

삼성SDI (006400)

전기차 배터리 부문 4분기 흑자 전환 전망

ESS 프로젝트 안정적 진행 위한 先 비용 반영

삼성SDI가 ESS 화재 방지 위한 '특수 소화시스템'을 기존 사이트 및 신규 프로젝트에 모두 설치할 전망이다. 관련 비용은 4분기에 반영될 것으로 판단되며 이에 따라 4분기 영업이익 추정치를 1,189억원(YoY -52%)으로, 연간 실적 추정치를 매출 10.4조원(YoY +14%), 영업이익 6,507억원(YoY -15%)으로 하향 조정한다. 해당 비용은 사후 처리 성격의 Cash-out이 아니라 향후 가파르게 성장 예상되는 ESS 프로젝트의 안정적 진행 위한 先 투자 성격의 비용 반영이라는 점에서 추가 측면에서는 긍정적인 결정이라고 판단된다.

전기차 배터리 부문 흑자 전환 시기 앞당겨질 전망

최근 ESS 및 삼성디스플레이 등 이슈로 삼성SDI 주가 변동성이 확대됐으나 향후 실적 성장의 본질은 전기차 배터리 부문에 있음을 잊지 말아야 한다. 2019년 하반기 보조금 축소 영향으로 글로벌 전기차 판매량 성장세는 다소 주춤한 상황이지만 EU 이산화탄소 배출량 규제 강화로 인해 자동차 OEM 업체들의 2020년 전기차 신규 모델 출시는 더욱 가속화될 전망이다. 배터리 셀 업체들의 공급 물량은 이에 선행하여 2019년 하반기부터 폭증할 전망이며, 이에 따라 삼성SDI의 하반기 전기차 배터리 부문 매출은 전년 동기 대비 +92% 증가할 것으로 판단된다. 여기에 에너지 밀도 개선 가속화가 이뤄지면서 전기차 배터리 부문 흑자전환 시기는 당초 2020년 3분기 에서 2019년 4분기로 앞당겨질 전망이다.

전기차 배터리 부문 이익 성장 가치 본격 반영 시작

삼성SDI에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 350,000원을 유지한다. 2020년부터 전기차 배터리 부문의 이익 기여가 본격적으로 시작되고, 감가상각비 증가 및 투하 자본 효율 상승에 따른 자본적 지출 부담 감소로 인해 잉여현금흐름이 크게 증가하며 주가 상승을 견인할 것으로 전망된다. 현 시가총액에는 향후 전기차 배터리 부문 이익 성장에 대한 가치가 여전히 포함되어 있지 않다고 판단된다. 전기차 배터리 부문 흑자 전환 시기가 당초 예상 보다 앞당겨 지면서 향후 전기차 배터리 사업 부문에 대한 가치가 본격적으로 시가총액에 반영될 것으로 판단한다.

Update

BUY

| TP(12M): 350,000원 | CP(10월 14일): 226,500원

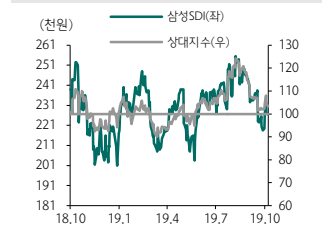
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,067.40
52주 최고/최저(원)	255,500/201,000
시가총액(십억원)	15,575.2
시가총액비중(%)	1.29
발행주식수(천주)	68,764.5
60일 평균 거래량(천주)	234.7
60일 평균 거래대금(십억원)	55.9
19년 배당금(예상, 원)	1,000
19년 배당수익률(예상, %)	0.44
외국인지분율(%)	43.67
주요주주 지분율(%)	삼성전자 외 8 인
국민연금공단	10.69
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.0) (1.1) (7.2)
상대	(3.9) 6.9 (2.9)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	10,564.1	12,761.3
영업이익(십억원)	774.7	1,104.8
순이익(십억원)	772.0	1,079.2
EPS(원)	10,502	14,867
BPS(원)	189,009	203,340

