

2018/10/29

삼성SDI(006400)

19년 영업이익 1.1조원 전망

디스플레이 정원석

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

Buy (Maintain)

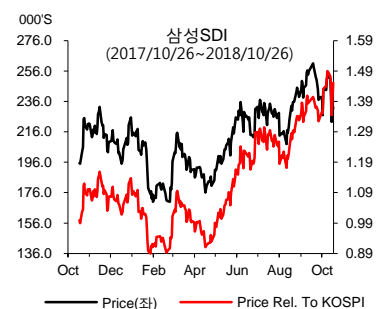
목표주가(12M) 320,000원

종가(2018/10/26) 232,000원

Stock Indicator

자본금	357십억원
발행주식수	7,038만주
시가총액	16,102십억원
외국인지분율	38.5%
배당금(2017)	1,000원
EPS(2018E)	11,462원
BPS(2018E)	168,903원
ROE(2018E)	7.0%
52주 주가	170,000~261,000원
60일평균거래량	348,426주
60일평균거래대금	82.3십억원

Price Trend



■ 3Q18 실적 우려는 기우였다

동사 3Q18 실적은 매출액 2.5조원 (YoY: +48%, QoQ: +12%), 영업이익 2,420억원 (YoY: +302%, QoQ: +58%)을 기록하며 시장 Consensus (매출액 2.5조, 영업이익 2,045억원)를 약 18% 상회하는 호실적을 기록하였다. 부문별로 살펴보면 소형 이차전지 매출이 Galaxy Note 9, iPhone 신제품 등 주요 고객사들의 신제품 출시와 Non-IT 중심의 원형 전지 수요 확대로 전분기 대비 약 24% 증가하며 실적 상승의 견인차 역할을 한 것으로 추정된다. 또한 계절적 성수기 진입으로 반도체, 디스플레이 전방 업체들의 가동률 상승에 따른 전자재료 부문 이익 개선도 뚜렷하게 나타났다.

■ 4분기에도 이익 성장 지속된다

4Q18에도 Non-IT 중심의 원형 전지와 전자재료 부문의 반도체, 디스플레이 소재 출하 증가로 이익 성장이 지속될 전망이다. 또한 지난 3Q18에 성장이 다소 주춤했던 ESS 매출도 다시 상승세를 보이며 중대형 전지 부문 수익성 개선을 이끌 것으로 예상된다. 이를 반영한 4Q18 매출액과 영업이익은 각각 2.8조원 (YoY: +51%, QoQ: +11%), 2,700억원 (YoY: +127%, QoQ: +12%)을 기록할 것으로 추정되어 동사 분기 실적이 3Q18를 기점으로 Peak-out할 것이라는 일부 시장의 우려를 불식시킬 것으로 판단된다. 특히 동사는 3Q18 실적 Conference call을 통해 19년 전세계 ESS 시장 규모는 17GWh로 전년 대비 약 40% 성장할 것으로 전망하였다. 국내 시장은 신재생 연계 ESS REC 가중치 정책이 내년까지 유지되면서 올해보다 큰 폭의 성장이 예상되고, 해외 시장도 북미, 호주를 중심으로 ESS 설치 의무화, 신재생 에너지 연계와 전력용 ESS 성장, 보조금 정책 등으로 확대될 것으로 예상된다는 점도 긍정적이다.

■ 투자의견과 목표주가 유지

중장기적으로 가파른 성장세를 나타낼 동사에 대한 매수 투자의견과 목표주가를 유지한다. 향후 중대형 전지 부문의 핵심인 전기차 시장의 가파른 성장세는 이제 시작에 불과하며, 원재료 가격 하락 안정세에 따른 수익성 개선도 기대된다. 또한 동사 실적에서 Cash cow 역할을 하고 있는 소형 이차전지 부문은 5G 시대가 본격화될 경우 통신 속도가 빨라지고 기기간 연결이 늘게 되면 Mobile 기기들의 전력 소모가 상승하게 되어 용량 증가가 필수적이며, 2020년부터 전기차용 원형 전지 출하도 본격화되면서 실적이 지속 성장할 것으로 전망된다. 전 사업부문에 걸쳐 중장기적인 성장 동력을 확보하였다고 판단되는 동사에 대한 긍정적인 시각을 유지한다.

