

2019. 7. 31



## ▲ 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) 281,000 원

현재주가 (7.30) 237,000 원

상승여력 18.6%

KOSPI 2,038.68pt

시가총액 162,972억원

발행주식수 6,876만주

유동주식비율 73.57%

외국인비중 43.62%

52주 최고/최저가 261,000원/201,000원

평균거래대금 531.0억원

## 주요주주(%)

삼성전자 외 8 인 20.58

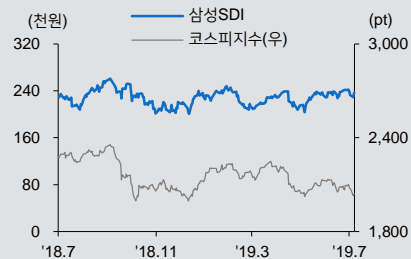
국민연금공단 10.17

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 0.2 3.9 3.9

상대주가 4.7 12.5 16.9

## 주가그래프



## 삼성SDI 006400

## 긍정적 방향성

- ✓ 2Q19 영업이익 1,573 억원은 당사 추정치에 부합하며, 시장 기대치를 소폭 능가
- ✓ 분기별 영업이익은 3Q19 2,472 억원, 4Q19 3,113 억원으로 지속 개선될 전망
- ✓ 하반기 다양한 측면의 긍정적 모멘텀 전개 1) ESS 영업 정상화와 xEV 매출 성장 기반 중대형 전지의 손익 개선, 2) 소형전지의 안정적 실적 유지, 3) 전자재료 점진 개선, 4) SDC 실적 회복을 통한 지분법이익 기여. 중대형전지 수익성 확보는 Re-rating 선결과제
- ✓ Trading Buy 투자 의견 유지하며 적정주가를 281,000 원으로 소폭 상향조정

## 2Q19 Review: 낮아진 시장 눈높이를 소폭 능가하는 견조한 실적

삼성 SDI의 2Q19 영업이익 1,573 억원 (+32% QoQ)은 당사 예상치 (1,656 억원)에 대체로 부합했다. 다만 이는 컨센서스 1,447 억원 보다는 양호하며, 국내 ESS 판매 지연 등의 시장 내 일부 우려요인을 불식시키는 견조한 수준으로 평가된다. 특히 동사의 2Q19 순이익은 SDC (삼성디스플레이)로부터의 지분법이익 회복에 기반해 1,602 억원으로 전분기의 579 억원 대비 대폭 증가했다. 최근 동사의 전방시장과 관련해 글로벌 스마트폰 출하량 및 원가부담 우려가 점증되고 있으나, 동사의 하반기 실적에는 다수의 개선 요인이 더 크게 작용할 전망이다. 우선 화재 사건 이후 영업이 원활치 않았던 국내 ESS가 정상화되며, xEV의 매출 성장과 함께 중대형 전지의 손실폭의 대폭 감소가 예상된다. 아울러 소형전지와 전자재료 사업 역시 안정적 이익이 유지되며 3Q19 · 4Q19 영업이익은 2,472 억원 · 3,113 억원으로 추가 개선이 가능할 전망이다. 애플의 신모델 출시에 힘입어 동사의 지분법 이익도 4Q19 까지 꾸준한 성장이 예상된다 (표 3).

## 2H19 다양한 긍정적 모멘텀 속 중대형전지의 질적 성장 검증구간

소형전지 및 전자재료 사업부의 실적 안정성에 비해 중대형전지 사업은 장기간 비용 중심 구조로 전개되며 동사 실적에 부담요인으로 존재해왔다. 외형성장에 주력하는 경쟁사 대비 동사는 중대형전지의 원가구조와 수익성 검토에 집중해온 만큼 올 하반기는 투자자들에게 질적 성장 검증구간으로 인식될 전망이다. 동사 주가는 역사적 관점에서 매력적 Valuation 영역을 소폭 벗어나 있으나, 중대형전지의 구조적 이익 기여는 Re-rating의 선결과제로 작용할 수 있다. Trading Buy 투자 의견을 유지하며 적정주가는 281,000 원으로 소폭 상향한다 (기존 적정배수 1.47 배를 유지하며 2019E BVPS 대신 19-20E 평균치로 변경).

