

Company Update

Analyst 김운호

02) 6915-5656  
unokim88@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	290,000원
현재가 (1/25)	232,500원

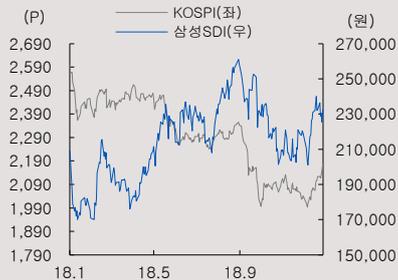
KOSPI (1/25)	2,177.73pt
시가총액	15,988십억원
발행주식수	68,765천주
액면가	5,000원
52주 최고가	261,000원
최저가	170,000원
60일 일평균거래대금	80십억원
외국인 지분율	39.1%
배당수익률 (2018F)	0.5%

주주구성	
삼성전자 외 7 인	20.62%
국민연금	11.85%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	0%	6%	30%
절대기준	6%	1%	11%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	290,000	290,000	-
EPS(18)	9,641	9,938	▼
EPS(19)	11,592	13,906	▼

삼성SDI 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# 삼성SDI (006400)

## 대세 상승 초기 국면

### 2018년 4분기 매출액은 2조 4,786억 원, 영업이익 2,487억원

삼성SDI의 2018년 4분기 매출액은 2018년 3분기 대비 1.7% 감소한 2조 4,786억원이다. 이전 전망 대비 감소한 규모이다. 전지 사업부 매출액이 2018년 3분기 대비 예상과는 달리 감소하였다. 삼성SDI의 2018년 4분기 영업이익은 2018년 3분기 대비 3.0% 증가한 2,487억원이다. 영업이익도 예상치를 소폭 하회하는 규모이다. 중대형 전지의 부진이 가장 큰 원인으로 추정된다.

### 1분기를 저점으로 연간 실적 개선 추세 보일 듯

삼성SDI의 2019년 매출액은 2018년 대비 21.9% 증가한 11조 1911억원으로 예상된다. 매출액 증가는 중대형 전지가 36.8%, 소형전지가 22.0% 증가할 전망이다. 영업이익은 2018년 대비 19.4% 증가한 8,536억원으로 예상된다. 중대형 전지 영업이익이 BEP로 개선되는 점이 가장 큰 변화이다. 2019년 1분기 실적은 이전 전망에 비해서 낮지만 개선되는 속도는 이전 전망에 비해서 빠르게 진행될 것으로 기대한다. 이익 개선은 1분기를 저점으로 매 분기 증가할 것으로 기대한다.

### 투자의견 매수 유지, 목표주가는 290,000원 유지

삼성SDI에 대한 투자의견을 매수를 유지한다. 이는 소형전지의 수익성이 상향 안정화되고 있고, 수요처의 확대로 성장 모멘텀도 여전히 유효하다고 판단하고, 신재생 에너지 산업의 성장에 따른 ESS 시장의 성장은 2019년에도 유효한 것으로 기대하고 있고, 전기차 매출 증가가 본격화되면서 중대형 전지의 본격적인 매출 성장이 예상되고, 원재료 가격 하락으로 수익성 개선이 될 것으로 기대되기 때문이다. 목표주가는 290,000원을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	5,201	6,322	9,158	11,191	13,680
영업이익	-926	117	715	854	1,144
세전이익	-821	824	1,036	1,148	1,557
지배주주순이익	219	657	679	816	1,103
EPS(원)	3,117	9,338	9,641	11,592	15,670
증가율(%)	307.5	199.6	3.2	20.2	35.2
영업이익률(%)	-17.8	1.8	7.8	7.6	8.4
순이익률(%)	4.1	10.2	8.1	7.7	8.5
ROE(%)	2.0	6.0	5.8	6.6	8.3
PER	35.0	21.9	22.7	20.1	14.8
PBR	0.7	1.3	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	-14.6	25.5	12.8	11.3	9.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

