

삼성SDI (006400)

전자/부품



최영산

02 3770 5728
yungsan.choi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	280,000원 (U)
현재주가 (7/30)	237,000원
상승여력	18%

시기총액	164,435억원
총발행주식수	70,382,426주
60일 평균 거래대금	531억원
60일 평균 거래량	233,911주
52주 고	261,000원
52주 저	201,000원
외인지분율	43.62%
주요주주	삼성전자 외 8 인 20.58%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.2	0.2	3.9
상대	4.7	8.3	16.9
절대(달려환산)	(2.1)	(0.9)	(1.5)

밸류에이션 고민의 구간

하반기 무난한 호실적 기대, 생각보다 탄탄한 실적 흐름

삼성SDI(이하 동사)의 2분기 실적은 매출액 2.4조원(YoY +6.9%), 영업이익 1,573억원(YoY +3.6%)으로 시장 컨센서스를 소폭 상회, 당사 추정치에 부합하는 실적을 기록하였다. 매출액은 전지 사업부 1.8조원(중대형 0.7조원, 소형전지 1.1조원), 전자재료 부분 0.6조원 수준으로, 국내 ESS 부진에도 불구하고 해외 ESS가 이를 상쇄하였고, EV 부분 또한 1분기를 저점으로 천천히 적자 폭을 축소하면서 매출액이 상승하는 모습을 보였다. 특히 SDC의 지분법 이익 반영에 따른 양호한 순이익 흐름이 이어지면서 더욱 견고한 실적 흐름을 기록하였다.

전자재료, 소형전지, ESS 부분의 3박자는 이상적

당사가 이전부터 꾸준히 제시해왔듯, 동사는 전자재료 부분과 소형전지 포트폴리오에서의 매우 강한 강점을 지니고 있다. 또한 ESS 화재조사 결과 발표 이후 ESS 정상화가 예상대로 진행 중이고, 8월부터는 본격화 될 것으로 예상되고 있으며, 해외 북미 및 유럽형 ESS 수주가 꾸준히 증가하고 있는 흐름이 중대형전지 부분의 흑자전환으로 연결되고 있다. 시장이 우려했던 소형전지 부분의 톤 다운은 예상보다 크지 않으며, 중장기적인 Cordless 수요는 여전히 견조할 것으로 보이고, 중저가형 폴리머 매출 증가가 긍정적이다. 또한 편광필름 Shortage와 OLED 유기재료의 확장성(중국) 등은 동사의 실적을 더욱 탄탄하게 만들어주고 있는 상황이다.

밸류에이션 밴드 구간 돌파의 전제조건은 EV부분의 이익 회복

결국 시장이 중요하게 보는 부분은 EV 적자폭 축소에 따른 이익의 질적 개선이라고 볼 수 있는데, 동사의 주요 고객사로 추정되는 BMW의 PHEV 모델 업그레이드와 BMW, VW 그룹 등의 신규 EV 물량 증대 추세가 지속되고 있는 것으로 판단된다. 이에 따라, 기존에 2021년 연간 흑전이 목표였던 EV 부분에 대한 텐어라운드가 20년으로 앞당겨질 수 있는지가 관건이다.

목표주가는 올해 연간 BPS 기준 12M Fwd P/B 밴드 상단 1.4x보다 높은 1.5x 적용하여 280,000원으로 상향 조정한다. 목표주가 30만원 돌파의 전제조건은 2020년으로 EV 연간 흑자 전환 시기가 빨라지면서, 멀티플 상향 조정이 이루어질 때 가능할 것으로 보인다. 아직까지 2019F BPS 기준으로 볼 때, 멀티플을 1.6x까지 더 높게 부여할만한 근거는 그리 많아 보이지 않는다. 정작 SDI의 EV 전략이나 경쟁사 대비 상대우위 조건이 상향 조정된 것이 아니라, 단순히 고객사의 증량 요청이 증가한 것으로, 전기차 시장 자체가 예상보다 양호한 것이기 때문이다. 2020F를 반영하고, 멀티플 밴드 상단 1.4x 이상을 부여해야만 30만원 돌파가 가능해 보인다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	24,022	6.9	4.3	24,036	-0.1
영업이익	1,571	2.8	32.2	1,447	8.5
세전계속사업이익	2,170	53.7	207.9	1,166	86.1
지배순이익	1,485	39.2	195.9	903	64.4
영업이익률 (%)	6.5	-0.3 %pt	+1.3 %pt	6.0	+0.5 %pt
지배순이익률 (%)	6.2	+1.5 %pt	+4.0 %pt	3.8	+2.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

