

투자여건(유지)	매수
목표주가(12M,유지)	350,000원
현재주가(19/07/30)	237,000원
상승여력	48%

영업이익(19F,십억원)	874
Consensus 영업이익(19F,십억원)	798
EPS 성장률(19F,%)	14.1
MKT EPS 성장률(19F,%)	-25.0
P/E(19F,x)	20.9
MKT P/E(19F,x)	12.3
KOSPI	2,038.68

시가총액(십억원)	16,297
발행주식수(백만주)	70
유동주식비율(%)	73.6
외국인 보유비중(%)	43.6
배타(12M) 일간수익률	1.23
52주 최저가(원)	201,000
52주 최고가(원)	261,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.2	3.9	3.9
상대주가	4.7	12.5	16.9



[디스플레이/배터리]

김철중  
02-3774-1464  
chuljoong.kim@miraeasset.com

# 삼성SDI (006400)

## 아직도 의심하시나요?

### 의심할 여지 없는 중대형 전지 성장, 목표주가 35만원 유지

삼성SDI에 대한 목표주가 35만원을 유지한다. 성장에 대한 의구심을 떨쳐버려야 하는 구간이라고 판단한다.

**하반기 이익의 질에 집중할 필요가 있다.** 지금까지 견조한 이익 성장을 견인하였던 것은 1)원통형과, 2)전자재료였다. 3분기부터는 중대형 전지의 이익 개선이 전사 실적 성장의 대부분을 차지할 것으로 판단한다. 하반기 EV 매출액은 1.46조원(+66.6% HoH), ESS 매출액은 9,800억원(+156.5% HoH)을 기록할 것으로 예상된다. 매출액 증가에 따라 **중대형 전지 수익성 역시 3Q19부터 영업 흑자 전환하며 전사 이익에 기여할 것으로 판단한다.**

### ESS, 예상보다 빠른 수요 회복

**ESS 수요 회복 속도가 예상대비 빠르다.** 2Q19 동사의 ESS 매출액은 2,100억원(+20.1% QoQ)을 기록하였다. 1) 6월 이후 국내 ESS 수요 회복, 2) 미국, 유럽 등 해외 ESS 수요가 급증하고 있는 것으로 판단한다. 3Q19 ESS 매출액은 3,800억원(+80% QoQ)을 기록할 것으로 예상된다. 국내 ESS 수요 회복이 8월부터 본격화될 것으로 전망한다. 해외 시장 역시 신재생 에너지 연계 ESS를 중심으로 수요 증가가 지속될 것으로 판단한다.

### EV, 20년 영업흑자 전환 예상

EV 배터리는 4Q19에 BEP 수준에 도달 후, 2020년 연간 영업흑자 전환에 성공할 것으로 판단한다. 1) R&D 비용 및 감가상각비 레버리지, 2) 낮은 가격의 재료 투입 비중 상승에 따라 올해 하반기부터 적자폭을 크게 개선할 것으로 예상된다.

4Q19에 EV 배터리 사업부가 BEP 수준에 도달 할 시, **동사의 EV 사업에 대한 재평가가 필요**하다는 판단이다. **국내외 경쟁사 대비 분기 BEP를 위한 매출액 규모가 현저히 낮기 때문이다.** 경쟁사 대비 수익성 우위에 있다는 것은 1) 중장기 CAPEX 확보, 2) 배터리 가격 인하 노력 확대 → M/S 확장의 측면에서 긍정적이다.

### Cash Cow는 여전히 잘하고 있다, CAPEX 선순환 시작

소형전지와 전자재료 사업부는 전방 산업 악화에도 견조한 실적을 지속하고 있다. 폴리머(스마트폰용)는 삼성전자 중저가 스마트폰 판매 증가에 따라 견조한 실적을 지속할 것으로 판단한다. 특히 5G, 폴더블 등 신규 스마트폰 등장에 따른 대당 배터리 탑재 용량 증가가 기대된다. 원통형은 21700 등 고출력 제품 믹스 상승, 원통형 EV 시장 개화에 따라 견조한 실적 성장을 지속할 것으로 예상된다. 전자재료 사업부는 중국 OLED 업체들의 라인 가동 본격화에 따른 OLED 재료 부분 실적 성장이 기대된다. **지금부터 Cash Cow의 현금 창출 → 중대형 전지 투자의 선순환 구조가 가능할 것으로 판단한다.**

