

2019. 5. 2



▲ 반도체/디스플레이

Analyst 김선우

02. 6454-4862

sunwoo.kim@meritz.co.kr

RA 서승연

02. 6454-4880

sy.seo@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월) 276,000 원

현재주가 (4.30) 236,500 원

상승여력 16.7%

KOSPI 2,203.59pt

시가총액 162,628억원

발행주식수 6,876만주

유동주식비율 74.58%

외국인비중 42.80%

52주 최고/최저가 261,000원/180,500원

평균거래대금 806.3억원

주요주주(%)

삼성전자 외 7 인 20.57

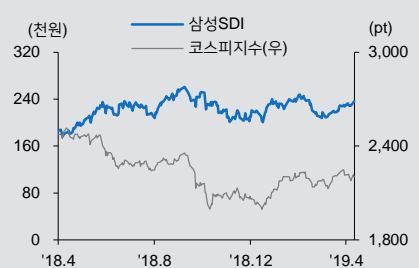
국민연금 10.00

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 10.3 0.6 28.9

상대주가 7.1 -8.0 47.1

주가그래프



삼성SDI 006400

혼재된 모멘텀 불구하고 긍정적인 방향성

- ✓ 다소 부진한 1Q19 영업이익 기록. 2Q19 · 2019 영업이익 1,656 억원 · 7,997 억원 예상
- ✓ 혼재된 모멘텀: 일련의 발화 사건 불구하고 최근 일부 전기차 판매량 데이터는 회복세 시현
- ✓ 하반기부터 재개될 중장기 성장 스토리: 1) 중대형 전지의 Top-line 확장과 손익 개선, 2) 가전기기의 무선통신, 3) 스마트폰 배터리 고밀도화, 4) 반도체 호황 및 폴더블 시대 진입
- ✓ Trading Buy 투자 의견과 276,000 원 적정주가 유지. 하반기 대형전지 실적 성장 가시성 확보가 Re-rating 을 위한 선결과제

1Q19 Review: 다소 부진한 매출과 수익성 기록

1Q19 매출액 2.3 조원 (-7% QoQ)과 영업이익 1,188 억원 (-52% QoQ)은 지속 낮아진 시장 기대치에 부합했으나 지난해 보여준 견조한 실적 개선세 대비 아쉬운 수준이었다. 소형과 중대형전지 매출액의 경우 각각 원통형전지의 계절적 요인과 ESS 의 국내 수요 지연의 부정적 영향이 반영됐다는 판단이다. 소형전지와 전자재료의 영업이익률은 여전히 두자릿수의 견조한 수준을 유지한데 반해 외형 감소 탓에 중대형전지의 적자폭이 확대되었다. 2Q19 · 2019 영업이익은 1,656 억원 · 7,997 억원으로 당사의 기존 예상치 대비 소폭 하향조정하지만, 분기별 영업이익은 하반기까지 개선세 유지가 가능할 전망이다. 다만 스마트폰 전방시장 내 1) 캡티브 고객의 하이엔드 모델 판매 호조와 2) 일부 중국 업체들의 선제적 재고확충이 관찰되는 등 최근 긍정적 흐름이 관찰되었지만, 큰 그림에서 포화기에 접어든 스마트폰 시장의 하반기 궤적에는 긴밀한 관찰이 필요하다.

2H19 중대형전지의 실적 성장 가시성 확보가 관건

지난해 말부터 최근까지 ESS 및 일부 전기차의 발화 사건들이 관련 업종 섹터먼트에 일부 영향을 끼치고 있다. 하지만 최근 1) 동사의 배터리의 중국 전기차 탑재 가능성이 제기되고, 2) 중국 순수전기차 MoM 판매량 증가율이 3 월에 성장 전환되는 등 업황 내 긍정적 요인들이 관찰되고 있다. 다만 장기 성장성을 보유한 동사에게 대형전지 구조적 성장 가시성 확보는 Re-rating 의 전제조건이라는 판단이다. 하반기부터는 국내 및 해외 ESS 판매 증가와 xEV 출하량 성장세가 본격화되는 과정에서 수익성 확보가 확인될 경우 장기 구조적 성장이 가능할 전망이다. Trading Buy 투자 의견과 276,000 원 적정주가를 유지한다.

