



하나금융그룹

2019년 10월 30일 | Equity Research

삼성SDI (006400)

2020년 EPS 성장률 +70% 전망

3Q19 Review : 소형전지 및 ESS 부진

삼성SDI 3분기 실적은 매출 2,6조원(YoY +2%, QoQ +7%), 영업이익 1,660억원(YoY -31%, QoQ +6%)로 컨센서스(영업이익 2,106억원)를 하회했다. 1) 소형전지 부문의 경우 스마트폰 신제품 출시에 따른 폴리머 전지 매출 호조 불구, 전동 공구 전방 수요 성장 둔화로 원형 전지 매출이 전분기 대비 감소하며 소형전지 부문 매출 및 수익성 모두 전분기 대비 하락한 것으로 추정되며, 2) 중대형전지 부문의 경우 ESS 화재 사고 영향으로 신규 프로젝트 중 일부가 지연 혹은 취소되며 매출 성장이 예상보다 부진했고 이에 따라 수익성 개선 역시 제한적이었던 것으로 추정된다. 3) 전자재료 부문의 경우 중국 대면적 LCD 패널 출하 증가에 따른 편광 필름 판매 호조 및 주요 고객사 스마트폰 신제품 출시에 따른 OLED 소재 수요 증가로 전분기 대비 매출이 증가했다.

2020년 EPS 성장률 +70% 전망

4분기 실적은 매출 2.9조원(YoY +15%, QoQ +11%), 영업이익 640억원(YoY -74%, QoQ -61%)이 전망된다. 실적 추정에는 'ESS 특수 소화시스템' 관련 비용을 1,800억원 반영하였다. 이를 제외하면 4Q18 영업이익(2,487억원)과 유사한 수준의 실적이다. 4분기의 경우, 전기차 배터리 부문 수익성 개선이 가속화되고, OLED 소재 부문 중국향 매출이 증가하며 실적 성장 및 마진 상승을 견인할 전망이다. 2020년 실적은 매출 11조원(YoY +9%), 영업이익 9,849억원(YoY +95%)으로 가파른 실적 성장이 전망된다. ESS 관련 비용 반영이 2019년에 모두 마무리되고 2020년부터 해외 ESS 매출이 본격적으로 시작되며 해외 ESS 매출은 전년 대비 41% 증가할 전망이다. 전기차 배터리 부문 역시 연간 흑자 전환으로 전사 실적 성장을 견인할 것으로 전망한다.

2020년 실적 성장에 집중

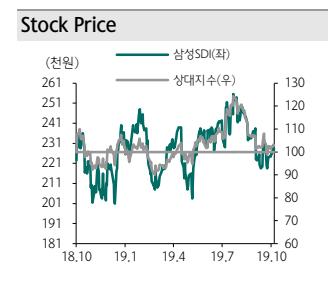
삼성SDI에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 350,000원을 유지한다. 현 주가는 2020년 전기차 배터리 공급 물량 폭증, ESS 부문 실적 회복, 삼성디스플레이 지분법 이익 증가를 반영하지 못한 상태라고 판단된다. 2020년 가파른 실적 성장을 앞두고 분기 실적이 다소 부진한 현 시점이 조정 시 매수 기회를 부여하고 있다고 판단된다.

Update

BUY

| TP(12M): 350,000원 | CP(10월 29일): 228,000원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,092.69		
52주 최고/최저(원)	255,500/201,000	10,522.4	12,646.6
시가총액(십억원)	15,678.3	714.0	1,071.2
시가총액비중(%)	1.30	725.9	1,056.9
발행주식수(천주)	68,764.5		
60일 평균 거래량(천주)	241.9	57.0	
60일 평균 거래대금(십억원)		1,000	
19년 배당금(예상,원)		0.44	
19년 배당수익률(예상, %)		43.65	
외국인지분율(%)		주요주주 지분율(%)	
국민연금공단	20.58	20.58	
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	2.5 (2.6) (0.4)		
상대	0.4 3.2 (5.0)		



