

삼성SDI

BUY(상향)

006400 기업분석 | 전기전자

목표주가(상향)	320,000원	현재주가(09/11)	249,500원	Up/Downside	+28.3%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2018. 09. 12

마지막 보수론자의 반성

Action

투자의견 BUY, 목표주가 320,000원으로 상향 조정: EV용 배터리로 수익을 내기가 쉽지 않고 전기차 배터리에 대한 시장의 전망이 너무 장미빛 일색이라는 점은 예상과 유사했지만, 1) 소형 2차전지가 원형의 소티지, 폴리머의 포지션 강화로 재차 전성기로 들어서고 있고, 2) 중대형 전지에서 EV용 배터리 손실을 ESS용으로 충분히 커버하고 있으며, 3) 가치를 제대로 인정할 수 없다는 우리 논리와 달리 시장은 삼성디스플레이 가치를 후하게 주고 있다. 결과적으로 삼성SDI 주가는 올해 들어 주가가 22% 상승하는 등 우리의 주가 전망이 틀렸음을 반성한다. 소형 2차전지의 기대 이상의 수익성을 반영하며 18년 19년 영업이익을 각각 7.0%, 11.8% 상향 조정하며, 목표주가는 Sum of Parts 방식을 활용한 320,000원으로 제시한다.

Comment

일부는 전망과 유사하게: 예상대로 EV용 배터리는 계속되는 투자와 이어지는 고정비 부담, 단가 인하 압력, 빅모델의 부재 등으로 흑자 전환 시점을 설불리 예견하기 힘들다. 우리는 19년에도 매출액은 40%남짓 증가하는 반면, 1천억원 이상의 적자를 예상하고 있다. 성장성 확보를 위해서 부담되는 전사 Capex 2조원 이상이 몇 년간 계속 지속되어야 한다.

하지만 전망과 다른 게 더 컸고, 주가는 그 힘에 움직였다: 소형 2차전지와 ESS가 EV의 손실과 부담을 충분히 상쇄한다는 점을 간과했다. 소형 2차전지는 전사 매출의 44%, 영업이익의 70% 비중으로 제 2의 전성기에 접어들었다. ESS는 올해 급증, 내년 안정 단계로 접어들면서 중대형전지 전체를 19년에 흑자 단계로 진입 시킬 것이다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)		Stock Data	
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	170,000/249,500원	
매출액	5,201	6,322	9,276	10,848	12,572	KOSDAQ /KOSPI	820/2,283pt	
(증가율)	5.0	21.5	46.7	16.9	15.9	시가총액	171,568억원	
영업이익	-926	117	653	973	1,176	60일-평균거래량	338,447	
(증가율)	적지	흑전	458.8	49.0	20.8	외국인자본율	38.6%	
자배주주순이익	219	657	873	1,262	1,493	60일-외국인자본율변동주이	-1.6%p	
EPS	3,168	9,536	12,672	18,330	21,689	주요주주	삼성전자 외 7 인 20.7%	
PER (H/L)	39.3/27.6	24.5/10.7	19.7	13.6	11.5	(천원)		
PBR (H/L)	0.8/0.6	1.5/0.6	1.5	1.3	1.2	500	(pt)	
EV/EBITDA (H/L)	NA/NA	28.7/13.5	14.8	11.7	10.7	0	200	
영업이익률	-17.8	1.8	7.0	9.0	9.4	0	0	
ROE	2.0	6.0	7.5	10.0	10.7	17/09 17/12 18/04 18/07	주가상승률	
								1M 3M 12M
								절대기준 16.9 11.4 23.2
								상대기준 16.8 20.5 27.3