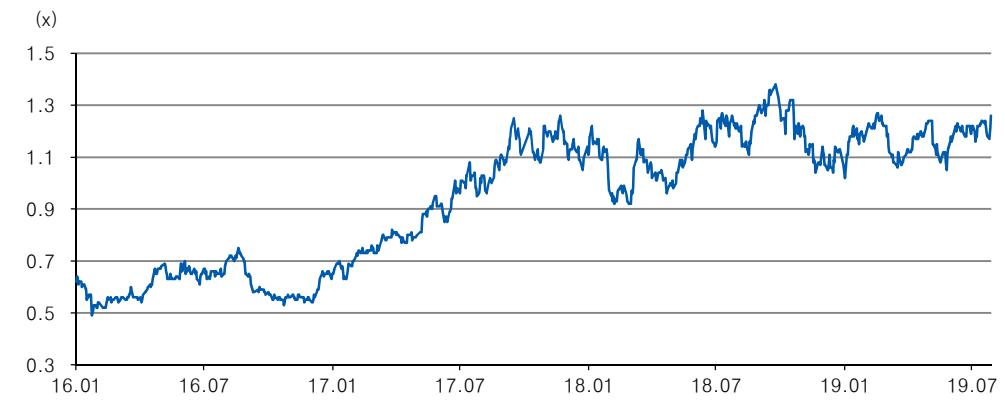
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	63,466	91,583	105,438	122,698
영업이익	1,169	7,150	8,145	9,948
지배순이익	6,572	7,012	7,906	8,886
PER	17.6	21.0	20.7	18.4
PBR	1.0	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	20.7	12.9	10.2	8.8
ROE	6.0	6.0	6.4	6.7

자료: 유안타증권

[표 1] 삼성 SDI 분기별 실적 추이											(단위: 십억원)	
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	1,909	2,248	2,526	2,479	2,304	2,402	2,927	2,910	6,322	9,161	10,544	12,270
YoY(%)	46%	55%	48%	34%	21%	7%	16%	17%	22%	45%	15%	16.4%
전지 사업부	1,419	1,729	1,927	1,882	1,753	1,821	2,280	2,271	4,304	6,957	8,126	9,640
중대형 전지	540	807	780	739	641	690	1,032	1,045	1,375	2,866	3,409	4,535
EV	293	341	344	375	407	416	552	557	890	1,352	1,932	2,709
ESS	247	466	437	365	234	274	481	488	485	1,514	1,477	1,826
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	581	647	639	2,017	2,204	2,418	2,630
영업이익	72	152	242	249	119	157	254	284	117	715	815	995
YoY(%)	흑전	2679%	302%	110%	65%	3%	5%	14%	흑전	511%	14%	22.1%
OPM	4%	7%	10%	10%	5%	7%	9%	10%	1.8%	7.8%	7.7%	8.1%
중대형 전지	-55	0	-14	-29	-72	-52	-5	4	-257	-98	-125	42
소형전지	79	85	169	179	122	145	168	178	148	512	613	607
전자재료	48	67	87	99	69	64	91	102	225	301	326	346
영업이익률	3.8%	6.8%	9.6%	10.1%	5.2%	6.5%	8.7%	9.8%	1.8%	7.8%	7.7%	8.1%
중대형 전지	-10%	0%	-2%	-4%	-11%	-7%	0%	0%	-19%	-3%	-4%	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	148	280	311	643	701	791	889
YoY(%)	55.0%	-44.8%	47.4%	7.0%	-60.0%	39.2%	30.5%	22.5%	205.0%	9.0%	12.8%	12.4%
NPM	6.6%	4.7%	8.5%	10.3%	2.2%	6.2%	9.6%	10.7%	10.2%	7.7%	7.5%	7.2%