Stock Price



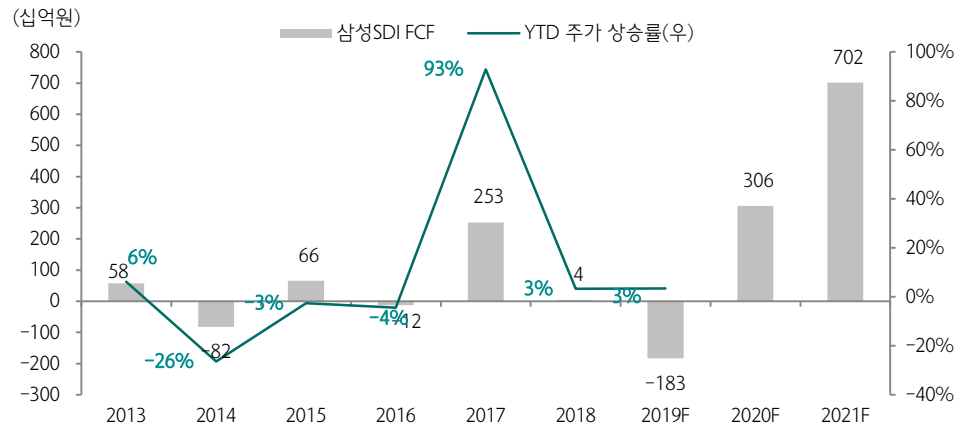
Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	6,346.6	9,158.3	10,474.6	12,977.1	15,543.1
영업이익	십억원	116.9	715.0	605.7	1,192.5	1,467.3
세전이익	십억원	824.1	1,036.2	855.4	1,469.1	1,762.0
순이익	십억원	657.2	701.2	587.6	1,019.4	1,221.8
EPS	원	9,338	9,962	8,348	14,484	17,359
증감률	%	199.6	6.7	(16.2)	73.5	19.8
PER	배	21.90	21.98	27.13	15.64	13.05
PBR	배	1.24	1.26	1.23	1.15	1.06
EV/EBITDA	배	25.19	13.20	13.30	8.31	7.16
ROE	%	5.98	6.05	4.79	7.80	8.65
BPS	원	164,848	174,463	183,841	197,375	213,783
DPS	원	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000



Analyst 김현수
02-3771-7503
hyunsoo@hanafn.com

그림 1. 삼성SDI 연간 잉여현금흐름 추이 및 YTD 주가 상승률 추이



자료: Valuewise, 하나금융투자

표 1. 삼성SDI 실적 추이 및 전망

(단위 : 십억원)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	2차전지	1,419	1,746	1,942	1,907	1,746	1,827	2,089	2,380	4,291	7,014	8,042	10,594
	소형	881	945	1,153	1,143	1,116	1,154	1,081	1,113	2,871	4,123	4,464	5,200
	중대형	538	800	789	764	630	673	1,008	1,266	1,420	2,891	3,578	5,394
	EV	278	332	392	384	437	457	692	801	948	1,386	2,386	3,258
	ESS	261	468	397	380	194	216	317	465	471	1,505	1,192	2,136
	소재	490	502	581	572	558	577	644	654	2,056	2,144	2,433	2,383
	전자재료	490	502	581	572	558	577	644	654	2,056	2,144	2,433	2,383
합계	1,909	2,248	2,523	2,479	2,304	2,405	2,733	3,033	6,347	9,158	10,475	12,977	
YoY	46%	55%	48%	32%	21%	7%	8%	22%	22%	44%	14%	24%	
영업이익	2차전지	37	96	152	157	57	70	113	22	-107	435	263	895
	소형	90	95	169	187	154	165	151	160	142	541	630	695
	중대형	-53	1	-17	-31	-97	-94	-38	-139	-248	-106	-367	200
	EV	-61	-42	-55	-65	-68	-64	-35	1	-264	-226	-165	72
	ESS	8	42	38	34	-29	-30	-3	-139	16	120	-202	128
	소재	41	57	90	92	61	87	97	97	224	280	343	298
	전자재료	41	57	90	92	61	87	97	97	224	280	343	298
합계	78	153	242	249	119	157	211	119	117	715	606	1,192	
YoY	흑전	2697%	302%	110%	52%	3%	-13%	-52%	흑전	512%	-15%	97%	
OPM	2차전지	3%	5%	8%	8%	3%	4%	5%	1%	-2%	6%	3%	8%
	소형	10.2%	10.1%	14.6%	16.4%	13.8%	14.3%	14.0%	14.4%	4.9%	13.1%	14.1%	13.4%
	중대형	-9.9%	0.1%	-2.1%	-4.0%	-15.3%	-14.0%	-3.7%	-11.0%	-17.5%	-3.7%	-10.3%	3.7%
	EV	-22%	-13%	-14%	-17%	-16%	-14%	-5%	0%	-28%	-16%	-7%	2%
	ESS	3%	9%	10%	9%	-15%	-14%	-1%	-30%	3%	8%	-17%	6%
	소재	8.4%	11.4%	15.4%	16.1%	11.0%	15.1%	15.1%	14.9%	10.9%	13.1%	14.1%	12.5%
	전자재료	8.4%	11.4%	15.4%	16.1%	11.0%	15.1%	15.1%	14.9%	10.9%	13.1%	14.1%	12.5%
합계	4.1%	6.8%	9.6%	10.0%	5.2%	6.5%	7.7%	3.9%	1.8%	7.8%	5.8%	9.2%	

