



하나금융그룹

2019년 3월 21일 | Equity Research

삼성SDI (006400)

단기 실적 우려보다는 전기차 배터리 성장성에 기대

1Q19 Preview : ESS 실적 급감

2019년 1분기 실적은 매출 2.3조원(YoY +18%, QoQ -9%), 영업이익 1,090억원(YoY +51%, QoQ -56%)로 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. 2018년 ESS 화재 사고 이후 2019년 초부터 국내 ESS 신규 프로젝트 진행이 전면 중단되면서 관련 배터리 매출이 급감한 것이 1분기 실적 부진의 주 원인이다. 소형 전지 부문 역시 원형전지는 계절적 비수기 진입으로 인해 전분기 대비 물량 감소가 불가피하며, 폴리머 전지의 경우 주요 고객사 플래그십 모델향 1분기 공급 물량이 예년과 비슷하다는 점에서 실적 호조를 기대하기는 어려운 상황이다. 다만 원형 전지 전방 시장이 확대되고(무선 제품 증가 영향 등) 전자 재료 부문 수익성이 개선되며 전년 동기 대비 성장을 이어갈 것으로 전망된다.

삼성SDI, 3년만의 중국 진출 재개 전망

중국 공신부가 발표한 신재생 에너지 신차 목록에 삼성SDI가 배터리를 공급하는 Jinkang New Energy의 BEV가 목록에 포함됐다. 2016년 6월, 중국 내 전기차 배터리 공급업체 대상 인증 제도인 '전기차 배터리 모범규준 인증'에서 삼성SDI를 포함한 국내 배터리 셀 업체들이 모두 인증에 실패하며 중국 시장 진출이 잠정 중단된 지 3년만의 중국 사업 재개다. 삼성SDI의 경우 중국 사업에 대한 불확실성으로 인해 공격적 증설을 꺼려왔으나 중국 시장 개화가 가시화되면서 향후 중대형 전지 CAPA 증설 속도가 가속화될 전망이다.

주가 저점에 대한 고민 : P/B 하단 1.0배

단기 실적 우려로 인한 주가 Down-side Risk와 중국 사업 재개로 인한 Up-side Potential이 상존하는 상황이다. ESS 배터리 부문의 실적은 삼성SDI 중장기 성장성의 핵심 Factor가 아니라는 점에서 실적 우려로 인한 주가 조정은 단기 소폭에 그칠 것으로 전망한다. Valuation 측면에서 접근해보면, 영업이익 흑자전환에 성공한 2017년 이후로, 삼성디스플레이 지분법 이익 급감 우려, 전기차 배터리 경쟁사 진입 리스크 등 악재가 있을 때마다 P/B 1.0배 수준에서 저점을 형성했다. 현 주가 수준에서 P/B 1.0배까지 하향 여력은 8%에 불과하다는 점에서 실적 조정에 대한 우려 보다는 조정시 공격적인 매수를 권고한다.

Update

BUY

| TP(12M): 350,000원 | CP(3월 20일): 208,000원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,177.10		
52주 최고/최저(원)	261,000/176,000		
시가총액(십억원)	14,303.0		
시가총액비중(%)	1.19		
발행주식수(천주)	68,764.5		
60일 평균 거래량(천주)	389.4		
60일 평균 거래대금(십억원)	87.9		
19년 배당금(예상,원)	1,000		
19년 배당수익률(예상,%)	0.48		
외국인지분율(%)	40.48		
주요주주 지분율(%)			
삼성전자 외 7 인	20.59		
국민연금	11.85		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(16.1) (17.9) (0.2)		
상대	(14.1) (12.4) 13.9		

Stock Price	
(천원)	삼성SDI(초) 상대지수(우)

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	6,346.6	9,158.3	10,917.4	14,089.2	18,182.5
영업이익	십억원	116.9	715.0	830.2	1,265.3	1,746.9
세전이익	십억원	824.1	1,036.2	1,157.8	1,653.5	1,692.1
순이익	십억원	657.2	701.2	788.0	1,124.6	1,155.2
EPS	원	9,338	9,962	11,196	15,979	16,413
증감률	%	199.6	6.7	12.4	42.7	2.7
PER	배	21.90	21.98	18.58	13.02	12.67
PBR	배	1.24	1.26	1.13	1.04	0.97
EV/EBITDA	배	25.19	13.20	8.18	6.26	6.10
ROE	%	5.98	6.05	6.41	8.53	8.10
BPS	원	164,848	174,463	184,708	199,736	215,197
DPS	원	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000