## I. 4분기 실적 Review

### 2018년 4분기 매출액은 2조 4,786억 원

- 전지가 성장 주도 삼성SDI의 2018년 4분기 매출액은 2018년 3분기 대비 1.7% 감소한 2조 4,786억 원이다. 이전 전망 대비 감소한 규모이다. 전지 사업부 매출액이 2018년 3분기 대비 예상과는 달리 감소하였다. 사업부별로는
- 원형이 성장 주도
- 1) 소형전지 사업부 매출액은 2018년 3분기와 유사한 1조 1,396억 원이다. 예상보다 부진한 것은 폴리머 매출의 중저가 모델 물량이 감소했기 때문이다. 원형 매출액은 3분기 대비 증가하였다. 원형은 전동 원예공구 및 e bike의 물량이 증가한 것으로 추정된다.
- 전기차 물량 증가 기대
- 2) 중대형전지 사업부 매출액은 2018년 3분기 대비 5.1% 감소한 7,397억 원이다. ESS 매출은 3분기 대비 큰 폭으로 감소하였다. ESS 화재로 인해 국내 프로젝트가 2019년으로 연기되었기 때문이다. 전기차 매출액은 3분기 대비 10% 증가하였다. 해외 거래선의 신차 출시에 따른 영향으로 추정한다.
- 전자재료는 3분기 수준
- 3) 전자재료 사업부 매출액은 2018년 3분기와 비슷한 수준일 전망이다. OLED 소재 매출이 크게 증가한 데 비해 편광판 매출과 태양광 매출은 3분기 대비 부진하였다.

표 1. 삼성SDI 분기별 사업부별 실적 추이 및 전망

구분 (단위: 억원)	2018				2019E				4분기 증감률		
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QE	2QE	3QE	4QE	QoQ(%)	YoY(%)	
매출액	소형전지	8,818	9,446	11,428	11,396	11,124	12,114	13,095	13,776	-0.3%	39.7%
	중대형전지	5,353	8,096	7,795	7,397	6,828	8,789	10,890	12,683	-5.1%	46.9%
	전자재료	4,899	5,188	5,982	5,972	5,558	5,440	5,667	5,950	-0.2%	12.0%
	소계	19,089	22,711	25,228	24,786	23,509	26,343	29,651	32,408	-1.7%	33.7%
영업 이익	소형전지	895	889	1,670	1,882	1,375	1,503	1,652	1,497	12.7%	142.4%
	중대형전지	-652	13	-166	-376	-430	-200	100	300	적자지속	적자지속
	전자재료	476	625	912	982	682	659	683	714	7.7%	39.1%
	소계	720	1,528	2,415	2,487	1,627	1,963	2,435	2,512	3.0%	109.7%
영업 이익률	소형전지	10.2%	9.4%	14.6%	16.5%	12.4%	12.4%	12.6%	10.9%		
	중대형전지	-12.2%	0.2%	-2.1%	-5.1%	-6.3%	-2.3%	0.9%	2.4%		
	전자재료	9.7%	12.0%	15.2%	16.4%	12.3%	12.1%	12.1%	12.0%		
	소계	3.8%	6.7%	9.6%	10.0%	6.9%	7.5%	8.2%	7.8%		