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	6,346.6	9,158.3	10,135.6	11,006.1	12,881.9
영업이익	십억원	116.9	715.0	506.1	984.9	1,162.7
세전이익	십억원	824.1	1,036.2	764.4	1,262.8	1,457.3
순이익	십억원	657.2	701.2	533.0	905.8	1,044.5
EPS	원	9,338	9,962	7,572	12,869	14,840
증감률	%	199.6	6.7	(24.0)	70.0	15.3
PER	배	21.90	21.98	30.11	17.72	15.36
PBR	배	1.24	1.26	1.25	1.17	1.09
EV/EBITDA	배	25.19	13.20	14.23	9.18	7.62
ROE	%	5.98	6.05	4.36	6.99	7.53
BPS	원	164,848	174,463	183,065	194,984	208,873
DPS	원	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000



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

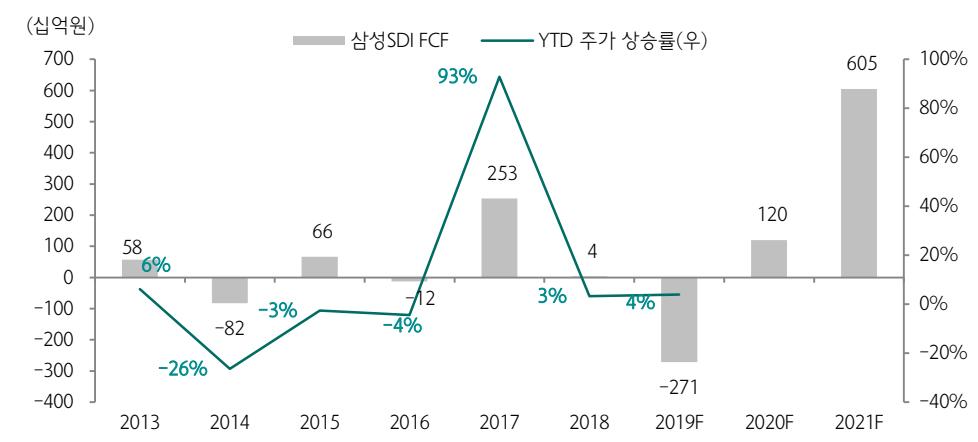
표 1. 삼성SDI 실적 추이 및 전망

(단위 : 십억원)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	2차전지	1,419	1,746	1,942	1,907	1,746	1,827	1,958	2,274	4,291	7,014	7,805	8,696
	소형	881	945	1,153	1,143	1,116	1,154	1,068	1,043	2,871	4,123	4,381	4,417
	중대형	538	800	789	764	630	673	890	1,231	1,420	2,891	3,425	4,279
	EV	278	332	392	384	437	457	555	930	948	1,386	2,378	3,224
	ESS	261	468	397	380	194	216	335	301	471	1,505	1,047	1,055
	소재	490	502	581	572	558	577	610	585	2,056	2,144	2,330	2,310
	전자재료	490	502	581	572	558	577	610	585	2,056	2,144	2,330	2,310
	합계	1,909	2,248	2,523	2,479	2,304	2,405	2,568	2,859	6,347	9,158	10,136	11,006
	YoY	46%	55%	48%	32%	21%	7%	2%	15%	22%	44%	11%	9%
	영업이익	31	96	152	157	57	70	78	-35	-107	435	171	678
영업이익	2차전지	90	95	169	187	154	165	123	114	142	541	556	560
	소형	-59	1	-17	-31	-97	-94	-45	-149	-248	-106	-385	118
	중대형	-64	-42	-55	-65	-68	-64	-34	1	-264	-226	-165	70
	EV	5	42	38	34	-29	-30	-11	-151	16	120	-221	48
	소재	41	57	90	92	61	87	88	99	224	280	336	307
	전자재료	41	57	90	92	61	87	88	99	224	280	336	307
	합계	72	153	242	249	119	157	166	64	117	715	506	985
	YoY	흑전	2697%	302%	110%	65%	3%	-31%	-74%	흑전	512%	-29%	95%
	OPM	2,2%	5.5%	7.8%	8.2%	3.3%	3.8%	4.0%	-1.6%	-2.5%	6.2%	2.2%	7.8%
	소형	10.2%	10.1%	14.6%	16.4%	13.8%	14.3%	11.5%	10.9%	4.9%	13.1%	12.7%	12.7%
OPM	중대형	-11.0%	0.1%	-2.1%	-4.0%	-15.3%	-14.0%	-5.1%	-12.1%	-17.5%	-3.7%	-11.2%	2.8%
	EV	-23.2%	-12.5%	-14.0%	-16.9%	-15.5%	-14.0%	-6.1%	0.1%	-28%	-16%	-7%	2%
	ESS	2.0%	9.0%	9.6%	9.0%	-15.0%	-14.0%	-3.3%	-49.8%	3%	8%	-21%	5%
	소재	8.4%	11.4%	15.4%	16.1%	11.0%	15.1%	14.4%	17.0%	10.9%	13.1%	14.4%	13.3%
	전자재료	8.4%	11.4%	15.4%	16.1%	11.0%	15.1%	14.4%	17.0%	10.9%	13.1%	14.4%	13.3%
	합계	3.8%	6.8%	9.6%	10.0%	5.2%	6.5%	6.5%	2.2%	1.8%	7.8%	5.0%	8.9%
	Cf.(삼성디스플레이 영업이익)	407	140	1,100	970	-560	750	1,135.4	1,029.0	5,390	2,617	2,354	2,783
	지분법 이익	49	18	134	142	-69	98	145	131	695	342	305	355
	삼성SDI 손이익	160	105	214	266	58	160	217	131	643	745	567	938

