



하나금융그룹

2019년 7월 5일 | Equity Research

삼성SDI (006400)

하반기부터 실적 성장 재개

2Q19 Preview : 영업이익 추정치 소폭 하향 조정

삼성SDI 2분기 실적은 매출 2.3조원(YoY +4%), 영업이익 1,350억원(YoY -12%)으로 전년 동기 대비 역성장이 전망된다. 소형전지 수요가 여전히 견조하나 당초 예상대비 원형전지 부문 성장세가 다소 둔화되면서 영업이익 추정치는 기존 전망 대비 15% 하향 조정했다. 중대형전지 ESS 부문의 경우 화재사고 이후 2분기 내내 신규 프로젝트가 중단됐으나 이는 이미 당사 추정치 및 시장 컨센서스에 반영돼 있었으므로 주가 측면에서 유의미한 부분은 아니라고 판단된다.

하반기부터 실적 성장 재개

2019년 실적은 매출 10.4조원(YoY +14%), 영업이익 7,680억원(YoY +7%)로 전년대비 견조한 성장을 이어갈 전망이다. 1) 3분기부터 ESS 프로젝트 재개 및 전기차 배터리 신제품 출하에 따른 가파른 실적 성장이 전망되며, 2) 삼성디스플레이가 2분기 흑자 전환 이후 3분기부터 애플향 신제품 공급에 돌입하면서 큰 폭의 실적이 전망되며 이에 따라 지분법이익 역시 하반기부터 증가할 것으로 판단된다.

경쟁사와 다른 전기차 배터리 전략, 수익성 관점에서 유효

삼성SDI에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 350,000원을 유지한다. 전기차 배터리 부문에서 경쟁사들이 폭스바겐, 지리 자동차 등 미들 엔드 OEM 업체들과 JV를 설립하고 있으나 삼성SDI는 하이엔드 OEM 업체에 집중하는 전략을 펼치고 있으며 이는 중장기 수익성 관점에서 유효한 전략이라고 판단된다. 현 주가는 최근 2년 평균 평균 PBR인 1.2배 수준이며 향후 전기차 배터리 부문 성장에 따른 밸류에이션 리레이팅 가능하다고 판단된다.

Update

BUY

| TP(12M): 350,000원 | CP(7월 4일): 239,000원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,108.73		
52주 최고/최저(원)	261,000/201,000	매출액(십억원)	10,637.2 12,814.7
시가총액(십억원)	16,434.7	영업이익(십억원)	800.7 1,086.8
시가총액비중(%)	1.36	순이익(십억원)	725.6 1,049.0
발행주식수(천주)	68,764.5	EPS(원)	9,493 14,067
60일 평균 거래량(천주)	258.5	BPS(원)	187,842 201,512
60일 평균 거래대금(십억원)	58.4		
19년 배당금(예상,원)	1,000		
19년 배당수익률(예상,%)	0.42		
외국인지분율(%)	43.31		
주요주주 지분율(%)			
삼성전자 외 8 인	20.58		
국민연금공단	10.02		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	4.6 18.9 12.2		
상대	2.5 13.4 20.5		

Stock Price	
(천원)	삼성SDI(화) 상대지수(우)

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	6,346.6	9,158.3	10,442.7	13,531.6	16,109.0
영업이익	십억원	116.9	715.0	768.0	1,117.3	1,256.1
세전이익	십억원	824.1	1,036.2	1,016.5	1,376.3	1,496.4
순이익	십억원	657.2	701.2	655.4	891.2	968.3
EPS	원	9,338	9,962	9,312	12,662	13,758
증감률	%	199.6	6.7	(6.5)	36.0	8.7
PER	배	21.90	21.98	25.67	18.87	17.37
PBR	배	1.24	1.26	1.30	1.23	1.16
EV/EBITDA	배	25.19	13.20	10.36	7.66	7.14
ROE	%	5.98	6.05	5.35	6.87	7.02
BPS	원	164,848	174,463	183,260	194,971	206,827
DPS	원	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000



