2020. 1. 31

▲ 반도체/디스플레이
Analyst 김선우
02. 6454-4862
sunwoo.kim@meritz.co.kr

RA 서승연
02. 6454-4880
sy.seo@meritz.co.kr

삼성SDI 006400

예방적 실적 둔화 속 질적 개선

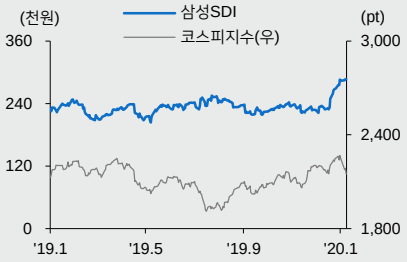
- ✓ 4Q19 영업이익 201 억원은 일회성 ESS 화재소화 충당금을 대거 반영하며 기대치 부합
- ✓ 분기별 영업이익은 1Q20 계절성에 기반 다소 부진할 전망이나 4Q20 까지 지속 개선
- ✓ 하반기 다양한 측면의 긍정적 모멘텀 전개 1) xEV 매출 성장 기반 중대형 전지의 손익 개선, 2) 전자재료 신품목 수익성 기여, 3) SDC 실적 회복을 통한 지분법이익 증가와 폴더블 모멘텀 Proxy 투자처. 중대형전지의 구조적 수익성 확보는 추가 Re-rating 요소
- ✓ Buy 투자의견 유지하며 적정주가를 315,000원으로 소폭 상향조정

Buy

적정주가 (12 개월)	315,000 원
현재주가 (1.30)	287,000 원
상승여력	9.8%
KOSPI	2,148.00pt
시가총액	197,354억원
발행주식수	6,876만주
유동주식비율	74.60%
외국인비중	44.51%
52주 최고/최저가	287,000원/203,500원
평균거래대금	656.5억원
주요주주(%)	
삼성전자 외 8 인	20.56
국민연금공단	10.76

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.6	21.1	25.9
상대주가	24.4	14.9	29.3

주가그래프



4Q19 Review: 선제적 비용 반영과 핵심 매출의 증가

삼성SDI의 4Q19 영업이익 201억원 (-87.9% QoQ)은 ESS 화재 소화시설 충당금 1,850억원이 반영된 수치로, 시장기대치에 대체로 부합했다. 동 실적에는 1) 사상 최대 xEV 전지 매출 8,800억원 가량이 기록되며 해당 부문의 장기 적자 추이를 최초로 탈피하였으며, 2) ESS 전지 역시 화재 이슈 이후 소폭 매출 증가세로 복귀했다. 금년 유럽 내 이산화탄소 배출 규제가 강화되며 xEV 전지 시장은 전년 대비 50-60% 가량 성장이 예상되며 동사 역시 70% 가량의 해당 제품 매출 확대가 예상된다. 동사의 캐쉬카우인 소형전지와 전자재료 사업부의 경우 전분기 대비 매출이 소폭 감소했으나 여전히 견조한 수준의 영업이익률 (각각 10.1%, 15.5%)을 기록했다. 다만 1Q20의 경우, 계절적 비수기에 기반해 전 사업부문의 매출감소가 예상되며 영업이익은 854억원으로 현 컨센서스 1,376억원를 소폭 하회하겠지만 이후 분기 영업이익은 4Q20까지 지속 증가될 전망이다 (표 3 참고).

질적 성장 기대 구간. 폭발적 대형전지 개선 외 폴더블 Proxy 매력 보유

소형전지 및 전자재료 사업부의 실적 안정성에 비해 중대형전지 사업은 장기간 비용 중심 구조로 전개되며 동사 실적에 부담요인으로 존재해왔다. 4Q19 실적을 통해 대형전지의 턴어라운드 가능성을 입증한 만큼, 2Q20부터 가파른 실적 개선이 예상된다. 아울러 삼성전자의 신규 폴더블 기기가 2월과 8월 두 차례 출시를 앞두고 있는 만큼 삼성디스플레이의 2대 주주인 동사는 폴더블 Proxy 투자처로 인식될 가능성이 높다. 현재 동사 주가는 역사적 관점에서 매력적 Valuation 영역을 소폭 벗어나 있으나, 중대형전지의 구조적 이익 기여는 향후 Re-rating을 견인할 전망이다. Buy 투자의견을 유지하며 적정주가는 315,000원으로 소폭 상향한다 (대형전지 턴어라운드 기대감 고조기 09-10년 평균 배수 1.64배 적용, 표 4).