Analyst 김현수
02-3771-7503
hyunsoo@hanafn.com

표 1. 삼성SDI 실적 추이 및 전망

(단위 : 십억원)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018	2019F	2020F	
매출액	2차전지	1,419	1,746	1,942	1,907	1,737	2,071	2,324	2,542	3,424	4,291	7,014	8,676	11,554	
	소형	881	945	1,153	1,143	1,104	1,217	1,288	1,370	2,494	2,871	4,123	4,979	5,971	
	중대형	538	800	789	764	633.6	854	1,037	1,172	930	1,420	2,891	3,696	5,583	
	소재	490	502	581	572	521	523	598	600	1,772	2,031	2,144	2,242	2,535	
	전자재료	490	502	581	572	521	523	598	600	1,772	2,031	2,144	2,242	2,535	
	합계	1,909	2,248	2,523	2,479	2,259	2,594	2,922	3,143	5,201	6,321.6	9,158	10,917	14,089	
	YoY	46%	55%	48%	34%	18%	15%	16%	27%	-39%	22%	45%	19%	29%	
	영업이익	2차전지	31	96	152	157	49	98	174	202	-511	-126	435	523	926
	소형	90	95	169	187	133	135	182	197	-111	129	541	647	804	
	중대형	-59	1	-17	-31	-83	-38	-9	5	-400	-255	-106	-125	122	
OPM	소재	41	57	90	92	60	66	89	93	174	243	280	308	340	
	전자재료	41	57	90	92	60	66	89	93	174	243	280	308	340	
	합계	72	153	242	249	109	164	263	295	-926	117	715	830	1,265	
	YoY	흑전	2695%	301%	110%	51%	7%	9%	19%	적지	흑전	511%	16%	52%	
	2차전지	2%	5%	8%	8%	3%	5%	7%	8%	-15%	-3%	6%	6%	8%	
영업가치	소형	10.2%	10.1%	14.6%	16.4%	12.0%	11.1%	14.2%	14.4%	-4.5%	4.5%	13.1%	13.0%	13.5%	
	중대형	-11.0%	0.1%	-2.1%	-4.0%	-13.2%	-4.4%	-0.8%	0.4%	-43.0%	-18.0%	-3.7%	-3.4%	2.2%	
	소재	8.4%	11.4%	15.4%	16.1%	11.5%	12.6%	14.9%	15.5%	9.8%	12.0%	13.1%	13.7%	13.4%	
	전자재료	8.4%	11.4%	15.4%	16.1%	11.5%	12.6%	14.9%	15.5%	9.8%	12.0%	13.1%	13.7%	13.4%	
비영업가치	합계	3.8%	6.8%	9.6%	10.0%	4.8%	6.3%	9.0%	9.4%	-17.8%	1.8%	7.8%	7.6%	9.0%	

자료: 삼성SDI, 하나금융투자

표 2. 삼성SDI Valuation Table

		Fair Value(십억원)	EBITDA (1)	Multiple (2)	산출 기준 (1) x (2)
영업가치	전자재료	2,713	468	5.8	(1) 2019년 추정 EBITDA (2) Global Peers 평균
	소형전지	7,225	1,063	6.8	(1) 2019년 추정 EBITDA (2) Global Peers 평균
	중대형전지	9,177	956	9.6	(1) 2020년 추정 EBITDA (2) Global Peers 평균
	Total	19,115			
비영업가치	매도가능금융자산	1,412			최근 사업보고서 공시 기준
	삼성디스플레이	4,591			2019년 예상 손익 x PER10배 x 15.3%
	Total	6,003			
총기업가치		25,118			
순차입금		653			최근 사업보고서 공시 기준
적정시가총액(십억원)		24,465			
발행주식수(천주)		68,765			
적정 주당가치(원)		355,772			

