

# 삼성SDI (006400)

## 2차전지



최영산

02 3770 5728

yungsan.choi@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (I)</b>
목표주가	<b>290,000원 (I)</b>
현재주가 (3/6)	<b>232,500원</b>
상승여력	<b>25%</b>

시가총액	159,877억원
총발행주식수	70,382,426주
60일 평균 거래대금	830억원
60일 평균 거래량	368,512주
52주 고	261,000원
52주 저	170,000원
외인지분율	40.28%
주요주주	삼성전자 외 7인 20.60%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.1	9.2	39.9
상대	5.7	5.4	53.4
절대(달려환산)	4.5	7.3	34.3

## 믿음이 신뢰로 변하는 과도기

### 멀티플을 더 높이려면 이젠 EV에서 보여줘야 한다

삼성SDI(이하 동사)에 대해 목표주가 290,000원을 제시(2019F BPS에 17~18년 평균 고점 P/B 1.5x 적용)하며, 투자 의견 BUY로 커버리지를 개시한다. 중장기적인 실적 상승과 성장 스토리에는 이견이 없으나, 단기적으로는 ESS 모멘텀 둔화를 매워줄 EV 흑자전환 시기와 규모에 대한 확신이 부족함에 따라 박스권의 주가 흐름을 예상한다. 1~2월 사이에 ESS 모멘텀 둔화 이후 시장의 컨센서스는 둔화되었음에도 불구하고, 동사의 주가는 약 19% 오르면서 목표주가와와의 갭이 좁아진 상황이다.

결국 이익과 밸류에이션 관점에서 보았을 때, 17 → 18 → 19년으로 가는 이익 성장을 둔화에도 불구하고 멀티플이 상승하려면 기업의 내구성 강화가 선행되어야 한다는 판단이다. 결국 EV 흑자전환 시기와 규모를 앞당기고, 글로벌 시장 점유율을 넓혀가면서 시장 지배력을 확대해가야 하는 것을 의미한다.

이러한 부분에 대한 확신이 없다면, 단기적으로 아직 EV부분의 흑자전환에 대한 확신이 서지 않은 상황에서 2018년 고점 멀티플 이상을 주기에 버겁다는 판단이다. EV부분에서 시장이 성장하는 만큼의 이상의 성장과 시장 지배력을 선제적으로 보여줘야 멀티플 상승구간에 진입할 수 있다.

### 당분간 박스권 주가 흐름 예상

2019년 매출액은 10.8조원(YoY +17%), 영업이익은 9,230억원(YoY +29%, OPM 8.6%) 수준을 예상하며, 중대형전지의 적자폭은 2018년 -980억원에서 -507억원으로 축소되나, **EV용 중대형 전지의 분기 흑자전환 시기는 2020년으로 판단하며, EV용 중대형 전지 연간 흑자전환 시기는 2021년으로 판단된다.** 따라서, 올해로만 본다면, ESS모멘텀 둔화를 EV용 중대형 전지가 make-up하기엔 다소 시간이 걸리는 과도기적인 시기로 판단된다.

한편, 소형전지와 전자재료는 각각 매출액 4.7조원(YoY +16%), 2.4조원(YoY +8%) 수준으로 예상되며, 시장 예상치와 유사한 성장궤도를 그려갈 것으로 예상된다. 상반기에는 SDC의 가동률이 현재 매우 낮은 수준이나(20% 수준), 하반기부터 시작될 중화권 및 애플향 OLED부분 소재 실적이 상승하면서 상회하고 그림을 그려낼 것으로 예상된다. 소형전지의 경우, 글로벌 스마트폰 수요 둔화와 폴리머 전지 시장 내의 경쟁심화가 주된 변수로 작용할 것으로 예상된다. Non-IT향 원형전지의 경우, 빠질 만큼 빠진 코발트, 니켈 등의 원재료 가격 흐름이 변수로 예상된다.

### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	24,785	31.9	-1.8	27,234	-9.0
영업이익	2,493	110.2	3.2	2,533	-1.6
세전계속사업이익	4,050	21.5	32.2	3,701	9.4
지배순이익	2,612	10.0	21.6	2,895	-9.8
영업이익률 (%)	10.1	+3.8 %pt	+0.5 %pt	9.3	+0.8 %pt
지배순이익률 (%)	10.5	-2.1 %pt	+2.0 %pt	10.6	-0.1 %pt

자료: 유안타증권

### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018P	2019F	2020F
매출액	63,466	91,582	107,615	133,738
영업이익	1,169	7,156	9,231	10,900
지배순이익	6,572	7,081	10,077	11,643
PER	17.6	21.3	16.3	14.1
PBR	1.0	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	20.7	12.5	9.8	9.0
ROE	6.0	6.1	8.1	8.6

자료: 유안타증권

글로벌 CATL, BYD, Panasonic과 밸류에이션을 비교하기에는 MS차이와 증장기 CAPA 규모 차이가 지나치게 크다고 판단된다. SDC 지분가치의 경우, 결국 폴터블과 QD가 본격화되는 2020~2021년에 가능할 전망이다. 무엇보다 SDC 지분가치로 주가의 상승 구간을 올리는 것은 앞서 말한 내구성 강화로 보기엔 어렵다. **본격적인 주가 상승 사이클 진입 시기는 올해 하반기로 판단된다.** 본격적인 3세대 배터리 출시와, EV용 중대형 전지 분기 흑자전환 등의 긍정적 이슈들이 2020년에 대기하고 있기 때문에, 이를 선반영한 주가 상승시기와 멀티플 재상승 시기는 올해 하반기로 판단된다. 2분기 주가는 박스권 흐름을 예상하고, 3분기부터 매수하는 전략을 추천한다.

정리하자면, 1) ESS 모멘텀이 다운된 상황에서, 전자재료나 소형전지가 아닌 EV 전지 부분에서의 확신이 있어야 멀티플이 2018년 이상으로 높여갈 수 있다고 판단하며, 2) 당사는 EV용 중대형 전지의 분기 흑자전환 시점을 2020년으로 예상하고 있고, 3) 당사는 IT 대형주로서 1~2월 주가가 약 20% 가까이 바닥에서 올랐다는 점을 고려할 때, 단기적으로는 박스권 주가 흐름을 예상하는 바이다. 동사의 진정한 가치는 EV에서 시작되어야 하며, 올해 당장 중대형 EV에서의 이익 실현이 쉽지 않아 보인다는 점에서 약간의 기다림이 필요할 것으로 보인다. 다만, 이러한 기다림의 구간을 거치고, EV가 이익으로 전환되는 시점에는 EPS와 멀티플 상승하는 구간이 겹쳐지면서 강한 주가흐름을 보여줄 것으로 예상된다.

[표 1] 삼성 SDI 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출액	1,909	2,248	2,526	2,479	2,324	2,578	2,918	2,941	6,322	9,161	10,762
(yoy, %)	46%	55%	48%	34%	22%	15%	16%	19%	22%	45%	17%
전지 사업부	1,419	1,729	1,927	1,882	1,798	2,020	2,265	2,296	4,304	6,957	8,378
중대형 전지	540	807	780	739	662	864	1,057	1,070	1,375	2,866	3,653
EV	293	341	344	375	355	450	576	582	890	1,352	1,963
ESS	247	466	437	365	307	415	481	488	485	1,514	1,690
소형전지	879	922	1,147	1,142	1,135	1,155	1,208	1,226	2,929	4,090	4,725
전자재료	490	519	599	597	527	559	653	645	2,017	2,204	2,383
영업이익	72	152	242	249	163	192	269	299	117	715	923
(yoy, %)	흑전	2679%	302%	110%	126%	27%	11%	20%	흑전	511%	29%
(OPM)	4%	7%	10%	10%	7%	7%	9%	10%	2%	8%	9%
전지 사업부	24	85	155	150	99	131	178	196	-109	414	604
중대형 전지	-55	0	-14	-29	-37	-25	0	12	-257	-98	-50
EV	-88	-61	-74	-72	-68	-67	-58	-47	-303	-295	-239
ESS	25	61	60	43	31	42	58	59	30	189	189
소형 전지	79	85	169	179	136	156	178	184	148	512	654
전자재료	48	67	87	99	63	61	91	103	225	301	319
영업이익률	3.8%	6.8%	9.6%	10.1%	7.0%	7.5%	9.2%	10.2%	1.8%	7.8%	8.6%
중대형 전지	-10%	0%	-2%	-4%	-6%	-3%	0%	1%	-19%	-3%	-1%
EV	-30%	-18%	-22%	-19%	-19%	-15%	-10%	-8%	-34%	-22%	-12%
ESS	10%	13%	14%	12%	10%	10%	12%	12%	6%	12%	11%
소형 전지	9%	9%	15%	16%	12%	14%	15%	15%	5%	13%	14%
전자재료	10%	13%	15%	17%	12%	11%	14%	16%	11%	14%	13%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 삼성 SDI 밸류에이션