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 삼성 SDI 12M Fwd P/B 추이



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	105,438	122,698
매출원가	44,503	51,808	71,182	80,751	94,157
매출총이익	7,506	11,658	20,401	24,687	28,541
판관비	16,769	10,490	13,251	16,542	18,594
영업이익	-9,263	1,169	7,150	8,145	9,948
EBITDA	-4,713	5,768	12,972	17,537	20,603
영업외순익	1,056	7,072	3,213	2,893	2,472
외환관련순익	-230	152	-445	229	92
이자순익	-23	-49	-336	-616	-693
관계기업관련순익	2,452	6,954	3,422	3,105	3,117
기타	-1,142	15	572	175	-44
법인세비용차감전순순익	-8,207	8,241	10,362	11,038	12,419
법인세비용	578	1,809	2,912	2,490	2,780
계속사업순순익	-8,785	6,432	7,450	8,548	9,639
중단사업순순익	10,896	0	0	0	0
당기순이익	2,111	6,432	7,450	8,548	9,639
지배지분순이익	2,194	6,572	7,012	7,906	8,886
포괄순이익	-111	6,370	7,963	9,567	9,639
지배지분포괄이익	211	6,851	7,484	9,172	9,264

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
유동자산	39,583	35,846	55,193	74,737	83,252
현금및현금성자산	10,117	12,090	15,166	28,983	31,199
매출채권 및 기타채권	9,295	11,291	16,317	20,061	23,255
재고자산	7,291	9,666	17,457	20,458	23,563
비유동자산	109,420	121,571	138,304	134,589	141,187
유형자산	25,038	29,303	46,083	58,643	68,549
관계기업등 지분관련자산	55,256	62,193	65,546	63,547	60,801
기타투자자산	16,319	17,892	15,187	1,566	1,566
자산총계	149,003	157,417	193,497	209,326	224,439
유동부채	22,128	26,641	40,128	36,443	39,186
매입채무 및 기타채무	14,771	13,259	19,820	18,448	19,679
단기차입금	1,840	7,681	14,897	12,046	13,558
유동성장기부채	1,999	3,112	2,496	2,491	2,491
비유동부채	17,234	16,256	31,117	42,384	46,538
장기차입금	2,673	2,455	8,260	19,273	23,426
사채	2,993	998	6,882	6,884	6,884
부채총계	39,362	42,897	71,245	78,827	85,724
지배지분	107,221	112,573	119,340	127,553	135,769
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	73,361	81,578
비지배지분	2,420	1,947	2,912	2,947	2,947
자본총계	109,641	114,520	122,252	130,499	138,716
순차입금	-9,758	1,205	16,155	11,288	14,738
총차입금	9,698	14,448	32,835	41,123	46,788

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	-13,095	-2,501	2,606	5,476	7,122
당기순이익	2,111	6,432	7,450	8,548	9,639
감가상각비	3,605	3,693	4,912	8,589	10,094
외환손익	-12	-353	387	-206	-92
증속,관계기업관련손익	-2,452	-6,954	-3,422	-3,105	-3,117
자산부채의 증감	-14,129	-8,413	-9,792	-8,943	-9,764
기타현금흐름	-2,218	3,094	3,071	594	362
투자활동 현금흐름	18,543	893	-17,047	-20,196	-19,745
투자자산	38	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-8,326	-9,915	-21,461	-20,884	-20,000
유형자산 감소	793	344	37	39	0
기타현금흐름	26,037	10,464	4,377	650	255
재무활동 현금흐름	-8,187	3,534	17,561	7,064	4,928
단기차입금	-1,086	6,158	6,870	-3,164	1,512
사채 및 장기차입금	-4,321	-1,020	11,317	10,991	4,153
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-727	-700	-717	-717	-717
기타현금흐름	-2,053	-904	91	-46	-20
연결범위변동 등 기타	-23	47	-44	21,473	9,910
현금의 증감	-2,763	1,973	3,076	13,818	2,216
기초 현금	12,880	10,117	12,090	15,166	28,983
기말 현금	10,117	12,090	15,166	28,983	31,199
NOPLAT	-9,916	1,169	7,150	8,145	9,948
FCF	-27,821	-12,816	-20,290	-14,128	-11,388