<표 1> 삼성 SDI 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액	1,909	2,248	2,523	2,793	2,569	2,872	3,073	3,254	6,322	9,473	11,767
전지 사업부	1,419	1,729	1,924	2,178	1,999	2,269	2,432	2,605	4,300	7,239	9,305
소형2차전지	878	922	1,145	1,278	1,250	1,235	1,366	1,480	2,818	4,211	5,331
자동차전지	293	341	342	431	445	479	484	496	1,056	1,408	1,904
ESS	248	465	437	470	303	556	581	629	426	1,621	2,070
전자재료 사업부	490	519	599	615	570	602	641	649	2,020	2,222	2,462
YoY	46%	55%	48%	51%	35%	28%	22%	17%	22%	50%	24%
QoQ	3%	18%	12%	11%	-8%	12%	7%	6%	-	-	-
영업이익	72	153	242	270	211	271	318	348	117	736	1,149
전지 사업부	23	86	155	179	139	186	220	246	-139	442	797
소형2차전지	86	86	168	196	183	183	211	215	134	536	792
자동차전지	-88	-61	-74	-83	-82	-71	-65	-58	-303	-306	-276
ESS	25	61	60	66	38	74	75	89	30	212	282
전자재료 사업부	49	67	87	91	71	86	98	102	236	294	357
YoY	흑자전환	2696%	302%	127%	194%	78%	32%	29%	흑자전환	530%	56%
QoQ	-39%	112%	58%	12%	-22%	28%	17%	9%	-	-	-
영업이익률	4%	7%	10%	10%	8%	9%	10%	11%	2%	8%	10%
전지 사업부	2%	5%	8%	8%	7%	8%	9%	9%	-3%	6%	9%
소형2차전지	10%	9%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	5%	13%	15%
자동차전지	-30%	-18%	-21%	-19%	-18%	-15%	-13%	-12%	-29%	-22%	-14%
ESS	10%	13%	14%	14%	12%	13%	13%	14%	7%	13%	14%
전자재료 사업부	10%	13%	15%	15%	13%	14%	15%	16%	12%	13%	15%
지분법 관련 손익	49	18	134	156	140	107	167	182	695	356	596
당기순이익	160	105	214	311	270	292	373	381	643	789	1,316
당기순이익률	8%	5%	8%	11%	10%	10%	12%	12%	10%	8%	11%
YoY	96%	-44%	58%	29%	68%	179%	75%	23%	205%	23%	67%
QoQ	-33%	-35%	104%	45%	-13%	8%	28%	2%	-	-	-

자료: 삼성SDI, 하이투자증권

<표 2> 삼성 SDI 분기별 실적 추정치 변경

(단위: 십억원)

	2Q18	3Q18F	4Q18F	2018F	2Q18	3Q18	4Q18F	2018F	2Q18	3Q18	4Q18F	2018F
매출액	2,248	2,565	2,655	9,378	2,248	2,523	2,793	9,473	0%	-2%	5%	1%
매출원가	1,764	2,075	2,107	7,479	1,764	2,041	2,216	7,553	0%	-2%	5%	1%
매출원가율	78%	81%	79%	80%	78%	81%	79%	80%	-	-	-	-
매출총이익	484	490	549	1,899	484	482	577	1,919	0%	-2%	5%	1%
판관비	331	280	344	1,260	331	240	307	1,183	0%	-14%	-11%	-6%
영업이익	153	210	205	639	153	242	270	736	0%	15%	32%	15%
영업이익률	7%	8%	8%	7%	7%	10%	10%	8%	-	-	-	-
당기순이익	105	250	286	801	105	214	311	789	0%	-15%	9%	-1%
당기순이익률	1%	6%	11%	9%	1%	6%	13%	8%	-	-	-	-

