

삼성SDI (006400)

그럼에도 불구하고

이차전지



최영산

02 3770 5728
yungsan.choi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	280,000원 (D)
현재주가 (4/30)	236,500원
상승여력	18%

시가총액	164,121억원
총발행주식수	70,382,426주
60일 평균 거래대금	806억원
60일 평균 거래량	357,232주
52주 고	261,000원
52주 저	180,500원
외인지분율	42.80%
주요주주	삼성전자 외 7인 20.57%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	10.3	3.7	28.9
상대	7.1	3.9	47.1
절대(달러환산)	7.1	(0.9)	17.8

소재 기업으로서는 Good, EV 배터리 기업으로서는 Question

삼성SDI(이하 동사)의 1분기 실적은 매출액 2.3조원(YoY +21%), 영업이익 1,188억원(YoY +65%)을 기록, 매출액은 당사 예상치보다 소폭 좋았으나, 영업이익은 당사 추정치 및 컨센서스를 소폭 하회하였다. 2분기부터는 전방 상황의 개선 - 1) 스마트폰 수요 회복세, 2) 반도체 및 OLED 가동률 1분기 대비 상대적으로 증가 - 이 이뤄지면서 전자재료와 소형전지 부분의 실적이 개선되는 추세에 진입할 것으로 보인다. 동시에 ESS는 상반기 내로 산자부가 어느 정도의 불확실성 해소를 예고한 상황에서, 5~6월내로 해결될 가능성이 높아 보이는 상황이다.

결국 긍정적인 point는 5가지로 압축되는데, 1) 전방 상황 개선에 따른 QoQ로의 소형전지와 전자재료 부분의 개선, 2) ESS 불확실성 해소에 따른 하반기 국내부분 매출 회복세, 3) 중국 배터리 보조금에 국내 셀 업체들의 포함 가능성 상승 등이 존재하는 상황이다. 추가적으로 4) SDC의 실적 회복 또한 2분기부터 진행될 것으로 보이며, 5) 중장기적으로 QD-OLED나 폴더블에서의 동사의 입지도 점차 강화될 것으로 보인다.

그럼에도 불구하고

그럼에도 불구하고, 과연 동사를 EV 배터리 기업으로서의 강력한 시장 지위를 점유할 수 있는 기업으로 평가할 수 있느냐에 대해서는 여전한 의구심이 든다. 앞서 말한 긍정적 포인트들은 더 이상 새로운 포인트라고 말할 수 없을뿐더러(이미 시장이 인지하고 있는 부분), 어차피 연간 실적에 대한 컨센이 톤 다운되고 있는 상황에서, QoQ로의 실적 성장(=성수기 진입)은 사실상 국내 대부분의 대형 IT H/W 기업들에게 기대할 수 있는 부분이기 때문이다. 동사가 주가 측면에서 새로운 돌파구와 전환점을 찾으려면, 결국 EV 배터리 시장에서의 경쟁력 확보와 시장 지배력 확보가 가장 중추적인 역할을 해야 할 것으로 보인다.

앞서 말한 긍정적 5가지 포인트들이 현재 전동공구 쪽에서의 일시적인 수요 부진을 상쇄하는 호재임에는 분명하나, P/B 밴드 박스권 돌파는 한계가 있다는 판단이다. 밴드 박스권 돌파는 EV에서 이뤄져야 한다. ESS해소나 중국 배터리 보조금 승인 이슈가 긍정적으로 풀릴 경우, 동사의 단기적인 주가 흐름은 긍정적일 것이나, 그럼에도 불구하고, 강력한 Buy call을 할만한 그림은 아직 그려지지 않는다.

올해 연간 매출액은 10.7조원(YoY +17%), 영업이익은 8,190억원(YoY +15%, OPM 7.7%) 수준을 예상하며, 구체적으로, 소형전지와 전자재료는 각각 매출액 4.7조원(YoY +15%), 2.4조원(YoY +10%) 수준으로 예상되며, 중대형전지 매출액은 3.5조원(YoY +24%) 수준으로 예상한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	23,038	20.7	-7.1	22,964	0.3
영업이익	1,189	65.2	-52.2	1,316	-9.7
세전계속사업이익	706	-64.2	-81.9	964	-26.7
지배순이익	503	-59.9	-80.2	712	-29.4
영업이익률 (%)	5.2	+1.4 %pt	-4.8 %pt	5.7	-0.5 %pt
지배순이익률 (%)	2.2	-4.4 %pt	-8.1 %pt	3.1	-0.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	63,466	91,583	107,013	124,046
영업이익	1,169	7,150	8,187	9,930
지배순이익	6,572	7,012	7,560	9,058
PER	17.6	21.0	21.3	17.8
PBR	1.0	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	20.7	12.9	11.0	9.9
ROE	6.0	6.0	6.2	6.9