(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	6,346.6	116.9	657.2	9,557	199.5	163,708	24.3	1.4	20.1	5.8	37.5
2018	9,158.3	715.0	701.2	10,196	6.7	173,549	22.8	1.3	12.5	5.9	58.3
2019E	10,439.4	797.7	619.8	9,014	-11.6	182,117	25.8	1.3	9.8	5.1	59.1
2020E	12,237.4	1,087.2	1,019.8	14,831	64.5	196,558	15.7	1.2	8.0	7.8	55.2

표1 삼성SDI 1Q19P 실적 Review

(십억원)	1Q19P	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	2,304.1	1,913.3	20.4%	2,478.6	-7.0%	2,292.0	0.5%	2,403.1	-4.1%
에너지솔루션	1,730.1	1,417.1	22.1%	1,881.4	-8.0%			1,873.5	-7.7%
소형전지	1,124.6	881.7	27.6%	1,162.9	-3.3%			1,123.3	0.1%
중대형전지 (EV+ESS)	605.4	535.4	13.1%	718.5	-15.7%			750.2	-19.3%
소재사업부	572.1	487.7	17.3%	597.2	-4.2%			529.6	8.0%
영업이익	118.8	72.0	65.0%	248.7	-52.2%	129.9	-8.6%	162.4	-26.9%
에너지솔루션	48.3	32.8	47.0%	160.1	-69.8%			105.1	-54.1%
소형전지	136.1	79.3	71.5%	170.1	-20.0%			110.1	23.6%
중대형전지 (EV+ESS)	-87.8	-46.5	nm	-10.0	nm			-5.0	nm
소재사업부	70.5	38.9	81.5%	88.6	-20.4%			57.4	23.0%
지분법이익	-67.0	48.8	nm	142.2	nm			65.1	nm
세전이익	70.5	197.5	-64.3%	391.2	-82.0%			194.9	-63.8%
순이익(지배)	57.9	160.3	-63.9%	266.0	-78.2%	60.6	-4.4%	144.3	-59.9%
영업이익률	5.2%	3.8%		10.0%				6.8%	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 삼성SDI 실적 추정치 변경

(십억원)	New		Old		차이	
	2Q19E	2019E	2Q19E	2019E	2Q19E	2019E
매출액	2,490.0	10,439.4	2,758.3	11,018.6	-9.7%	-5.3%
에너지솔루션	1,878.6	8,002.4	2,130.3	8,609.6	-11.8%	-7.1%
소형전지	1,149.5	4,680.1	1,185.6	4,799.7	-3.0%	-2.5%
중대형전지 (EV+ESS)	729.1	3,322.3	944.7	3,809.9	-22.8%	-12.8%
소재사업부	611.5	2,435.1	628.0	2,409.1	-2.6%	1.1%
영업이익	165.6	797.7	201.9	899.2	-18.0%	-11.3%
에너지솔루션	89.8	498.6	123.1	610.3	-27.0%	-18.3%
소형전지	144.8	609.4	122.1	572.3	18.6%	6.5%
중대형전지 (EV+ESS)	-55.0	-110.8	1.0	38.0	nm	nm
소재사업부	75.7	299.1	78.8	289.0	-3.9%	3.5%
지분법이익	-26.2	170.8	50.5	407.0	nm	-58.0%
세전이익	71.7	873.5	225.1	1,224.6	-68.2%	-28.7%
순이익(지배)	57.3	619.8	166.6	871.6	-65.6%	-28.9%
영업이익률	6.6%	7.6%	7.3%	8.2%		

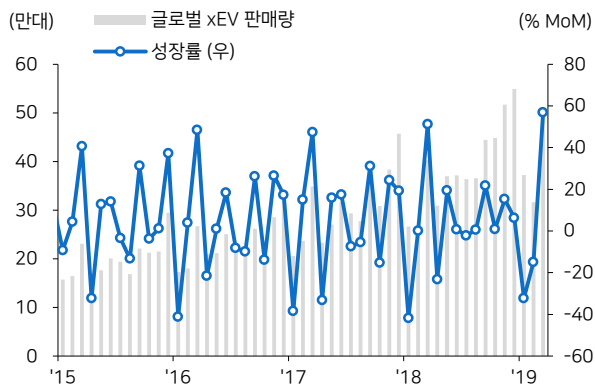
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 삼성SDI 실적추정