자료: 삼성SDI, 하이투자증권

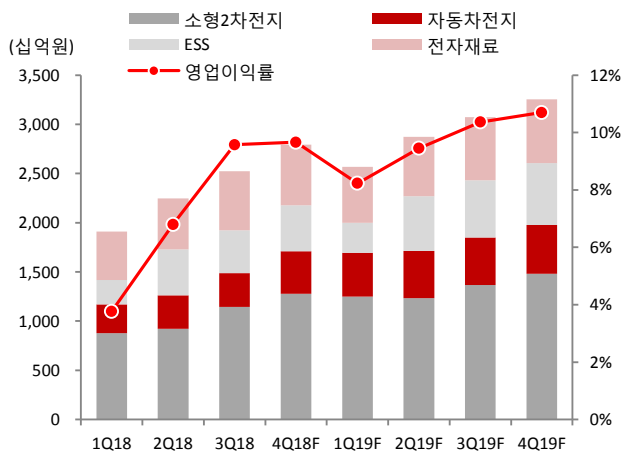
<표 3> 삼성 SDI SOTP 방식을 활용한 목표주가 산출

SOTP(Sum Of the Parts) Valuation

	구분	19년 예상 EBITDA	EV/EBITDA Target multiple	가치	비고
영업가치	삼성SDI	1,825	11.2 x	20,446	최근 3년간 Battery Peer group 평균
(십억원)	합계	1,825		20,446	(A)
	구분	금액	할인율	가치	비고
투자유가증권	상장주식	810	30%	567	전일 종가 기준
(십억원)	에스원	397			
	삼성엔지니어링	390			
	삼성중공업	18			
	아이마켓코리아	3			
	호텔신라	2			
	비상장주식	277	40%	166	2Q18 장부가 기준
	합계	1,088		734	(B)
	구분	장부가 기준	할인율	가치	비고
지분법주식(십억원)	삼성디스플레이	4,837	30%	3,386	2Q18 장부가 기준
순차입금(십억원)		2,251		2,251	2019년 예상 순차입금 (D)
기업가치(십억원)				22,314	(E)=(A)+(B)+(C)-(D)
주식수(천주)				68,765	우선주 제외
주당 기업가치(원)				324,500	(F)=(E)/주식수
목표 주가(원)				320,000	
현재 주가 (원)				232,000	19년 예상 실적 기준 P/B 1.25배
상승 여력				37.9%	