(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	9,558	199.6	163,708	30.0	1.8	20.1	5.8	37.5
2018	9,158.3	715.0	701.2	10,197	6.7	173,549	28.1	1.7	12.5	5.9	58.3
2019P	10,097.6	462.3	362.3	5,268	-48.3	180,243	54.5	1.6	14.1	3.0	64.4
2020E	12,153.0	879.4	759.4	11,044	109.6	191,355	26.0	1.5	9.2	5.9	79.7
2021E	15,336.6	1,309.8	1,253.4	18,227	65.0	209,090	15.7	1.4	6.8	9.1	90.7

표1 삼성SDI 4Q19P 실적 Review

(십억원)	4Q19P	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	**2,821.0**	**2,478.6**	**13.8%**	**2,567.9**	**9.9%**	**2,815.0**	**0.2%**	**2,922.3**	**-3.5%**
에너지솔루션	**2,208.4**	**1,881.4**	**17.4%**	**1,951.7**	**13.2%**			**2,312.1**	**-4.5%**
소형전지	993.7	1,162.9	-14.5%	1,066.5	-6.8%			1,092.2	-9.0%
중대형전지 (EV+ESS)	1,214.7	718.5	69.1%	885.2	37.2%			1,219.8	-0.4%
소재사업부	**610.4**	**597.2**	**2.2%**	**614.3**	**-0.6%**			**610.3**	**0.0%**
영업이익	**20.1**	**248.7**	**-91.9%**	**166.0**	**-87.9%**	**9.9**	**103.7%**	**47.9**	**-57.9%**
에너지솔루션	**-74.6**	**160.1**	**nm**	**82.0**	**nm**			**-47.7**	**nm**
소형전지	100.4	170.1	-41.0%	124.0	-19.1%			122.3	-18.0%
중대형전지 (EV+ESS)	10.0	-10.0	nm	-42.0	nm			-10.0	nm
소재사업부	**94.8**	**88.6**	**6.9%**	**84.0**	**12.9%**			**95.5**	**-0.8%**
지분법이익	2.6	142.2	-98.2%	137.5	-98.1%			139.3	-98.1%
세전이익	**-23.2**	**391.2**	**nm**	**300.4**	**nm**			**135.2**	**nm**
순이익(지배)	**-33.1**	**266.0**	**nm**	**217.4**	**nm**	**124.8**	**nm**	**101.4**	**nm**
영업이익률	0.7%	10.0%		6.5%				1.6%	

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표2 삼성SDI 실적 추정치 변경

	New			Old			차이		
(십억원)	1Q20E	2020E	2021E	1Q20E	2020E	2021E	1Q20E	2020E	2021E
매출액	**2,257.9**	**12,153.0**	**15,336.6**	**2,985.8**	**12,612.6**	**14,350.6**	**-24.4%**	**-3.6%**	**6.9%**
에너지솔루션	**1,659.9**	**9,632.1**	**12,690.0**	**2,387.8**	**10,092.0**	**11,704.4**	**-30.5%**	**-4.6%**	**8.4%**
소형전지	788.5	4,486.7	4,849.8	1,200.4	4,878.0	4,929.1	-34.3%	-8.0%	-1.6%
중대형전지 (EV+ESS)	871.4	5,145.4	7,840.2	1,187.4	5,214.0	6,775.4	-26.6%	-1.3%	15.7%
소재사업부	**598.0**	**2,520.9**	**2,646.6**	**598.0**	**2,520.6**	**2,646.2**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
영업이익	**85.4**	**879.4**	**1,309.8**	**164.8**	**934.3**	**1,296.7**	**-48.2%**	**-5.9%**	**1.0%**
에너지솔루션	**13.1**	**530.0**	**874.4**	**92.4**	**592.5**	**861.3**	**-85.9%**	**-10.5%**	**1.5%**
소형전지	37.1	442.0	537.4	116.4	534.5	544.3	-68.2%	-17.3%	-1.3%
중대형전지 (EV+ESS)	-24.0	88.0	337.0	-24.0	58.0	317.0	nm	51.7%	6.3%
소재사업부	**72.4**	**349.3**	**435.3**	**72.4**	**341.8**	**435.3**	**0.0%**	**2.2%**	**0.0%**
지분법이익	5.0	428.7	617.9	65.4	454.8	516.9	-92.3%	-5.7%	19.5%
세전이익	**-9.3**	**1,025.0**	**1,658.3**	**113.4**	**1,009.6**	**1,430.2**	**nm**	**1.5%**	**15.9%**
순이익(지배)	**-7.3**	**759.4**	**1,253.4**	**85.0**	**726.9**	**1,042.4**	**nm**	**4.5%**	**20.2%**
영업이익률	3.8%	7.2%	8.5%	5.5%	7.4%	9.0%			

