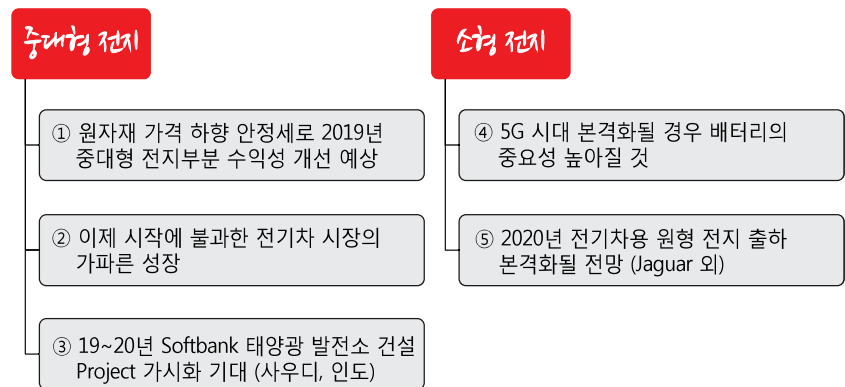
자료: 삼성SDI, 하이투자증권

중장기 성장세 보일 동사에 대한 긍정적 시각 유지

중장기적으로 가파른 성장세를 나타낼 동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하고 목표주가는 19년 예상 실적을 선반영하여 320,000원으로 상향 조정한다. 목표주가는 영업가치 20.0조원 (중대형 전지 12.5조원, 소형 이차전지+전자재료 7.5조원)과 지분법 가치 4.1조원 (삼성디스플레이 3.4조원, 투자유가증권 0.7조원)의 합산으로 산정하였다.

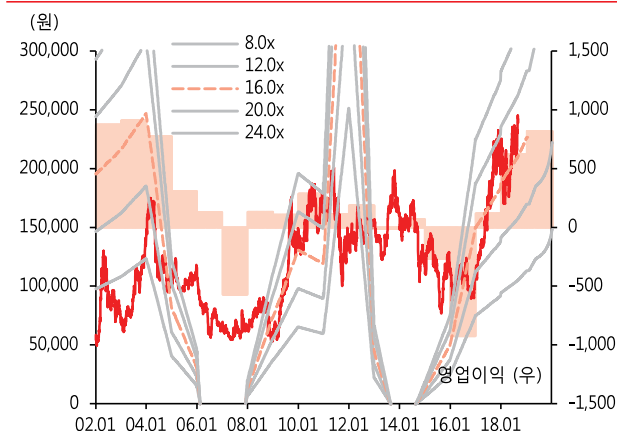
향후 동사는 ① 원재료 가격 하락 안정세에 따른 수익성 개선이 예상되고, ② 이제 시작에 불과한 전기차 시장의 가파른 성장과 ③ 19~20년 Softbank의 대규모 태양광 발전소 건설 Project 시행으로 ESS 시장에서 새로운 수주 기회가 열릴 것으로 전망되며, ④ 5G 시대가 도래하면서 통신 속도가 빨라지고 기기간 연결이 늘어나면서 Mobile 기기들의 전력 소모가 상승하게 되고, ⑤ 2020년부터 전기차용 원형 전지 출하가 본격화되면서 동사 실적에서 Cash cow 역할을 하고 있는 소형 이차전지 부문 실적도 지속 성장할 것으로 기대된다. 중장기적인 성장 동력을 확보하였다는 판단되는 바 동사에 대한 긍정적인 시각을 유지한다.

〈그림3〉 아직도 보여줄 것이 많은 삼성SDI의 성장 모멘텀



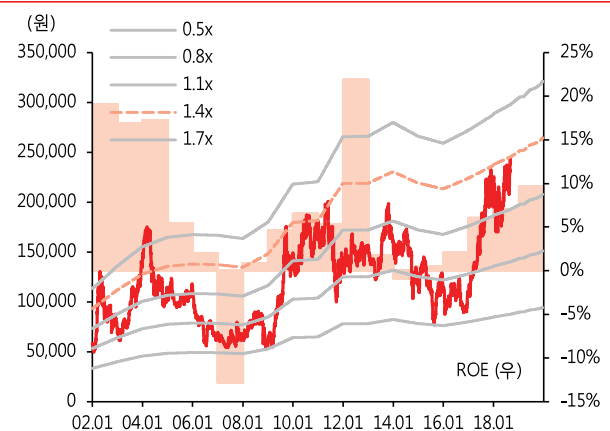
자료: 하이투자증권

〈그림4〉 삼성SDI 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

〈그림5〉 삼성SDI 12개월 Forward P/B Chart



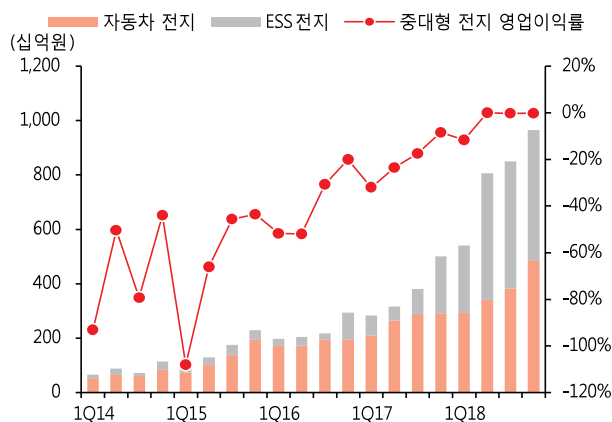
자료: 하이투자증권

〈표2〉 삼성SDI SOTP 방식을 활용한 목표주가 산출

SOTP(Sum Of the Parts) Valuation					
	구분	19년 예상 EBITDA	EV/EBITDA Target multiple	가치	비고
영업가치	삼성SDI	1,517	13.2 x	19,993	최근 3년간 Battery Peer group 평균
(십억원)	합계	1,517		19,993	(A)
	구분	금액	할인율	가치	비고
투자유가증권	상장주식	756	30%	529	전일 종가 기준
(십억원)	에스원	358			
	삼성엔지니어링	372			
	삼성중공업	20			
	아이마켓코리아	3			
	호텔신라	3			
	비상장주식	277	40%	166	2Q18 장부가 기준
	합계	1,033		696	(B)
	구분	장부가 기준	할인율	가치	비고
지분법주식(십억원)	삼성디스플레이	4,837	30%	3,386	2Q18 장부가 기준
순차입금(십억원)		2,130		2,130	2019년 예상 순차입금 (D)
기업가치(십억원)				21,945	(E)=(A)+(B)+(C)-(D)
주식수(천주)				68,765	우선주 제외
주당 기업가치(원)				319,126	(F)=(E)/주식수
목표 주가(원)				320,000	
현재 주가 (원)				244,000	18년 예상 실적 기준 P/B 1.4배
상승 여력				31.1%	