자료: 유안타증권

[표 1] 삼성 SDI 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	1,909	2,248	2,526	2,479	2,304	2,511	2,952	2,935	6,322	9,161	10,701	12,405
YoY(%)	46%	55%	48%	34%	21%	12%	17%	18%	22%	45%	17%	15.9%
전자 사업부	1,419	1,729	1,927	1,882	1,753	1,915	2,304	2,296	4,304	6,957	8,268	9,741
중대형 전지	540	807	780	739	641	784	1,057	1,070	1,375	2,866	3,551	4,636
EV	293	341	344	375	407	408	576	582	890	1,352	1,972	2,828
ESS	247	466	437	365	234	376	481	488	485	1,514	1,579	1,808
소형전지	879	922	1,147	1,142	1,111	1,131	1,248	1,226	2,929	4,090	4,716	5,105
전자재료	490	519	599	597	551	596	647	639	2,017	2,204	2,434	2,663
영업이익	72	152	242	249	119	166	252	282	117	715	819	993
YoY(%)	흑전	2679%	302%	110%	65%	9%	4%	13%	흑전	511%	15%	21.3%
OPM	4%	7%	10%	10%	5%	7%	9%	10%	1.8%	7.8%	7.7%	8.0%
중대형 전지	-55	0	-14	-29	-72	-41	-7	2	-257	-98	-119	36
소형전지	79	85	169	179	122	141	168	178	148	512	610	607
전자재료	48	67	87	99	69	66	91	102	225	301	328	350
영업이익률	3.8%	6.8%	9.6%	10.1%	5.2%	6.6%	8.5%	9.6%	1.8%	7.8%	7.7%	8.0%
중대형 전지	-10%	0%	-2%	-4%	-11%	-5%	-1%	0%	-19%	-3%	-3%	1%
소형전지	9%	9%	15%	16%	11%	13%	14%	15%	5%	13%	13%	12%
전자재료	10%	13%	15%	17%	13%	11%	14%	16%	11%	14%	13%	13%
지배주주순이익	125	107	215	254	50	99	287	319	643	701	756	1,227
YoY(%)	55.0%	-44.8%	47.4%	7.0%	-60.0%	-7.5%	33.7%	25.6%	205.0%	9.0%	7.8%	62.4%
NPM	6.6%	4.7%	8.5%	10.3%	0.7%	3.9%	9.7%	10.9%	10.2%	7.7%	7.1%	9.9%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 삼성 SDI 밸류에이션

(단위: x)

	2016	2017	2018	2019F	2020F
P/E(High)	39.9	25.1	24.1		
P/E(Low)	28.0	10.9	15.7		
P/E(Avg)	33.2	17.9	19.7		
EPS	3,168	9,536	10,175	10,966	13,145
EPS Growth(%)	317%	201%	7%	8%	
P/B(High)	0.8	1.4	1.6		
P/B(Low)	0.6	0.6	1.3		
P/B(Avg)	0.7	1.0	1.1		
BPS	158,605	168,339	178,459	188,757	201,296
BPS Growth(%)	1%	6%	6%	6%	
ROE (%)	2.0	6.0	6.0	6.2	6.9
Target P/B (x)				1.5	
2019F BPS				188,757	
Target Price				280,000	

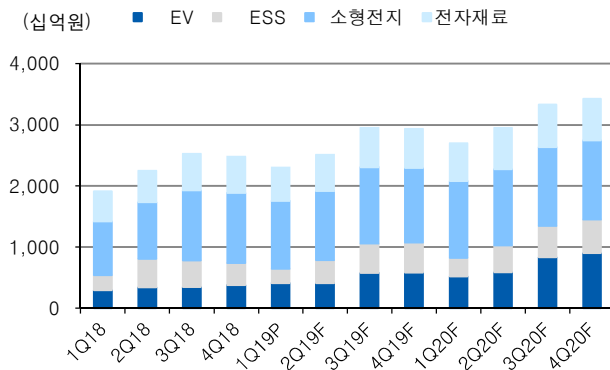
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 삼성 SDI 12M Fwd P/B 추이