자료: 삼성SDI, 하나금융투자

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



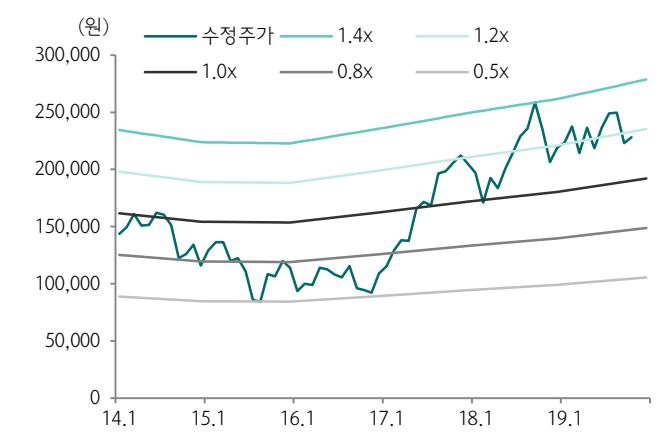
자료: Valuewise, 하나금융투자

표 2. 삼성SDI Valuation Table

		Fair Value(십억원)	EBITDA (1)	Multiple (2)	산출 기준 (1) x (2)
영업가치	전자재료	5,241	519	10.1	(1) 2020년 추정 EBITDA (2) SK마티리얼즈, 솔브레인 EV/EBITDA 평균
	소형전지	8,355	918	9.1	(1) 2020년 추정 EBITDA (2) LG화학 최근 2년 EV/EBITDA
	중대형전지	8,671	642	13.5	(1) 2020년 추정 EBITDA (2) CATL EV/EBITDA 30% 할인
Total		22,267			
비영업가치	매도가능금융자산	1,178			2019년 3분기말 기준
	삼성디스플레이	2,561			2019년 예상 손익 x PER10배 x 15.3%
	Total	3,739			
총기업가치		26,371	26,006		
순차입금		2,150	2,230		
적정시가총액(십억원)		23,776			
발행주식수(천주)		68,765			
적정 주당가치(원)		345,754			