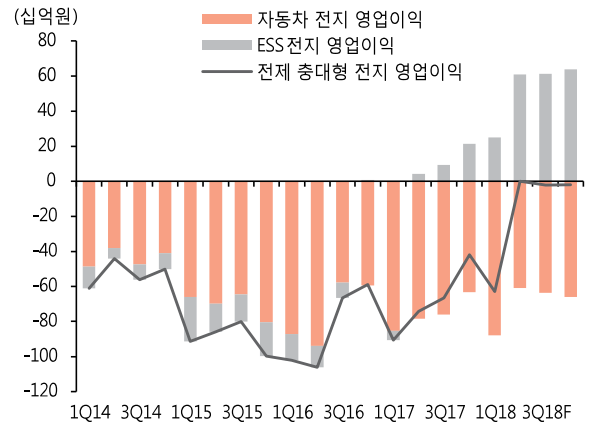
자료: 삼성SDI, 하이투자증권

〈그림6〉 삼성SDI 중대형 전지 분기별 실적 추이 및 전망



자료: 하이투자증권

〈그림7〉 삼성SDI 중대형 전지 분기별 영업이익 추이 및 전망



자료: 하이투자증권

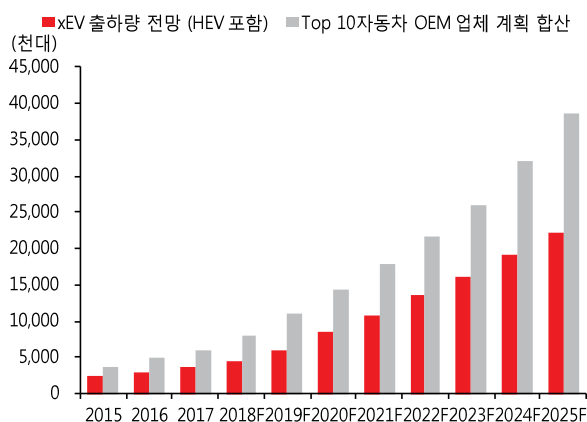
아직 보여줄 것이 많다

전기차 시장의 성장은 이제 시작일 뿐이다

주요 완성차 업체들은 전세계적으로 구체화되고 있는 각국 정부의 환경 규제안을 맞추기 위해 중장기적인 전기차 생산 계획을 발표하고 있다 (<표3> 참조). 그 예로 EU는 파리 기후협정을 통해 2020년 완성차 제조사별 평균 이산화탄소 배출량 95g/km, 2030년에는 67g/km 수준을 목표로 세웠으며 이를 초과할 경우 1g당 95유로 (약 125,000원) x 판매대수에 달하는 벌금을 부과할 예정이다. 미국은 2020년까지 평균 연비를 37mpg까지 달성하고 2025년에는 47mpg 이상으로 높이는 것을 목표로 하고 있다. 각 완성차 업체들은 기존의 내연기관 차량만으로는 각국 정부의 환경 규제안을 충족시키는 것이 불가능하기 때문에 전기차 비중을 늘릴 수밖에 없다.

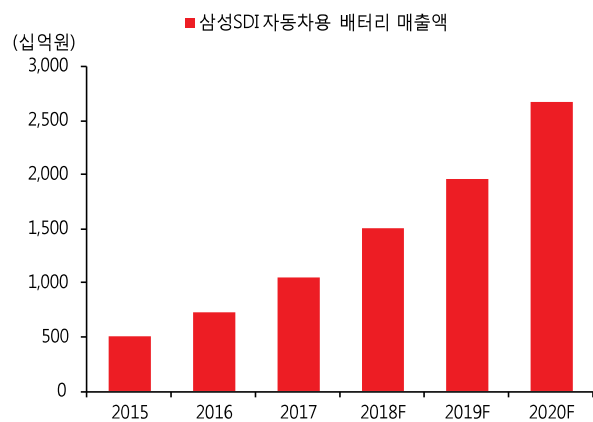
최근 발표된 주요 완성차 업체들의 전기차 생산 계획에 따르면 Top 10 업체들의 2025년 전기차 생산량 합산 규모는 약 3,870만대에 달할 것으로 파악된다 (<그림8> 참조). 향후 전기차 시장이 지난해 368만대 수준에서 2025년에 약 2,000만대까지 확대될 것이라는 시장조사기관들의 전망치가 공격적으로 비춰질 수 있으나 Top 10 완성차 업체들의 전기차 생산 계획 합산의 약 55% 수준에 불과하다는 점을 고려한다면 달성 불가능한 수치가 아니라고 판단된다. 이를 토대로 당사는 동사의 자동차용 배터리 매출액이 올해의 1.5조 원 수준에서 2020년에는 2.7조원 규모로 빠르게 증가하면서 중대형 전지 부문의 가파른 성장을 견인할 것으로 전망한다 (<그림9> 참조).

<그림8> 전세계 xEV 판매량 전망과 Top 10 완성차 업체 전기차 판매 계획 합산



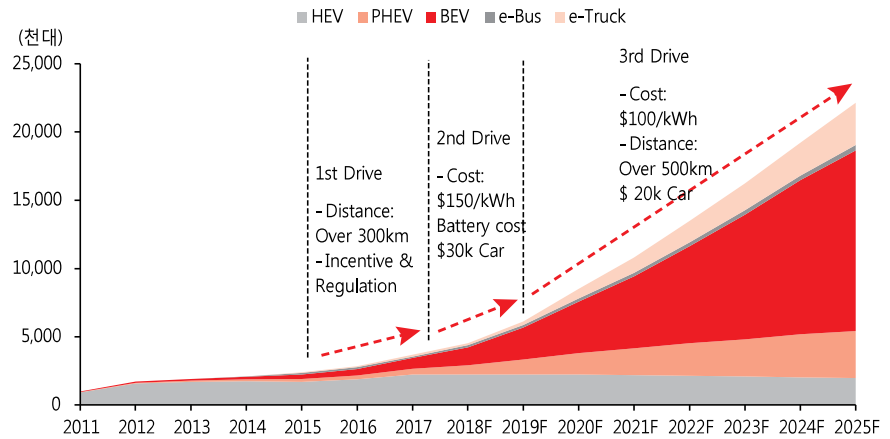
자료: SNEResearch, 하이투자증권

<그림9> 삼성SDI 중대형 전지 내 자동차용 전지 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 하이투자증권