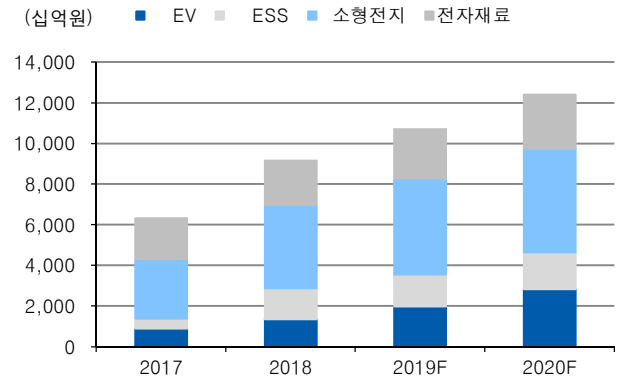
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 삼성 SDI 분기별 매출 추이



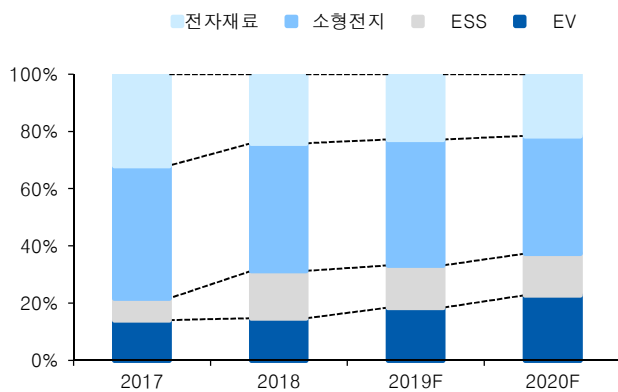
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 삼성 SDI 연간 매출 추이



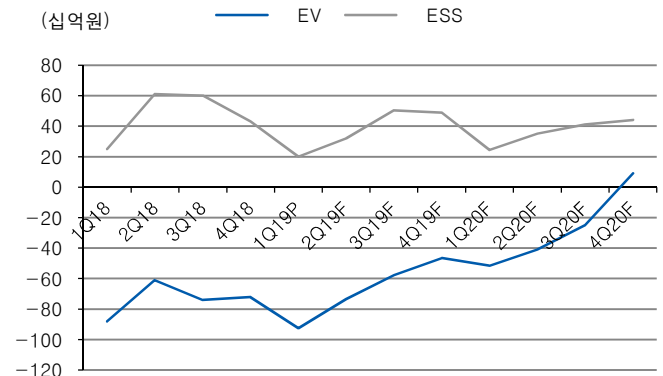
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 삼성 SDI 연간 매출액 구성 추이



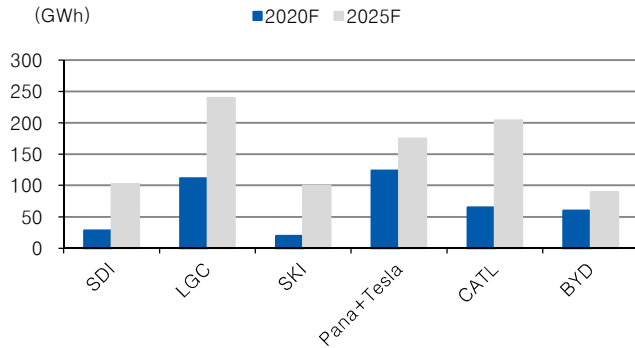
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 삼성 SDI 중대형 전지 부분 영업이익 추이



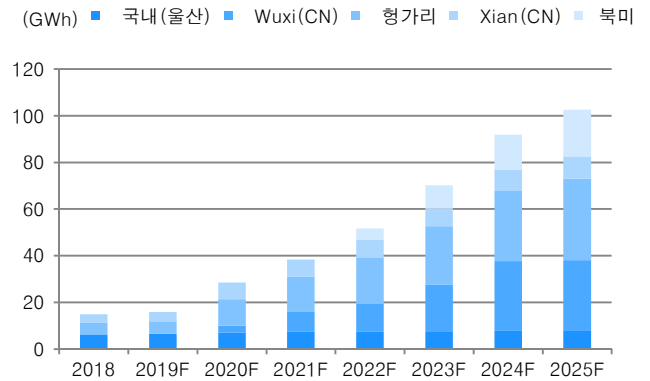
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 핵심 6개 업체 CAPA 확장 예상



