

2019. 1. 28



▲ 반도체/디스플레이
Analyst **김선우**
02. 6098-6688
sunwoo.kim@meritz.co.kr

RA **서승연**
02. 6098-6676
sy.seo@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월) **276,000 원**

현재주가 (1.25) **232,500 원**

상승여력 **18.7%**

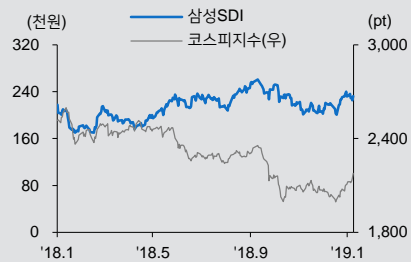
KOSPI	2,177.73pt
시가총액	159,878억원
발행주식수	6,876만주
유동주식비율	74.54%
외국인비중	39.06%
52주 최고/최저가	261,000원/170,000원
평균거래대금	802.8억원

주요주주(%)

삼성전자 외 7 인	20.62
국민연금	11.85

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.4	1.1	10.7
상대주가	0.4	5.5	30.3

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	5,200.8	-926.3	219.4	3,191	307.1	155,925	72.9	1.5	-13.0	2.0	35.9
2017	6,321.6	116.9	657.2	9,557	199.5	163,708	24.3	1.4	20.3	5.8	37.5
2018P	9,158.3	715.0	710.5	10,332	8.1	174,791	22.5	1.3	12.8	6.1	54.2
2019E	11,018.6	899.2	871.6	12,675	22.7	186,853	18.3	1.2	9.5	7.0	59.1
2020E	12,468.1	1,124.5	1,174.2	17,075	34.7	203,013	13.6	1.1	7.8	8.8	59.3

삼성SDI 006400

장기 성장 열차와 요철

- ✓ 4Q18 영업이익은 시장 기대치 부합. 1Q19 · 2019 영업이익 1,624 억원 · 8,992 억원 예상
- ✓ 중장기 성장 스토리는 여전히 유효: 1) 중대형 전지의 Top-line 확장 영역, 2) 가전기기의 무선화, 3) 스마트폰 배터리 고밀도화, 4) 반도체 호황 및 폴더블 시대 진입
- ✓ 다만 전방시장 업황 개선속도 둔화는 지난해 급속히 올라간 실적 눈높이에 단기 부담
- ✓ Trading Buy 투자 의견과 276,000 원 적정주가 유지. 대형전지 질적 성장 가시성 확보는 Re-rating 의 선결과제

4Q18 Review: 시장 기대치 수준의 영업이익 대비 아쉬운 매출

4Q18 매출액 2.5 조원 (-2% QoQ) 은 기대치 2.7 조원에 소폭 하회했지만, 영업이익 2,487 억원 (+3% QoQ)은 시장 기대치 2,518 억원에 부합했다. 소형전지 매출액의 경우 스마트폰 전방시장과 주요 고객사의 출하 둔화가 영향을 미쳤으며, 중대형 전지는 일부 계절성과 정책 영향이 존재했다. 다만 소형전지는 안정적인 원통형 수요에 기반해 견조한 영업이익률을 유지하였으며, 반도체 등 전방 산업의 호황 속 전자재료 사업 역시 안정적인 수익성이 지속되었다. 1Q19 · 2019 영업이익은 1,624 억원 · 8,992 억원으로 당사의 기존 예상치와 유사할 전망이다. 현재 1,960 억원 · 9,930 억원 수준으로 형성돼있는 블룸버그 컨센서스에는 소폭 하향조정이 예상된다. 단기적으로 스마트폰 전방시장의 둔화가 예상되는 가운데, 4 종으로 출시되는 갤럭시 S10 이 S7 이후 지속 하향되던 삼성전자 플래그십 출하량의 역성장에 중지부를 찍을지가 관심사다.

2019년 내 중대형전지의 질적 성장 가시성 확보가 중요

2018 년 동사는 안정적인 캐시카우 사업 (소형전지 · 전자재료) 뿐 아니라, 중대형전지 (ESS · xEV) 내 특유의 경쟁력이 발휘되며 시장 내 실적 개선 기대치가 대폭 상승했다 (그림 1). 올해에도 동사 경쟁력 개선은 여전히 유효하나, 전방시장 내 하이엔드 스마트폰 출하 부진 및 국내 ESS 사업의 성장성 둔화로 인해 실적 성장은 단기 정체가 불가피할 전망이다. 다만 하반기부터는 해외 ESS 사업 전개와 xEV 출하량 성장세가 본격화되며 다시 본격 실적 성장궤도에 복귀할 전망이다. 장기 성장성을 보유한 동사에게 대형전지 구조적 성장 가시성 확보는 장기 현금흐름의 현가화를 촉진시키는 강력한 모멘텀으로 작용할 전망이다. Trading Buy 투자 의견과 276,000 원 적정주가를 유지한다.