투자의견 BUY, 목표주가 320,000원으로 상향 조정

- 1) 소형 2차전지
재차 전성기,
2) EV용 손실을
ESS로 상쇄, 3)
삼성디스플레이
가치 인식의
차이

업계에서 삼성SDI에 대해 보수적인 투자의견을 견지한 하우스는 우리 말고 거의 없다. EV용 배터리로 수익을 내기가 쉽지 않고 전기차 배터리에 대한 시장의 전망이 너무 장미빛 일색이라는 점으로 계속 Hold를 유지했고 이 전망은 예상과 크게 다르지 않았다. 하지만 1) 소형 2차전지가 원형의 쇼티지, 폴리머의 포지션 강화로 재차 전성기로 들어서고 있고, 2) 중대형 전지에서 EV용 배터리 손실을 ESS용으로 충분히 커버하고 있으며, 3) 지분법평가이익이 장부상 이익이고 쉽게 팔 수 없는 지분이어서 가치를 제대로 인정할 수 없다는 우리 논리와 달리 시장은 삼성디스플레이 가치를 후하게 주고 있다. 결과적으로 삼성SDI 주가는 올해 들어 주가가 22% 상승하는 등 우리의 주가 전망이 틀렸음을 반성한다. 비록 우리의 Top pick이었던 삼성전기가 YTD로 53% 상승하여 삼성SDI 대비 훨씬 Outperform 했지만 절대 주가 전망은 틀렸음을 인정해야겠고, ‘이제서야’라는 비난을 겸허히 수용한다. 소형 2차전지의 기대 이상의 수익성을 반영하며 18년, 19년 영업이익을 각각 7.0%, 11.8% 상향 조정하며, 목표주가는 Sum of Parts 방식을 활용한 320,000원으로 제시한다.

도표 1. 삼성SDI 실적 상향 조정

(단위: 십억원, %)

	18E			19E		
	수정후	수정전	%ch	수정후	수정전	%ch
매출액	9,276	9,106	1.9	10,848	10,654	1.8
영업이익	653	611	7.0	974	871	11.8

자료: DB금융투자

도표 2. 삼성SDI 목표주가 320,000원으로 제시

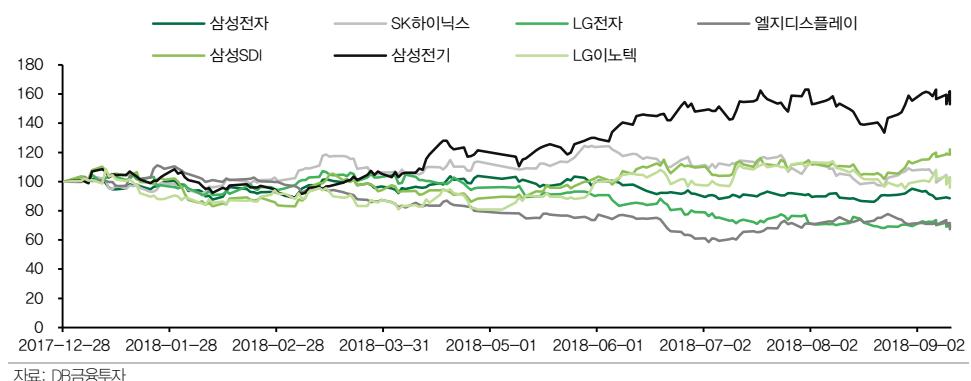
(단위: 십억원)

	영업이익	EBITDA	적용배수 (X)	적정가치	적용 배수의 근거
전자재료	287.5	448.8	6.0	2,692.9	주요 전자재료 회사의 평균
에너지	686.0	1,166.9	12.0	14,003.1	참고: CATL 19.4배
SDI 고유의 영업가치				16,696.0	
SDC가치 (15.2%)				6,256.3	2Q18 SDC 보유지분 장부가액
SDI 보유 지분 가치				439.4	시가, 장부가액의 50% 할인
SDI의 EV				23,391.7	
순부채				740.1	2018년 2분기 연결기준 순부채
SDI의 자기자본가치				22,651.6	
주식수 (백만주)				70.4	우선주 포함
적정주가 (원)				321,834	

자료: DB금융투자

주: 2019년 실적 기준

도표 3. 대형 IT업체 18년 YTD 주가 수익률



예상대로 EV용 배터리는 돈 벌기 힘들다

Capex 부담과
고정비, 단가
인하 압력,
빅모델의 부재를
어떻게 극복

예상대로 EV용 배터리는 계속되는 투자와 이어지는 고정비 부담, 단가 인하 압력, 빅모델의 부재 등으로 흑자 전환 시점을 설불리 예견하기 힘들다. 우리는 19년에도 매출액은 40%남짓 증가하는 반면, 1천억 원 이상의 적자를 예상하고 있다. 성장성 확보를 위해서 부담되는 전사 Capex 2조원 이상이 몇 년간 계속 지속되어야 한다. 하지만 BMW i3의 3세대 버전은 드라이빙 레인지가 300km 정도로 늘면서 배터리 용량이 커지고 모델당 판매량이 커서 4Q18부터는 실적에 보탬이 될 것이다.