〈그림10〉 전 세계 전기차 판매량 추이 및 전망



자료: SNEResearch, 하이투자증권

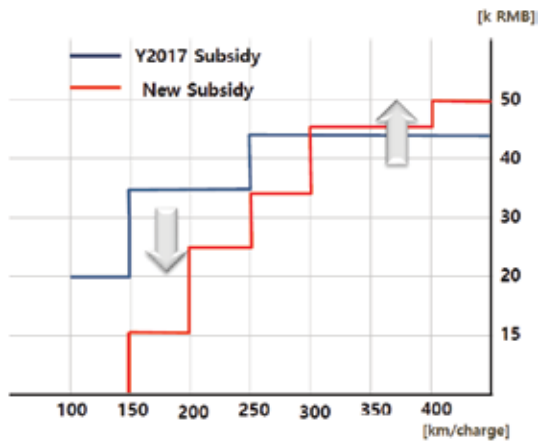
〈표3〉 주요 완성차 업체들의 전기차 생산 계획

업체명	주요 완성차 업체들의 전기차 생산 계획
	2019년 이후 생산되는 모든 자동차를 전기차 또는 하이브리드 자동차로 전환 첫 EV는 중국에서 생산할 계획이며 2019~2021년 사이에 5종의 BEV를 출시할 예정 2025년까지 100만대의 EV를 판매할 계획
	2025년까지 50종의 BEV와 30종의 PHEV를 합쳐 전체적으로 80종 이상의 새로운 전기차 제공 2025년까지 연간 200~300만대의 전기차 판매 목표
	2025년까지 25종의 전기차를 제공할 예정이며 그 중 12종은 완전 전기차로 공급 계획 전기차 판매량 목표는 전차 25% 수준인 80만대 예상
	2030년까지 전체 판매량의 25%를 EV로 채우고 나머지는 하이브리드 자동차로 전환 예정
	2022년까지 12종의 새로운 전기차 발표할 계획
	2020년까지 2종의 BEV 전기차 모델과 함께 2023년까지 또 다른 18종의 전기차 모델 추가 계획 2026년까지 100만대의 EV를 판매할 계획
	2020년까지 전 차종을 전기차 및 하이브리드 자동차로 전환 목표
	전기차와 배터리를 생산하기 위해 BAIC (JV Partner)와 함께 중국에 50억위안 투자 발표 이를 통해 2025년까지 전기차 판매 비중을 전체의 25% (70만대)로 끌어올릴 계획
	2020년까지 10종 이상의 EV 제공할 계획. 이를 통해 2025년까지 EV 100만대 판매 목표
	Ford와 중국 Zotye는 합작 투자 (50:50)를 통해 중국에 전기차 업체 설립
	2023년까지 Porsche 자동차의 50%를 전기차로 공급할 계획 Porsche의 첫 전기차인 Mission E는 2019~2020년 경 출시 예정

자료: 각사, Automotive, 하이투자증권

중국 전기차 보조금 정책 변화는 국내 업체에 긍정적

〈그림11〉 중국 전기차 보조금 정책 변화



자료: 업계, 하이투자증권

최근 중국 정부의 전기차 보조금 정책 변화와 배터리 및 기타 부품 업체들로 대금 지불을 연기하도록 지시하면서 중국 내 일부 배터리 업체들이 재정적인 어려움에 직면하면서 파산하거나 생산을 중단하는 움직임이 나타나고 있다. 이는 중국 정부가 지난 16년에 150여개까지 늘어나며 난립하고 있는 전기차 배터리 업체들 중 기술 경쟁력이 낮은 업체들은 퇴출시키려는 목적을 가지고 있다고 판단되는 바 중장기적으로 국내 배터리 업체에게 긍정적으로 작용할 수 있다. 지난 4일 언론에 따르면 중국 전기차 배터리 3위 (중국 내 전기차용 배터리 시장 누적 점유율 기준) 업체인 Optimum nano energy는 운영 자금 부족을 이유로 6개월간 생산 라인 가동을 일시 중단하기로 결정하였으며, Nanjing Yinlong New Energy도 경영난으로 지난달 생산 설비 시설이 압류 조치가 취해졌고 Roogrow는 지난달에 파산하였다고 발표하였다.

중국은 올해 새로운 보조금 정책을 시행함에 따라 주행거리 150km 미만인 순수 전기차는 보조금 대상에서 제외하였고, 주행거리 300km 이하 모델 보조금을 하향 조정하고 300km 이상 모델은 보조금을 상향 조정하였다. 따라서 기존 LFP 대비 1회 충전 주행거리를 늘릴 수 있는 삼원계 Li-ion 전지 채용이 늘어날 것으로 전망되어 지금까지 기술 경쟁력을 갖추고 있음에도 보조금 정책에 막혀 중국 시장 진입에 어려움을 겪고 있는 국내 업체들의 반사 수혜 가능성에 대해 주목할 필요가 있다. 특히 중국의 전기차 보조금이 사라질 것으로 예상되는 2020년에는 동사의 중국 시장 진입이 가시화될 가능성이 높다. 17년 중국 전기차 자동차 판매량 (HEV 포함)은 100만대를 돌파하였으며 그 중 BEV는 79.7만대를 기록하면서 최대 전기차 시장을 형성하고 있다. 중국은 정부 주도하에 BEV 판매량을 올해 100만대 수준에서 2020년에 150만대까지 빠르게 확대해 나갈 것을 목표로 하고 있어 동사의 중국 시장 진출 시 매출 확대에 긍정적이다.

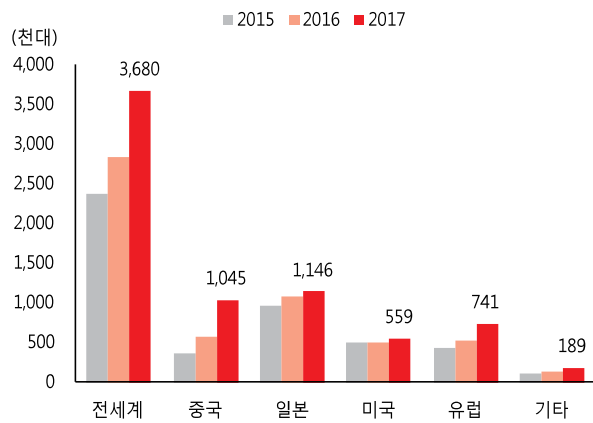
〈표4〉 중국 전기차 보조금 지급 기준 변경 내용

(단위 : 만위안)

구분	주행거리	2017년	과도기	2018년	과도기 변동폭(17년 대비)	2018년 변동폭(17년 대비)
순수 전기차 (BEV)	100km≤R<150km	2.0	1.4	0.0	-30%	-100%
	150km≤R<200km	3.6	2.5	1.5		-58%
	200km≤R<250km	3.6	2.5	2.4		-33%
	250km≤R<300km	4.4	3.1	3.4		-23%
	300km≤R<400km	4.4	3.1	4.5		2%
	R≥400km	4.4	3.1	5.0		14%
PHEV	R≥50km	2.4	1.7	2.2		-8%