(십억원)	4Q18P	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	2,478.6	1,854.5	33.7%	2,522.8	-1.8%	2,718.0	-8.8%	2,721.8	-8.9%
에너지솔루션	1,881.4	1,319.1	42.6%	1,922.3	-2.1%			2,134.9	-11.9%
소형전지	1,162.9	805.4	44.4%	1,166.2	-0.3%			1,231.2	-5.6%
중대형전지 (EV+ESS)	718.5	513.7	39.9%	756.1	-5.0%			903.7	-20.5%
소재사업부	597.2	533.4	12.0%	598.2	-0.2%			586.9	1.8%
영업이익	248.7	118.6	109.8%	241.5	3.0%	251.8	-1.2%	236.4	5.2%
에너지솔루션	160.1	49.4	224.0%	152.9	4.7%			156.2	2.5%
소형전지	170.1	77.3	120.0%	169.1	0.6%			166.2	2.4%
중대형전지 (EV+ESS)	-10.0	-27.9	nm	-16.2	nm			-10.0	nm
소재사업부	88.6	69.2	28.1%	88.6	0.0%			80.2	10.5%
지분법이익	126.9	187.1	-32.2%	133.6	-5.0%			122.7	3.4%
세전이익	391.2	333.2	17.4%	306.3	27.7%			349.7	11.9%
순이익(지배)	266.0	240.0	10.8%	214.1	24.2%	296.5	-10.3%	272.8	-2.5%
영업이익률	10.0%	6.4%		9.6%				8.7%	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

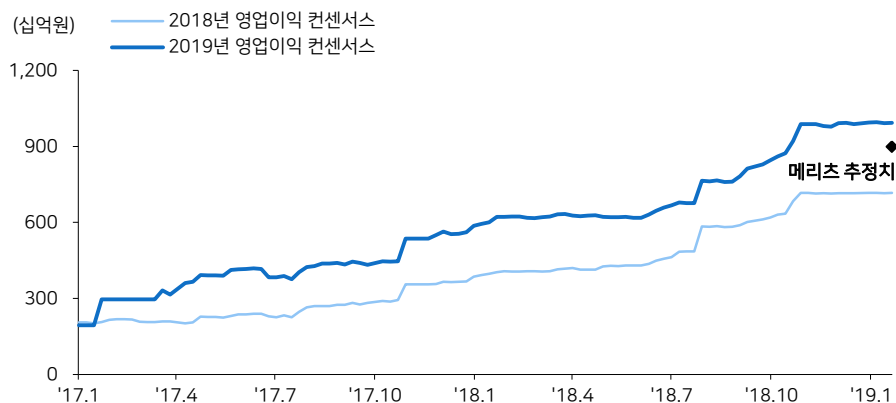
(십억원)	New		Old		차이	
	1Q19E	2019E	1Q19E	2019E	1Q19E	2019E
매출액	2,403.1	11,018.6	2,572.8	11,077.0	-6.6%	-0.5%
에너지솔루션	1,873.5	8,609.6	2,043.2	8,689.7	-8.3%	-0.9%
소형전지	1,123.3	4,799.7	1,081.6	4,578.4	3.8%	4.8%
중대형전지 (EV+ESS)	750.2	3,809.9	961.6	4,111.2	-22.0%	-7.3%
소재사업부	529.6	2,409.1	529.6	2,387.4	0.0%	0.9%
영업이익	162.4	899.2	162.5	895.9	0.0%	0.4%
에너지솔루션	105.1	610.3	105.1	610.0	0.0%	0.0%
소형전지	110.1	572.3	107.1	565.1	2.8%	1.3%
중대형전지 (EV+ESS)	-5.0	38.0	-2.0	44.9	nm	-15.4%
소재사업부	57.4	289.0	57.4	285.9	0.0%	1.1%
지분법이익	65.1	407.0	63.5	440.0	2.5%	-7.5%
세전이익	194.9	1,224.6	209.6	1,307.3	-7.0%	-6.3%
순이익(지배)	144.3	871.6	163.4	1,017.1	-11.7%	-14.3%
영업이익률	6.8%	8.2%	6.3%	8.1%		