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	1,913.3	2,243.6	2,522.8	2,478.6	2,304.1	2,490.0	2,749.0	2,896.3	6,320.6	9,158.3	10,439.4
에너지솔루션	1,417.1	1,727.3	1,922.3	1,881.4	1,730.1	1,878.6	2,125.0	2,268.8	4,297.4	6,948.1	8,002.4
소형전지	881.7	926.1	1,166.2	1,162.9	1,124.6	1,149.5	1,180.4	1,225.7	2,817.4	4,136.9	4,680.1
중대형전지 (EV+ESS)	535.4	801.2	756.1	718.5	605.4	729.1	944.6	1,043.1	1,480.1	2,811.3	3,322.3
소재 사업부	487.7	514.3	598.2	597.2	572.1	611.5	624.0	627.5	2,017.2	2,197.4	2,435.1
영업이익	72.0	152.8	241.5	248.7	118.8	165.6	243.3	270.0	117.0	715.0	797.7
영업이익률(%)	3.8%	6.8%	9.6%	10.0%	5.2%	6.6%	8.9%	9.3%	1.9%	7.8%	7.6%
에너지솔루션	32.8	89.8	152.9	160.1	48.3	89.8	157.4	203.1	-105.3	435.7	498.6
소형전지	79.3	89.8	169.1	170.1	136.1	144.8	159.4	169.1	133.6	508.4	609.4
중대형전지 (EV+ESS)	-46.5	0.0	-16.2	-10.0	-87.8	-55.0	-2.0	34.0	-238.9	-72.7	-110.8
소재 사업부	38.9	62.2	88.6	88.6	70.5	75.7	86.0	66.8	222.8	278.3	299.1
지분법이익	48.8	17.6	133.6	142.2	-67.0	-26.2	128.3	135.6	695.4	342.2	170.8
세전이익	197.5	141.2	306.3	391.2	70.5	71.7	325.7	405.7	824.1	1,036.2	873.5
세전이익률(%)	10.3%	6.3%	12.1%	15.8%	3.1%	2.9%	11.8%	14.0%	13.0%	11.3%	8.4%
순이익(지배)	160.3	104.7	214.1	266.0	57.9	57.3	244.3	304.2	657.2	701.2	619.8
순이익률(%)	8.4%	4.7%	8.5%	10.7%	2.5%	2.3%	8.9%	10.5%	10.4%	7.7%	5.9%

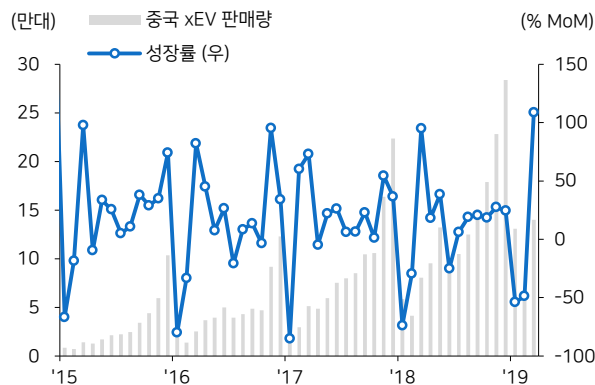
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 글로벌 xEV 판매량



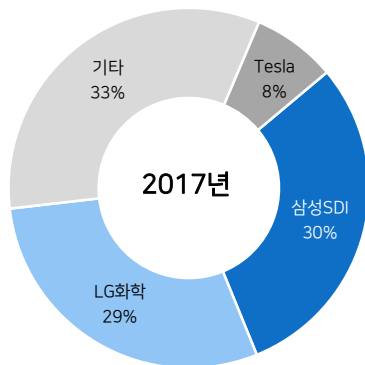
자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림2 중국 xEV 판매량



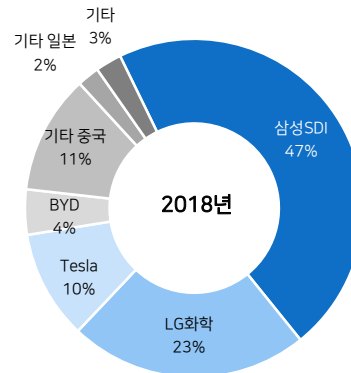
자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림3 ESS 시장 내 삼성SDI 점유율 (2017)