자료: 삼성SDI, IBK투자증권 리서치센터

## 2018년 4분기 영업이익 2,487억원

소형전지, 전자재료 개선

삼성SDI의 2018년 4분기 영업이익은 2018년 3분기 대비 3.0% 증가한 2,487억원이다. 사업부별로는

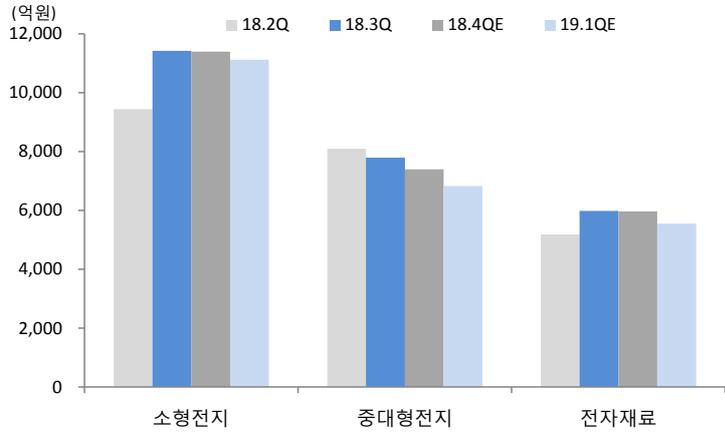
- 1) 소형전지 사업부는 2018년 3분기 대비 12.7% 증가하였다. 3분기 대비 제품믹스가 개선되었기 때문이다. 예상보다 중저가 폴리머 물량이 감소하면서 수익성은 개선된 것으로 추정된다. 충당금 환입 효과도 일부 있었다.
- 2) 중대형전지 사업부 영업이익은 2018년 3분기 대비 악화되었다. ESS 매출 감소가 가장 큰 원인으로 판단된다. ESS 화재 관련 충당금도 수익성에 부정적 영향을 미친 것으로 추정한다. 전기차는 여전히 적자를 유지했다.
- 3) 전자재료 사업부 영업이익은 2018년 3분기 대비 7.7% 증가하였다. 매출액 변화는 크지 않았으나 수익성이 높은 OLED 소재 매출이 증가한 것이 원인으로 추정된다.

표 2. 삼성SDI 분기 및 연간 실적 추정치 변경

항목(단위: 억원)	2018년 4분기 실적			2018년 연간 실적		
	실적치	기존 추정치	변경폭	신규 추정치	기존 추정치	변경폭
소형전지	11,396	12,398	-8.1%	41,088	42,090	-2.4%
중대형전지	7,397	8,969	-17.5%	28,641	30,213	-5.2%
전자재료	5,972	5,970	0.0%	22,041	22,039	0.0%
<b>매출액</b>	<b>24,786</b>	<b>27,337</b>	<b>-9.3%</b>	<b>91,814</b>	<b>94,364</b>	<b>-2.7%</b>
소형전지	1,882	1,825	3.1%	5,336	5,280	1.1%
중대형전지	-376	-180	적자 확대	-1,181	-985	적자 확대
전자재료	982	983	-0.1%	2,995	2,996	0.0%
<b>영업이익</b>	<b>2,487</b>	<b>2,628</b>	<b>-5.4%</b>	<b>7,150</b>	<b>7,291</b>	<b>-1.9%</b>