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 삼성SDI 실적추정											
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q18E	2017	2018P	2019E
매출액	1,913.3	2,243.6	2,522.8	2,478.6	2,403.1	2,758.3	2,906.6	2,950.6	6,320.6	9,158.3	11,018.6
에너지솔루션	1,417.1	1,727.3	1,922.3	1,881.4	1,873.5	2,130.3	2,282.7	2,323.1	4,297.4	6,948.1	8,609.6
소형전지	881.7	926.1	1,166.2	1,162.9	1,123.3	1,185.6	1,226.4	1,264.4	2,817.4	4,136.9	4,799.7
중대형전지 (EV+ESS)	535.4	801.2	756.1	718.5	750.2	944.7	1,056.3	1,058.7	1,480.1	2,811.3	3,809.9
소재 사업부	487.7	514.3	598.2	597.2	529.6	628.0	624.0	627.5	2,017.2	2,197.4	2,409.1
영업이익	72.0	152.8	241.5	248.7	162.4	201.9	264.5	270.3	117.0	715.0	899.2
영업이익률(%)	3.8%	6.8%	9.6%	10.0%	6.8%	7.3%	9.1%	9.2%	1.9%	7.8%	8.2%
에너지솔루션	32.8	89.8	152.9	160.1	105.1	123.1	178.6	203.5	-105.3	435.7	610.3
소형전지	79.3	89.8	169.1	170.1	110.1	122.1	165.6	174.5	133.6	508.4	572.3
중대형전지 (EV+ESS)	-46.5	0.0	-16.2	-10.0	-5.0	1.0	13.0	29.0	-238.9	-72.7	38.0
소재 사업부	38.9	62.2	88.6	88.6	57.4	78.8	86.0	66.8	222.8	278.3	289.0
지분법이익	48.8	17.6	133.6	126.9	65.1	50.5	142.8	148.6	695.4	327.8	407.0
세전이익	197.5	141.2	306.3	391.2	194.9	225.1	403.5	401.0	824.1	1,036.2	1,224.6
세전이익률(%)	10.3%	6.3%	12.1%	15.8%	8.1%	8.2%	13.9%	13.6%	13.0%	11.3%	11.1%
순이익(지배)	160.3	104.7	214.1	266.0	144.3	166.6	298.6	296.8	657.2	710.5	871.6
순이익률(%)	8.4%	4.7%	8.5%	10.7%	6.0%	6.0%	10.3%	10.1%	10.4%	7.8%	7.9%

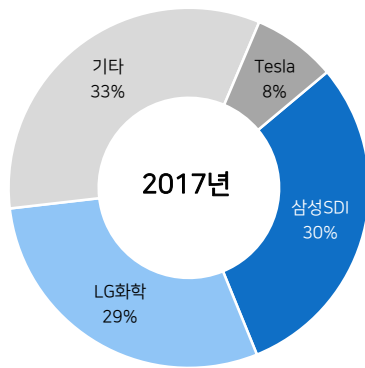
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 삼성SDI Bloomberg 영업이익 컨센서스는 2018년 내 대폭 상승



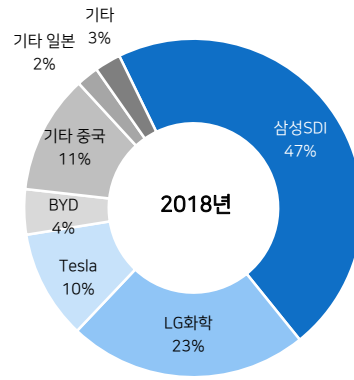
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 ESS 시장 내 삼성SDI 점유율 (2017)



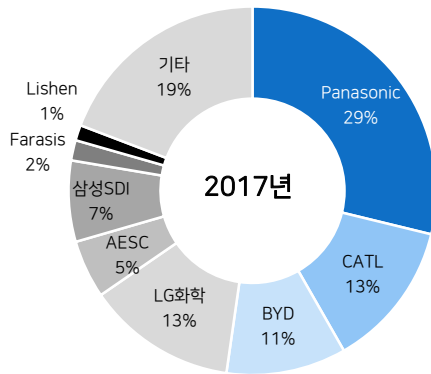
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 ESS 시장 내 삼성SDI 점유율 (2018)