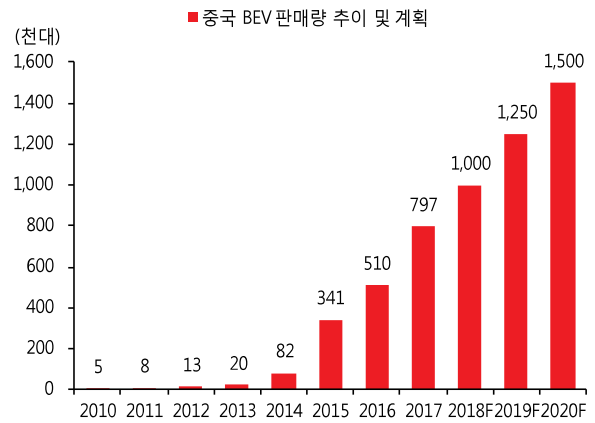
자료: 에너지경제연구원, 하이투자증권

〈그림11〉 주요 지역별 xEV (HEV 포함) 연간 판매량 추이



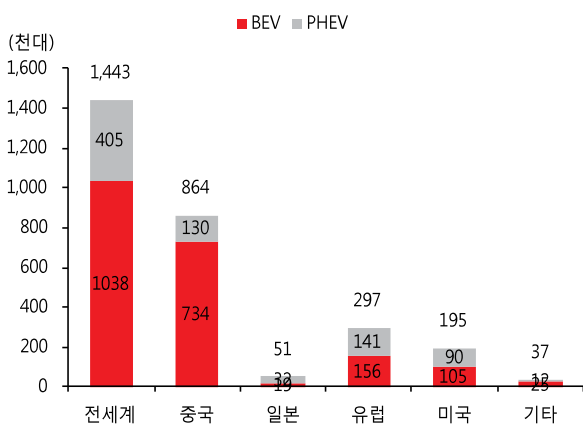
자료: SNEResearch, 하이투자증권

〈그림12〉 중국 연간 BEV 판매량 추이 및 계획



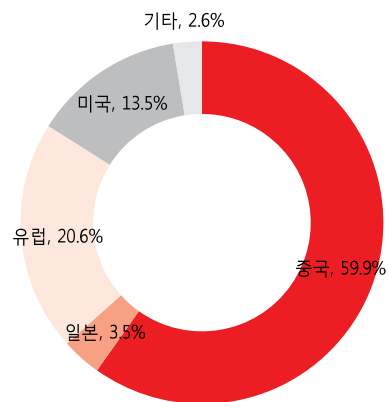
자료: SNEResearch, 하이투자증권

〈그림13〉 2017년 전세계 및 지역별 PHEV+BEV 판매량



자료: SNEResearch, 하이투자증권

〈그림14〉 2017년 지역별 PHEV+BEV 판매량 비중



자료: SNEResearch, 하이투자증권

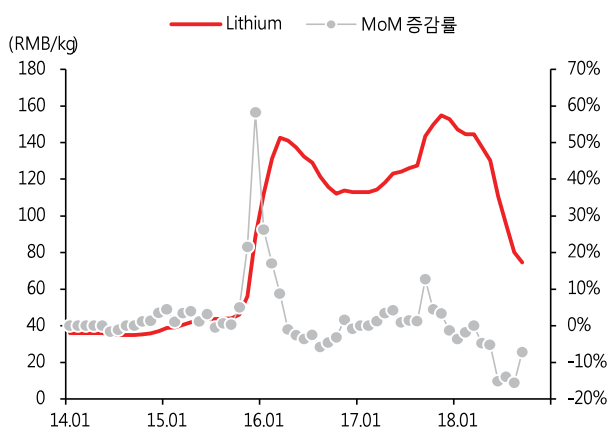
원재료 가격 하향 안정세로 19년 수익성 개선 기대

최근 배터리 시장의 가파른 성장으로 가격이 큰 폭으로 상승했던 리튬, 니켈, 코발트, 망간, 구리, 알루미늄 등 원재료 가격이 올해 하반기부터 점차 하향 안정세를 나타내고 있다. 특히 리튬, 코발트, 니켈, 구리 가격은 9월 기준 고점 대비 각각 52%, 30%, 17%, 17% 가량 하락하였다 (<그림15~17> 참조). 이 같은 배터리 원재료 가격의 하향 안정세는 전방 수요가 가파르게 증가하면서 각 업체들의 채굴량 확대 움직임이 나타나고 있고, 중국 전기차 보조금 정책 변화로 난립하던 중소 배터리 업체들이 자금난을 겪기 시작하면서 일부 생산 라인 가동이 중단된 것에 기인한 것으로 판단된다.

올해 하반기부터 시작된 원재료 가격 하락세는 국내 경쟁사 대비 이차전지 매출 비중이 큰 동사의 19년 실적 개선에 긍정적으로 작용할 가능성이 높다. 특히 지난 2017년 이전에 수주 받았던 자동차용 전지 공급분 상당수가 원재료 가격과 완성차 업체들에게 공급되는 배터리 가격 간 연동 계약 조건이 포함되어 있지 않아 이 물량이 마무리되는 시점인 2020년까지는 원재료 가격 변화가 동사 수익성에 미치는 영향이 상당히 클 수 있다.

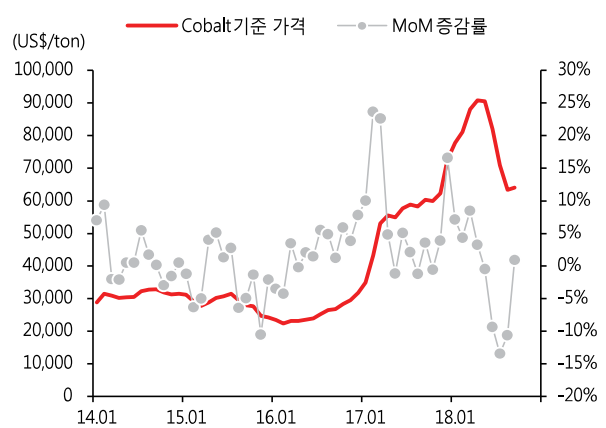
<표5>에서 보는 바와 같이 중대형 전지 생산 원가에서 차지하는 원재료 비중이 약 58% 수준으로 반도체, 디스플레이 등 다른 제조업 대비 높다. 이를 토대로 추정한 당사의 원재료 가격 변화에 따른 중대형 배터리 가격 민감도에 따르면 양극재와 음극재, 전해액 가격이 약 15%~30% 가량 하락할 경우 약 7% 가량 수익성이 개선되는 것으로 나타난다. 이를 감안할 때 19년 동사의 중대형 전지 부문 영업이익은 전년 대비 약 1,000억원 증가하여 연간으로 흑자 전환하면서 전사 이익 개선의 견인차 역할을 할 것으로 전망된다 (<그림 18,19> 참조).