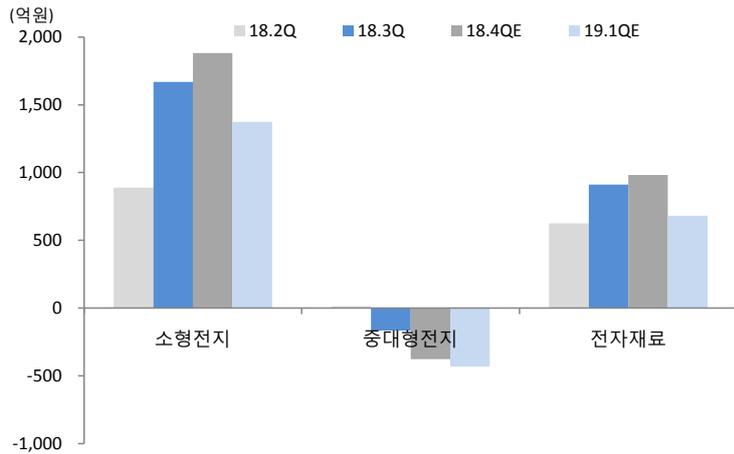
자료: 삼성SDI, IBK투자증권 리서치센터

그림 1. 삼성SDI 분기별 사업부별 매출액 추이



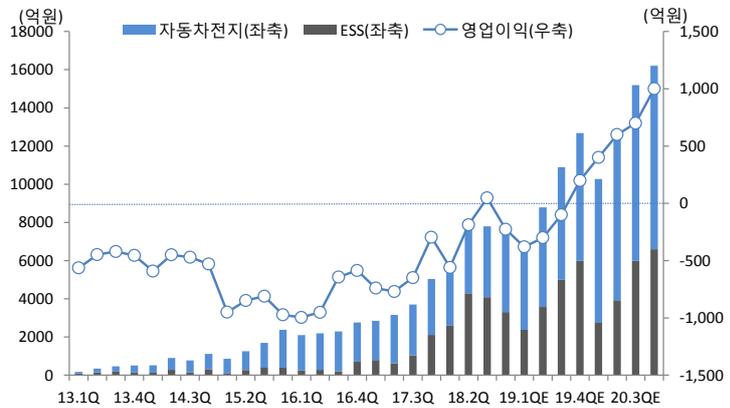
자료: 삼성SDI, IBK투자증권 리서치센터

그림 2. 삼성SDI 분기별 사업부별 영업이익 추이



자료: 삼성SDI, IBK투자증권 리서치센터

그림 3. 중대형전자 매출액 및 영업이익 추이 및 전망



자료: 삼성SDI, IBK투자증권 리서치센터

## II. 2019년 1분기 Preview

### 2019년 1분기 매출액은 2조 3,509억 원으로 예상

전 사업부 부진할 전망	삼성SDI의 2019년 1분기 매출액은 2018년 4분기 대비 5.2% 감소한 2조 3,509억 원으로 예상된다. 전 사업부 매출액이 2018년 4분기 대비 감소할 전망이다. 사업부별로는
비수기 영향	1) 소형전지 사업부 매출액은 2018년 4분기 대비 2.4% 감소한 1조 1,124억 원으로 예상된다. 비수기에 따른 영향으로 원형, 폴리머 모두 지난 4분기 대비 부진할 전망이다.
1분기까지 ESS 부진	2) 중대형전지 사업부 매출액은 2018년 4분기 대비 7.7% 감소한 6,828억 원으로 예상된다. ESS 매출은 전 분기 대비에 이어 부진할 전망이다. 전기차 매출액은 10% 증가할 것으로 기대한다.
전자재료 전방 산업 부진 영향	3) 전자재료 사업부 매출액은 2018년 4분기 대비 6.9% 감소한 5,558억 원으로 예상된다. 전방 산업의 부진에 따른 영향과 비수기에 따른 영향이 원인으로 추정된다.

### 2019년 1분기 영업이익 1,627억 원으로 예상

전 사업부 수익성은 악화될 전망	삼성SDI의 2019년 1분기 영업이익은 2018년 4분기 대비 34.6% 감소한 1,627억 원으로 예상된다. 이전 전망 대비 중대형전지가 부진할 전망이다. 사업부별로는
	1) 소형전지 사업부는 2018년 4분기 대비 26.9% 감소할 전망이다. 매출액 감소와 영업이익률 하락이 동반될 전망이다. 영업이익률 하락은 원형 생산 라인 증가에 따른 비용 구조 악화가 원인으로 추정된다.
	2) 중대형전지 사업부 영업이익은 2018년 4분기 대비 악화될 전망이다. ESS 매출 감소가 가장 큰 원인으로 판단된다. 자동차 전지 매출 증가는 아직 수익성 개선에 기여하기 어려운 수준이다.
	3) 전자재료 사업부 영업이익은 2018년 4분기 대비 34.6% 감소할 전망이다. 전방 산업 부진에 따라 매출액 감소에 따른 영향으로 추정된다.

### III. 투자 의견 매수 유지, 목표주가 290,000원 유지

삼성SDI에 대한 투자 의견을 매수를 유지한다. 이는

- 1) 소형전지의 수익성이 상향 안정화되고 있고, 수요처의 확대로 성장 모멘텀도 여전히 유효하다고 판단하고
- 2) 신재생 에너지 산업의 성장에 따른 ESS 시장의 성장은 2019년에도 유효한 것으로 기대하고 있고, 전기차 매출 증가가 본격화되면서 중대형 전지의 본격적인 매출 성장이 예상되고
- 3) 원재료 가격 하락으로 수익성 개선이 될 것으로 기대되기 때문이다.