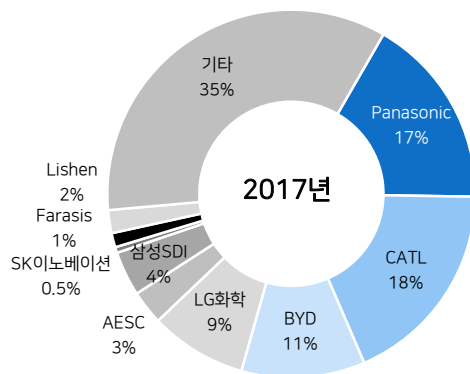
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 ESS 시장 내 삼성SDI 점유율 (2018)



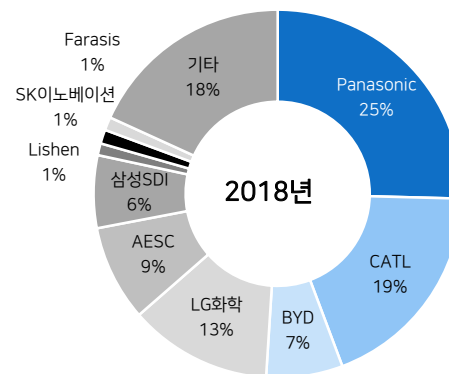
주: 3Q18 누적 기준
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 EV 시장 내 삼성SDI 점유율 (2017)



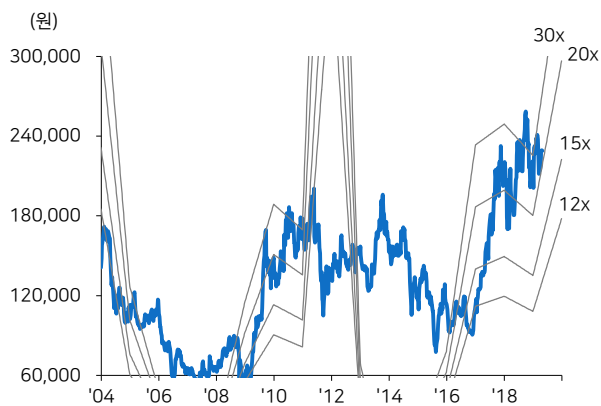
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 EV 시장 내 삼성SDI 점유율 (2018)



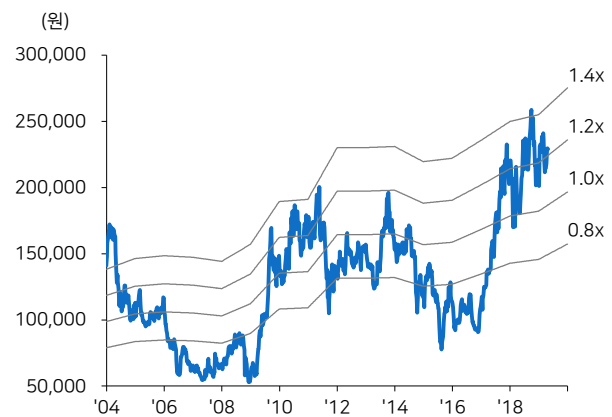
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 삼성SDI PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 삼성SDI PBR밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성 SDI (006400)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	5,200.8	6,346.6	9,158.3	10,439.4	12,237.4
매출액증가율 (%)	5.0	22.0	44.3	14.0	17.2
매출원가	4,450.2	5,180.8	7,118.2	8,158.3	9,417.8
매출총이익	750.6	1,165.8	2,040.1	2,281.1	2,819.5
판매관리비	1,676.9	1,049.0	1,325.1	1,483.4	1,732.3
영업이익	-926.3	116.9	715.0	797.7	1,087.2
영업이익률	-17.8	1.8	7.8	7.6	8.9
금융손익	-127.4	13.2	-64.0	-185.7	-195.4
종속/관계기업손익	245.2	695.4	342.2	170.8	526.5
기타영업외손익	117.8	708.6	278.2	75.9	331.1
세전계속사업이익	-820.7	824.1	1,036.2	873.5	1,418.3
법인세비용	57.8	180.9	291.2	209.8	354.6
당기순이익	211.1	643.2	745.0	663.7	1,063.7
지배주주지분 순이익	219.4	657.2	701.2	619.8	1,019.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-1,309.5	-250.1	260.6	1,236.6	1,616.1
당기순이익(손실)	211.1	643.2	745.0	663.7	1,063.7
유형자산상각비	360.5	369.3	491.2	850.0	990.0
무형자산상각비	94.5	90.6	91.1	104.0	122.5
운전자본의 증감	-1,412.9	-841.3	-979.2	-424.2	-260.0
투자활동 현금흐름	1,854.3	89.3	-1,704.7	-2,018.0	-2,018.0
유형자산의증가(CAPEX)	-832.6	-991.5	-2,146.1	-1,600.0	-1,600.0
투자자산의감소(증가)	3.8	0.0	-20.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-818.7	353.4	1,756.1	186.6	-25.8
차입금의 증감	-540.7	513.8	1,818.7	252.1	35.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-276.3	197.3	307.6	-594.8	-427.7
기초현금	1,288.0	1,011.7	1,209.0	1,516.6	921.8
기말현금	1,011.7	1,209.0	1,516.6	921.8	494.1