<그림15> 리튬 가격 및 월간 증감률 추이



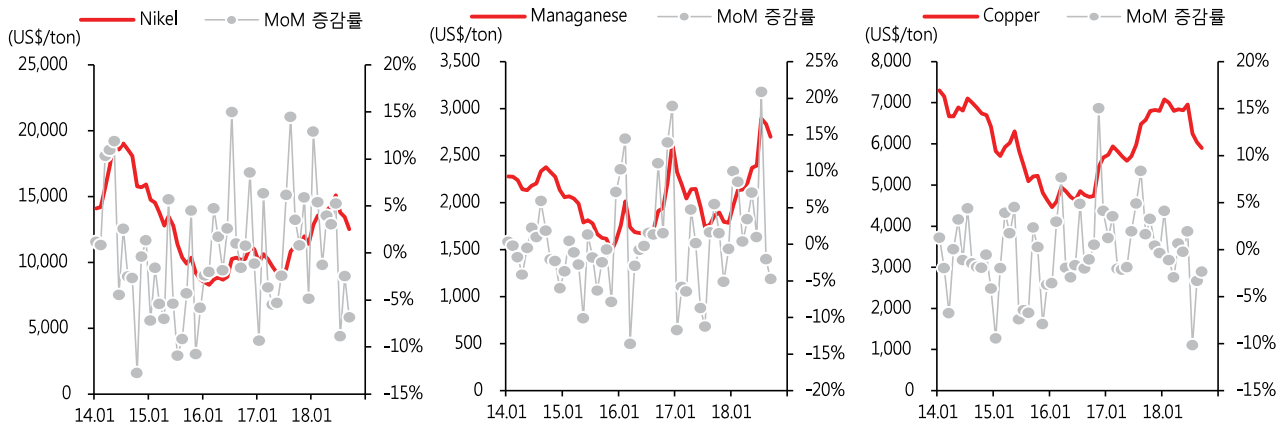
자료: 한국자원정보, 하이투자증권

<그림16> 코발트 가격 및 월간 증감률 추이



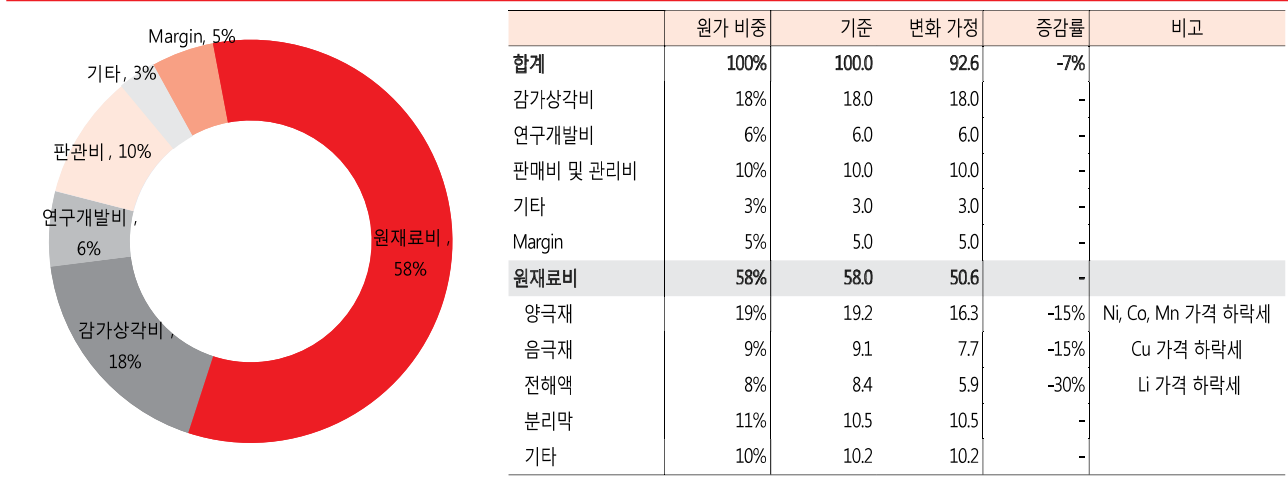
자료: 한국자원정보, 하이투자증권

〈그림17〉 니켈, 망간, 구리 가격 및 월간 증감률 추이



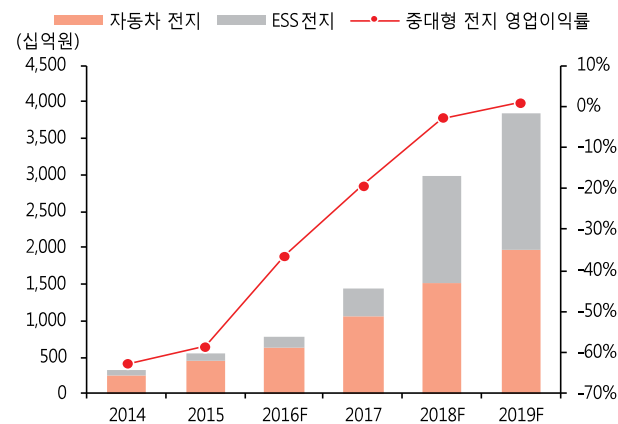
자료: 한국자원정보, 하이투자증권

〈표5〉 중대형 Li-ion 전지 원가 구조 및 원자재 가격 변화 민감도 추정



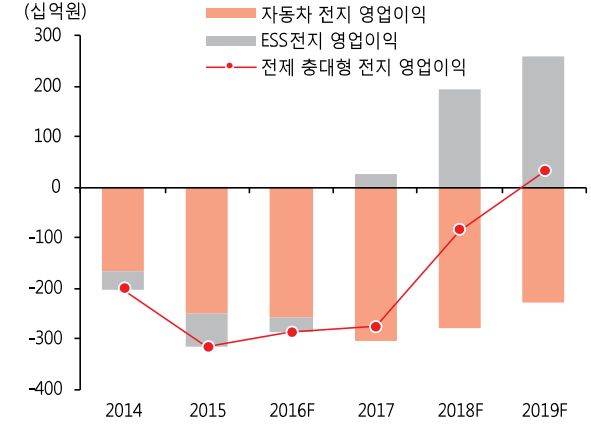
자료: 하이투자증권

〈그림18〉 삼성SDI 중대형 전지 연간 실적 추이 및 전망



자료: 하이투자증권

〈그림19〉 삼성SDI 중대형 전지 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 하이투자증권

19~20년 Softbank 태양광 Project가 시작된다

당사는 현재 Softbank가 계획 중인 대규모 태양광 발전소 건설 Project가 시작될 경우 경우 2019~2020년부터 동사 ESS 수주 확대에 큰 변화가 나타날 것으로 기대한다. 지난 3월, 일본 Softbank는 사우디아라비아에 2030년까지 200GW 규모의 세계 최대 태양광 발전소를 건설하기로 양해각서 (MOU)를 체결하였다. 이는 Softbank와 사우디아라비아가 공동으로 추진하는 것으로 2016년 기준 석유, 가스로 생산한 77KW보다 거의 3배에 달하는 용량의 대규모 Project이며 약 1,000억달러 (약 110조원)가 투입될 예정이다. 지난해 Softbank는 1,000억달러 규모로 세계 최대인 SoftBank Vision Fund를 설립하였으며 여기에는 사우디아라비아의 국유 자산인 사우디아라비아 공공 투자 기금 450억 달러가 투입되었는데 이번 태양광 Project에 펀드 자금 일부가 사용될 것으로 예상된다. 또한 최근 Softbank는 인도와 100GW 규모의 태양광 발전소 건설을 위한 협의도 진행 중인 것으로 알려졌다.

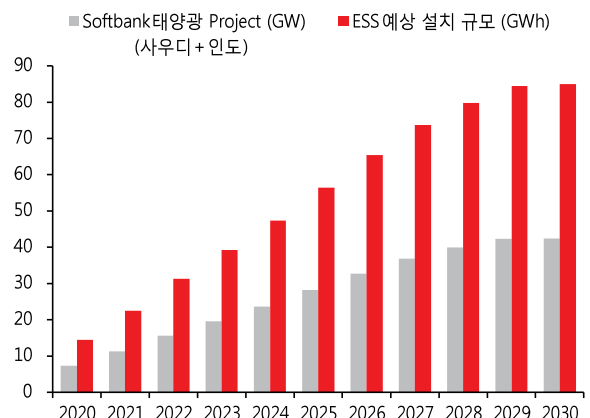
사우디아라비아와 인도, 두 지역에서 Softbank 태양광 발전소 건설 Project가 가시화된다면 전력 품질 안정화를 위해 ESS와 연계될 가능성이 상당히 높다. 따라서 현재 전세계 ESS 시장에서 점유율 약 40%로 1위를 차지하고 있는 동사의 신규 수주가 새롭게 창출될 것으로 예상된다. <표6>과 같이 해당 Project에서 설치되어야 하는 ESS 규모를 약 600GWh, 동사의 평균 수주 점유율을 31%로 가정시 2030년까지 약 38조원에 달하는 수주를 확보할 가능성이 존재한다. 특히 현재 ESS 부문 영업이익률이 약 10% 수준을 기록하고 있다는 점을 감안할 때 영업이익 규모는 약 3.8조원, 10년을 평균으로 할 때 연간 약 3,800억원 가량의 영업이익이 발생할 수 있는 것으로 추정된다. 이는 동사의 연간 전체 영업이익 규모를 생각한다면 상당히 큰 규모이며 현재 동사 주가에는 전혀 반영되어 있지 않은 것으로 판단되는 바 2019년을 기점으로 Softbank 태양광 Project가 가시화될 경우 주가의 상승 여력이 더욱 강화될 것으로 전망된다.