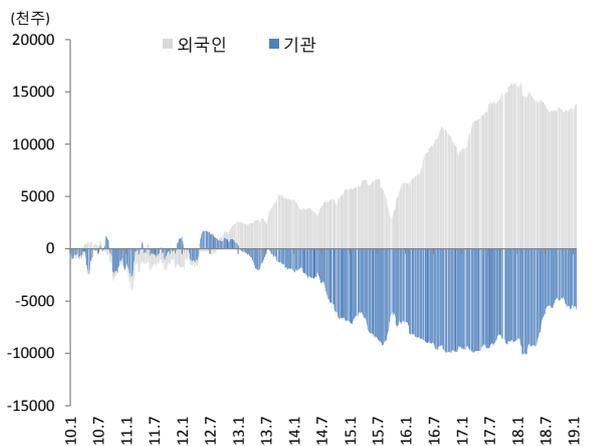
삼성SDI에 대한 목표주가는 290,000원을 유지한다. 이는 삼성SDI에 대해서는 PBR 2.0배, 삼성디스플레이 장부가치에 대해서는 1.5배, 중대형전지에 대해서는 1.0배의 PBR을 적용한 값이다.

표 3. 삼성SDI 적정주가는 292,971원

구분	금액(억원)	비고	
자본 총계	132,914	2019년 말 기준	
무형자산	7,722	2019년 말 기준	
삼성SDI의 Book	125,192		
삼성디스플레이	48,370		
중대형 전지 장부가치	20,000		
실질적 Book	56,822	삼성디스플레이/중대형 Book 제외	
삼성SDI의 적정가치	113,644	적용 PBR	2.0
삼성디스플레이 장부가치	48,370		
삼성디스플레이 적정가치	72,555	적용 PBR	1.5
중대형 전지 장부가치	20,000		
중대형 전지 적정가치	20,000	적용 PBR	1.0
적정시가총액(억원)	206,199		
적장주가(원)	292,971		

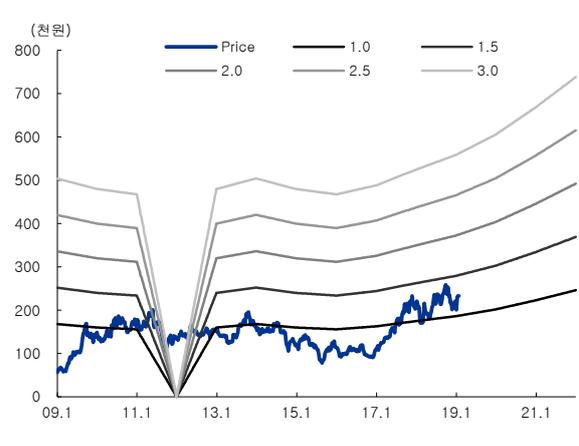
자료: IBK투자증권 리서치센터

그림 4. 삼성SDI 투자주체별 순매수 추이



자료: Quantwise, IBK투자증권 리서치센터

그림 5. 삼성SDI PBR 밴드



자료: Quantwise, IBK투자증권 리서치센터

**포괄손익계산서**

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	5,201	6,322	9,158	11,191	13,680
증가율(%)	5.0	21.5	44.9	22.2	22.2
매출원가	4,450	5,152	7,152	8,956	10,964
매출총이익	751	1,169	2,007	2,235	2,716
매출총이익률 (%)	14.4	18.5	21.9	20.0	19.9
판매비	1,677	1,052	1,292	1,382	1,572
판매비율(%)	32.2	16.6	14.1	12.3	11.5
영업이익	-926	117	715	854	1,144
증가율(%)	적지	흑전	511.7	19.4	34.0
영업이익률(%)	-17.8	1.8	7.8	7.6	8.4
순금융손익	-12	-1	-16	-7	-80
이자손익	-2	-5	-33	-61	-83
기타	-10	3	17	55	3
기타영업외손익	-127	13	-3	-19	-7
중속/관계기업손익	245	695	340	320	500
세전이익	-821	824	1,036	1,148	1,557
법인세	58	181	291	287	389
법인세율	-7.0	21.9	28.1	25.0	25.0
계속사업이익	-879	643	745	861	1,167
중단사업손익	1,090	0	0	0	0
당기순이익	211	643	745	861	1,167
증가율(%)	721.9	204.7	15.8	15.6	35.6
당기순이익률 (%)	4.1	10.2	8.1	7.7	8.5
지배주주당순이익	219	657	679	816	1,103
기타포괄이익	-222	-6	126	0	0
총포괄이익	-11	637	871	861	1,167
EBITDA	-471	577	1,301	1,619	2,079
증가율(%)	적전	흑전	125.6	24.4	28.4
EBITDA마진율(%)	-9.1	9.1	14.2	14.5	15.2