Analyst 김현수

02-3771-7503

hyunsoo@hanafn.com

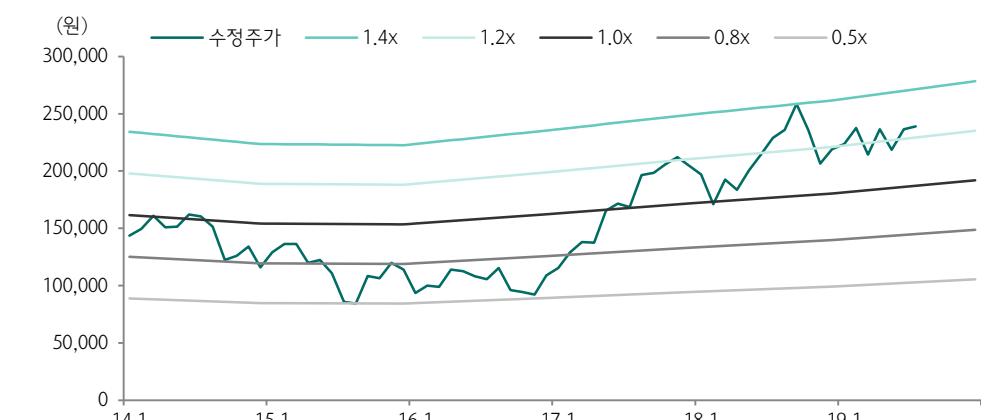
표 1. 삼성SDI 실적 추이 및 전망

(단위 : 십억원)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	2차전지	1,419	1,746	1,942	1,907	1,746	1,772	2,246	2,296	4,291	7,014	8,060	11,179
	소형	881	945	1,153	1,143	1,116	1,101	1,199	1,266	2,871	4,123	4,681	5,539
	중대형	538	800	789	764	630	671	1,048	1,030	1,420	2,891	3,379	5,640
	EV	278	332	392	384	437	440	692	685	948	1,386	2,254	3,628
	ESS	261	468	397	380	194	231	355	345	471	1,505	1,125	2,011
	소재	490	502	581	572	558	559	626	639	2,056	2,144	2,383	2,353
	전자재료	490	502	581	572	558	559	626	639	2,056	2,144	2,383	2,353
	합계	1,909	2,248	2,523	2,479	2,304	2,331	2,873	2,935	6,347	9,158	10,443	13,532
	YoY	46%	55%	48%	32%	21%	4%	14%	18%	22%	44%	14%	30%
	영업이익	37	96	152	157	57	69	159	187	-107	441	473	861
영업이익	2차전지	90	95	169	187	154	145	169	184	142	541	652	741
	소형	-53	1	-17	-31	-97	-76	-10	4	-248	-100	-179	120
	중대형	-61	-42	-55	-65	-68	-44	-42	-27	-264	-223	-181	-61
	EV	8	42	38	34	-29	-32	32	31	16	123	2	181
	ESS	41	57	90	92	61	66	83	85	224	280	295	256
	소재	41	57	90	92	61	66	83	85	224	280	295	256
	전자재료	78	153	242	249	119	135	242	273	117	721	768	1,117
	합계	8.4%	11.4%	15.4%	16.1%	11.0%	11.8%	13.2%	13.3%	10.9%	13.1%	12.4%	10.9%
	YoY	흑전	2697%	302%	110%	52%	-12%	0%	10%	흑전	517%	7%	45%
	OPM	3%	5%	8%	8%	3%	4%	7%	8%	-2%	6%	6%	8%
OPM	2차전지	10.2%	10.1%	14.6%	16.4%	13.8%	13.2%	14.1%	14.5%	4.9%	13.1%	13.9%	13.4%
	소형	-9.9%	0.1%	-2.1%	-4.0%	-15.3%	-11.4%	-0.9%	0.4%	-17.5%	-3.5%	-5.3%	2.1%
	중대형	-22%	-13%	-14%	-17%	-16%	-10%	-6%	-4%	-28%	-16%	-8%	-2%
	EV	3%	9%	10%	9%	-15%	-14%	9%	9%	3%	8%	0%	9%
	ESS	8.4%	11.4%	15.4%	16.1%	11.0%	11.8%	13.2%	13.3%	10.9%	13.1%	12.4%	10.9%
	소재	4.1%	6.8%	9.6%	10.0%	5.2%	5.8%	8.4%	9.3%	1.8%	7.9%	7.4%	8.3%
	합계	4.1%	6.8%	9.6%	10.0%	5.2%	5.8%	8.4%	9.3%	1.8%	7.9%	7.4%	8.3%