(단위: x)

	2015	2016	2017	2018	2019F
P/E(High)	190.84	39.9	25.1	24.1	
P/E(Low)	98.82	28.0	10.9	15.7	
P/E(Avg)	150.76	33.2	17.9	21.3	16.3
EPS	760	3,168	9,536	10,276	14,633
EPS Growth(%)		317%	201%	8%	42%
P/B(High)	0.93	0.8	1.4	1.6	
P/B(Low)	0.48	0.6	0.6	1.3	
P/B(Avg)	0.74	0.7	1.0	1.2	1.2
BPS	156,781	158,605	168,339	179,697	193,765
BPS Growth(%)		1%	6%	7%	8%
ROE (%)	0.5	2.0	6.0	6.1	8.1
Target P/B (x)					1.5
2019F BPS					193,765
Target Price					290,000

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 삼성 SDI 12M Fwd P/B 추이



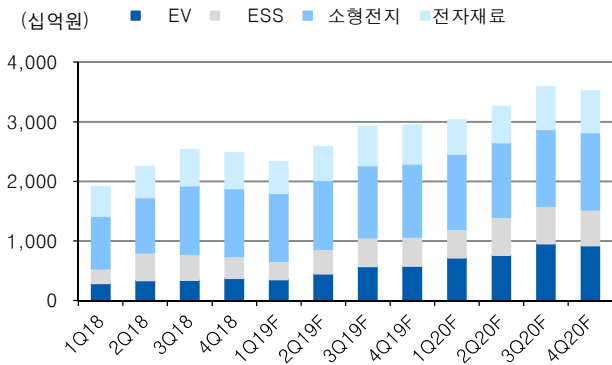
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 삼성 SDI 12M Fwd P/E 추이



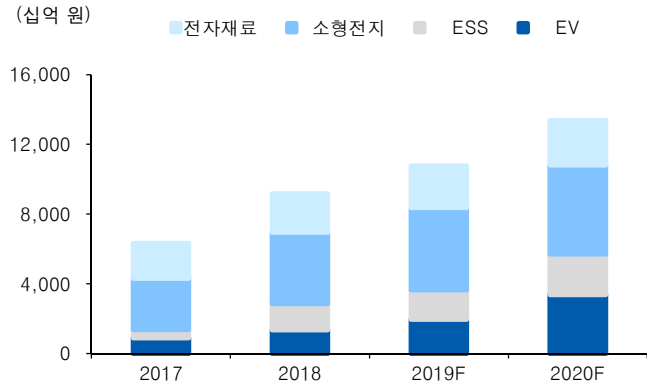
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 삼성 SDI 분기별 매출 추이



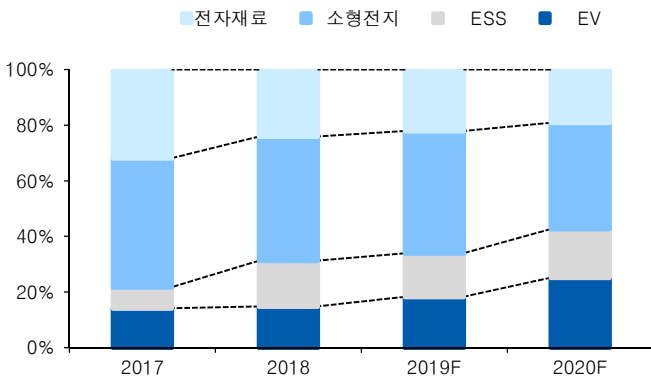
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 삼성 SDI 연간 매출 추이