자료: 삼성SDI, 하나금융투자

표 2. 삼성SDI Valuation Table

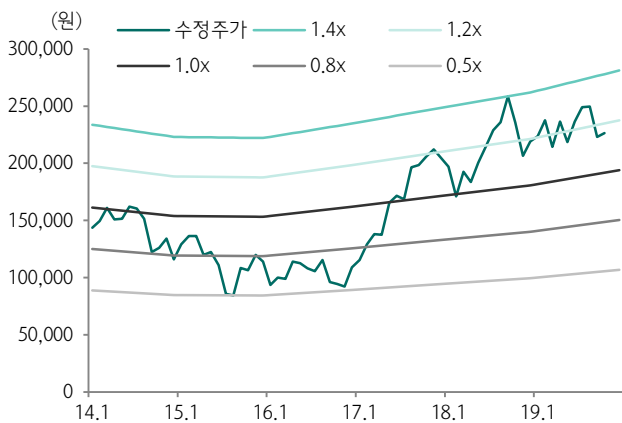
		Fair Value(십억원)	EBITDA (1)	Multiple (2)	산출 기준 (1) x (2)
영업가치	전자재료	5,439	555	9.8	(1) 2019년 추정 EBITDA (2) SK머티리얼즈, 솔브레인 2018년 EV/EBITDA 평균
	소형전지	8,069	996	8.1	(1) 2019년 추정 EBITDA (2) LG화학 최근 2년EV/EBITDA
	중대형전지	10,094	726	13.9	(1) 2020년 추정 EBITDA (2) BYD EV/EBITDA 상단
	Total	23,602			
비영업가치	매도가능금융자산	1,378			2019년 2분기말 기준
	삼성디스플레이	1,391			2019년 예상 손익 x PER10배 x 15.3%
	Total	2,769			
총기업가치		26,371			
순차입금		2,150			2019년 2분기말 기준
적정시가총액(십억원)			24,221		
발행주식수(천주)			68,765		
적정 주당가치(원)			352,223		