도표 4. 높은 Capex는 부담이 될 수 밖에

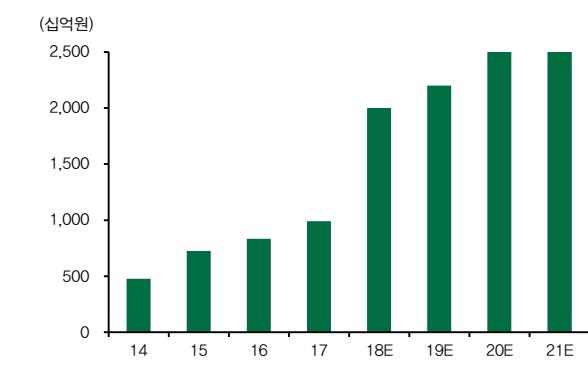
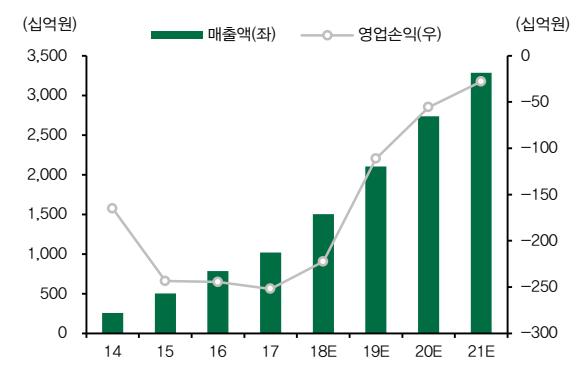


도표 5. 삼성SDI EV용 배터리 실적 전망



원재료 하락의
lagging 효과
기대

그나마 EV용 배터리 주 원재료의 최근 가격 하락은 긍정적이다. 이 원재료를 장기 공급 계약으로 조달하기 때문에 당장 실적에 큰 영향을 주지 않겠지만 lagging 효과가 있어 시간을 두고 실적의 플러스 요인으로 작용할 것이다. 물론 최근 수주 물량은 원재료에 연동되는 구조여서 변동성은 점차 완화되는 국면이다. 리튬 2차전자는 리튬과 각 금속 물질의 산화물을 양극재로 적용하는데 양극재의 종류에 따라 니켈, 코발트, 망간, 알루미늄 등이 적용된다. 테슬라의 모델 S 기준으로 차량 한 대에 리튬 7.7kg, 니켈 53.5kg, 코발트 10kg, 구리 26.6kg, 알루미늄 12.3kg이 쓰이는 것으로 알려져 있으며 BMW i3 2세대의 경우 리튬은 모델S 대비 덜 쓰고, 코발트는 더 쓴다.

도표 6. 주요 전기차에 쓰이는 원자료의 양

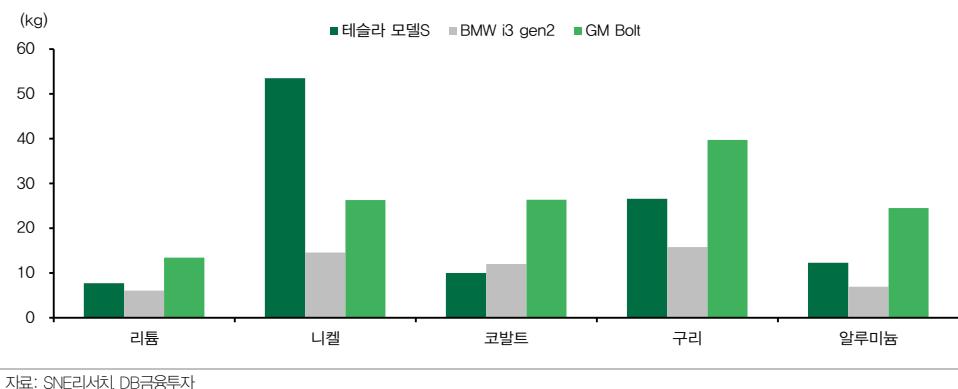
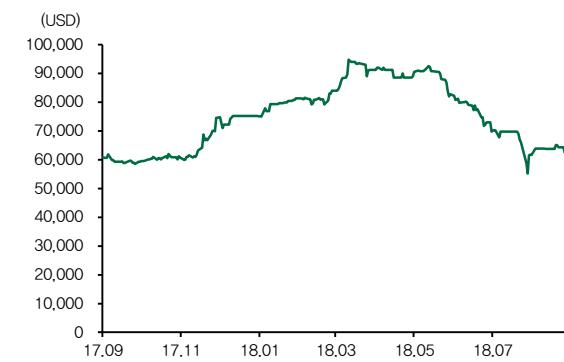
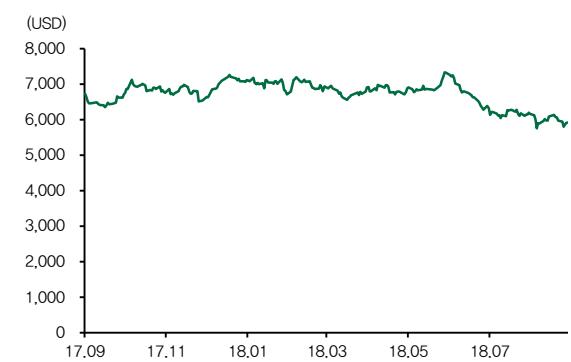