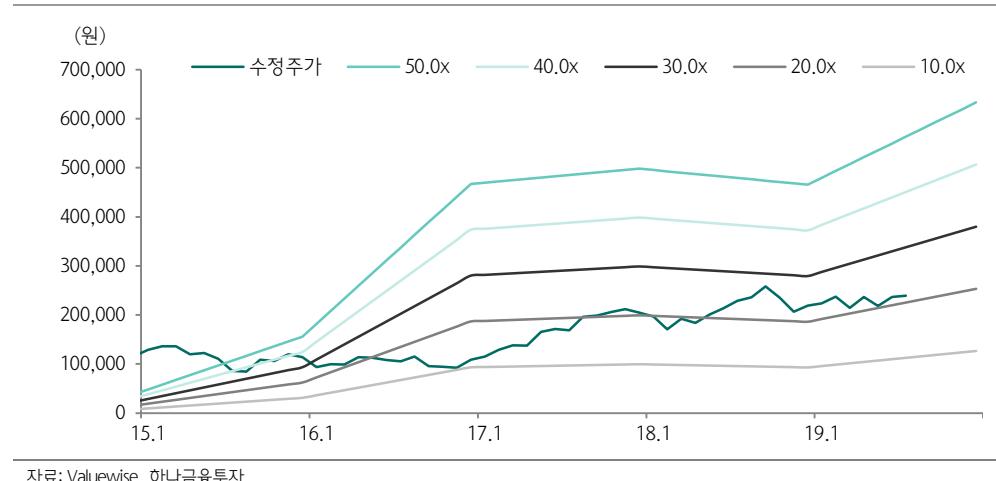
자료: 삼성SDI, 하나금융투자

그림 1. 삼성SDI 12M Fwd P/B 추이



자료: Valuewise, 하나금융투자

그림 2. 삼성SDI 12M Fwd P/E 추이



자료: Valuewise, 하나금융투자

표 2. 삼성SDI Valuation Table

		Fair Value(십억원)	EBITDA (1)	Multiple (2)	산출 기준 (1) x (2)
영업가치	전자재료	4,970	507	9.8	(1) 2019년 추정 EBITDA (2) SK마티리얼즈, 솔브레인 2018년 EV/EBITDA 평균
	소형전지	8,203	1,013	8.1	(1) 2019년 추정 EBITDA (2) LG화학 최근 2년EV/EBITDA
	중대형전지	8,987	647	13.9	(1) 2020년 추정 EBITDA (2) BYD EV/EBITDA 상단
	Total	22,161			
비영업가치	매도가능금융자산	1,412			최근 사업보고서 공시 기준
	삼성디스플레이	1,391			2019년 예상 손익 x PER10배 x 15.3%
	Total	2,803			
총기업가치		24,964			
순차입금		1,153			최근 사업보고서 공시 기준
적정시가총액(십억원)		23,811			
발행주식수(천주)			68,765		
적정 주당가치(원)		346,259			