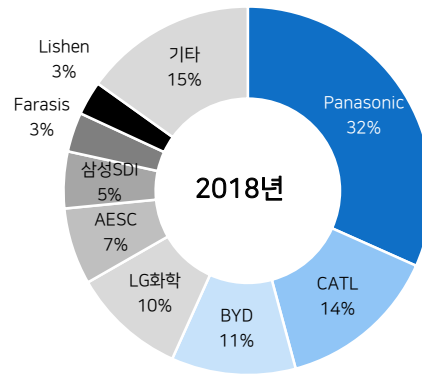
주: 3Q18 누적 기준
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 EV 시장 내 삼성SDI 점유율 (2017)



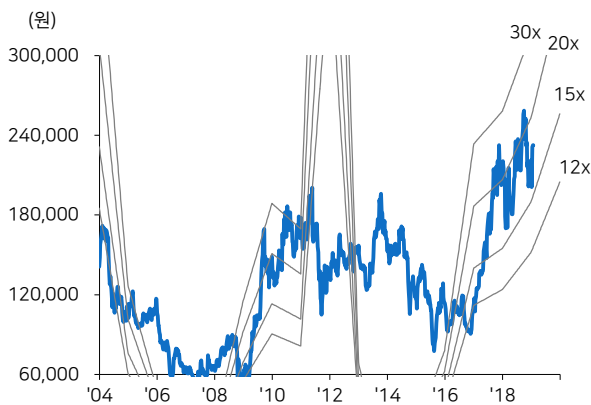
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 EV 시장 내 삼성SDI 점유율 (2018)



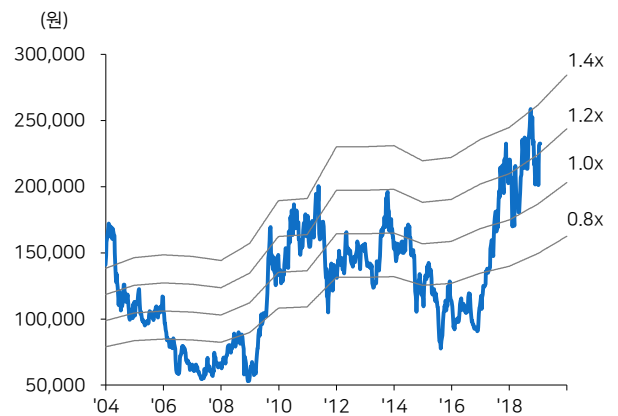
주: 2018년 10월까지 누적 기준
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 삼성SDI PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 삼성SDI PBR밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성 SDI (006400)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	5,200.8	6,321.6	9,158.3	11,018.6	12,468.1
매출액증가율 (%)	5.0	21.6	44.9	20.3	13.2
매출원가	4,450.2	5,152.5	7,089.8	8,507.5	9,522.8
매출총이익	750.6	1,169.1	2,068.4	2,511.1	2,945.3
판매관리비	1,676.9	1,052.2	1,353.4	1,611.9	1,820.8
영업이익	-926.3	116.9	715.0	899.2	1,124.5
영업이익률	-17.8	1.8	7.8	8.2	9.0
금융손익	-127.4	13.2	-11.6	-81.7	-86.6
중속/관계기업손익	245.2	695.4	327.8	407.0	595.6
기타영업외손익	117.8	708.6	321.1	325.4	508.9
세전계속사업이익	-820.7	824.1	1,036.2	1,224.6	1,633.5
법인세비용	57.8	180.9	291.2	318.4	424.7
당기순이익	211.1	643.2	745.0	906.2	1,208.8
지배주주지분 순이익	219.4	657.2	710.5	871.6	1,174.2