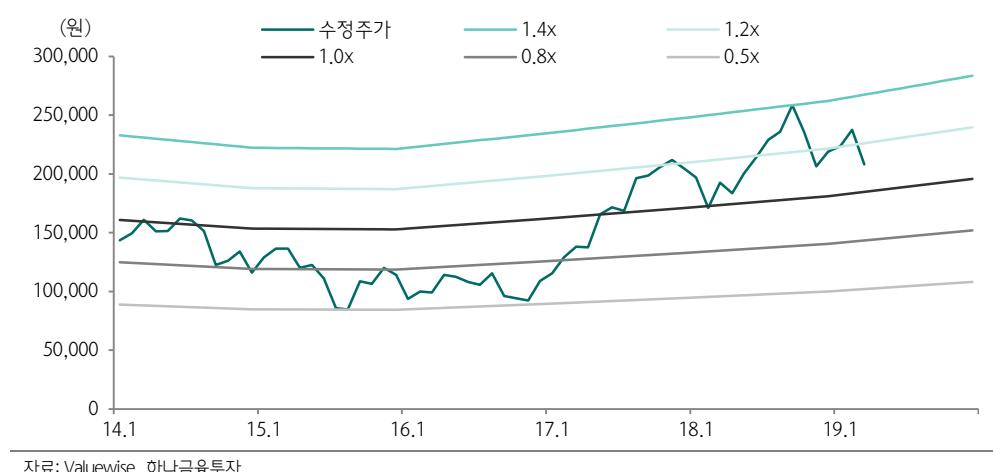
자료: 하나금융투자

전사 흑자 전환 및 전기차 배터리 매출 본격화된 2017년부터 살펴보면 P/B밴드 최하단은 1.0배 수준

삼성디스플레이 지분법이익 급감 우려 있었던 2018년 초 당시에도 P/B 1.0배를 저점으로 반등

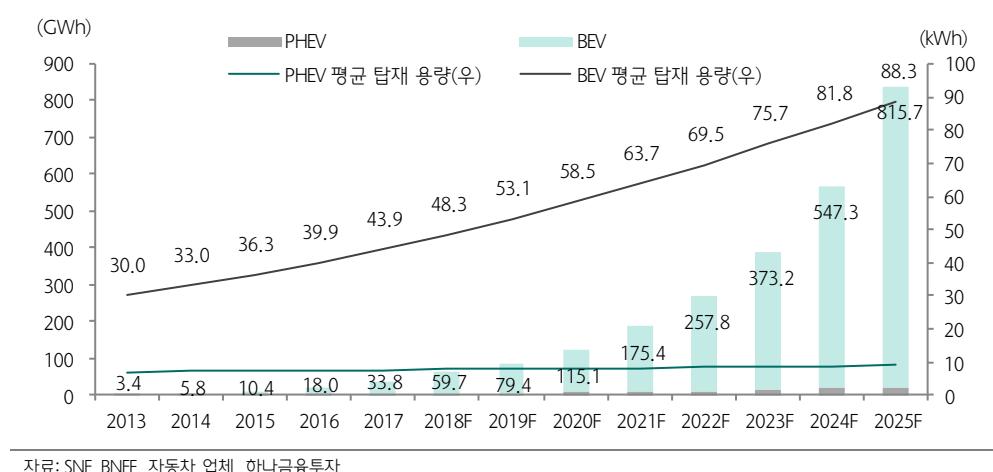
2019년 실적기준 P/B 1.0배는 185,000원 수준

그림 1. 삼성SDI 12M Fwd P/E 추이



2025년까지xEV 한대당 평균 배터리 탑재용량 88kWh로 증가 하며 전세계 배터리 수요 용량 증가 속도 가속화될 전망

그림 2. 글로벌 배터리 수요 용량 추이 및 전망



추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	6,346.6	9,158.3	10,917.4	14,089.2	18,182.5
매출원가	5,180.8	7,118.2	8,784.0	11,072.3	14,289.1
매출총이익	1,165.8	2,040.1	2,133.4	3,016.9	3,893.4
판관비	1,049.0	1,325.1	1,303.2	1,751.7	2,146.6
영업이익	116.9	715.0	830.2	1,265.3	1,746.9
금융손익	(1.4)	43.0	(54.3)	(57.2)	(54.8)
종속/관계기업손익	695.4	342.2	381.9	445.4	0.0
기타영업외손익	13.2	(64.0)	0.0	0.0	0.0
세전이익	824.1	1,036.2	1,157.8	1,653.5	1,692.1
법인세	180.9	291.2	333.5	477.1	483.7
계속사업이익	643.2	745.0	824.3	1,176.4	1,208.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	643.2	745.0	824.3	1,176.4	1,208.4
비지배주주지분					
순이익	(14.0)	43.9	36.3	51.8	53.2
지배주주순이익	657.2	701.2	788.0	1,124.6	1,155.2
지배주주지분포괄이익	685.1	748.4	775.1	1,106.1	1,136.2