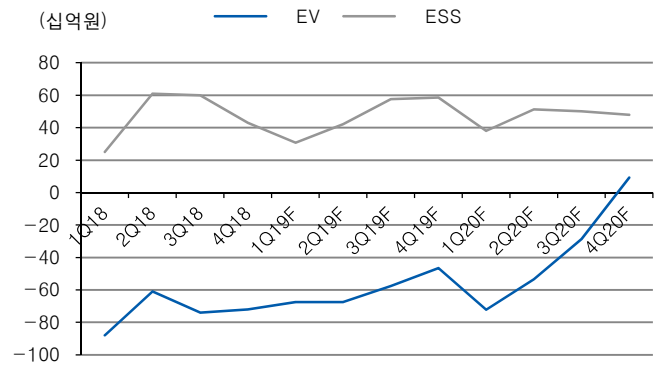
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 삼성 SDI 연간 매출액 구성 추이



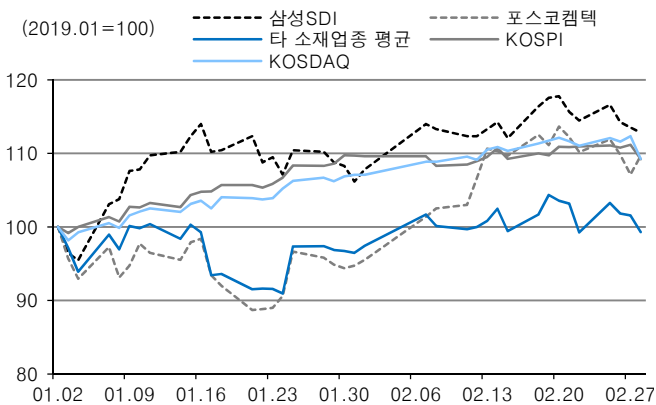
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 삼성 SDI 중대형 전지 부분 영업이익 추이



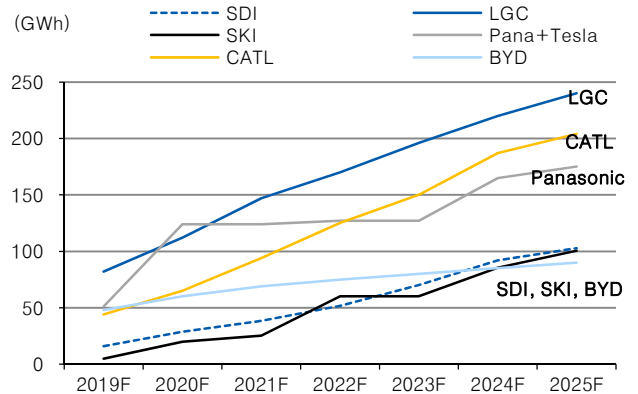
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 이차전지 업종 주가 변동 추이 (2019~)



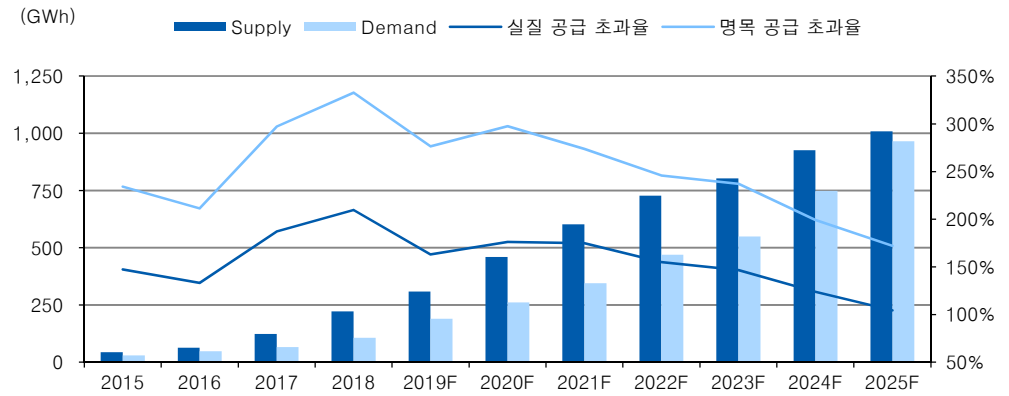
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 상위 6개 업체 CAPA 증가 추세