자료: 하나금융투자

표 3. 2차전지 관련 소재 업체 최근 컨퍼런스 콜 내용 요약

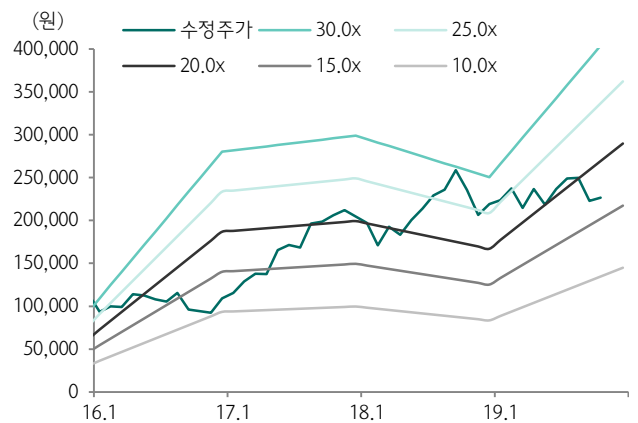
종목	내용
Asahi Kasei (분리막)	# 하반기 한국 ESS 프로젝트 재개로 인한 매출 회복 전망
	· FY 1Q19(2019.04 ~ 06) 분리막 판매량은 전분기(2019.01 ~ 03, FY4Q18) 대비 증가
	· FY 1Q19(2019.04 ~ 06) ESS향 분리막 수요 감소
	· 한국 ESS 화재 사고 관련 영향으로 전년 대비 물량 대폭 감소
	· 6월 11일 한국 정부 원인 조사 결과 발표 이후 물량과 출하 모두 회복 중
	· ESS 관련 매출은 FY 2Q19(2019.07 ~ 09) 중 회복 전망
	· 하반기 ESS, 전기차, 스마트폰향 분리막 수요 모두 증가 기대
	· ESS 수요 회복 불구 중국 전기차 보조금 정책 변화로 건식 분리막 EV 제품 물량 감소로 전체 분리막 영업이익 전년 대비 감소 불가피
	· 2분기 건식 분리막 출하량은 전년 동기 대비 감소 전망되며 영업이익은 1분기 대비 감소 전망
	· 습식 분리막 출하량은 EV 관련 물량 증가로 매출 증가 전망
	· 습식 분리막의 경우 EV 수요 증가하고 있으나 가전 관련 제품의 경우 1분기초 고객사 재고 조정 영향으로 일시적인 매출 감소
	· 중국 EV 시장은 보조금 정책에 연동
	· 최근 보조금 축소 관련하여 자동차 OEM, 배터리 셀 업체, 배터리 소재 업체들 중 일부 탈락하는 업체들 발생하기 시작
· 우리는 고객들에게 최상의 품질 갖춘 제품 공급한다는 정책 유지하고 있으며 프리미엄 가격 정책 역시 유지하고 있음	
· 습식 분리막 CAPA 중설 예정대로 진행 중, 양산 라인 성공적 가동 돌입, 고객사 제품 공급 자격 취득, 신제품 관련 테스트 진행중	