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	6,346.6	116.9	657.2	9,557	199.5	163,708	24.8	1.4	20.1	5.8	37.5
2018	9,158.3	715.0	701.2	10,196	6.7	173,549	23.2	1.4	12.5	5.9	58.3
2019E	10,726.0	834.7	767.7	11,164	9.5	184,203	21.2	1.3	10.2	6.2	64.9
2020E	12,420.6	1,177.4	1,050.4	15,275	36.8	198,481	15.5	1.2	8.0	8.0	63.4
2021E	13,469.3	1,474.0	1,323.3	19,245	26.0	216,240	12.3	1.1	6.8	9.3	62.3

표1 삼성SDI 2Q19P 실적 Review

(십억원)	2Q19P	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	2,404.5	2,243.6	7.2%	2,304.1	4.4%	2,361.0	1.8%	2,490.0	-3.4%
에너지솔루션	1,819.7	1,727.3	5.4%	1,730.1	5.2%			1,878.6	-3.1%
소형전지	1,163.7	926.1	25.7%	1,124.6	3.5%			1,149.5	1.2%
중대형전지 (EV+ESS)	656.1	801.2	-18.1%	605.4	8.4%			729.1	-10.0%
소재사업부	581.2	514.3	13.0%	572.1	1.6%			611.5	-5.0%
영업이익	157.3	152.8	3.0%	118.8	32.4%	140.0	12.4%	165.6	-5.0%
에너지솔루션	80.8	89.8	-10.0%	48.3	67.4%			89.8	-10.0%
소형전지	150.8	89.8	67.9%	136.1	10.8%			144.8	4.1%
중대형전지 (EV+ESS)	-70.0	0.0	nm	-87.8	nm			-55.0	nm
소재사업부	76.5	62.2	23.1%	70.5	8.5%			75.7	1.1%
지분법이익	66.3	17.6	276.9%	-68.7	nm			-26.2	nm
세전이익	217.0	141.2	53.7%	70.5	207.8%			63.0	244.3%
순이익(지배)	160.2	104.7	53.0%	57.9	176.6%	72.8	119.9%	50.4	217.7%
영업이익률	6.5%	6.8%		5.2%				6.6%	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 삼성SDI 실적 추정치 변경

(십억원)	New		Old		차이	
	3Q19E	2019E	3Q19E	2019E	3Q19E	2019E
매출액	2,968.2	10,726.0	2,749.0	10,439.4	8.0%	2.7%
에너지솔루션	2,344.2	8,315.7	2,125.0	8,002.4	10.3%	3.9%
소형전지	1,180.3	4,697.7	1,180.4	4,680.1	0.0%	0.4%
중대형전지 (EV+ESS)	1,163.9	3,618.0	944.6	3,322.3	23.2%	8.9%
소재사업부	624.0	2,404.8	624.0	2,435.1	0.0%	-1.2%
영업이익	247.2	834.7	243.3	797.7	1.6%	4.6%
에너지솔루션	157.6	510.8	157.4	498.6	0.2%	2.4%
소형전지	154.6	597.6	159.4	609.4	-3.0%	-1.9%
중대형전지 (EV+ESS)	3.0	-86.8	-2.0	-110.8	nm	nm
소재사업부	89.6	323.8	86.0	299.1	4.2%	8.3%
지분법이익	116.6	255.3	128.3	170.8	-9.1%	49.5%
세전이익	310.5	1,042.4	317.1	848.1	-2.1%	22.9%
순이익(지배)	232.9	767.7	237.9	627.7	-2.1%	22.3%
영업이익률	8.3%	7.8%	8.9%	7.6%		