NOPAT	91.2	514.1	591.0	900.2	1,247.5
EBITDA	576.8	1,297.2	1,774.7	2,231.7	2,253.0
성장성(%)					
매출액증가율	22.0	44.3	19.2	29.1	29.1
NOPAT증가율	흑전	463.7	15.0	52.3	38.6
EBITDA증가율	흑전	124.9	36.8	25.8	1.0
영업이익증가율	흑전	511.6	16.1	52.4	38.1
(지배주주)순익증가율	199.5	6.7	12.4	42.7	2.7
EPS증가율	199.6	6.7	12.4	42.7	2.7
수익성(%)					
매출총이익률	18.4	22.3	19.5	21.4	21.4
EBITDA이익률	9.1	14.2	16.3	15.8	12.4
영업이익률	1.8	7.8	7.6	9.0	9.6
계속사업이익률	10.1	8.1	7.6	8.3	6.6

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	9,338	9,962	11,196	15,979	16,413
BPS	164,848	174,463	184,708	199,736	215,197
CFPS	9,544	19,533	25,216	31,708	32,011
EBITDAPS	8,195	18,431	25,216	31,708	32,011
SPS	90,173	130,122	155,115	200,181	258,339
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	21.9	22.0	18.6	13.0	12.7
PBR	1.2	1.3	1.1	1.0	1.0
PCFR	21.4	11.2	8.2	6.6	6.5
EV/EBITDA	25.2	13.2	8.2	6.3	6.1
PSR	2.3	1.7	1.3	1.0	0.8
재무비율(%)					
ROE	6.0	6.0	6.4	8.5	8.1
ROA	4.3	4.0	3.8	4.9	4.5
ROIC	2.1	8.5	7.8	10.9	14.7
부채비율	37.5	58.3	68.5	74.4	78.7
순부채비율	1.1	13.3	(1.8)	(5.8)	(7.1)
이자보상배율(배)	5.1	13.8	9.0	12.1	16.2