그림 2. 삼성SDI 12M Fwd P/B 추이



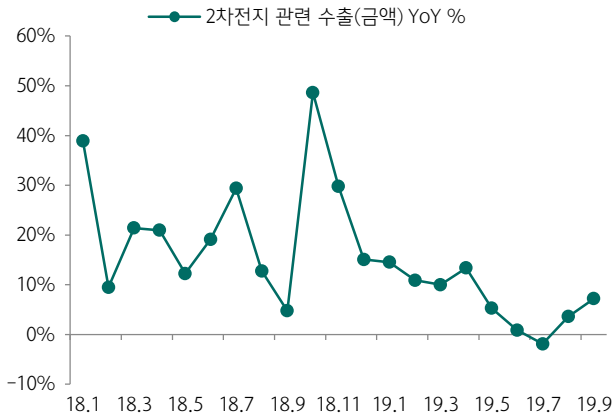
자료: 하나금융투자

그림 3. 삼성SDI 12M Fwd P/E 추이



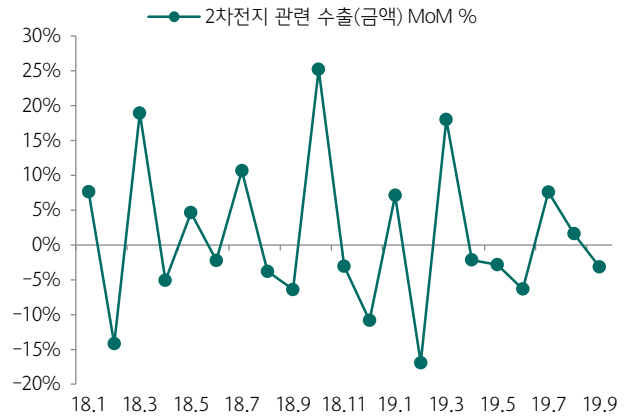
자료: 하나금융투자

그림 4. 2차전지 관련 수출금액 YoY%



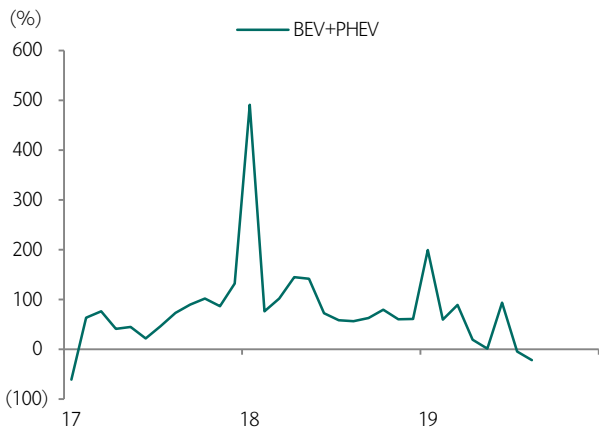
자료: 무역통계, 하나금융투자

그림 5. 2차전지 관련 수출금액 MoM%



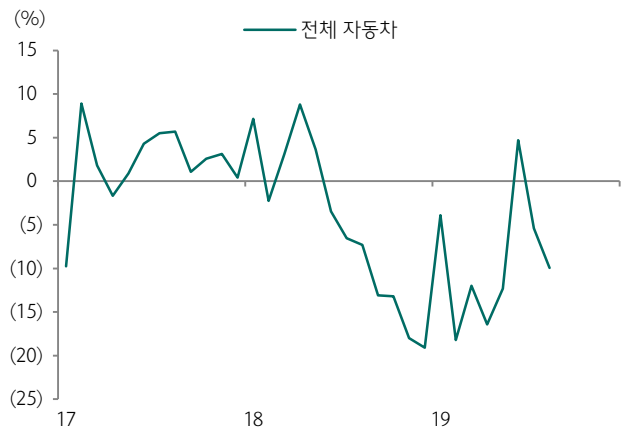
자료: 무역통계, 하나금융투자

그림 6. 중국 BEV+PHEV 합산 월별 판매증가율



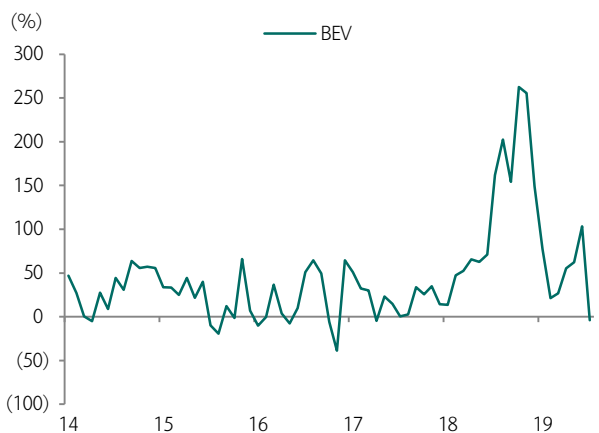
자료: CPCA, 하나금융투자

그림 7. 중국 자동차시장 월별 판매증가율 추이



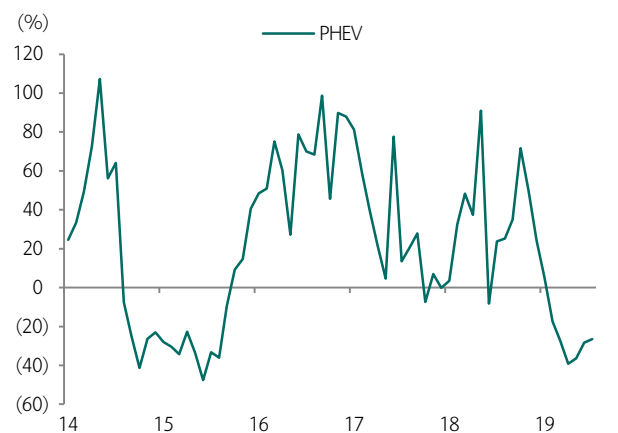
자료: CPCA, 하나금융투자

그림 8. 미국 BEV 월별 판매증가율



자료: EDTA, 하나금융투자

그림 9. 미국 PHEV 월별 판매증가율



자료: EDTA, 하나금융투자

추정 재무제표

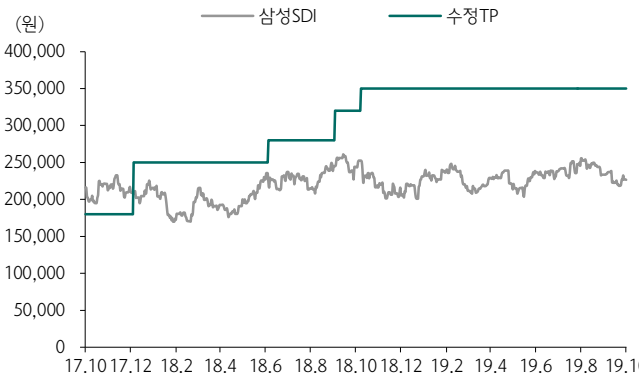
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	6,346.6	9,158.3	10,474.6	12,977.1	15,543.1
매출원가	5,180.8	7,118.2	8,333.0	10,095.7	12,045.9
매출총이익	1,165.8	2,040.1	2,141.6	2,881.4	3,497.2
판매비	1,049.0	1,325.1	1,535.8	1,689.0	2,029.9
영업이익	116.9	715.0	605.7	1,192.5	1,467.3
금융손익	(1.4)	43.0	(69.0)	(78.8)	(72.3)
중속/관계기업손익	695.4	342.2	305.2	355.4	367.0
기타영업외손익	13.2	(64.0)	13.5	0.0	0.0
세전이익	824.1	1,036.2	855.4	1,469.1	1,762.0
법인세	180.9	291.2	218.0	369.7	444.4
계속사업이익	643.2	745.0	637.4	1,099.4	1,317.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	643.2	745.0	637.4	1,099.4	1,317.6