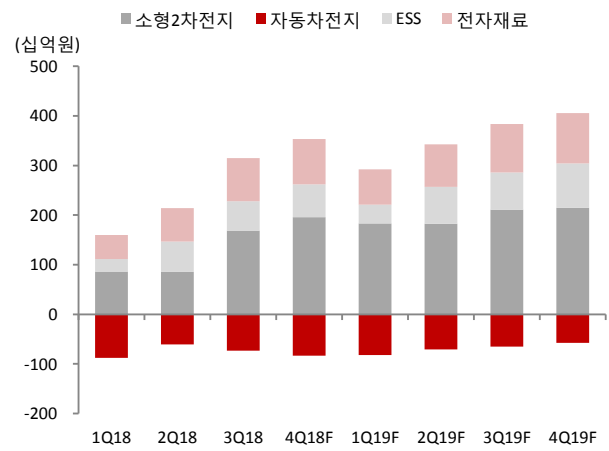
자료: 삼성SDI, 하이투자증권

<그림1> 삼성SDI 분기별 실적 추이 및 전망



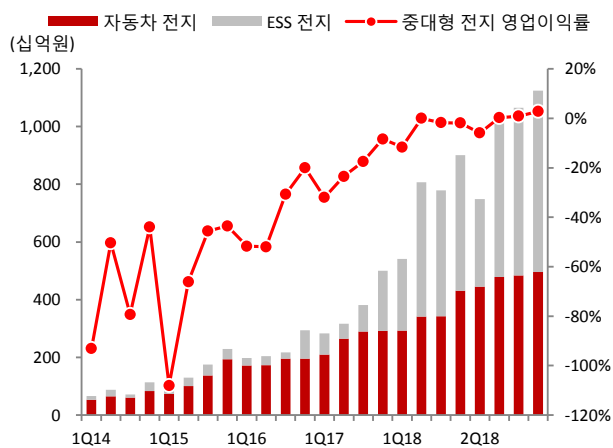
자료: 하이투자증권

<그림2> 삼성SDI 사업부문 분기별 영업이익 추이 및 전망



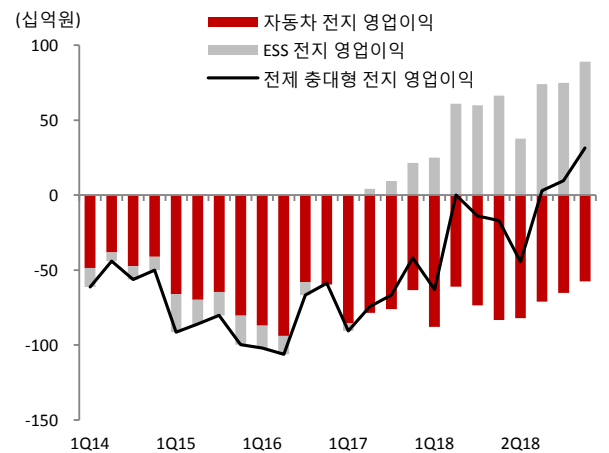
자료: 하이투자증권

<그림3> 삼성SDI 중대형 전지 분기별 실적 추이 및 전망



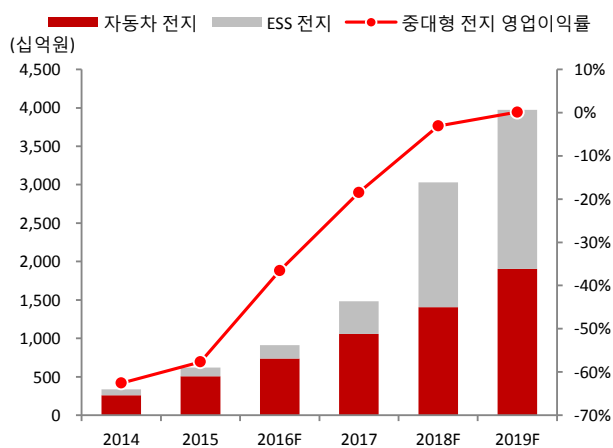
자료: 하이투자증권

<그림4> 삼성SDI 중대형 전지 분기별 영업이익 추이 및 전망



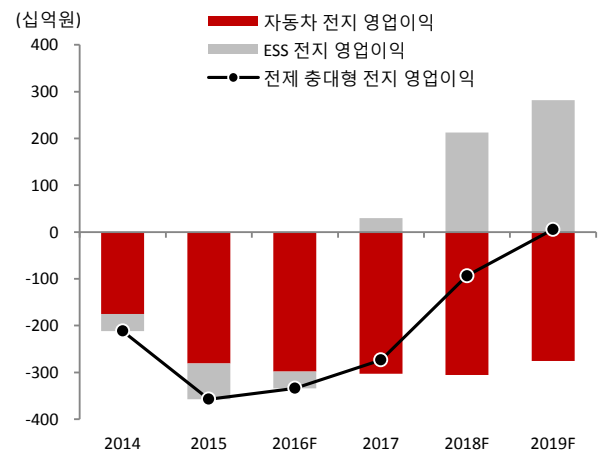
자료: 하이투자증권

<그림5> 삼성SDI 중대형 전지 연간 실적 추이 및 전망



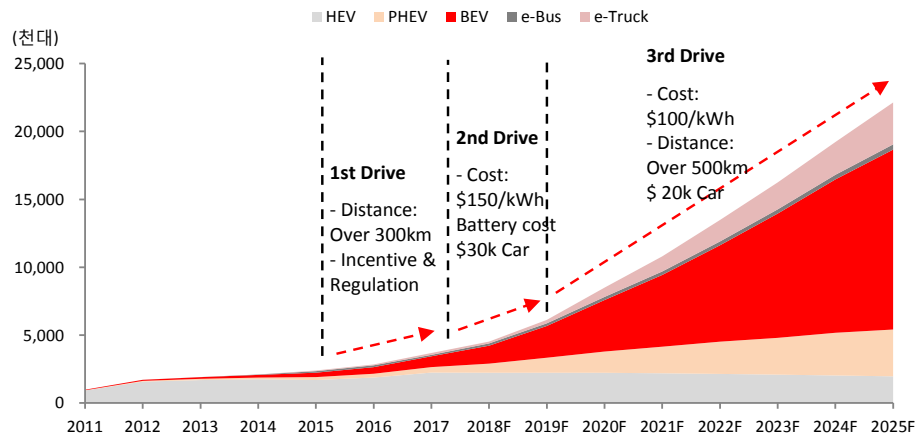
자료: 하이투자증권

<그림6> 삼성SDI 중대형 전지 연간 영업이익 추이 및 전망



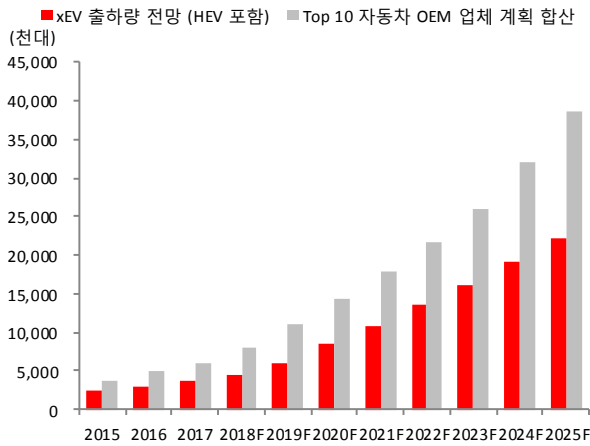
자료: 하이투자증권

<그림 7> 전세계 전기차 판매량 추이 및 전망



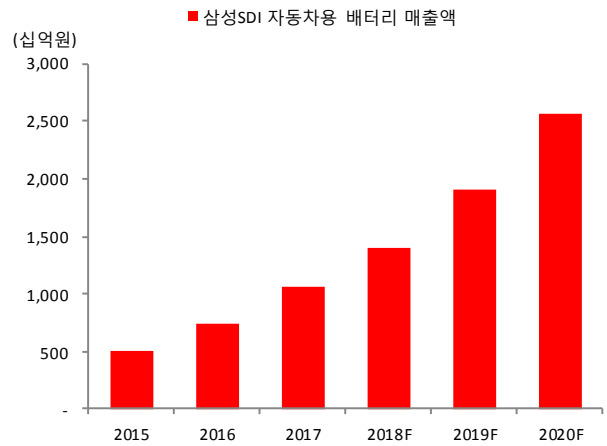
자료: SNEResearch, 하이투자증권

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



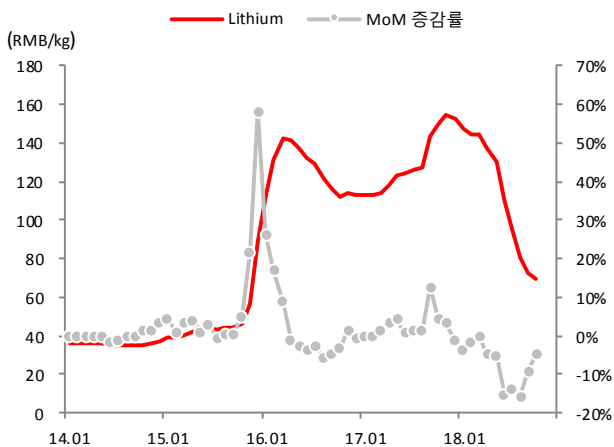
자료: SNEResearch, 하이투자증권

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