도표 7. 코발트 가격 추이



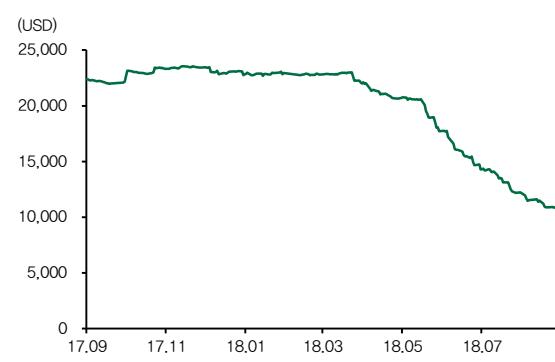
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 8. 구리 가격 추이



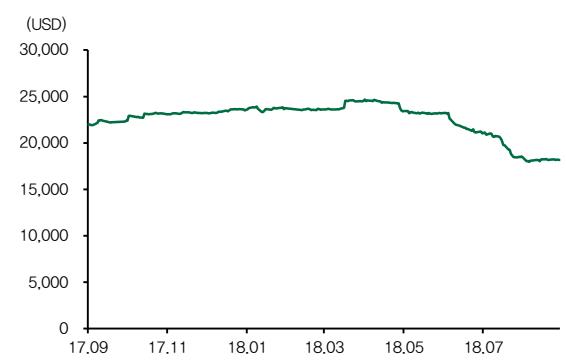
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 9. 탄산리튬 가격 추이



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 10. 수산화리튬 가격 추이



자료: Bloomberg, DB금융투자

하지만 전망과 다른 게 더 컸고, 주가는 그 힘에 움직였다

소형 2차전지
원형과 폴리머
위주로 고성장,
고수익

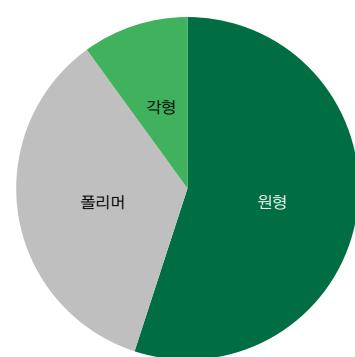
우리는 그 동안 소형 2차전지와 ESS가 EV의 손실과 부담을 충분히 상쇄한다는 점을 간과했다. 소형 2차전자는 전사 매출의 44%, 영업이익의 70% 비중으로 제 2의 전성기에 접어들었다. 소형 2차전지에서 삼성SDI는 시장점유율 17%로 17년에 세계 1위를 기록했다. 한 때 파나소닉한테 1위를 내주었으나 갤럭시노트7 배터리 파동 이후 품질 개선, 고객한테 재신뢰 과정을 거치면서 보다 단단해졌다. 중요한 성장동력으로 원형 전지의 소티지, 폴리머전지에서 삼성SDI의 입지 강화 등을 뽑을 수 있다. 삼성SDI 2차전지 매출액 중 원형은 55%로 가장 비중이 크고 수익성도 가장 좋다. 그 다음이 폴리머전지로 비중이 35%이며 최근 물량 증가와 수율 개선으로 수익성이 많이 개선되고 있다. 원형전지의 성장동력은 파워툴과 코드리스 제품이다. 폴리머전지는 캡티브 고객 플래그십 모델에서 배터리 채용 용량 증가, 미국 스마트폰업체로의 납품 확대 등에 기인한다. 이를 바탕으로 삼성SDI의 소형 2차전지 매출액은 18년에 44%, 19년에 15% 성장이 예상되며, 영업이익률은 17년 4%대에서 18년 10% 이상으로 개선될 것으로 기대된다.