계산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	5,201	6,347	9,158	10,705	13,009	15,611
영업이익 (십억원)	-926	117	715	874	1,230	1,476
영업이익률 (%)	-17.8	1.8	7.8	8.2	9.5	9.5
순이익 (십억원)	219	657	701	800	1,076	1,244
EPS (원)	3,117	9,338	9,962	11,365	15,289	17,669
ROE (%)	2.0	6.0	6.0	6.4	8.0	8.6
P/E (배)	35.0	21.9	22.0	20.9	15.5	13.4
P/B (배)	0.7	1.2	1.3	1.3	1.2	1.1
배당수익률 (%)	0.9	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 삼성SDI, 미래에셋대우 리서치센터

### 2Q19 Review: 시장 예상치 상회

삼성SDI의 2Q19 매출액은 2.4조원(+4.4% QoQ, +7.0% YoY), 영업이익은 1,573억원(+32.4% QoQ, +2.9 YoY)을 기록하였다. 시장 예상대비 견조한 실적을 달성한 이유는 1) 예상대비 빨랐던 ESS 수요 회복, 2) 삼성전자 중저가 스마트폰 판매 확대에 따른 폴리머의 견조한 실적, 3) 긍정적 인 원/달러 환율때문이다.

**2Q19 ESS 사업부 매출액은 2,100억원(+20.1% QoQ)를 기록하였다.** 상반기 급감했던 국내 ESS 수요가 6월부터 회복 추세에 접어든 것으로 판단한다. 해외 시장은 각국 정부의 우호적인 정책으로 인하여 신재생에너지 연계 ESS의 수요 증가가 지속되고 있다. 특히 해외 시장은 구조적인 수요 성장 국면으로 판단하는데, 이는 1) 배터리 가격 하락 → 2) 신재생 에너지 발전 원가 하락 → 3) 수요 촉진이 본격화되고 있기 때문이다. 동사의 3분기 ESS 매출액은 3,800억원(+80% QoQ)를 기록할 것으로 예상한다.

**2분기 스마트폰 폴리머 실적도 예상대비 견조하였다.** 미중 무역전쟁 → 화웨이 점유율 하락 → 삼성 전자 중저가 스마트폰 판매 확대의 영향이다. 당사는 6월 이후 화웨이의 시장점유율 부진이 지속 될 것으로 예상한다. 폴리머도 기존 예상과 달리 연간 견조한 실적을 기록할 것으로 예상된다.

높은 원/달러 환율도 2분기 실적 호조의 이유이다. 동사는 원/달러 환율 월 10원 상승 시, 월 영업이익 18억원 수준의 증가 효과가 있는 것으로 추정한다.

표 1. 삼성SDI 2019년 2분기 주요 손익 추정 및 컨센서스 (K-IFRS 연결 기준) (십억원, 원, %)

	2Q18	1Q18	2Q19P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	2,248.0	2,304.1	<b>2,404.5</b>	2,389.7	2,403.6	7.0	4.4
영업이익	152.8	118.8	<b>157.3</b>	158.9	144.7	2.9	32.4
영업이익률	6.8	5.2	<b>6.5</b>	6.6	6.0	-0.3	1.4
세전이익	141.2	70.5	<b>217.0</b>	226.0	116.6	53.7	207.9
순이익	106.7	50.2	<b>148.6</b>	162.7	90.3	39.3	196.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 삼성SDI, WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 삼성SDI 연결 기준 영업 실적 추이 및 전망

구분	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>2,304</b>	<b>2,404</b>	<b>2,732</b>	<b>3,265</b>	<b>2,917</b>	<b>3,055</b>	<b>3,344</b>	<b>3,692</b>	<b>10,705</b>	<b>13,009</b>
전지	1,731	1,823	2,128	2,629	2,309	2,440	2,689	2,996	8,312	10,435
소형전지(IT)	1,135	1,155	1,151	1,155	1,151	1,167	1,233	1,303	4,596	4,855
중대형전지(EV, ESS)	596	668	977	1,474	1,158	1,273	1,456	1,693	3,715	5,579
전자재료	573	581	604	636	608	615	655	696	2,393	2,574
<b>영업이익</b>	<b>119</b>	<b>157</b>	<b>249</b>	<b>350</b>	<b>243</b>	<b>273</b>	<b>329</b>	<b>386</b>	<b>874</b>	<b>1,230</b>
전지	35	67	150	239	156	174	221	271	491	823
소형전지(IT)	138	145	145	145	130	132	155	168	573	585
중대형전지(EV, ESS)	-104	-78	5	94	27	42	66	103	-82	238
전자재료	84	91	98	110	87	99	108	114	383	408
기타										
<b>영업이익률</b>	<b>5.2</b>	<b>6.5</b>	<b>9.1</b>	<b>10.7</b>	<b>8.3</b>	<b>8.9</b>	<b>9.8</b>	<b>10.4</b>	<b>8.2</b>	<b>9.5</b>
전지	2.0	3.7	7.1	9.1	6.8	7.1	8.2	9.1	5.9	7.9
소형전지(IT)	12.2	12.6	12.6	12.6	11.3	11.3	12.6	12.9	12.5	12.0
중대형전지(EV, ESS)	-17.4	-11.7	0.5	6.4	2.3	3.3	4.5	6.1	-2.2	4.3
전자재료	14.7	15.6	16.3	17.3	14.2	16.1	16.5	16.4	16.0	15.8