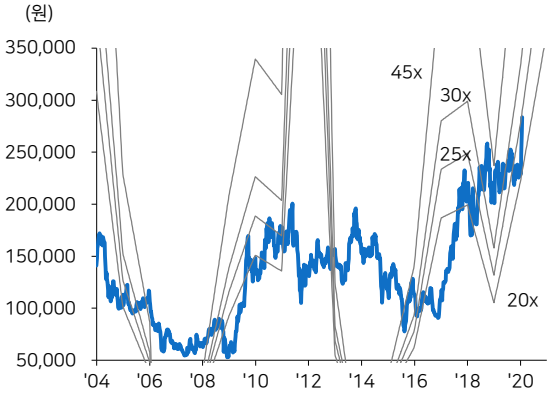
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표3 삼성SDI 실적추정

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019P	2020E	2021E
매출액	**2,304.1**	**2,404.5**	**2,567.9**	**2,821.0**	**2,257.9**	**2,901.6**	**3,450.3**	**3,543.1**	**10,097.6**	**12,153.0**	**15,336.6**
에너지솔루션	**1,730.1**	**1,819.7**	**1,951.7**	**2,208.4**	**1,659.9**	**2,274.9**	**2,805.6**	**2,891.7**	**7,709.9**	**9,632.1**	**12,690.0**
소형전지	1,124.6	1,163.7	1,066.5	993.7	788.5	1,159.8	1,271.6	1,266.8	4,348.5	4,486.7	4,849.8
중대형전지 (EV+ESS)	605.4	656.1	885.2	1,214.7	871.4	1,115.1	1,534.0	1,625.0	3,361.3	5,145.4	7,840.2
소재 사업부	**572.1**	**581.2**	**614.3**	**610.4**	**598.0**	**626.7**	**644.8**	**651.4**	**2,378.0**	**2,520.9**	**2,646.6**
영업이익	**118.8**	**157.3**	**166.0**	**20.1**	**85.4**	**189.9**	**280.8**	**323.3**	**462.3**	**879.4**	**1,309.8**
영업이익률(%)	5.2%	6.5%	6.5%	0.7%	3.8%	6.5%	8.1%	9.1%	4.6%	7.2%	8.5%
에너지솔루션	**48.3**	**80.8**	**82.0**	**-74.6**	**13.1**	**106.7**	**184.6**	**225.7**	**136.5**	**530.0**	**874.4**
소형전지	136.1	150.8	124.0	100.4	37.1	106.7	152.6	145.7	511.3	442.0	537.4
중대형전지 (EV+ESS)	-87.8	-70.0	-42.0	10.0	-24.0	0.0	32.0	80.0	-189.8	88.0	337.0
소재 사업부	**70.5**	**76.5**	**84.0**	**94.8**	**72.4**	**83.2**	**96.2**	**97.6**	**325.8**	**349.3**	**435.3**
지분법이익	-68.7	97.5	137.5	2.6	5.0	91.7	164.1	167.8	157.0	428.7	617.9
세전이익	**70.5**	**217.0**	**300.4**	**-23.2**	**-9.3**	**188.7**	**384.5**	**461.2**	**564.6**	**1,025.0**	**1,658.3**
세전이익률(%)	3.1%	9.0%	11.7%	-0.8%	-0.4%	6.5%	11.1%	13.0%	10.8%	8.4%	10.8%
순이익(지배)	**57.9**	**160.2**	**217.4**	**-33.1**	**-7.3**	**147.2**	**299.9**	**359.7**	**362.3**	**759.4**	**1,253.4**
순이익률(%)	2.5%	6.7%	8.5%	-1.2%	-0.3%	5.1%	8.7%	10.2%	8.2%	6.2%	8.2%