도표 11. 소형 2차전지 점유율



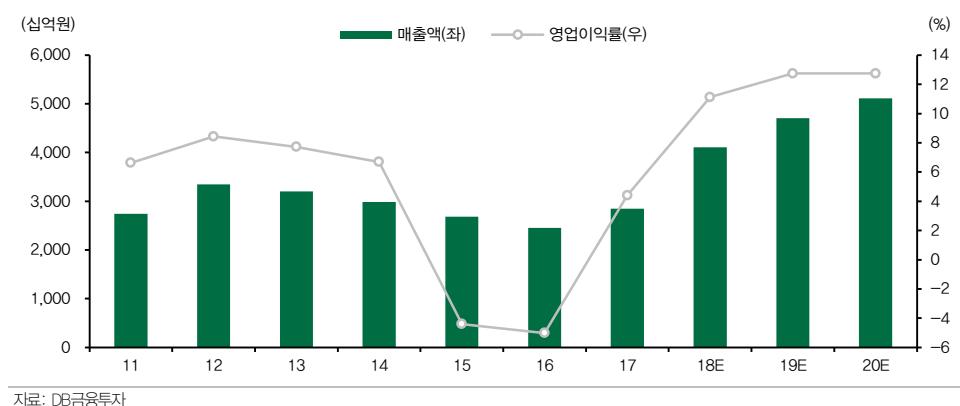
자료: SNE리서치, DB금융투자

도표 12. 삼성SDI 2차전지 형태별 매출 비중



자료: 삼성SDI, DB금융투자

도표 13. 삼성SDI 소형 2차전지 실적 전망

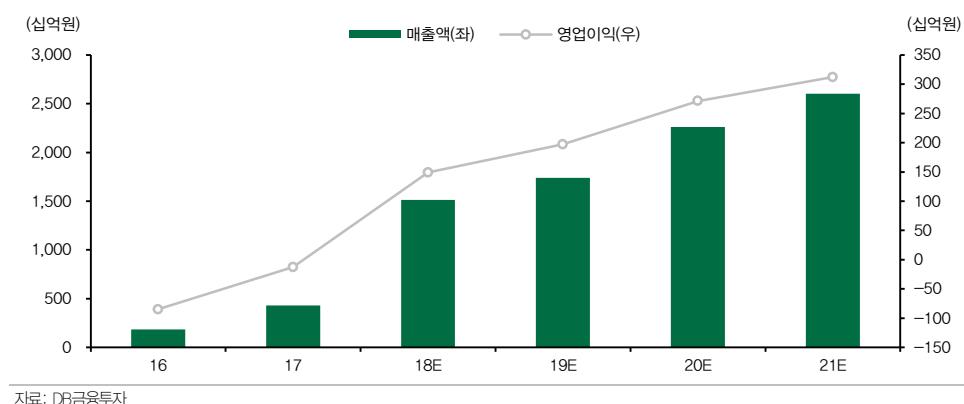


자료: DB금융투자

ESS, 19년에도
매출 15% 성장

ESS는 올해 급증, 내년 안정 단계로 접어들면서 중대형전지 전체를 19년에 흑자 단계로 진입 시킬 것이다. 18년 ESS 매출액은 삼성SDI 전체 매출의 65%를 차지하는 국내 시장의 호조에 기인한 것인데, 19년에는 해외 매출액이 올라오면서 15% 매출 증가가 예상된다. ESS는 어느덧 18년에 1.5조원 매출액을 넘어설 것이며 이 정도 매출액이면 영업이익률 10% 이상은 안정적으로 창출할 수 있다.