자료: 하나금융투자

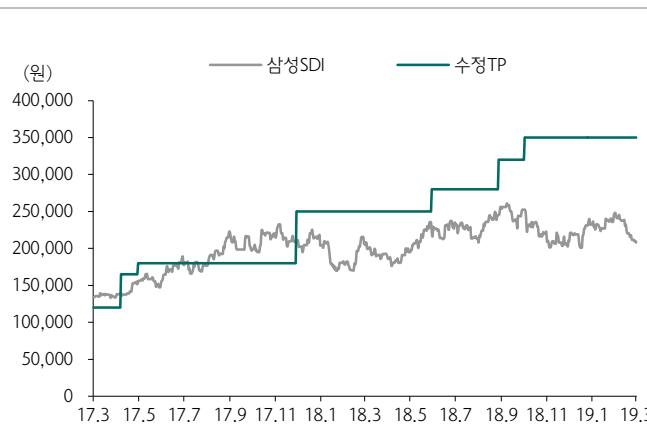
대차대조표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	3,584.6	5,519.3	8,087.8	9,304.3	10,457.9
금융자산	1,324.4	1,668.0	4,136.2	5,216.5	5,248.6
현금성자산	1,209.0	1,516.6	3,977.2	5,023.4	4,999.4
매출채권 등	1,129.1	1,631.7	1,794.8	1,974.3	2,547.9
재고자산	966.6	1,745.7	1,571.1	1,414.0	1,824.8
기타유동자산	164.5	473.9	585.7	699.5	836.6
비유동자산	12,157.1	13,830.4	13,761.9	15,202.9	16,688.8
투자자산	8,008.6	8,073.4	6,749.4	6,856.8	8,848.9
금융자산	1,789.2	153.6	194.8	236.6	305.3
유형자산	2,930.3	4,608.3	5,939.2	7,326.5	6,858.7
무형자산	897.4	866.3	790.9	737.1	698.9
기타비유동자산	320.8	282.4	282.4	282.5	282.3
자산총계	15,741.7	19,349.7	21,849.7	24,507.1	27,146.8
유동부채	2,664.1	4,012.8	4,754.8	5,394.8	6,196.3
금융부채	1,079.3	1,754.6	1,758.7	1,762.8	1,520.0
매입채무 등	1,325.9	1,982.0	2,655.9	3,226.6	4,164.1
기타유동부채	258.9	276.2	340.2	405.4	512.2
비유동부채	1,625.6	3,111.7	4,131.5	5,058.6	5,760.1
금융부채	365.5	1,544.1	2,144.1	2,644.1	2,644.1
기타비유동부채	1,260.1	1,567.6	1,987.4	2,414.5	3,116.0
부채총계	4,289.7	7,124.5	8,886.3	10,453.4	11,956.4
지배주주지분	11,257.3	11,934.0	12,655.1	13,712.7	14,800.9
자본금	356.7	356.7	356.7	356.7	356.7
자본잉여금	5,042.7	5,037.9	5,037.9	5,037.9	5,037.9
자본조정	(345.1)	(345.1)	(345.1)	(345.1)	(345.1)
기타포괄이익누계액	602.4	272.0	272.0	272.0	272.0
이익잉여금	5,600.6	6,612.5	7,333.6	8,391.2	9,479.5
비지배주주지분	194.7	291.2	308.3	341.0	389.4
자본총계	11,452.0	12,225.2	12,963.4	14,053.7	15,190.3
순금융부채	120.5	1,630.7	(233.3)	(809.6)	(1,084.5)
현금흐름표					
	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(250.1)	260.6	2,444.3	2,624.3	2,338.8
당기순이익	643.2	745.0	824.3	1,176.4	1,208.4
조정	(52.0)	494.8	562.6	521.0	506.1
감가상각비	459.9	582.2	944.5	966.4	506.1
외환거래손익	(35.3)	38.7	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(690.7)	(321.1)	(381.9)	(445.4)	0.0
기타	214.1	195.0	0.0	0.0	0.0
영업활동	(841.3)	(979.2)	1,057.4	926.9	624.3
변동					
투자활동 현금흐름	89.3	(1,704.7)	(520.8)	(2,015.3)	(2,053.0)
투자자산감소(증가)	(155.7)	277.4	1,705.9	338.0	(1,996.9)
유형자산감소(증가)	(957.1)	(2,142.4)	(2,200.0)	(2,300.0)	0.0
기타	1,202.1	160.3	(26.7)	(53.3)	(56.1)
재무활동 현금흐름	353.4	1,756.1	537.1	437.2	(309.8)
금융부채증가(감소)	475.1	1,853.9	604.1	504.1	(242.8)
자본증가(감소)	11.5	(4.8)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(63.2)	(21.3)	(0.1)	(0.0)	(0.1)
배당지급	(70.0)	(71.7)	(66.9)	(66.9)	(66.9)
현금의 증감	197.3	307.6	2,460.6	1,046.2	(24.0)
Unlevered CFO	671.7	1,374.8	1,774.7	2,231.7	2,253.0
Free Cash Flow	(1,241.6)	(1,885.5)	244.3	324.3	2,338.8



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

삼성SDI



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.10.22	BUY	350,000		
18.9.17	BUY	320,000	-22.48%	-18.44%
18.6.19	BUY	280,000	-18.63%	-10.89%
17.12.20	BUY	250,000	-21.10%	-5.80%
	Analyst Change	250,000		-
17.12.19	BUY	180,000	5.90%	29.17%
17.4.27	BUY	165,000	-11.62%	-6.06%
17.2.26	Neutral	120,000	11.70%	16.25%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

- BUY(매수) 목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
- Neutral(중립) 목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
- Reduce(매도) 목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

- Overweight(비중확대)…업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
- Neutral(중립)…업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
- Underweight(비중축소)…업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.1%	7.4%	0.6%	100.1%

* 기준일: 2019년 3월 20일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 입력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 03월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2019년 03월 21일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