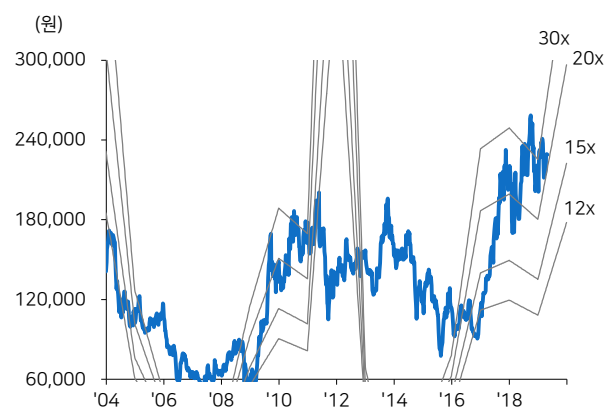
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 삼성SDI 실적추정

(십억원)	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>2,304.1</b>	<b>2,404.5</b>	<b>2,968.2</b>	<b>3,049.2</b>	<b>3,000.3</b>	<b>3,051.0</b>	<b>3,167.2</b>	<b>3,202.2</b>	<b>9,158.3</b>	<b>10,726.0</b>	<b>12,420.6</b>
에너지솔루션	1,730.1	1,819.7	2,344.2	2,421.7	2,382.9	2,396.2	2,498.7	2,527.1	6,948.1	8,315.7	9,804.9
소형전지	1,124.6	1,163.7	1,180.3	1,229.1	1,218.8	1,231.0	1,278.1	1,283.4	4,136.9	4,697.7	5,011.2
중대형전지 (EV+ESS)	605.4	656.1	1,163.9	1,192.6	1,164.1	1,165.2	1,220.7	1,243.7	2,811.3	3,618.0	4,793.7
소재 사업부	572.1	581.2	624.0	627.5	617.3	654.8	668.5	675.1	2,197.4	2,404.8	2,615.7
<b>영업이익</b>	<b>118.8</b>	<b>157.3</b>	<b>247.2</b>	<b>311.3</b>	<b>216.2</b>	<b>256.5</b>	<b>341.3</b>	<b>363.4</b>	<b>715.0</b>	<b>834.7</b>	<b>1,177.4</b>
영업이익률(%)	5.2%	6.5%	8.3%	10.2%	7.2%	8.4%	10.8%	11.3%	7.8%	7.8%	9.5%
에너지솔루션	48.3	80.8	157.6	224.1	138.2	163.4	237.7	262.3	435.7	510.8	801.5
소형전지	136.1	150.8	154.6	156.1	118.2	135.4	177.7	173.3	508.4	597.6	604.5
중대형전지 (EV+ESS)	-87.8	-70.0	3.0	68.0	20.0	28.0	60.0	89.0	-72.7	-86.8	197.0
소재 사업부	70.5	76.5	89.6	87.2	78.0	93.1	103.7	101.1	278.3	323.8	375.9
지분법이익	-68.7	66.3	116.6	139.3	65.4	73.0	157.0	159.5	342.2	255.3	454.8
<b>세전이익</b>	<b>70.5</b>	<b>217.0</b>	<b>310.5</b>	<b>444.5</b>	<b>210.0</b>	<b>248.8</b>	<b>443.8</b>	<b>520.0</b>	<b>1,036.2</b>	<b>1,042.4</b>	<b>1,422.6</b>
세전이익률(%)	3.1%	9.0%	10.5%	14.6%	7.0%	8.2%	14.0%	16.2%	11.3%	9.7%	11.5%
<b>순이익(지배)</b>	<b>57.9</b>	<b>160.2</b>	<b>232.9</b>	<b>333.3</b>	<b>157.5</b>	<b>186.6</b>	<b>332.9</b>	<b>390.0</b>	<b>701.2</b>	<b>767.7</b>	<b>1,050.4</b>
순이익률(%)	2.5%	6.7%	7.8%	10.9%	5.2%	6.1%	10.5%	12.2%	7.7%	7.2%	8.5%