<그림20> Softbank-사우디 태양광 발전소 Project MOU 체결



자료: 언론, 하이투자증권

<그림21> Softbank 태양광 발전소와 ESS 예상 설치 규모 가정



자료: 하이투자증권

〈표6〉 Softbank 태양광 발전소 건설 Project에서 삼성SDI 점유율 30% 확보시 예상 수주 규모 Simulation

	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	합계
Softbank 태양광 Proj. (GW)	7.3	11.3	15.6	19.6	23.7	28.2	32.7	36.9	39.9	42.3	42.5	300
ESS 예상 설치 규모 (GWh)	14.5	22.5	31.3	39.2	47.4	56.5	65.5	73.7	79.8	84.5	85.0	600
삼성SDI 점유율 가정	40%	38%	37%	35%	34%	33%	31%	30%	29%	28%	27%	31%
삼성SDI 수주 규모 가정 (GWh)	6	9	12	14	16	18	21	22	23	23	23	186
ESS Module ASP (\$/KWh)	260	238	220	206	194	186	179	175	172	171	170	187
삼성SDI 예상 수주 금액 (백만\$)	1,513	2,058	2,536	2,856	3,130	3,420	3,674	3,872	3,964	4,008	3,850	34,881
삼성SDI 예상 수주 금액 (십억원)	1,664	2,264	2,789	3,141	3,443	3,762	4,042	4,260	4,360	4,409	4,235	38,369

자료: 하이투자증권

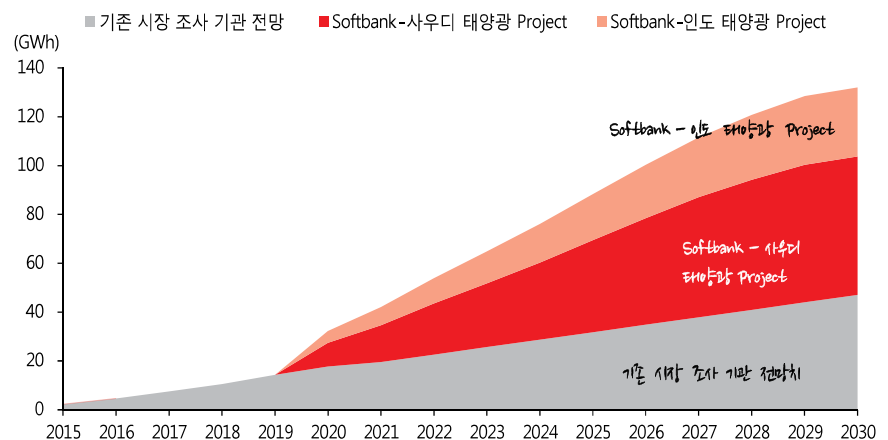
〈표7〉 ESS의 종류와 장점

ESS의 종류	용도	활용
Grid system ESS	신재생 에너지 도입에 따른 전력 품질 안정화	태양광, 풍력, 수력 발전소 등
무선 전원장치 (UPS)	어떤 상황에서도 전력이 중단되지 않도록 컴퓨터와 주변 장치에 전력 공급 조정	통신 회사, 데이터센터 등
거주/산업용 ESS	정전 피해 최소화	집, 공장 등

ESS의 장점
1. 신재생 (태양광, 풍력 등) 발전 시스템에서 생산되는 에너지가 불규칙적이라는 결함을 보완
2. 송전 및 배전망 시스템의 업그레이드 및 투자비 지출 대폭 절감 가능
3. Grid 시스템의 주파수 안정화
4. 일반 주택 및 상업용 시설의 에너지 비용을 절감
5. 신재생 에너지 자원에서 전력을 생산할 때 수반되는 제약을 최소화

자료: 삼성SDI, 하이투자증권

〈그림22〉 전세계 ESS 시장 규모 추이 및 전망 (기존 시장조사기관 전망치 대비)



자료: 하이투자증권

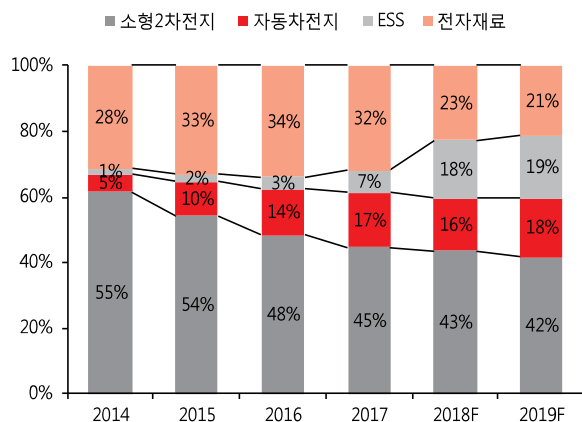
소형 전지 성장도 계속된다

Cash cow 역할 지속될 전망

향후 5G 기기 대중화와 원형 전지의 전기차 탑재 확대로 동사의 소형 이차전지 출하 용량이 증가할 경우 ASP 상승이 소형 이차전지 부문 매출 확대에 이어져 동사 실적 개선에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 2018년 기준 동사의 전체 매출액과 영업이익에서 소형 이차전지 부문이 차지하는 비중은 각각 44%, 68% 수준으로 전 사업부문에서 가장 높은 비중을 차지하는 것으로 추정되어 중요한 Cash cow 역할을 하고 있다 (<그림 23> 참조). 따라서 향후 동사가 실적 안정성을 확보하기 위해 소형 이차전지 부문 실적이 뒷받침되는 것이 중요하다.

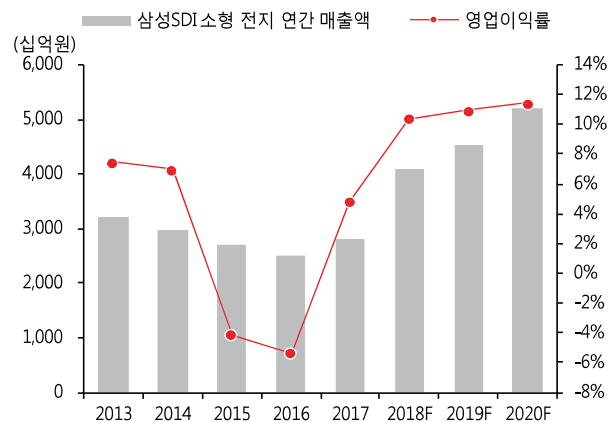
향후 5G가 상용화될 경우 Mobile 기기에서 배터리의 중요성이 부각될 전망이다. 5G 시대가 본격화될 경우 데이터 통신 속도가 빨라지고 기기간 연결이 늘어나면서 Mobile 기기들의 전력 소모가 상승하게 되기 때문이다. 삼성전자를 주력 고객사로 확보하고 있는 동사에게는 새로운 성장 기회이다. 또한 2020년부터 전기차용 원형 전지 출하가 본격화될 예정이다. 과거 IT 제품이나 전동 공구 등 Non-IT 제품에 주로 사용되던 원형 배터리는 Tesla가 전기차에 처음 적용하기 시작하였는데 동사는 기존 18650 규격 대비 Cell 당 용량이 커진 21700 규격 제품을 Jaguar에 공급할 계획이다. 이에 따라 2020년 동사의 소형 이차전지 부문 매출액은 18년의 4.1조원 수준에서 약 25% 증가한 5.2조원 규모까지 확대될 것으로 전망된다 (<그림 24> 참조).