비지배주주지분 순이익	(14.0)	43.9	49.9	79.9	95.8
지배주주순이익	657.2	701.2	587.6	1,019.4	1,221.8
지배주주지분포괄이익	685.1	748.4	722.4	1,007.3	1,207.3
NOPAT	91.2	514.1	451.4	892.4	1,097.2
EBITDA	576.8	1,297.2	1,468.8	2,318.7	2,622.2
성장성(%)					
매출액증가율	22.0	44.3	14.4	23.9	19.8
NOPAT증가율	흑전	463.7	(12.2)	97.7	22.9
EBITDA증가율	흑전	124.9	13.2	57.9	13.1
영업이익증가율	흑전	511.6	(15.3)	96.9	23.0
(지배주주)순이익증가율	199.5	6.7	(16.2)	73.5	19.9
EPS증가율	199.6	6.7	(16.2)	73.5	19.8
수익성(%)					
매출총이익률	18.4	22.3	20.4	22.2	22.5
EBITDA이익률	9.1	14.2	14.0	17.9	16.9
영업이익률	1.8	7.8	5.8	9.2	9.4
계속사업이익률	10.1	8.1	6.1	8.5	8.5
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	9,338	9,962	8,348	14,484	17,359
BPS	164,848	174,463	183,841	197,375	213,783
CFPS	9,544	19,533	21,204	32,944	37,257
EBITDAPS	8,195	18,431	20,869	32,944	37,257
SPS	90,173	130,122	148,824	184,380	220,838
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	21.9	22.0	27.1	15.6	13.0
PBR	1.2	1.3	1.2	1.1	1.1
PCFR	21.4	11.2	10.7	6.9	6.1
EV/EBITDA	25.2	13.2	13.3	8.3	7.2
PSR	2.3	1.7	1.5	1.2	1.0
재무비율(%)					
ROE	6.0	6.0	4.8	7.8	8.7
ROA	4.3	4.0	2.9	4.6	5.0
ROIC	2.1	8.5	5.6	9.7	10.7
부채비율	37.5	58.3	65.8	66.7	67.6
순부채비율	1.1	13.3	26.9	22.4	16.7
이자보상배율(배)	5.1	13.8	6.7	12.3	15.1