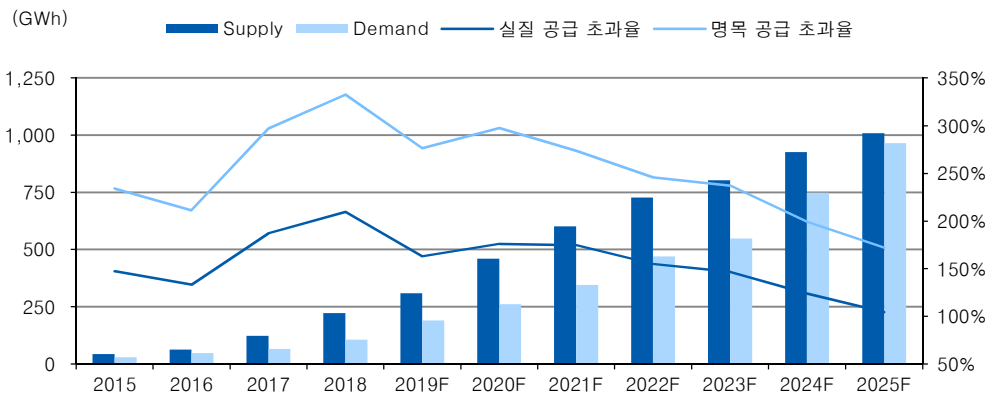
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 삼성 SDI CAPA 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 중대형 배터리 수급 밸런스 추정



자료: 유안타증권 리서치센터

삼성 SDI (006400) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	52,008	63,466	91,583	107,013	124,046
매출원가	44,503	51,808	71,182	82,698	95,488
매출총이익	7,506	11,658	20,401	24,315	28,558
판매비	16,769	10,490	13,251	16,128	18,628
영업이익	-9,263	1,169	7,150	8,187	9,930
EBITDA	-4,713	5,768	12,972	16,840	19,794
영업외손익	1,056	7,072	3,213	2,115	2,408
외환관련손익	-230	152	-445	0	0
이자손익	-23	-49	-336	-442	-684
관계기업관련손익	2,452	6,954	3,422	2,120	3,117
기타	-1,142	15	572	437	-26
법인세비용차감전순이익	-8,207	8,241	10,362	10,302	12,337
법인세비용	578	1,809	2,912	2,238	2,660
계속사업순이익	-8,785	6,432	7,450	8,064	9,677
중단사업순이익	10,896	0	0	0	0
당기순이익	2,111	6,432	7,450	8,064	9,677
지배지분순이익	2,194	6,572	7,012	7,560	9,058
포괄순이익	-111	6,370	7,963	8,064	9,677
지배지분포괄이익	211	6,851	7,484	7,850	9,423

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

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
유동자산	39,583	35,846	55,193	63,578	61,804
현금및현금성자산	10,117	12,090	15,166	18,833	11,043
매출채권 및 기타채권	9,295	11,291	16,317	19,601	22,746
재고자산	7,291	9,666	17,457	18,889	21,760
비유동자산	109,420	121,571	138,304	142,686	158,507
유형자산	25,038	29,303	46,083	59,148	69,805
관계기업 등 자본관련자산	55,256	62,193	65,546	71,232	76,919
기타투자자산	16,319	17,892	15,187	1,536	1,536
자산총계	149,003	157,417	193,497	206,264	220,312
유동부채	22,128	26,641	40,128	44,224	47,720
매입채무 및 기타채무	14,771	13,259	19,820	20,706	21,928
단기차입금	1,840	7,681	14,897	18,108	20,381
유동성장기부채	1,999	3,112	2,496	2,496	2,496
비유동부채	17,234	16,256	31,117	32,897	35,061
장기차입금	2,673	2,455	8,260	10,041	12,204
사채	2,993	998	6,882	6,882	6,882
부채총계	39,362	42,897	71,245	77,121	82,781
지배지분	107,221	112,573	119,340	126,230	134,619
자본금	3,567	3,567	3,567	3,567	3,567
자본잉여금	50,312	50,427	50,379	50,379	50,379
이익잉여금	49,947	56,006	66,125	73,015	81,404
비지배지분	2,420	1,947	2,912	2,912	2,912
자본총계	109,641	114,520	122,252	129,142	137,531
순차입금	-9,758	1,205	16,155	17,478	29,705
총차입금	9,698	14,448	32,835	37,826	42,263