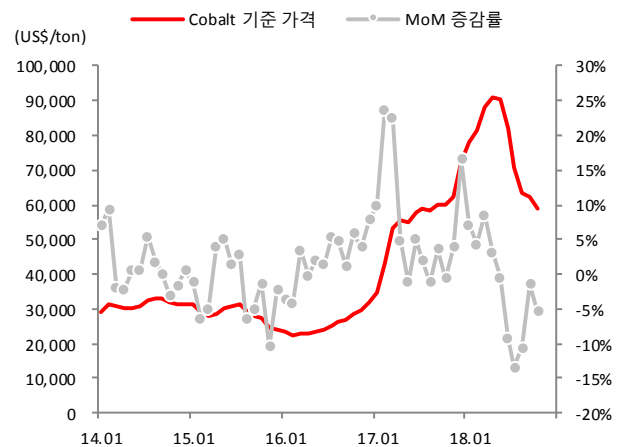
자료: 하이투자증권

<그림 10> 리튬 가격 및 월간 증감률 추이



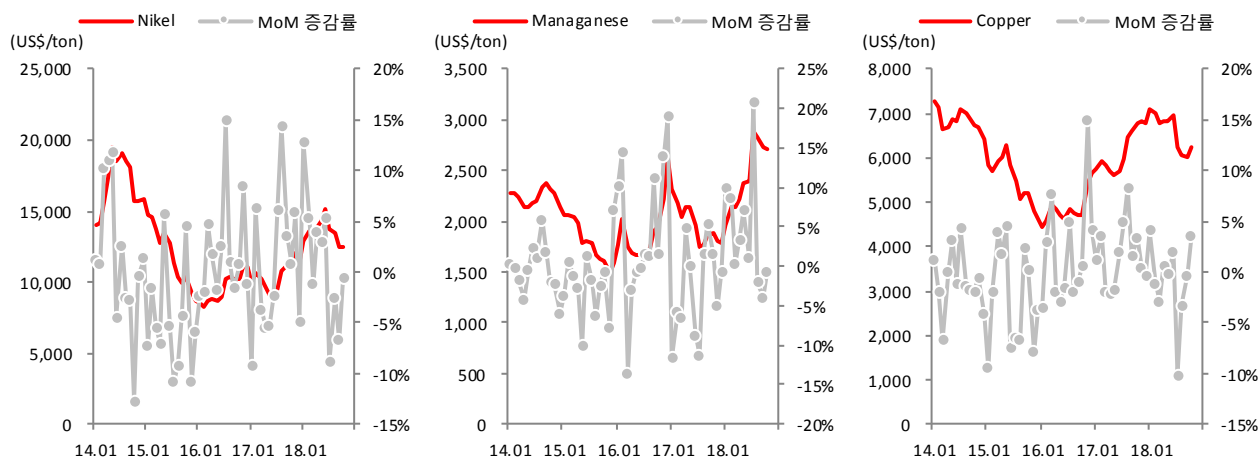
자료: 한국자원정보, 하이투자증권

<그림 11> 코발트 가격 및 월간 증감률 추이



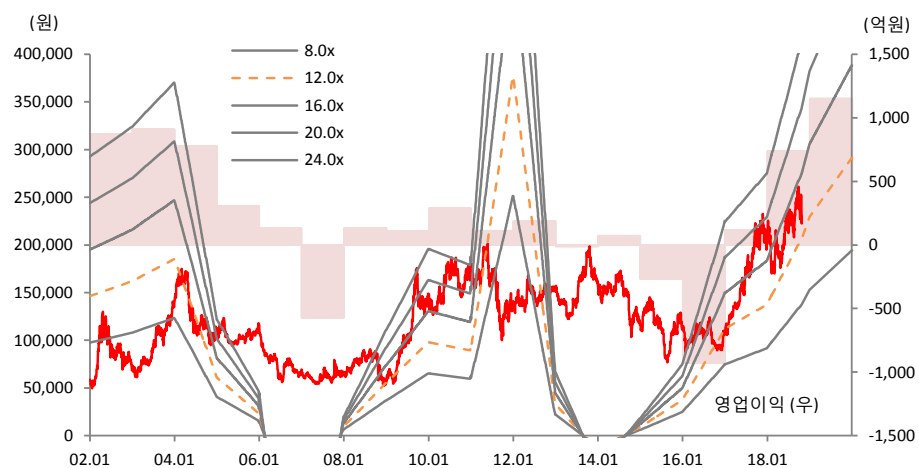
자료: 한국자원정보, 하이투자증권

<그림 12> 니켈, 망간, 구리 가격 및 월간 증감률 추이



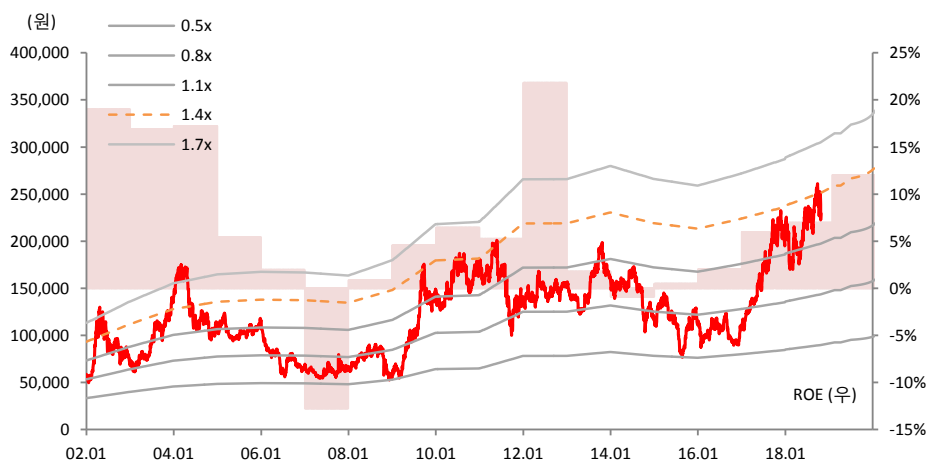
자료: 한국자원정보, 하이투자증권

<그림 13> 삼성 SDI 12 개월 Forward P/E Chart



자료: 삼성SDI, 하이투자증권

<그림 14> 삼성 SDI 12 개월 Forward P/B Chart



자료: 삼성SDI, 하이투자증권

Appendix.

<표 4> 전세계 주요 Peergroup Valuation table

국가	업체명	주가	시가총액	P/E (배)			P/B (배)			EV/EBITDA (배)			ROE (%)		
				2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F
한국	삼성SDI	203.5	13,977	20.8	20.8	14.4	1.0	1.3	1.2	22.1	13.6	10.5	5.9	6.6	8.9
	LG화학	284.1	20,038	18.7	13.7	12.5	1.5	1.4	1.3	7.2	6.2	5.8	11.6	10.6	10.4
해외	PANASONIC	10.9	26,798	22.1	14.0	11.2	2.2	1.7	1.5	6.7	5.1	4.3	9.9	12.7	14.2