**투자지표**

(12월 결산)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,117	9,338	9,641	11,592	15,670
BPS	152,341	159,945	170,316	180,957	195,675
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
밸류에이션(배)					
PER	35.0	21.9	22.7	20.1	14.8
PBR	0.7	1.3	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	-14.6	25.5	12.8	11.3	9.2
성장성지표(%)					
매출증가율	5.0	21.5	44.9	22.2	22.2
EPS증가율	307.5	199.6	3.2	20.2	35.2
수익성지표(%)					
배당수익률	0.9	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE	2.0	6.0	5.8	6.6	8.3
ROA	1.4	4.2	4.3	4.4	5.4
ROIC	5.3	15.7	13.4	12.0	13.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	35.9	37.5	52.7	57.1	58.4
순차입금 비율(%)	-8.5	2.4	9.0	14.1	18.7
이자보상배율(배)	-26.4	5.1	14.3	9.9	10.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.1	7.2	7.6	7.4	7.7
재고자산회전율	7.0	7.5	7.7	7.4	7.7
총자산회전율	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

**재무상태표**

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	3,958	3,605	5,034	5,370	5,687
현금및현금성자산	1,012	1,209	1,699	1,611	1,317
유가증권	876	52	49	47	45
매출채권	780	988	1,416	1,620	1,917
재고자산	729	967	1,416	1,620	1,917
비유동자산	10,942	12,146	13,756	15,203	16,802
유형자산	2,504	2,930	4,580	5,802	6,963
무형자산	942	897	859	772	715
투자자산	7,158	8,009	8,042	8,350	8,839
자산총계	14,900	15,751	18,790	20,573	22,489
유동부채	2,213	2,670	3,457	3,786	4,170
매입채무및기타채무	342	461	620	810	959
단기차입금	184	879	1,321	1,402	1,624
유동성장기부채	200	311	-15	-20	-70
비유동부채	1,723	1,629	3,031	3,691	4,123
사채	299	100	788	1,383	1,658
장기차입금	267	246	756	736	811
부채총계	3,936	4,299	6,488	7,477	8,293
지배주주지분	10,722	11,257	11,987	12,736	13,772
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	5,031	5,043	5,040	5,040	5,040
자본조정등	-252	-345	-345	-345	-345
기타포괄이익누계액	591	602	324	324	324
이익잉여금	4,995	5,601	6,612	7,361	8,397
비지배주주지분	242	195	314	360	424
자본총계	10,964	11,452	12,301	13,096	14,196
비이자부채	2,986	2,764	3,637	3,975	4,270
총차입금	951	1,536	2,851	3,502	4,023
순차입금	-937	275	1,103	1,844	2,661

**현금흐름표**

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	-1,310	-250	626	1,082	1,184
당기순이익	211	643	745	861	1,167
비현금성 비용 및 수익	150	29	478	471	523
유형자산감가상각비	360	369	495	679	879
무형자산감가상각비	95	91	91	87	57
운전자본변동	-1,413	-841	-516	-189	-423
매출채권등의 감소	-45	-302	-401	-204	-297
재고자산의 감소	-178	-116	-286	-204	-297
매입채무등의 증가	-94	177	131	191	148
기타 영업현금흐름	-258	-81	-81	-61	-83
투자활동 현금흐름	1,854	89	-1,543	-1,849	-2,044
유형자산의 증가(CAPEX)	-833	-991	-2,053	-1,900	-2,040
유형자산의 감소	79	34	4	0	0
무형자산의 감소(증가)	-9	15	-9	0	0
투자자산의 감소(증가)	6	0	-34	12	10
기타	2,610	1,031	550	39	-14
재무활동 현금흐름	-819	353	1,405	678	565
차입금의 증가(감소)	68	98	436	-20	75
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-887	255	969	698	490
기타 및 조정	-2	5	3	0	0
현금의 증가	-276	197	490	-88	-294
기초현금	1,288	1,012	1,209	1,699	1,611
기말현금	1,012	1,209	1,699	1,611	1,317

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자익건 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자익건 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자익건 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2018.01.01~2018.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	139	85.3
중립	24	14.7
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