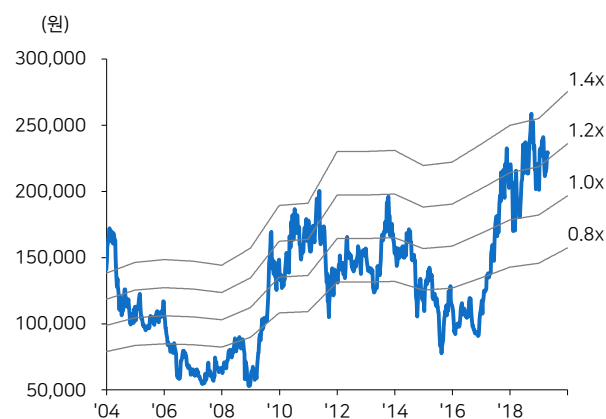
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 삼성SDI PER 밴드



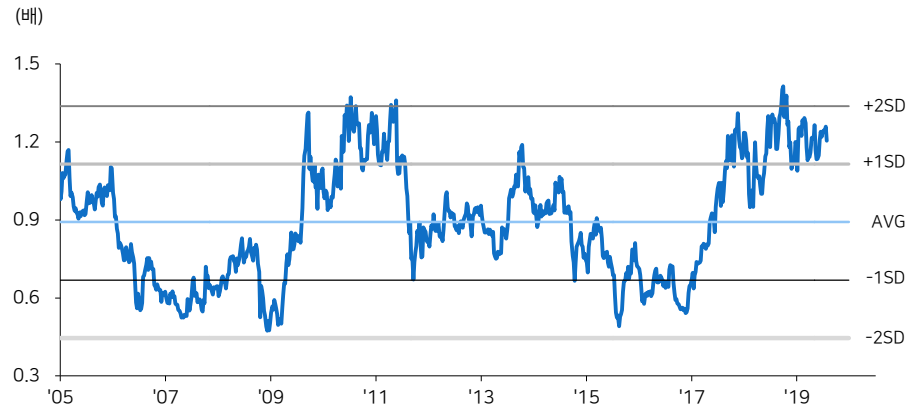
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 삼성SDI PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 삼성SDI PBR 차트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 삼성SDI 적정주가 산출 :19-20E 평균 BVPS에 1.47배 적용

(원)	2019-20E 평균
BVPS *	191,342
적정배수 (배)	1.47
적정가치	281,272
<b>적정주가</b>	<b>281,000</b>
현재 주가	237,000
상승여력 (%)	18.6%

참고: 신규 적정주가 산출을 위해 기존 2019E BVPS에서 19-20E 평균 BVPS로 변경. 적정배수는 유지  
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 삼성 SDI (006400)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	6,346.6	9,158.3	10,726.0	12,420.6	13,469.3
매출액증가율 (%)	22.0	44.3	17.1	15.8	8.4
매출원가	5,180.8	7,118.2	8,200.3	9,315.1	9,910.1
매출총이익	1,165.8	2,040.1	2,525.7	3,105.5	3,559.1
판매관리비	1,049.0	1,325.1	1,691.0	1,928.1	2,085.1
영업이익	116.9	715.0	834.7	1,177.4	1,474.0
영업이익률	1.8	7.8	7.8	9.5	10.9
금융손익	13.2	-64.0	-137.1	-209.6	-204.3
종속/관계기업손익	695.4	342.2	255.3	454.8	516.9
기타영업외손익	708.6	278.2	207.8	245.2	312.6
세전계속사업이익	824.1	1,036.2	1,042.4	1,422.6	1,786.6
법인세비용	180.9	291.2	258.1	355.7	446.6
당기순이익	643.2	745.0	784.3	1,067.0	1,339.9
지배주주지분 순이익	657.2	701.2	767.7	1,050.4	1,323.3