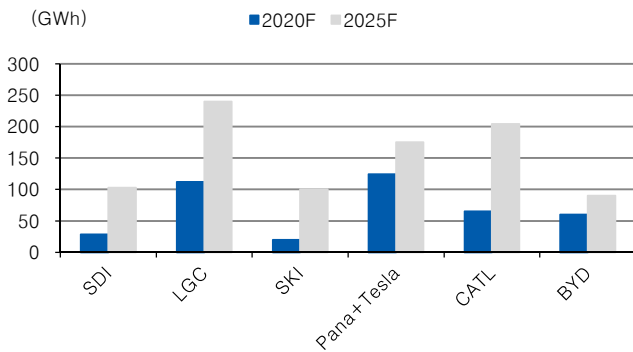
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 중대형 배터리 수급 밸런스 추정



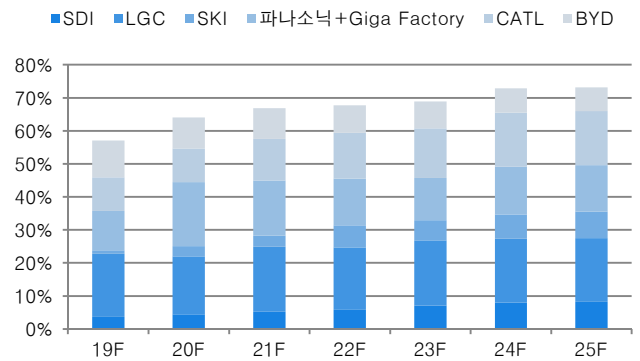
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 핵심 6개 업체 CAPA 확장 예상



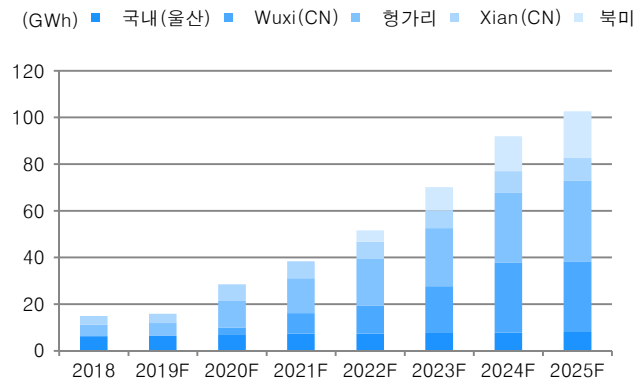
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 핵심 6개 업체 점유율 추이



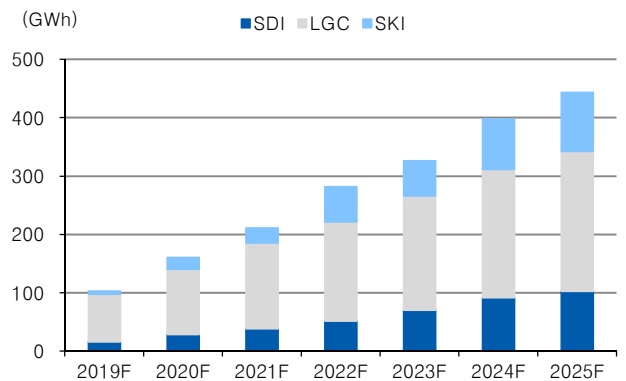
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 삼성 SDI CAPA 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 13] SK 이노베이션 CAPA 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