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	3,958.3	3,584.6	5,519.3	5,573.5	5,543.7
현금및현금성자산	1,011.7	1,209.0	1,516.6	921.8	494.1
매출채권	780.3	999.7	1,496.4	1,748.6	1,903.2
재고자산	729.1	966.6	1,745.7	2,039.9	2,220.2
비유동자산	10,942.0	12,157.1	13,830.4	14,814.7	15,878.8
유형자산	2,503.8	2,930.3	4,608.3	5,358.3	5,968.3
무형자산	941.7	897.4	866.3	626.3	367.8
투자자산	6,773.1	7,643.8	6,554.6	6,725.4	7,251.9
자산총계	14,900.3	15,741.7	19,349.7	20,388.3	21,422.5
유동부채	2,212.8	2,664.1	4,012.8	4,244.8	4,275.3
매입채무	341.8	461.3	638.6	746.2	812.2
단기차입금	184.0	768.1	1,489.7	1,499.7	1,509.7
유동성장기부채	199.9	311.2	249.6	291.7	317.4
비유동부채	1,723.4	1,625.6	3,111.7	3,329.1	3,339.8
사채	299.3	100.0	690.0	690.0	690.0
장기차입금	267.3	245.5	826.0	1,026.0	1,026.0
부채총계	3,936.2	4,289.7	7,124.5	7,573.9	7,615.1
자본금	356.7	356.7	356.7	356.7	356.7
자본잉여금	5,031.2	5,042.7	5,037.9	5,037.9	5,037.9
기타포괄이익누계액	591.0	602.4	272.0	272.0	272.0
이익잉여금	4,994.7	5,600.6	6,612.5	7,201.7	8,194.7
비지배주주지분	242.0	194.7	291.2	291.2	291.2
자본총계	10,964.1	11,452.0	12,225.2	12,814.4	13,807.4

Key Financial Data

	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	75,632	92,295	133,183	151,814	177,961
EPS(지배주주)	3,191	9,557	10,196	9,014	14,831
CFPS	-4,018	2,869	4,473	-8,650	-6,220
EBITDAPS	-6,854	8,388	18,866	25,473	31,990
BPS	155,925	163,708	173,549	182,117	196,558
DPS	1,000	1,000	1,000	901	1,483
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	72.9	24.3	22.8	25.8	15.7
PCR	N/A	81.0	52.0	-26.9	-37.4
PSR	3.1	2.5	1.7	1.5	1.3
PBR	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2
EBITDA	-471	577	1,297	1,752	2,200
EV/EBITDA	-13.0	20.1	12.5	9.8	8.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.0	5.8	5.9	5.1	7.8
EBITDA 이익률	-582.0	1,245.9	74.8	40.7	51.6
부채비율	35.9	37.5	58.3	59.1	55.2
금융비용부담률	0.0	0.1	0.4	0.7	0.7
이자보상배율(x)	-26.4	5.1	13.8	8.9	11.7
매출채권회전율(x)	6.1	7.1	7.3	6.4	6.7
재고자산회전율(x)	6.0	6.1	5.2	4.3	4.4

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 5월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 5월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 5월 02일 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -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	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 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	-19.4	-10.1	
2019.05.02	기업브리프	Trading Buy	276,000	김선우	-	-	