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,584.6	5,519.3	5,720.0	5,915.3	6,198.6
현금및현금성자산	1,209.0	1,516.6	896.9	854.5	696.7
매출채권	999.7	1,496.4	1,840.9	1,933.2	2,104.6
재고자산	966.6	1,745.7	2,147.6	2,255.3	2,455.2
비유동자산	12,157.1	13,830.4	15,659.0	16,869.3	18,416.6
유형자산	2,930.3	4,608.3	5,784.7	6,694.7	7,794.7
무형자산	897.4	866.3	775.5	509.8	233.9
투자자산	7,643.8	6,554.6	6,882.9	7,337.8	7,854.6
자산총계	15,741.7	19,349.7	21,379.0	22,784.5	24,615.1
유동부채	2,664.1	4,012.8	4,899.6	5,316.9	5,914.4
매입채무	461.3	638.6	785.6	825.0	898.2
단기차입금	768.1	1,489.7	1,422.7	1,432.7	1,442.7
유동성장기부채	311.2	249.6	307.1	322.5	351.0
비유동부채	1,625.6	3,111.7	3,518.1	3,524.5	3,536.3
사채	100.0	690.0	690.0	690.0	690.0
장기차입금	245.5	826.0	1,201.7	1,201.7	1,201.7
부채총계	4,289.7	7,124.5	8,417.7	8,841.4	9,450.8
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
기타포괄이익누계액	602.4	272.0	369.5	369.5	369.5
이익잉여금	5,600.6	6,612.5	7,247.6	8,229.4	9,450.6
비지배주주지분	194.7	291.2	294.7	294.7	294.7
자본총계	11,452.0	12,225.2	12,961.3	13,943.1	15,164.3

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-250.1	260.6	838.8	1,620.6	1,825.7
당기순이익(손실)	643.2	745.0	784.3	1,067.0	1,339.9
유형자산상각비	369.3	491.2	850.0	990.0	1,100.0
무형자산상각비	90.6	91.1	103.3	120.1	130.2
운전자본의 증감	-841.3	-979.2	-649.6	-155.3	-288.2
투자활동 현금흐름	89.3	-1,704.7	-1,708.5	-1,612.4	-1,912.4
유형자산의증가(CAPEX)	-991.5	-2,146.1	-2,000.0	-1,900.0	-2,200.0
투자자산의감소(증가)	0.0	-20.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	353.4	1,756.1	267.6	-50.6	-71.1
차입금의 증감	513.8	1,818.7	333.1	25.4	25.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	197.3	307.6	-619.8	-42.4	-157.8
기초현금	1,011.7	1,209.0	1,516.6	896.8	854.4
기말현금	1,209.0	1,516.6	896.8	854.4	696.6

## Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	92,295	133,183	155,981	180,625	195,875
EPS(지배주주)	9,557	10,196	11,164	15,275	19,245
CFPS	2,869	4,473	-9,013	-617	-617
EBITDAPS	8,388	18,866	26,001	33,266	39,327
BPS	163,708	173,549	184,203	198,481	216,240
DPS	1,000	1,000	1,116	1,527	1,924
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.5	0.6	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	24.8	23.2	21.2	15.5	12.3
PCR	82.6	53.0	-26.3	-384.0	-384.0
PSR	2.6	1.8	1.5	1.3	1.2
PBR	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
EBITDA	577	1,297	1,788	2,288	2,704
EV/EBITDA	20.1	12.5	10.2	8.0	6.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.8	5.9	6.2	8.0	9.3
EBITDA 이익률	1,245.9	74.8	49.8	51.5	53.0
부채비율	37.5	58.3	64.9	63.4	62.3
금융비용부담률	0.1	0.4	0.7	0.6	0.6
이자보상배율(x)	5.1	13.8	9.6	13.0	16.2
매출채권회전율(x)	7.1	7.3	6.4	6.6	6.7
재고자산회전율(x)	6.1	5.2	4.2	4.2	4.2

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 7월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 7월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 7월 31일 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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -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	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 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)	
2017.09.08	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	-19.5	-10.1	
2019.05.29	산업분석	Trading Buy	268,000	김선우	-12.9	-9.5	
2019.07.31	기업브리프	Trading Buy	281,000	김선우	-	-	