삼성 SDI (006400) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	52,008	63,466	91,582	107,615	133,738
매출원가	44,503	51,808	70,685	82,328	102,798
매출충이익	7,506	11,658	20,897	25,287	30,941
판매비	16,769	10,490	13,741	16,055	20,041
영업이익	-9,263	1,169	7,156	9,231	10,900
EBITDA	-4,713	5,768	13,226	18,445	21,197
영업외손익	1,056	7,072	3,344	4,218	4,611
외환관련손익	-230	152	-630	0	0
이자손익	-23	-49	-244	-279	-487
관계기업관련손익	2,452	6,954	3,488	4,008	4,609
기타	-1,142	15	730	489	489
법인세비용차감전순이익	-8,207	8,241	10,500	13,449	15,511
법인세비용	578	1,809	2,956	2,959	3,412
계속사업순이익	-8,785	6,432	7,544	10,490	12,098
중단사업순이익	10,896	0	0	0	0
당기순이익	2,111	6,432	7,544	10,490	12,098
지배지분순이익	2,194	6,572	7,081	10,077	11,643
포괄순이익	-111	6,370	8,940	11,043	12,651
지배지분포괄이익	211	6,851	8,557	10,966	12,586

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	39,583	35,846	60,755	53,849	53,214
현금및현금성자산	10,117	12,090	26,543	13,375	5,662
매출채권 및 기타채권	9,295	11,291	16,139	19,422	23,090
재고자산	7,291	9,666	14,178	17,157	20,566
비유동자산	109,420	121,571	122,853	141,983	157,030
유형자산	25,038	29,303	44,080	58,566	68,777
관계기업등 지분관련자산	55,256	62,193	65,854	71,197	76,541
기타투자자산	16,319	17,892	1,584	1,584	1,584
자산총계	149,003	157,417	183,608	195,833	210,243
유동부채	22,128	26,641	37,236	38,401	39,831
매입채무 및 기타채무	14,771	13,259	17,952	19,117	20,547
단기차입금	1,840	7,681	13,083	13,083	13,083
유동성장기부채	1,999	3,112	3,112	3,112	3,112
비유동부채	17,234	16,256	23,406	25,057	27,064
장기차입금	2,673	2,455	7,662	9,313	11,320
사채	2,993	998	998	998	998
부채총계	39,362	42,897	60,642	63,459	66,896
지배지분	107,221	112,573	120,168	129,576	140,549
자본금	3,567	3,567	3,567	3,567	3,567
자본잉여금	50,312	50,427	50,395	50,395	50,395
이익잉여금	49,947	56,006	66,420	75,828	86,801
비지배지분	2,420	1,947	2,798	2,798	2,798
자본총계	109,641	114,520	122,966	132,374	143,348
순차입금	-9,758	1,205	-2,424	12,396	22,115
총차입금	9,698	14,448	25,072	26,724	28,731

현금흐름표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	-13,095	-2,501	5,334	11,223	12,765
당기순이익	2,111	6,432	7,544	10,490	12,098
감가상각비	3,605	3,693	5,178	8,514	9,789
외환손익	-12	-353	564	0	0
종속, 관계기업관련손익	-2,452	-6,954	-3,488	-4,008	-4,609
자산부채의 증감	-14,129	-8,413	-6,783	-4,841	-5,432
기타현금흐름	-2,218	3,094	2,319	1,069	919
투자활동 현금흐름	18,543	893	-18,574	-24,250	-21,802
투자자산	38	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-8,326	-9,915	-19,030	-23,000	-20,000
유형자산 감소	793	344	35	0	0
기타현금흐름	26,037	10,464	421	-1,250	-1,802
재무활동 현금흐름	-8,187	3,534	9,814	1,055	1,415
단기차입금	-1,086	6,158	4,917	0	0
사채 및 장기차입금	-4,321	-1,020	5,521	1,651	2,007
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-727	-700	-740	-740	-740
기타현금흐름	-2,053	-904	115	143	147
연결범위변동 등 기타	-23	47	17,880	-1,197	-91
현금의 증감	-2,763	1,973	14,453	-13,169	-7,712
기초 현금	12,880	10,117	12,090	26,543	13,375
기말 현금	10,117	12,090	26,543	13,375	5,662
NOPLAT	-9,916	1,169	7,156	9,231	10,900
FCF	-27,821	-12,816	-14,602	-11,428	-6,634