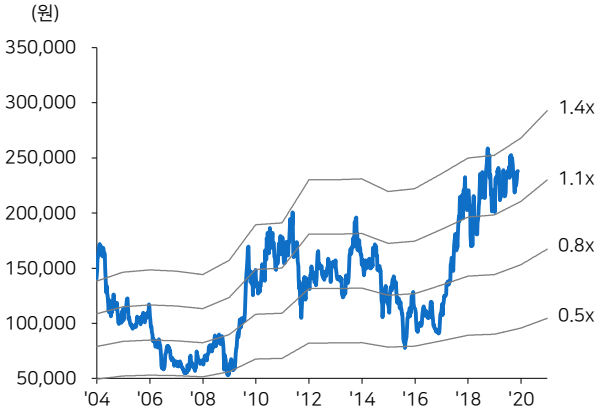
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 삼성SDI PER 밴드



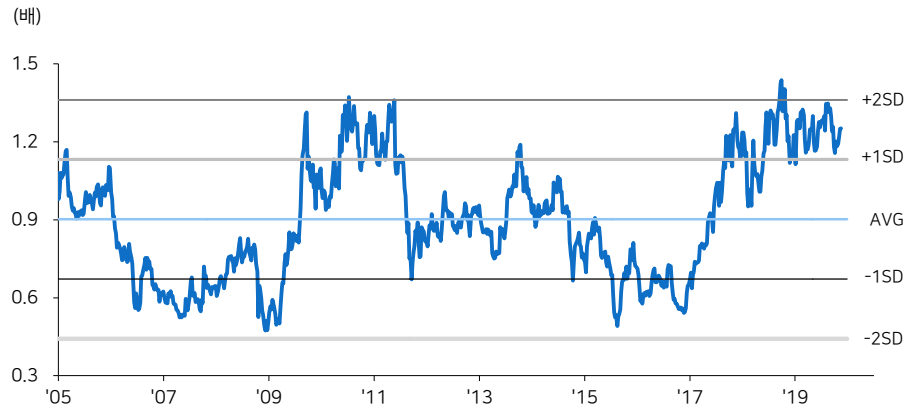
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 삼성SDI PBR밴드



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 삼성SDI PBR 차트



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표4 삼성SDI 적정주가 산출 : 2020E BVPS에 1.64배 적용

(원)	2020E
BVPS	191,355
적정배수 (배) *	1.64
적정가치	313,822
적정주가	**315,000**
현재 주가	287,000
상승여력 (%)	9.8%

참고: 신규 적정주가 산출을 위해 기존 적정배수 1.47배에서 1.64배로 변경. 1.64배는 과거 대형전지 턴어라운드 기대감 고조기 09-10년 평균 배수
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

삼성 SDI (006400)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
매출액	**6,346.6**	**9,158.3**	**10,097.6**	**12,153.0**	**15,336.6**
매출액증가율 (%)	22.0	44.3	10.3	20.4	26.2
매출원가	5,180.8	7,118.2	8,004.0	9,340.9	11,591.1
매출총이익	1,165.9	2,040.1	2,093.6	2,812.1	3,745.5
판매관리비	1,049.0	1,325.1	1,631.4	1,932.7	2,435.8
영업이익	**116.9**	**715.0**	**462.3**	**879.4**	**1,309.8**
영업이익률	1.8	7.8	4.6	7.2	8.5
금융손익	13.2	-64.0	-83.3	-283.1	-269.4
종속/관계기업손익	695.4	342.2	157.0	428.7	617.9
기타영업외손익	708.6	278.2	102.4	145.6	348.5
세전계속사업이익	824.1	1,036.2	564.6	1,025.0	1,658.3
법인세비용	180.9	291.2	162.3	225.5	364.8
당기순이익	**643.2**	**745.1**	**402.4**	**799.5**	**1,293.5**
지배주주지분 순이익	657.2	701.2	362.3	759.4	1,253.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**-250.1**	**260.6**	**985.1**	**993.9**	**1,656.1**
당기순이익(손실)	643.2	745.1	402.4	799.5	1,293.5
유형자산상각비	369.3	491.2	756.0	1,030.0	1,190.0
무형자산상각비	90.6	91.1	96.8	115.9	147.0
운전자본의 증감	-841.3	-979.2	-285.5	-733.3	-589.2
투자활동 현금흐름	**89.3**	**-1,704.7**	**-1,296.2**	**-914.2**	**-1,114.2**
유형자산의증가(CAPEX)	-991.5	-2,146.1	-1,900.0	-2,000.0	-2,200.0
투자자산의감소(증가)	0.0	-20.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	**353.4**	**1,756.1**	**-120.2**	**456.5**	**603.7**
차입금의 증감	513.8	1,818.7	-62.4	482.7	482.7
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	197.3	307.6	-412.7	536.2	1,145.6
기초현금	1,011.7	1,209.0	1,516.6	1,103.9	1,640.1
기말현금	1,209.0	1,516.6	1,103.9	1,640.1	2,785.7