자료: 삼성SDI, 미래에셋대우 리서치센터

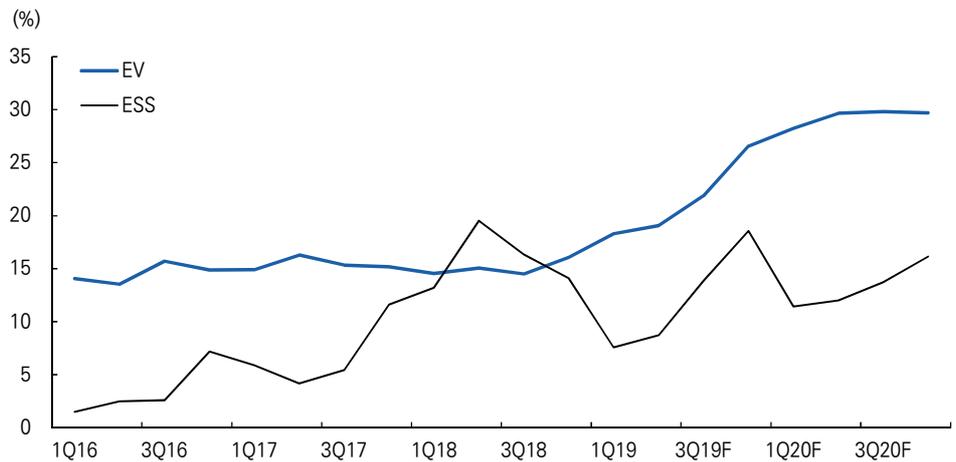
### 지금부터는 중대형 전지가 견인한다

하반기 이익의 질에 집중할 필요가 있다. 지금까지 견조한 이익 성장을 견인하였던 것은 1)원통형과, 2)전자재료였다. 3분기부터는 중대형 전지의 이익 개선이 전사 실적 성장의 대부분을 차지할 것으로 판단한다. 하반기 EV 매출액은 1.46조원(+66.6% HoH), ESS 매출액은 9,800억원(+156.5% HoH)을 기록할 것으로 예상된다. 매출액 증가에 따라 **중대형 전지 수익성 역시 3Q19부터 영업흑자 전환하며 전사 이익에 기여할 것으로 판단한다.**

EV 배터리는 4Q19에 BEP 수준에 도달 후, 2020년 연간 영업흑자 전환에 성공할 것으로 판단한다. 1) R&D 비용 및 감가상각비 레버리지, 2) 낮은 가격의 재료 투입 비중 상승에 따라 올해 하반기부터 적자폭을 크게 개선할 것으로 예상된다.

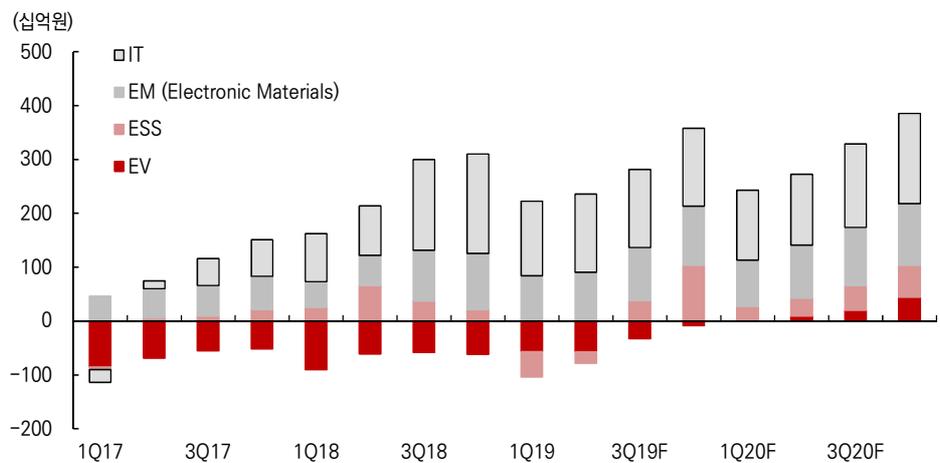
4Q19에 EV 배터리 사업부가 BEP 수준에 도달 할 시, **동사의 EV 사업에 대한 재평가가 필요하다**는 판단이다. **국내외 경쟁사 대비 분기 BEP를 위한 매출액 규모가 현저히 낮기 때문이다.** 경쟁사 대비 수익성 우위에 있다는 것은 1) 중장기 CAPEX 확보, 2) 배터리 가격 인하 여력 확대 → M/S 확장의 측면에서 긍정적이다.