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

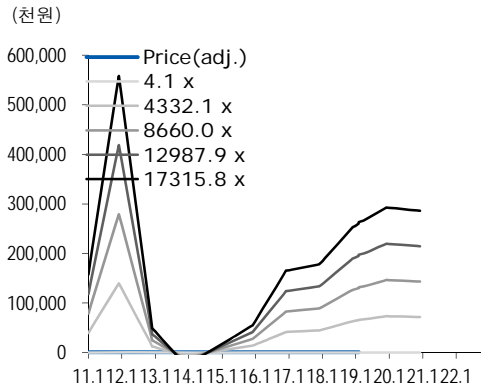
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

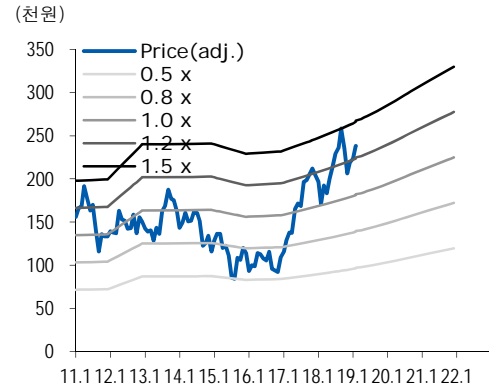
Valuation 지표					
(단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	3,168	9,536	10,276	14,633	16,910
BPS	158,605	168,339	179,697	193,765	210,175
EBITDAPS	-6,697	8,195	18,791	26,206	30,117
SPS	73,894	90,173	130,120	152,901	190,017
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
PER	32.7	17.6	21.3	16.3	14.1
PBR	0.7	1.0	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	-13.7	20.7	12.5	9.8	9.0
PSR	1.4	1.9	1.7	1.6	1.3

재무비율					
(단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	5.0	22.0	44.3	17.5	24.3
영업이익 증가율 (%)	적지	흑전	512.2	29.0	18.1
지배순이익 증가율 (%)	307.5	199.6	7.7	42.3	15.5
매출총이익률 (%)	14.4	18.4	22.8	23.5	23.1
영업이익률 (%)	-17.8	1.8	7.8	8.6	8.1
지배순이익률 (%)	4.2	10.4	7.7	9.4	8.7
EBITDA 마진 (%)	-9.1	9.1	14.4	17.1	15.8
ROIC	-22.4	2.2	9.4	9.7	9.3
ROA	1.4	4.3	4.2	5.3	5.7
ROE	2.0	6.0	6.1	8.1	8.6
부채비율 (%)	35.9	37.5	49.3	47.9	46.7
순차입금/자기자본 (%)	-9.1	1.1	-2.0	9.6	15.7
영업이익/금융비용 (배)	-26.4	5.1	15.3	16.6	18.2

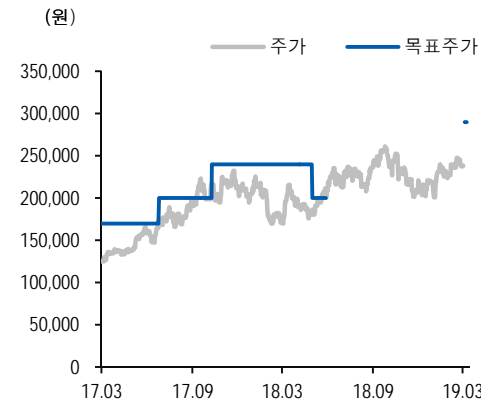
P/E band chart



P/B band chart



삼성 SDI (006400) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-03-07	BUY	290,000	1년		
	담당자 변경				
2018-05-03	HOLD	200,000	1년	12.78	-
2018-01-08	HOLD	240,000	1년	-16.35	-
2017-10-12	BUY	240,000	1년	-11.96	-3.13
2017-06-27	BUY	200,000	1년	-6.19	11.50
2017-04-10	BUY	170,000	1년	-11.82	1.47
2016-04-29	BUY	140,000	1년	-21.40	-0.36

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.0
Buy(매수)	84.6
Hold(중립)	14.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-02-24

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.  
(작성자: 최영산)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.