도표 14. 삼성SDI ESS 실적 전망



3Q18 실적 기대 이상, 19년에는 영업이익 1조원에 근접

실적 개선
속도가 빠르다.
19년 영업이익
49% 증가

3Q18 영업이익을 당초 1,913억원에서 2,141억원(+40.1%QoQ, +255.6%YoY)으로 11.9% 상향 조정하며 컨센서스 1,870억원을 상회할 전망이다. 2Q18가 ESS로 인한 실적 개선이 컸다면 3Q18는 소형 2차전지가 전체 실적을 견인하고 주된 실적 상향 조정 요인이 되었다. 원통형 위주로 강세였던 소형 2차전지가 국내외 업체의 플래그십 스마트폰이 출시되면서 폴리머 전지로 물량 증가가 확대되고 있다. 이에 따라 소형 2차전지 매출은 당초 예상보다 높은 20% 이상 QoQ 증가하며 수익성도 개선될 것으로 기대된다. 반면, 중대형 전지는 ESS 매출 감소를 EV용 전지가 메꾸는 형태여서 다시 적자가 소폭 확대될 전망이다. 19년 영업이익은 49% 증가한 9,735억원이 기대된다. 소형 2차전지가 15% 매출이 증가하면서 수익성이 개선되고, EV의 손실을 ESS가 메꾸면서 중대형전지로 흑자 전환하고, 전자재료는 10% 초반의 영업이익률로 제 몫을 하면서 전사 영업이익이 1조원에 육박할 전망이다.

도표 15. 삼성SDI 부문별 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,304.8	1,458.0	1,708.0	1,854.5	1,908.9	2,248.0	2,544.0	2,575.0	6,325.3	9,275.9	10,847.9	12,571.6
에너지 소계	823.1	987.6	1,167.9	1,319.1	1,417.1	1,727.3	1,982.3	2,000.6	4,297.7	7,127.3	8,553.2	10,113.6
소형 2차전지	543.1	677.6	806.3	820.1	879.1	932.3	1,177.3	1,122.1	2,847.1	4,110.8	4,708.3	5,115.3
중대형전지	280.0	310.0	361.6	499.0	538.0	795.0	805.0	878.5	1,450.6	3,016.5	3,844.9	4,998.3
전자재료	480.5	469.2	538.0	533.4	489.9	518.8	559.8	572.5	2,021.1	2,141.0	2,287.1	2,450.4
영업이익	-67.3	5.9	60.2	118.6	72.0	152.8	214.1	214.3	117.5	653.1	973.5	1,175.6
에너지 소계	-115.4	-50.4	-4.4	30.6	25.4	90.5	135.7	132.3	-139.5	384.0	686.0	867.6
소형 2차전지	-24.4	23.7	60.5	65.6	87.9	91.4	145.7	132.3	125.4	457.3	599.9	651.8
중대형전지	-90.9	-74.1	-64.8	-35.0	-62.5	-0.8	-10.0	0.0	-264.8	-73.3	86.0	215.8
전자재료	48.1	56.3	64.6	64.0	46.5	62.3	78.4	82.0	232.9	269.1	287.5	308.0
영업이익률	-5.2	0.4	3.5	6.4	3.8	6.8	8.4	8.3	1.9	7.0	9.0	9.4
에너지 소계	-14.0	-5.1	-0.4	2.3	1.8	5.2	6.8	6.6	-3.2	5.4	8.0	8.6
소형 2차전지	-4.5	3.5	7.5	8.0	10.0	9.8	12.4	11.8	4.4	11.1	12.7	12.7
중대형전지	-32.5	-23.9	-17.9	-7.0	-11.6	-0.1	-1.2	0.0	-18.3	-2.4	2.2	4.3
전자재료	10.0	12.0	12.0	12.0	9.5	12.0	14.0	14.3	11.5	12.6	12.6	12.6