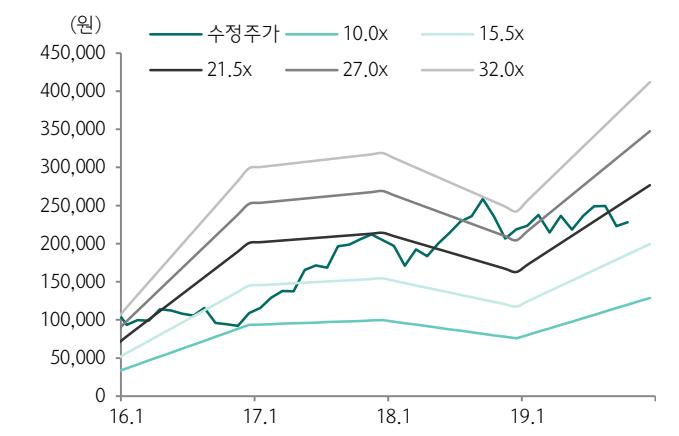
자료: 하나금융투자

그림 2. 삼성SDI 12M Fwd P/B 추이



자료: 하나금융투자

그림 3. 삼성SDI 12M Fwd P/E 추이



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	6,346.6	9,158.3	10,135.6	11,006.1	12,881.9
매출원가	5,180.8	7,118.2	8,138.4	8,591.8	10,036.0
매출총이익	1,165.8	2,040.1	1,997.2	2,414.3	2,845.9
판관비	1,049.0	1,325.1	1,491.1	1,429.4	1,683.2
영업이익	116.9	715.0	506.1	984.9	1,162.7
금융손익	(1.4)	43.0	(66.6)	(77.4)	(72.4)
종속/관계기업손익	695.4	342.2	305.2	355.4	367.0
기타영업외손익	13.2	(64.0)	19.7	0.0	0.0
세전이익	824.1	1,036.2	764.4	1,262.8	1,457.3
법인세	180.9	291.2	197.6	317.9	367.6
계속사업이익	643.2	745.0	566.8	945.0	1,089.7
증단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	643.2	745.0	566.8	945.0	1,089.7
비지배주주지분					
순이익	(14.0)	43.9	33.8	39.2	45.2
지배주주순이익	657.2	701.2	533.0	905.8	1,044.5
지배주주지분포괄이익	685.1	748.4	657.7	865.9	998.4
NOPAT	91.2	514.1	375.2	737.0	869.4
EBITDA	576.8	1,297.2	1,351.6	2,079.3	2,448.8
성장성(%)					
매출액증가율	22.0	44.3	10.7	8.6	17.0
NOPAT증가율	흑전	463.7	(27.0)	96.4	18.0
EBITDA증가율	흑전	124.9	4.2	53.8	17.8
영업이익증가율	흑전	511.6	(29.2)	94.6	18.1
(지배주주순이익증가율)	199.5	6.7	(24.0)	69.9	15.3
EPS증가율	199.6	6.7	(24.0)	70.0	15.3
수익성(%)					
매출총이익률	18.4	22.3	19.7	21.9	22.1
EBITDA이익률	9.1	14.2	13.3	18.9	19.0
영업이익률	1.8	7.8	5.0	8.9	9.0
계속사업이익률	10.1	8.1	5.6	8.6	8.5
투자자표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	9,338	9,962	7,572	12,869	14,840
BPS	164,848	174,463	183,065	194,984	208,873
CFPS	9,544	19,533	19,628	29,543	34,793
EBITDAPS	8,195	18,431	19,204	29,543	34,793
SPS	90,173	130,122	144,007	156,376	183,027
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	21.9	22.0	30.1	17.7	15.4
PBR	1.2	1.3	1.2	1.2	1.1
PCFR	21.4	11.2	11.6	7.7	6.6
EV/EBITDA	25.2	13.2	14.2	9.2	7.6
PSR	2.3	1.7	1.6	1.5	1.2
재무비율(%)					
ROE	6.0	6.0	4.4	7.0	7.5
ROA	4.3	4.0	2.6	4.2	4.5
ROIC	2.1	8.5	4.7	8.2	8.8
부채비율	37.5	58.3	64.1	60.1	65.6
순부채비율	1.1	13.3	24.0	21.1	16.4
이자보상배율(배)	5.1	13.8	5.6	10.1	12.0