<그림 23> 삼성SDI 사업부문별 매출 비중 추이 및 전망



자료: 하이투자증권

<그림 24> 삼성SDI 소형 전지 연간 매출액과 영업이익률 전망



자료: 하이투자증권

5G 상용화될 경우 배터리의 중요성 높아질 것

향후 5G가 상용화될 경우 Mobile 기기에서 배터리의 중요성이 부각될 전망이다. Qualcomm은 올해 초 CES 2018에서 5G용 Modem chip과 미래 Vision을 공개함과 동시에 19년부터 5G Modem 채택된 신형 스마트폰이 출시될 것으로 예상한 바 있다. 특히 5G 시대가 본격화될 경우 데이터 통신 속도가 빨라지고 기기간 연결이 늘어나면서 Mobile 기기들의 전력 소모가 상승하게 되기 때문에 배터리의 중요성을 강조하였다. 따라서 Mobile 기기에 채택되는 배터리 용량이 증가하게 되면 ASP 상승에 따른 매출 증가에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다.

이를 위해 주요 배터리 업체들은 가파른 전기차 시장의 성장뿐만 아니라 5G Mobile 기기 확대에 대응하기 위해 고출력, 에너지 밀도 향상 등 배터리 성능을 개선시키기 위한 다양한 차세대 기술 개발 진행 중이다. 그 중 도전재는 리튬 산화물의 전도성을 높이기 위한 물질로서 전극에 소량만 사용되지만 리튬 이차전지의 성능을 향상시키는데 매우 중요하다. 현재 도전재는 주로 Carbon black을 활용하고 있지만 이차전지 에너지 밀도와 충방전 수명을 개선할 수 있는 차세대 소재인 Carbon Graphite, CNT (Carbon nanotube), Graphene 등 새로운 물질들의 대체 가능성이 대두되고 있다. 또한 향후 5G 서비스가 본격 상용화될 경우 전기차 주행거리 확보가 급한 중대형 전지뿐만 아니라 Mobile 기기에 사용되는 소형 전지에서도 음극활 물질 내 실리콘 함량이 높아질 가능성 있다. 이차전지 실리콘 음극활 물질은 기존 음극재인 흑연 소재와 혼합하는 것으로 5~10%를 혼합했을 때 기존 100% 흑연 소재의 이차전지 배터리 대비 효율성이 약 30% 가량 향상되는 것으로 알려져 있다.

〈그림25〉 Qualcomm은 19년부터 5G 스마트폰 출시 예상



자료: Qualcomm, 하이투자증권

〈그림26〉 Qualcomm은 5G 시장을 선도할 것임을 강조



자료: Qualcomm, 하이투자증권

2020년 전기차용 원형 전지 출하 본격화

최근 언론에 따르면 동사는 Jaguar가 2020년 양산을 목표로 추진하는 전기차 Project에 원형 전지를 단독 공급하는 계약을 체결한 것으로 알려졌다. 초기 공급 물량은 연간 5GWh 이상 규모이며 기존 18650 규격 대비 Cell 당 용량이 커진 21700 규격 제품을 공급할 계획이다 (<그림28> 참조). 현재 삼성SDI 원형 전지 Capa.가 8,000만~9,000만 개/월 수준이라는 점을 감안할 때 약 1/3에 해당하는 규모이다. 이에 대응하기 위해 동사는 헝가리 공장에 원형 전지 신규 생산 라인을 건설할 계획이다.

이번 수주는 원형 배터리 수요처를 확대했다는 점에서 의미가 있다. 대표적인 전기차 생산 업체인 Tesla가 원형 전지를 선택한 가장 큰 이유는 가격 경쟁력이다. 표준화된 규격을 갖추고 있어 대량 생산이 용이하고 중대형 전지 대비 생산 원가가 낮기 때문이다. Tesla Model S에는 지름 18mm, 길이 65mm의 18650 규격 원형 전지가 약 7,000여개 탑재되고 있다.

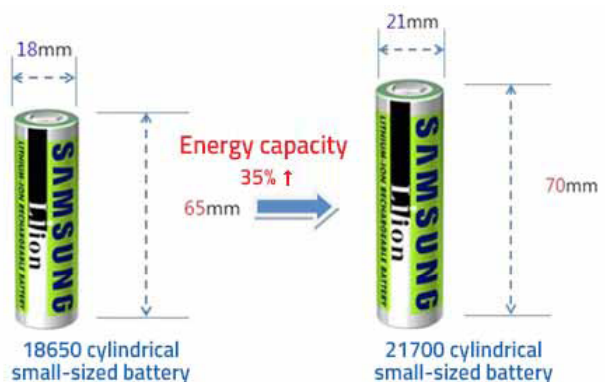
향후 Jaguar가 출시할 전기차가 Model S (75Kwh/대, 100kWh/대)와 유사한 사양을 갖췄다고 가정할 때 연간 5GWh의 공급 규모는 차량 대수로는 약 5만대, 원형 전지 출하량으로는 약 3억개 이상이 될 것으로 예상된다. 따라서 대당 약 \$10,000 수준으로 원형 전지 Cell이 공급될 경우 2020년부터 연간 약 5,500억원 규모의 원형 전지 매출이 발생할 수 있을 것으로 추정되어 동사 실적 증가에 긍정적인 것으로 전망된다.

<그림27> Jaguar의 SUV 전기차인 i-Pace Concept car



자료: Jaguar, 하이투자증권

<그림28> 18650과 21700 원형 전지 규격 비교



자료: 삼성SDI, 하이투자증권

Appendix.