자료: 유안타증권

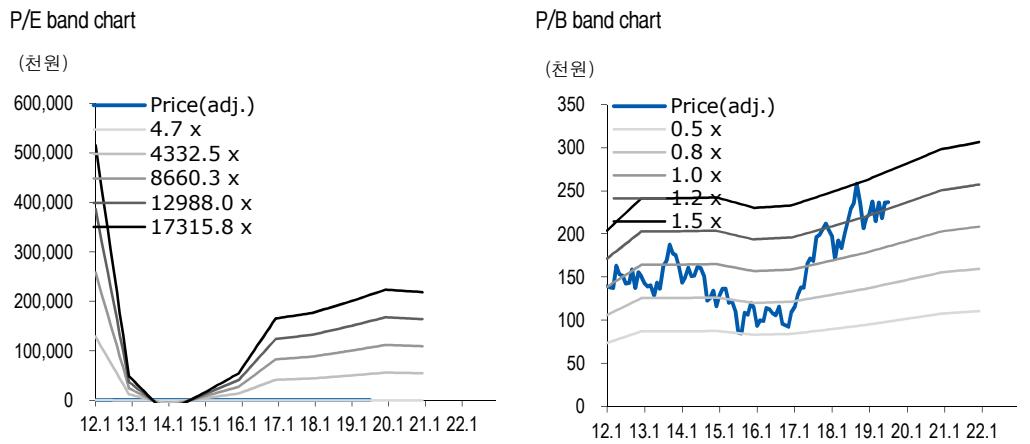
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

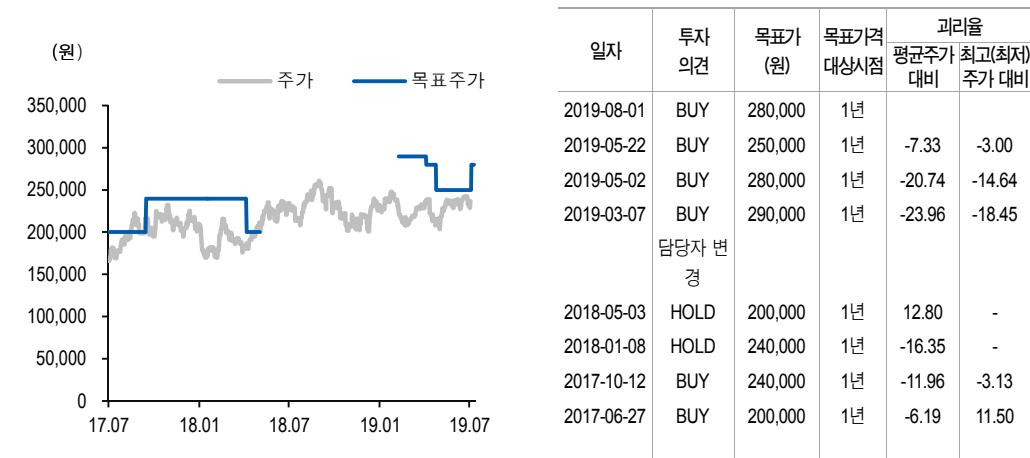
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
EPS	3,168	9,536	10,175	11,475	12,900
BPS	158,605	168,339	178,459	190,740	203,026
EBITDAPS	-6,697	8,195	18,431	24,916	29,273
SPS	73,894	90,173	130,122	149,808	174,330
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
PER	32.7	17.6	21.0	20.7	18.4
PBR	0.7	1.0	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	-13.7	20.7	12.9	10.2	8.8
PSR	1.4	1.9	1.6	1.6	1.4

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	5.0	22.0	44.3	15.1	16.4
영업이익 증가율 (%)	적지	혹전	511.6	13.9	22.1
지배순이익 증가율 (%)	307.5	199.6	6.7	12.8	12.4
매출총이익률 (%)	14.4	18.4	22.3	23.4	23.3
영업이익률 (%)	-17.8	1.8	7.8	7.7	8.1
지배순이익률 (%)	4.2	10.4	7.7	7.5	7.2
EBITDA 마진 (%)	-9.1	9.1	14.2	16.6	16.8
ROIC	-22.4	2.2	8.9	7.9	8.0
ROA	1.4	4.3	4.0	3.9	4.1
ROE	2.0	6.0	6.0	6.4	6.7
부채비율 (%)	35.9	37.5	58.3	60.4	61.8
순차입금/자기자본 (%)	-9.1	1.1	13.5	8.8	10.9
영업이익/금융비용 (배)	-26.4	5.1	13.8	8.6	9.2



삼성 SDI (006400) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (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)	86.9
Hold(중립)	12.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-07-29

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정 시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최영선)
- 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 기준 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 투자 의사결정은 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.