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	3,584.6	5,519.3	4,999.4	6,153.1	7,709.8
금융자산	1,324.4	1,668.0	354.9	702.6	1,290.3
현금성자산	1,209.0	1,516.6	169.6	485.2	1,034.1
매출채권 등	1,129.1	1,631.7	1,996.7	2,343.3	2,760.0
재고자산	966.6	1,745.7	2,136.2	2,507.0	2,952.8
기타유동자산	164.5	473.9	511.6	600.2	706.7
비유동자산	12,157.1	13,830.4	16,450.1	17,136.8	17,802.1
투자자산	8,008.6	8,073.4	9,548.0	9,660.9	9,781.1
금융자산	1,789.2	153.6	188.0	220.6	259.8
유형자산	2,930.3	4,608.3	5,787.9	6,457.9	7,099.2
무형자산	897.4	866.3	801.7	705.5	609.3
기타비유동자산	320.8	282.4	312.5	312.5	312.5
자산총계	15,741.7	19,349.7	21,449.6	23,289.9	25,511.9
유동부채	2,664.1	4,012.8	4,349.4	4,824.3	5,395.4
금융부채	1,079.3	1,754.6	1,583.0	1,586.2	1,590.1
매입채무 등	1,325.9	1,982.0	2,425.4	2,846.4	3,352.6
기타유동부채	258.9	276.2	341.0	391.7	452.7
비유동부채	1,625.6	3,111.7	4,163.7	4,496.6	4,896.9
금융부채	365.5	1,544.1	2,245.4	2,245.4	2,245.4
기타비유동부채	1,260.1	1,567.6	1,918.3	2,251.2	2,651.5
부채총계	4,289.7	7,124.5	8,513.0	9,320.9	10,292.3
지배주주지분	11,257.3	11,934.0	12,594.0	13,546.6	14,701.4
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	411.4	411.4	411.4
이익잉여금	5,600.6	6,612.5	7,133.1	8,085.6	9,240.5
비지배주주지분	194.7	291.2	342.5	422.4	518.2
자본총계	11,452.0	12,225.2	12,936.5	13,969.0	15,219.6
순금융부채	120.5	1,630.7	3,473.5	3,129.0	2,545.3
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(250.1)	260.6	1,237.7	1,868.9	2,104.0
당기순이익	643.2	745.0	637.4	1,099.4	1,317.6
조정	(52.0)	494.8	593.9	770.8	787.9
감가상각비	459.9	582.2	863.1	1,126.2	1,154.9
외환거래손익	(35.3)	38.7	1.8	0.0	0.0
지분법손익	(690.7)	(321.1)	(303.8)	(355.4)	(367.0)
기타	214.1	195.0	32.8	(0.0)	(0.0)
영업활동 자산부채 변동	(841.3)	(979.2)	6.4	(1.3)	(1.5)
투자활동 현금흐름	89.3	(1,704.7)	(3,034.6)	(1,489.6)	(1,492.0)
투자자산감소(증가)	(155.7)	277.4	(1,169.5)	242.5	246.7
유형자산감소(증가)	(957.1)	(2,142.4)	(1,906.0)	(1,700.0)	(1,700.0)
기타	1,202.1	160.3	40.9	(32.1)	(38.7)
재무활동 현금흐름	353.4	1,756.1	418.3	(63.7)	(63.1)
금융부채증가(감소)	475.1	1,853.9	529.7	3.2	3.9
자본증가(감소)	11.5	(4.8)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(63.2)	(21.3)	(44.5)	0.0	(0.1)
배당지급	(70.0)	(71.7)	(66.9)	(66.9)	(66.9)
현금의 증감	197.3	307.6	(1,347.0)	315.6	549.0
Unlevered CFO	671.7	1,374.8	1,492.4	2,318.7	2,622.2
Free Cash Flow	(1,241.6)	(1,885.5)	(675.2)	168.9	404.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성SDI



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.10.22	BUY	350,000		
18.9.17	BUY	320,000	-22.48%	-18.44%
18.6.19	BUY	280,000	-18.63%	-10.89%
17.12.20	BUY	250,000	-21.10%	-5.80%
17.12.19	Analyst Change	250,000		-
17.6.29	BUY	180,000	9.99%	29.17%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

• 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	89.8%	10.2%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 10월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 10월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2019년 10월 15일 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.