	CATL	10.7	23,583	N/A	49.4	39.6	N/A	5.1	4.5	N/A	25.6	19.4	19.3	11.1	11.9
	BYD	6.5	18,662	24.5	34.4	26.6	2.6	2.1	2.0	13.3	11.8	10.4	7.8	6.9	8.0
	Guoxuan H. T.	1.8	1,997	25.9	15.5	14.3	6.7	1.5	1.4	21.3	10.2	9.5	13.8	9.7	9.8
	GS Yuasa	20.3	1,674	19.3	14.6	13.6	1.4	1.1	1.0	7.4	6.3	6.4	7.8	7.8	7.5
업종 평균				21.9	23.2	18.9	2.6	2.0	1.8	13.0	11.3	9.5	10.9	9.4	10.1

자료: Bloomberg, 하이투자증권
주: 18년 10월 26일 종가 기준

<표 5> 전세계 주요 Peergroup 실적 table

국가	업체명	매출액			영업이익			순이익			순이익 증가율(%)		
		2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F
한국	삼성SDI	5,594	8,219	9,924	104	574	774	582	679	986	207	16.8	45.1
	LG화학	22,739	24,809	28,259	2,591	2,163	2,369	1,721	1,545	1,688	55.8	-10.2	9.3
해외	PANASONIC	67,933	72,723	74,406	2,483	3,279	3,826	1,382	1,883	2,274	0.3	36.3	20.8
	CATL	2,948	3,946	5,354	523	588	755	575	468	586	33.8	-18.5	25.1
	BYD	15,207	18,078	21,361	1,227	1,081	1,295	602	530	674	-20.8	-12.1	27.4