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
유동자산	3,584.6	5,519.3	5,651.4	7,309.6	9,356.7
현금및현금성자산	1,209.0	1,516.6	1,103.9	1,640.1	2,785.7
매출채권	999.8	1,496.4	1,703.1	2,139.0	2,489.3
재고자산	966.6	1,745.7	1,986.8	2,495.3	2,904.0
비유동자산	12,157.1	13,830.4	15,264.1	16,924.9	18,680.8
유형자산	2,930.3	4,608.3	5,579.1	6,549.1	7,559.1
무형자산	897.5	866.3	817.9	555.3	261.6
투자자산	7,643.9	6,554.6	6,817.2	7,245.9	7,863.8
자산총계	**15,741.7**	**19,349.7**	**20,915.4**	**24,234.6**	**28,037.5**
유동부채	2,664.1	4,012.8	4,642.2	6,767.1	8,726.3
매입채무	461.3	638.6	726.8	912.8	1,062.3
단기차입금	768.1	1,489.7	1,048.3	1,058.3	1,068.3
유동성장기부채	311.2	249.7	284.1	356.9	415.3
비유동부채	1,625.6	3,111.7	3,550.7	3,980.8	4,605.0
사채	100.0	690.0	758.6	758.6	758.6
장기차입금	245.5	826.0	1,272.4	1,672.4	2,272.4
부채총계	**4,289.7**	**7,124.5**	**8,192.9**	**10,747.9**	**13,331.4**
자본금	356.7	356.7	356.7	356.7	356.7
자본잉여금	5,042.7	5,037.9	5,005.5	5,005.5	5,005.5
기타포괄이익누계액	602.4	272.0	457.7	457.7	457.7
이익잉여금	5,600.6	6,612.5	6,919.6	7,683.7	8,903.2
비지배주주지분	194.7	291.2	328.2	328.2	328.2
자본총계	**11,452.0**	**12,225.2**	**12,722.5**	**13,486.6**	**14,706.2**

Key Financial Data

	2017	2018	2019P	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	92,295	133,183	146,843	176,734	223,031
EPS(지배주주)	9,558	10,197	5,268	11,044	18,227
CFPS	2,869	4,473	-6,001	7,798	7,798
EBITDAPS	8,388	18,865	19,124	29,452	38,490
BPS	163,708	173,549	180,243	191,355	209,090
DPS	1,000	1,000	527	1,104	1,823
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.2	0.4	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	30.0	28.1	54.5	26.0	15.7
PCR	100.0	64.2	-47.8	36.8	36.8
PSR	3.1	2.2	2.0	1.6	1.3
PBR	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
EBITDA	577	1,297	1,315	2,025	2,647
EV/EBITDA	20.1	12.5	14.1	9.2	6.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.8	5.9	3.0	5.9	9.1
EBITDA 이익률	1,246.7	74.8	27.7	45.5	53.7
부채비율	37.5	58.3	64.4	79.7	90.7
금융비용부담률	0.1	0.4	0.7	0.5	0.5
이자보상배율(x)	5.1	13.8	5.4	10.5	13.2
매출채권회전율(x)	7.1	7.3	6.3	6.3	6.6
재고자산회전율(x)	6.1	5.2	4.3	4.2	4.3

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 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)	

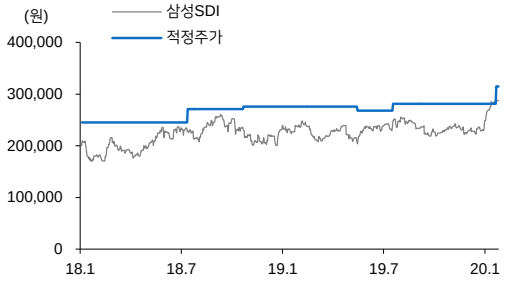
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성 SDI (006400) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2018.07.31	기업브리프	Trading Buy	271,000	김선우	-12.9	-3.7
2018.11.07	산업분석	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	-16.1	-9.1
2019.11.19	산업분석	Buy	281,000	김선우	-13.7	2.1
2020.01.31	기업브리프	Buy	315,000	김선우	-	-

주가 및 적정주가 변동추이