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	-13,095	-2,501	2,606	13,259	14,285
당기순이익	2,111	6,432	7,450	8,064	9,677
감가상각비	3,605	3,693	4,912	7,935	9,343
외환손익	-12	-353	387	0	0
종속, 관계기업 관련손익	-2,452	-6,954	-3,422	-2,120	-3,117
자산부채의 증감	-14,129	-8,413	-9,792	-1,208	-2,007
기타현금흐름	-2,218	3,094	3,071	587	389
투자활동 현금흐름	18,543	893	-17,047	-21,252	-20,364
투자자산	38	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-8,326	-9,915	-21,461	-21,000	-20,000
유형자산 감소	793	344	37	0	0
기타현금흐름	26,037	10,464	4,377	-252	-364
재무활동 현금흐름	-8,187	3,534	17,561	4,382	3,829
단기차입금	-1,086	6,158	6,870	3,210	2,273
사채 및 장기차입금	-4,321	-1,020	11,317	1,780	2,164
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-727	-700	-717	-717	-717
기타현금흐름	-2,053	-904	91	109	110
연결범위변동 등 기타	-23	47	-44	7,279	-5,541
현금의 증감	-2,763	1,973	3,076	3,668	-7,790
기초 현금	12,880	10,117	12,090	15,166	18,833
기말 현금	10,117	12,090	15,166	18,833	11,043
NOPLAT	-9,916	1,169	7,150	8,187	9,930
FCF	-27,821	-12,816	-20,290	-7,147	-4,354

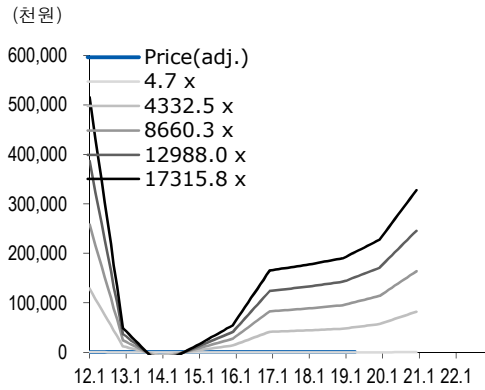
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

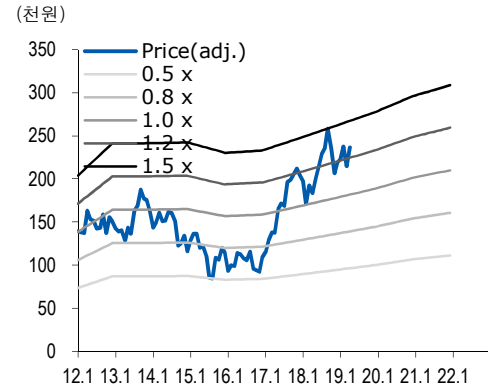
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
EPS	3,168	9,536	10,175	10,972	13,150
BPS	158,605	168,339	178,459	188,762	201,306
EBITDAPS	-6,697	8,195	18,431	23,926	28,124
SPS	73,894	90,173	130,122	152,045	176,246
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
PER	32.7	17.6	21.0	21.3	17.8
PBR	0.7	1.0	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	-13.7	20.7	12.9	11.0	9.9
PSR	1.4	1.9	1.6	1.5	1.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	5.0	22.0	44.3	16.8	15.9
영업이익 증가율 (%)	적지	흑전	511.6	14.5	21.3
지배순이익 증가율 (%)	307.5	199.6	6.7	7.8	19.8
매출총이익률 (%)	14.4	18.4	22.3	22.7	23.0
영업이익률 (%)	-17.8	1.8	7.8	7.7	8.0
자배순이익률 (%)	4.2	10.4	7.7	7.1	7.3
EBITDA 마진 (%)	-9.1	9.1	14.2	15.7	16.0
ROIC	-22.4	2.2	8.9	8.1	8.3
ROA	1.4	4.3	4.0	3.8	4.2
ROE	2.0	6.0	6.0	6.2	6.9
부채비율 (%)	35.9	37.5	58.3	59.7	60.2
순차입금/자기자본 (%)	-9.1	1.1	13.5	13.8	22.1
영업이익/금융비용 (배)	-26.4	5.1	13.8	10.4	10.9

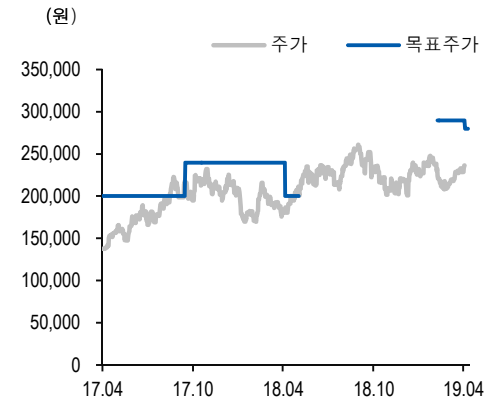
P/E band chart



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
2019-05-01	BUY	280,000	1년		
2019-03-07	BUY	290,000	1년	-23.96	-18.45
	담당자 변 경				
2018-05-03	HOLD	200,000	1년	12.80	-
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

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)	0.5
Buy(매수)	86.1
Hold(중립)	13.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-04-29

※ 해외 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 투자의사결정은 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.