	Guoxuan H. T.	709	868	1,134	158	121	143	124	124	137	-20.0	0.0	10.1
	GS Yuasa	3,327	3,863	3,891	214	215	211	113	119	121	50.3	5.3	1.7

자료: Bloomberg, 하이투자증권
주: 18년 10월 26일 기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,605	3,491	4,403	5,805
현금 및 현금성자산	1,209	230	518	784
단기금융자산	115	121	115	109
매출채권	1,117	1,683	2,085	2,707
재고자산	967	1,319	1,547	2,064
비유동자산	12,146	13,444	14,712	15,689
유형자산	2,930	3,934	4,565	4,839
무형자산	897	898	902	911
자산총계	15,751	16,935	19,116	21,493
유동부채	2,670	2,803	3,048	3,304
매입채무	1,215	1,388	1,604	1,891
단기차입금	879	879	879	879
유동성장기부채	311	311	311	311
비유동부채	1,629	2,067	2,898	3,582
사채	100	400	1,000	1,500
장기차입금	266	466	666	866
부채총계	4,299	4,870	5,946	6,887
지배주주지분	11,257	11,888	13,021	14,494
자본금	357	357	357	357
자본잉여금	5,043	5,043	5,043	5,043
이익잉여금	5,601	6,340	7,619	9,261
기타자본항목	-345	-345	-345	-345
비지배주주지분	195	177	149	112
자본총계	11,452	12,065	13,170	14,607