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	6,346.6	9,158.3	10,442.7	13,531.6	16,109.0
매출원가	5,180.8	7,118.2	8,212.5	10,654.3	12,743.9
매출총이익	1,165.8	2,040.1	2,230.2	2,877.3	3,365.1
판관비	1,049.0	1,325.1	1,462.1	1,760.1	2,109.0
영업이익	116.9	715.0	768.0	1,117.3	1,256.1
금융손익	(1.4)	43.0	(40.4)	(76.6)	(94.7)
종속/관계기업손익	695.4	342.2	267.0	335.6	335.0
기타영업외손익	13.2	(64.0)	21.9	0.0	0.0
세전이익	824.1	1,036.2	1,016.5	1,376.3	1,496.4
법인세	180.9	291.2	260.4	348.1	379.2
계속사업이익	643.2	745.0	756.2	1,028.3	1,117.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	643.2	745.0	756.2	1,028.3	1,117.2
비지배주주지분					
순이익	(14.0)	43.9	100.8	137.0	148.9
지배주주순이익	657.2	701.2	655.4	891.2	968.3
지배주주지분포괄이익	685.1	748.4	793.7	951.1	1,033.4
NOPAT	91.2	514.1	571.3	834.7	937.8
EBITDA	576.8	1,297.2	1,651.3	2,278.9	2,449.0
성장성(%)					
매출액증가율	22.0	44.3	14.0	29.6	19.0
NOPAT증가율	흑전	463.7	11.1	46.1	12.4
EBITDA증가율	흑전	124.9	27.3	38.0	7.5
영업이익증가율	흑전	511.6	7.4	45.5	12.4
(지배주주)순익증가율	199.5	6.7	(6.5)	36.0	8.7
EPS증가율	199.6	6.7	(6.5)	36.0	8.7
수익성(%)					
매출총이익률	18.4	22.3	21.4	21.3	20.9
EBITDA이익률	9.1	14.2	15.8	16.8	15.2
영업이익률	1.8	7.8	7.4	8.3	7.8
계속사업이익률	10.1	8.1	7.2	7.6	6.9

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	9,338	9,962	9,312	12,662	13,758
BPS	164,848	174,463	183,260	194,971	206,827
CFPS	9,544	19,533	23,656	32,379	34,796
EBITDAPS	8,195	18,431	23,462	32,379	34,796
SPS	90,173	130,122	148,371	192,259	228,878
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	21.9	22.0	25.7	18.9	17.4
PBR	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2
PCFR	21.4	11.2	10.1	7.4	6.9
EV/EBITDA	25.2	13.2	10.4	7.7	7.1
PSR	2.3	1.7	1.6	1.2	1.0
재무비율(%)					
ROE	6.0	6.0	5.4	6.9	7.0
ROA	4.3	4.0	3.2	4.0	3.8
ROIC	2.1	8.5	7.1	8.7	8.5
부채비율	37.5	58.3	63.1	70.6	80.9
순부채비율	1.1	13.3	1.0	2.6	1.5
이자보상배율(배)	5.1	13.8	9.0	11.5	10.1