〈표8〉 전세기 주요 Peergroup Valuation table

국가	업체명	주가	시가 총액	P/E (배)			P/B (배)			EV/EBITDA (배)			ROE (%)		
				2016	2017	2018F	2016	2017	2018F	2016	2017	2018F	2016	2017	2018F
한국	삼성SDI	215.6	14,824	135	20.8	22.6	0.6	1.0	1.4	10.1	22.1	15.2	2.0	5.9	6.4
	LG화학	310.5	21,919	17	18.7	13.4	1.4	1.5	1.5	17.3	7.2	6.2	8.6	11.6	11.5
해외	PANASONIC	11.5	28,164	14	22.1	14.5	1.6	2.2	1.8	4.5	6.7	5.3	10.1	9.9	12.7
	CATL	9.2	20,069	N/A	N/A	44.7	N/A	N/A	4.3	10.4	N/A	23.1	12.6	19.3	10.3
	BYD	5.7	16,561	34	24.5	28.1	3.3	2.6	1.8	15.4	13.3	10.7	12.7	8.3	7.2
	Guoxuan High Tech	1.9	2,206	43	25.9	16.7	9.8	6.7	1.7	40.8	21.3	11.0	29.7	13.8	10.1
	GS Yuasa	4.8	1,980	20	19.3	17.1	1.2	1.4	1.3	6.8	7.4	7.1	5.7	7.8	7.8
업종 평균				43.9	21.9	22.5	3.0	2.6	2.0	15.0	13.0	11.2	11.6	10.9	9.4

자료: Bloomberg, 하이투자증권

주: 18년 9월 10일 종가 기준

〈표9〉 전세기 주요 Peergroup 실적 table

국가	업체명	매출액			영업이익			순이익			순이익 증가율(%)		
		2016	2017	2018F	2016	2017	2018F	2016	2017	2018F	2016	2017	2018F
한국	삼성SDI	4,485	5,594	8,161	-799	104	518	189	582	661	297	207	13.6
	LG화학	17,815	22,739	25,160	1,718	2,591	2,401	1,105	1,721	1,742	8.4	55.8	1.2
해외	PANASONIC	63,578	67,933	72,723	1,850	2,483	3,279	1,377	1,382	1,883	-16.1	0.3	36.3
	CATL	2,224	2,948	3,887	484	523	555	429	575	447	190	33.8	-22.1
	BYD	15,354	15,207	18,512	1,174	1,227	1,108	761	602	574	69.3	-20.8	-4.8
	Guoxuan High Tech	712	709	908	173	158	124	155	124	128	66.9	-20.0	3.5
	GS Yuasa	3,048	3,327	3,863	183	214	215	75	113	119	-18.0	50.3	5.3

자료: Bloomberg, 하이투자증권

주: 18년 9월 10일 종가 기준

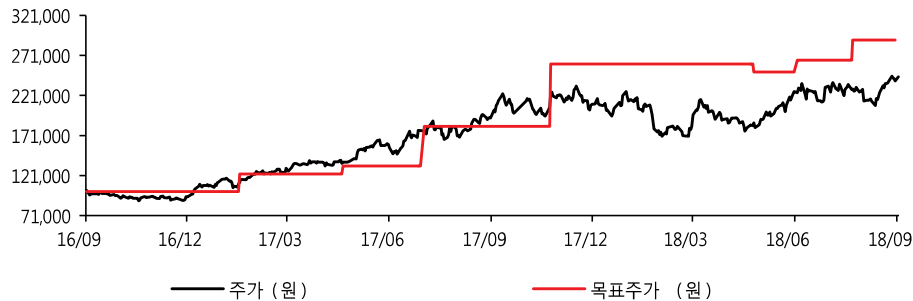
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
	(단위:십억원)					(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,605	3,570	4,215	5,358	매출액	6,322	9,378	10,856	13,640
현금 및 현금성자산	1,209	339	611	842	증가율(%)	21.5	48.3	15.8	25.6
단기금융자산	115	121	115	109	매출원가	5,152	7,479	8,625	10,695
매출채권	1,117	1,667	1,924	2,421	매출총이익	1,169	1,899	2,231	2,945
재고자산	967	1,306	1,427	1,846	판매비와관리비	1,000	1,175	1,296	1,651
비유동자산	12,146	13,386	14,508	15,309	연구개발비	53	84	94	102
유형자산	2,930	3,934	4,565	4,839	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	897	898	902	911	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	15,751	16,956	18,723	20,667	영업이익	117	639	841	1,192
유동부채	2,670	2,797	2,983	3,190	증가율(%)	-112.6	447.0	31.5	41.8
매입채무	1,215	1,381	1,540	1,776	영업이익률(%)	1.8	6.8	7.7	8.7
단기차입금	879	879	879	879	이자수익	18	6	10	13
유동성장기부채	311	311	311	311	이자비용	23	52	57	82
비유동부채	1,629	2,067	2,898	3,582	지분법이익(손실)	695	298	450	539
사채	100	400	1,000	1,500	기타영업외손익	13	40	27	33
장기차입금	266	466	666	866	세전계속사업이익	824	1,041	1,303	1,724
부채총계	4,299	4,863	5,881	6,772	법인세비용	181	239	313	431
지배주주지분	11,257	11,916	12,687	13,768	세전계속이익률(%)	13.0	11.1	12.0	12.6
자본금	357	357	357	357	당기순이익	643	801	990	1,293
자본잉여금	5,043	5,043	5,043	5,043	순이익률(%)	10.2	8.5	9.1	9.5
이익잉여금	5,601	6,352	7,297	8,552	지배주주귀속 순이익	657	819	1,012	1,322
기타자본항목	-345	-345	-345	-345	기타포괄이익	-6	-94	-174	-174
비지배주주지분	195	177	156	127	총포괄이익	637	708	817	1,120
자본총계	11,452	12,093	12,843	13,895	지배주주귀속총포괄이익	651	723	835	1,144

현금흐름표					주요투자지표				
	(단위:십억원)					(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-250	395	1,099	842	주당지표(원)				
당기순이익	643	801	990	1,293	EPS	9,338	11,633	14,378	18,778
유형자산감가상각비	369	496	620	725	BPS	159,945	169,297	180,259	195,619
무형자산상각비	91	69	56	41	CFPS	15,872	19,664	23,985	29,665
지분법관련손실(이익)	695	298	450	539	DPS	1,000	1,000	1,000	1,000
투자활동 현금흐름	89	134	-482	-85	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-957	-1,500	-1,250	-1,000	PER	21.9	21.0	17.0	13.0
무형자산의 처분(취득)	15	-70	-60	-50	PBR	1.3	1.4	1.4	1.2
금융상품의 증감	-818	-864	266	225	PCR	12.9	12.4	10.2	8.2
재무활동 현금흐름	353	436	736	636	EV/EBITDA	25.0	15.4	12.6	10.0
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	1	-	-	-	ROE	6.0	7.1	8.2	10.0
자본의증감	-94	437	831	684	EBITDA이익률	9.1	12.8	14.0	14.4
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	37.5	40.2	45.8	48.7
현금및현금성자산의증감	197	-870	272	231	순부채비율	2.0	13.2	16.6	18.7
기초현금및현금성자산	1,012	1,209	339	611	매출채권회전율(x)	6.2	6.7	6.0	6.3
기말현금및현금성자산	1,209	339	611	842	재고자산회전율(x)	7.5	8.3	7.9	8.3

자료 : 삼성SDI, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(삼성SDI)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-01-25	Hold	123,000	6개월	6.1%	13.8%
2017-04-28	Hold	133,000	6개월	19.3%	33.1%
2017-07-10	Hold	182,000	1년	5.6%	22.5%
2017-11-01	Buy	260,000	1년	-22.9%	-10.6%
2018-05-03	Buy	250,000	1년	-19.0%	-9.8%
2018-06-11	Buy	265,000	1년	-14.7%	-10.6%
2018-07-31	Buy	290,000	1년	-21.5%	-15.5%
2018-09-11	Buy	320,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 - ▶금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
 - ▶당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
 - ▶회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
 - ▶당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- (작성자 : 정원석)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9%	6.1%	-