포괄손익계산서

	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	6,322	9,473	11,767	15,253
증가율(%)	21.5	49.8	24.2	29.6
매출원가	5,152	7,553	9,309	11,933
매출총이익	1,169	1,919	2,457	3,320
판매비와관리비	1,000	1,098	1,206	1,650
연구개발비	53	85	102	114
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	117	736	1,149	1,555
증가율(%)	-112.6	529.7	56.1	35.3
영업이익률(%)	1.8	7.8	9.8	10.2
이자수익	18	5	9	12
이자비용	23	52	57	82
지분법이익(손실)	695	356	596	715
기타영업외손익	13	9	11	10
세전계속사업이익	824	1,025	1,732	2,230
법인세비용	181	236	416	558
세전계속이익률(%)	13.0	10.8	14.7	14.6
당기순이익	643	789	1,316	1,673
순이익률(%)	10.2	8.3	11.2	11.0
지배주주귀속 순이익	657	807	1,345	1,709
기타포괄이익	-6	-109	-145	-169
총포괄이익	637	680	1,172	1,504
지배주주귀속총포괄이익	651	695	1,197	1,536

현금흐름표

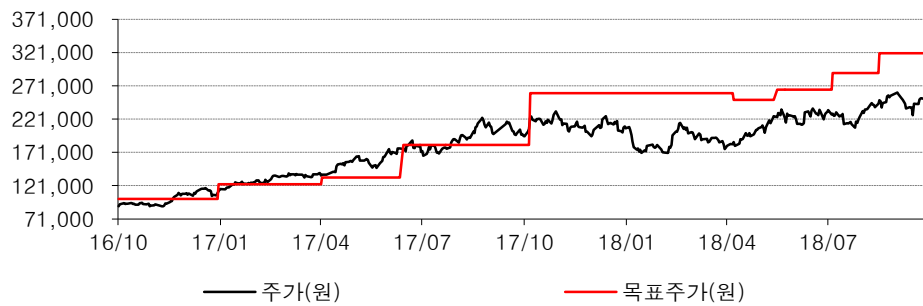
	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-250	302	1,086	873
당기순이익	643	789	1,316	1,673
유형자산감가상각비	369	496	620	725
무형자산상각비	91	69	56	41
지분법관련손실(이익)	695	356	596	715
투자활동 현금흐름	89	134	-482	-85
유형자산의 처분(취득)	-957	-1,500	-1,250	-1,000
무형자산의 처분(취득)	15	-70	-60	-50
금융상품의 증감	-818	-973	282	260
재무활동 현금흐름	353	436	736	636
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	1	-	-	-
자본의증감	-94	437	831	684
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	197	-979	288	266
기초현금및현금성자산	1,012	1,209	230	518
기말현금및현금성자산	1,209	230	518	784

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	9,338	11,462	19,113	24,285
BPS	159,945	168,903	185,009	205,939
CFPS	15,872	19,493	28,720	35,173
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuation(배)				
PER	21.9	20.2	12.1	9.6
PBR	1.3	1.4	1.3	1.1
PCR	12.9	11.9	8.1	6.6
EV/EBITDA	25.0	13.7	10.0	8.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	6.0	7.0	10.8	12.4
EBITDA 이익률	9.1	13.7	15.5	15.2
부채비율	37.5	40.4	45.1	47.1
순부채비율	2.0	14.1	16.9	18.2
매출채권회전율(x)	6.2	6.8	6.2	6.4
재고자산회전율(x)	7.5	8.3	8.2	8.4

자료 : 삼성 SDI, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이(삼성SDI)



일자	투자 의견	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 간섭 없이 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 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자조건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 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 투자비율 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자조건 비율(%)	90.1 %	9.9 %	-