자료: 하나금융투자

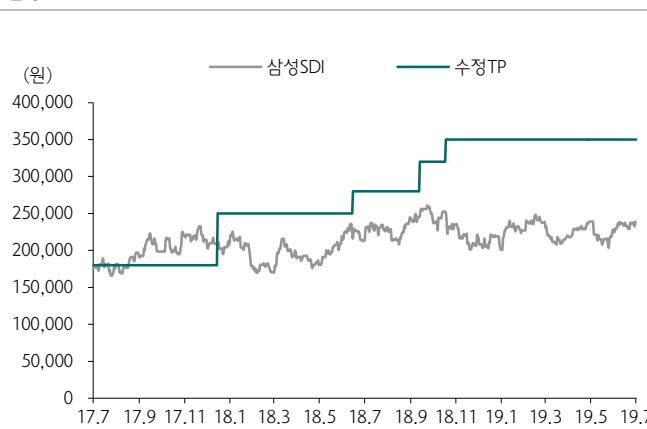
대차대조표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	3,584.6	5,519.3	8,015.7	9,451.4	11,809.5
금융자산	1,324.4	1,668.0	3,482.8	3,761.8	5,099.2
현금성자산	1,209.0	1,516.6	3,303.5	3,536.3	4,833.1
매출채권 등	1,129.1	1,631.7	1,931.9	2,429.4	2,868.2
재고자산	966.6	1,745.7	2,066.9	2,599.1	3,068.6
기타유동자산	164.5	473.9	534.1	661.1	773.5
비유동자산	12,157.1	13,830.4	13,084.6	14,269.8	15,118.2
투자자산	8,008.6	8,073.4	6,081.0	6,127.9	6,169.2
금융자산	1,789.2	153.6	181.9	228.7	270.0
유형자산	2,930.3	4,608.3	5,921.9	7,117.5	7,964.5
무형자산	897.4	866.3	793.5	736.2	696.3
기타비유동자산	320.8	282.4	288.2	288.2	288.2
자산총계	15,741.7	19,349.7	21,100.3	23,721.2	26,927.6
유동부채	2,664.1	4,012.8	4,370.5	5,052.2	5,653.7
금융부채	1,079.3	1,754.6	1,679.8	1,684.4	1,688.5
매입채무 등	1,325.9	1,982.0	2,346.7	2,950.9	3,484.0
기타유동부채	258.9	276.2	344.0	416.9	481.2
비유동부채	1,625.6	3,111.7	3,789.0	4,766.8	6,388.4
금융부채	365.5	1,544.1	1,933.0	2,433.0	3,633.0
기타비유동부채	1,260.1	1,567.6	1,856.0	2,333.8	2,755.4
부채총계	4,289.7	7,124.5	8,159.4	9,819.0	12,042.1
지배주주지분	11,257.3	11,934.0	12,553.2	13,377.4	14,211.8
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	369.6	369.6	369.6
이익잉여금	5,600.6	6,612.5	7,134.0	7,958.3	8,792.7
비지배주주지분	194.7	291.2	387.7	524.8	673.7
자본총계	11,452.0	12,225.2	12,940.9	13,902.2	14,885.5
순금융부채	120.5	1,630.7	129.9	355.6	222.2
현금흐름표					
	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(250.1)	260.6	1,424.7	1,852.4	1,973.6
당기순이익	643.2	745.0	756.2	1,028.3	1,117.2
조정	(52.0)	494.8	592.2	825.9	858.0
감가상각비	459.9	582.2	883.2	1,161.7	1,192.9
외환거래손익	(35.3)	38.7	(13.8)	0.0	0.0
지분법손익	(690.7)	(321.1)	(265.6)	(335.6)	(335.0)
기타	214.1	195.0	(11.6)	(0.2)	0.1
영업활동	(841.3)	(979.2)	76.3	(1.8)	(1.6)
투자활동 현금흐름	89.3	(1,704.7)	193.8	(2,057.3)	(1,747.1)
투자자산감소(증가)	(155.7)	277.4	2,396.7	288.8	293.6
유형자산감소(증가)	(957.1)	(2,142.4)	(2,084.5)	(2,300.0)	(2,000.0)
기타	1,202.1	160.3	(118.4)	(46.1)	(40.7)
재무활동 현금흐름	353.4	1,756.1	186.1	437.7	1,070.2
금융부채증가(감소)	475.1	1,853.9	314.0	504.6	1,204.1
자본증가(감소)	11.5	(4.8)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(63.2)	(21.3)	(61.0)	(0.0)	0.0
배당지급	(70.0)	(71.7)	(66.9)	(66.9)	(133.9)
현금의 증감	197.3	307.6	1,787.0	232.8	1,296.7
Unlevered CFO	671.7	1,374.8	1,665.0	2,278.9	2,449.0
Free Cash Flow	(1,241.6)	(1,885.5)	(663.7)	(447.6)	(26.4)



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	-22.45%	-18.44%
18.6.19	BUY	280,000	-18.56%	-10.89%
17.12.20	BUY	250,000	-21.05%	-5.80%
17.12.19	Analyst Change	250,000	-	-
17.6.29	BUY	180,000	10.18%	29.17%

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	91.0%	8.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 7월 4일

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 07월 05일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2019년 07월 05일 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.