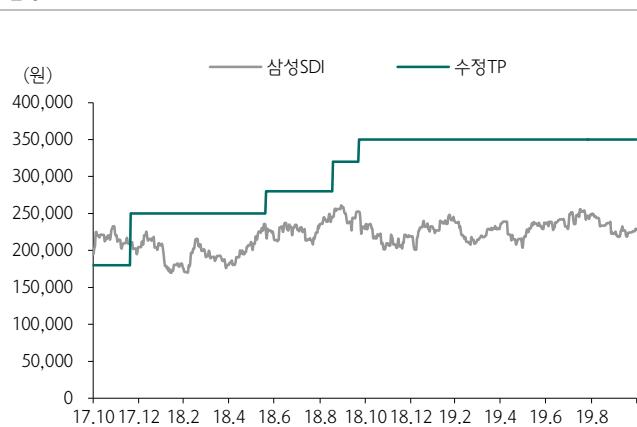
자료: 하나금융투자

대차대조표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	3,584.6	5,519.3	5,115.3	5,329.0	7,226.6
금융자산	1,324.4	1,668.0	737.4	933.6	1,412.0
현금성자산	1,209.0	1,516.6	562.7	758.2	1,180.0
매출채권 등	1,129.1	1,631.7	1,882.1	1,889.6	2,499.9
재고자산	966.6	1,745.7	2,013.6	2,021.6	2,674.5
기타유동자산	164.5	473.9	482.2	484.2	640.2
비유동자산	12,157.1	13,830.4	15,996.4	16,678.3	17,226.0
투자자산	8,008.6	8,073.4	9,076.8	9,153.1	9,286.9
금융자산	1,789.2	153.6	177.2	177.9	235.3
유형자산	2,930.3	4,608.3	5,802.0	6,517.0	7,059.5
무형자산	897.4	866.3	805.1	695.7	567.1
기타비유동자산	320.8	282.4	312.5	312.5	312.5
자산총계	15,741.7	19,349.7	21,111.7	22,007.2	24,452.7
유동부채	2,664.1	4,012.8	4,192.3	4,202.5	5,038.9
금융부채	1,079.3	1,754.6	1,581.9	1,582.0	1,587.7
매입채무 등	1,325.9	1,982.0	2,286.2	2,295.3	3,036.6
기타유동부채	258.9	276.2	324.2	325.2	414.6
비유동부채	1,625.6	3,111.7	4,053.6	4,060.8	4,647.1
금융부채	365.5	1,544.1	2,245.4	2,245.4	2,245.4
기타비유동부채	1,260.1	1,567.6	1,808.2	1,815.4	2,401.7
부채총계	4,289.7	7,124.5	8,245.8	8,263.3	9,686.0
지배주주지분	11,257.3	11,934.0	12,539.5	13,378.3	14,355.9
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	7,078.5	7,917.4	8,894.9
비지배주주지분	194.7	291.2	326.4	365.6	410.8
자본총계	11,452.0	12,225.2	12,865.9	13,743.9	14,766.7
순금융부채	120.5	1,630.7	3,090.0	2,893.8	2,421.1
현금흐름표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(250.1)	260.6	1,149.9	1,684.0	2,006.6
당기순이익	643.2	745.0	566.8	945.0	1,089.7
조정	(52.0)	494.8	576.3	739.0	919.1
감가상각비	459.9	582.2	845.5	1,094.4	1,286.1
외환거래손익	(35.3)	38.7	1.8	0.0	0.0
자본변동	(690.7)	(321.1)	(303.8)	(355.4)	(367.0)
기타	214.1	195.0	32.8	(0.0)	0.0
영업활동	(841.3)	(979.2)	6.8	(0.0)	(2.2)
투자활동 현금흐름	89.3	(1,704.7)	(2,552.7)	(1,421.6)	(1,523.5)
투자자산감소(증가)	(155.7)	277.4	(698.2)	279.1	233.1
유형자산감소(증가)	(957.1)	(2,142.4)	(1,906.0)	(1,700.0)	(1,700.0)
기타	1,202.1	160.3	51.5	(0.7)	(56.6)
재무활동 현금흐름	353.4	1,756.1	417.2	(66.9)	(61.3)
금융부채증가(감소)	475.1	1,853.9	528.6	0.1	5.7
자본증가(감소)	11.5	(4.8)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(63.2)	(21.3)	(44.5)	(0.1)	(0.1)
배당지급	(70.0)	(71.7)	(66.9)	(66.9)	(66.9)
현금의 증감	197.3	307.6	(953.9)	195.5	421.8
Unlevered CFO	671.7	1,374.8	1,381.5	2,079.3	2,448.8
Free Cash Flow	(1,241.6)	(1,885.5)	(763.0)	(16.0)	306.6



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	-22.48%	-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 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	90.2%	9.8%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 10월 29일

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 10월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2019년 10월 30일 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