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,958	3,605	3,796	3,595	4,378
현금및현금성자산	1,012	1,209	930	244	494
매출채권및기타채권	930	1,117	1,449	1,694	1,963
재고자산	729	967	1,417	1,658	1,921
비유동자산	10,942	12,146	13,010	14,568	16,393
유형자산	2,504	2,930	4,444	6,065	7,933
무형자산	942	897	807	744	701
투자자산	7,158	8,009	7,449	7,449	7,449
자산총계	14,900	15,751	16,806	18,163	20,771
유동부채	2,213	2,670	2,886	3,000	3,126
매입채무및기타채무	1,477	1,215	1,430	1,544	1,670
단기차입금및기타채	184	879	879	879	879
유동성장기부채	200	311	311	311	311
비유동부채	1,723	1,629	1,629	2,629	2,629
사채및장기차입금	567	345	345	345	1,345
부채총계	3,936	4,299	4,515	4,629	5,755
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	5,031	5,043	5,043	5,043	5,043
이익잉여금	4,995	5,601	6,407	7,602	9,028
비자본주자분	242	195	228	275	332
자본총계	10,964	11,452	12,291	13,534	15,016

현금흐름표

12월 결산(십억원)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-1,310	-250	674	941	1,124
당기순이익	211	643	906	1,310	1,549
현금유동이없는비용및수익	150	29	455	461	486
유형및무형자산상각비	455	460	577	642	675
영업관련자산부채변동	-1,413	-841	-370	-371	-407
매출채권및기타채권의감소	-44	-303	-331	-245	-269
재고자산의감소	-178	-116	-451	-240	-263
매입채권및기타채무의증가	-94	177	215	115	126
투자활동현금흐름	1,854	89	-859	-1,532	-1,769
CAPEX	-833	-991	-2,000	-2,200	-2,500
투자자산의순증	-432	-156	1,014	661	727
재무활동현금흐름	-819	353	-95	-95	896
사채및차입금의증가	-780	586	0	0	1,000
자본금및자본잉여금의증가	0	11	0	0	0
배당금지급	-73	-70	-67	-67	-67
기타현금흐름	-2	5	0	0	0
현금의증가	-276	197	-279	-686	250
기초현금	1,288	1,012	1,209	930	244
기말현금	1,012	1,209	930	244	494

자료: 삼성SDI DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,201	6,322	9,276	10,848	12,572
매출원가	4,450	5,152	7,202	8,212	9,470
매출총이익	751	1,169	2,074	2,635	3,102
판관비	1,677	1,052	1,421	1,662	1,926
영업이익	-926	117	653	973	1,176
EBITDA	-471	577	1,230	1,616	1,851
영업외손익	106	707	569	795	879
금융순익	-12	-1	34	-21	-33
투자순익	245	695	454	661	727
기타영업외손익	-127	13	81	155	185
세전이익	-821	824	1,223	1,768	2,055
증단사업이익	1,090	0	0	0	0
당기순이익	211	643	906	1,310	1,549
자비주주지분순이익	219	657	873	1,262	1,493
비자비주주지분순이익	-8	-14	33	48	56
총포괄이익	-11	637	906	1,310	1,549
증감률(%YoY)					
매출액	5.0	21.5	46.7	16.9	15.9
영업이익	적자	흑전	458.8	49.0	20.8
EPS	316.9	201.0	32.9	44.7	18.3

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	3,168	9,536	12,672	18,330	21,689
BPS	152,341	159,945	171,396	188,375	208,635
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Multiple(배)					
P/E	34.4	21.4	19.7	13.6	11.5
P/B	0.7	1.3	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	NA	25.4	14.8	11.7	10.7
수익성(%)					
영업이익률	-17.8	1.8	7.0	9.0	9.4
EBITDA마진	-9.1	9.1	13.3	14.9	14.7
순이익률	4.1	10.2	9.8	12.1	12.3
ROE	2.0	6.0	7.5	10.0	10.7
ROA	1.4	4.2	5.6	7.5	8.0
ROIC	-21.5	2.1	8.6	9.6	9.2
안정성및기타					
부채비율(%)	35.9	37.5	36.7	34.2	38.3
이자보상배율(배)	-26.4	5.1	23.3	34.7	31.7
배당성향(배)	31.4	10.2	7.2	5.0	4.2

자료: 삼성SDI DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료는 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자본을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주기를 기준으로 산출하였습니다.

■ 1년간 투자의견 비율 (2018-06-30 기준) - 매수(77.0%) 중립(22.3%) 매도(0.7%)

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

삼성SDI 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
		평균	최고/최저
17/03/14	Hold	120,000	24.7 / 47.5
17/07/11	Hold	150,000	27.4 / 48.7
17/10/17	Hold	190,000	7.0 / 23.9
18/07/10	Hold	230,000	-0.7 / 6.5
18/09/12	Buy	320,000	- / -