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
유동자산	3,958.3	3,605.1	5,366.8	6,109.3	6,785.1
현금및현금성자산	1,011.7	1,209.0	1,523.1	1,551.7	1,844.9
매출채권	780.3	987.7	2,020.1	2,404.8	2,611.0
재고자산	729.1	966.6	1,291.9	1,537.9	1,669.8
비유동자산	10,942.0	12,146.4	13,603.4	14,774.3	15,898.2
유형자산	2,503.8	2,930.3	4,357.7	5,107.7	5,717.7
무형자산	941.7	897.4	860.0	622.0	368.4
투자자산	6,773.1	7,643.8	7,483.7	7,970.7	8,646.3
자산총계	14,900.3	15,751.5	18,970.2	20,883.5	22,683.3
유동부채	2,212.8	2,670.4	3,780.5	4,655.4	5,339.1
매입채무	341.8	461.3	616.5	734.0	796.9
단기차입금	184.0	879.5	1,308.3	1,318.3	1,328.3
유동성장기부채	199.9	311.2	415.9	495.1	537.6
비유동부채	1,723.4	1,629.1	2,890.5	3,099.5	3,104.4
사채	299.3	99.8	690.0	690.0	690.0
장기차입금	267.3	245.5	766.2	966.2	966.2
부채총계	3,936.2	4,299.5	6,671.0	7,754.9	8,443.4
자본금	356.7	356.7	356.7	356.7	356.7
자본잉여금	5,031.2	5,042.7	5,039.5	5,039.5	5,039.5
기타포괄이익누계액	591.0	602.4	323.7	323.7	323.7
이익잉여금	4,994.7	5,600.6	6,644.6	7,474.0	8,585.3
비지배주주지분	242.0	194.7	279.8	279.8	279.8
자본총계	10,964.1	11,452.0	12,299.2	13,128.6	14,239.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-1,309.5	-250.1	69.8	1,452.2	1,974.3
당기순이익(손실)	211.1	643.2	745.1	906.2	1,208.8
유형자산상각비	360.5	369.3	555.0	850.0	990.0
무형자산상각비	94.5	90.6	97.2	117.2	132.9
운전자본의 증감	-1,412.9	-841.3	-1,280.0	-517.6	-277.4
투자활동 현금흐름	1,854.3	89.3	-1,330.7	-1,545.6	-1,545.6
유형자산의증가(CAPEX)	-832.6	-991.5	-1,890.0	-1,600.0	-1,600.0
투자자산의감소(증가)	3.8	0.0	-40.0	-80.0	-80.0
재무활동 현금흐름	-818.7	353.4	1,572.5	122.0	-135.4
차입금의 증감	-540.7	513.8	1,736.8	289.2	52.5
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-276.3	197.3	314.2	28.6	293.2
기초현금	1,288.0	1,011.7	1,209.0	1,523.2	1,551.8
기말현금	1,011.7	1,209.0	1,523.2	1,551.8	1,845.0

Key Financial Data

	2016	2017	2018P	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	75,632	91,931	133,183	160,237	181,316
EPS(지배주주)	3,191	9,557	10,332	12,675	17,075
CFPS	-4,018	2,869	4,569	416	4,264
EBITDAPS	-6,854	8,388	19,883	27,142	32,682
BPS	155,925	163,708	174,791	186,853	203,013
DPS	1,000	1,000	1,000	1,268	1,708
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	72.9	24.3	22.5	18.3	13.6
PCR	N/A	81.0	50.9	558.4	54.5
PSR	3.1	2.5	1.7	1.5	1.3
PBR	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EBITDA	-471	577	1,367	1,866	2,247
EV/EBITDA	-13.0	20.3	12.8	9.5	7.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.0	5.8	6.1	7.0	8.8
EBITDA 이익률	-582.0	1,245.9	73.1	53.9	57.1
부채비율	35.9	37.5	54.2	59.1	59.3
금융비용부담률	0.0	0.1	0.4	0.6	0.6
이자보상배율(x)	-26.4	5.1	13.3	9.6	11.6
매출채권회전율(x)	6.1	7.2	6.1	5.0	5.0
재고자산회전율(x)	6.0	6.1	6.3	6.0	5.9

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 1월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 1월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 1월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김선우,서승연)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성 SDI (006400) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.06.07	산업분석	Trading Buy	188,000	김선우	-7.0	4.8	
2017.09.08	산업분석	Trading Buy	203,000	김선우	1.7	9.9	
2017.11.01	기업브리프	Trading Buy	230,000	김선우	-4.3	1.1	
2017.12.04	산업분석	Trading Buy	245,000	김선우	-14.4	-8.0	
2018.01.24	기업브리프	Trading Buy	245,000	김선우	-19.8	-8.0	
2018.06.01	산업분석	Trading Buy	245,000	김선우	-16.9	-3.3	
2018.07.31	기업브리프	Trading Buy	271,000	김선우	-12.9	-3.7	
2018.11.07	산업분석	Trading Buy	276,000	김선우	-19.8	-16.8	
2018.11.15	산업분석	Trading Buy	276,000	김선우	-21.2	-13.0	
2019.01.28	기업브리프	Trading Buy	276,000	김선우	-	-	