그림 1. 사업부문별 매출액 추이 및 매출 성장률



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 사업부문별 영업이익 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

### 목표주가 35만원 유지, CAPEX 선순환 시작

동사에 대한 목표주가 35만원을 유지한다. 영업가치 19.6조원(소형 5.2조원, 전기차 5.8조원, ESS 5.8조원, 전자재료 2.8조원)과 지분가치 6.2조원(SDC 4.1조원, 기타 2.1조원)을 합산하였다.

동사는 30일 롯데첨단소재 지분을 매각하여 2,800억원의 투자 재원을 확보하였다. 19년 예상 EBITDA 1.8조원, 20년 EBITDA가 2.4조원 수준이다. 향후 연간 20Gwh~30Gwh를 투자할 수 있는 CAPEX 재원 확보도 어렵지 않을 것으로 판단한다.

지금 이 주가 바닥이라는 판단이다. 동사의 주가 하락은 12개월 선행 P/B 기준 1.15배 수인 22.5만원 수준이다. 상반기 동사 주가 하락을 유발했던 1) ESS 화재, 2) EV M/S 및 수익성 우려, 3) 삼성디스플레이 지분법손실 우려 등은 하반기 진입과 함께 해소될 것이다. 현재 동사의 주가는 12개월 선행 P/E 기준 최하단인 17배 수준이다. **성장이 이제 막 시작되었으며, Cash Flow는 점진적으로 선순환에 진입할 것으로 판단한다. 업종 내 탑픽 의견을 유지한다.**

표 3. 삼성SDI Valuation Table

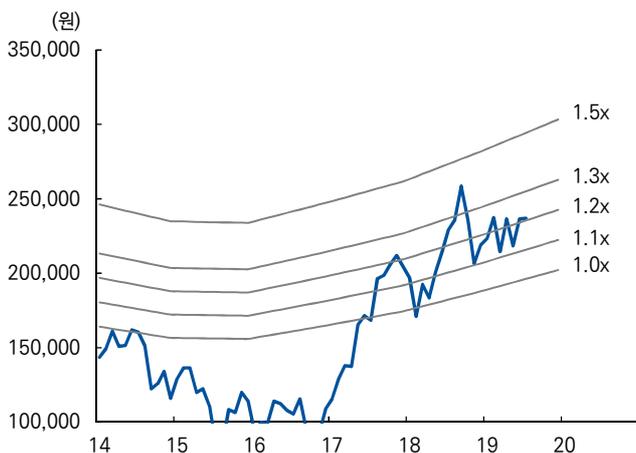
(십억원, %, 원)

Operating value	EBITDA	Applied EV/EBITDA	EV	Note
IT	872	6	5,234	Global peer 평균 6.0배 적용
EV	1,439	4	5,755	2023년 예상 EBITDA, LG화학 대비 할인
ESS	643	9	5,788	2020년 예상 EBITDA에 9.0배 적용
EM (Electronic Materials)	567	5	2,837	Global peer 평균 5.0배 적용
<b>Total operating value (A)</b>			<b>19,614</b>	
Investment asset value (SDC)				"19년 예상 EBITDA
Samsung Display	9,560	4.0	<b>4,069</b>	Global panel Peer 평균 4.0X 적용 4Q18 기준 장부가 4.8조원"
Investment asset value (listed)				
Shilla Hotel	4,396	30.0	3	0.1% ownership
S1	3,720	30.0	286	11.0% ownership
Samsung Engineering	3,254	30.0	266	11.7% ownership
Samsung Heavy	5,286	30.0	15	0.4% ownership
Investment asset value (unlisted)				
Valuation gains/losses on investment securities	2,180	30.0	1,526	
<b>Total investment asset value (B)</b>			<b>6,166</b>	
Net borrowings (C)			1,623	2019년 말 예상
Equity value (A)+(B)-(C)+(D)			24,157	
Number of outstanding shares			68,765	
Value per share			351,296	

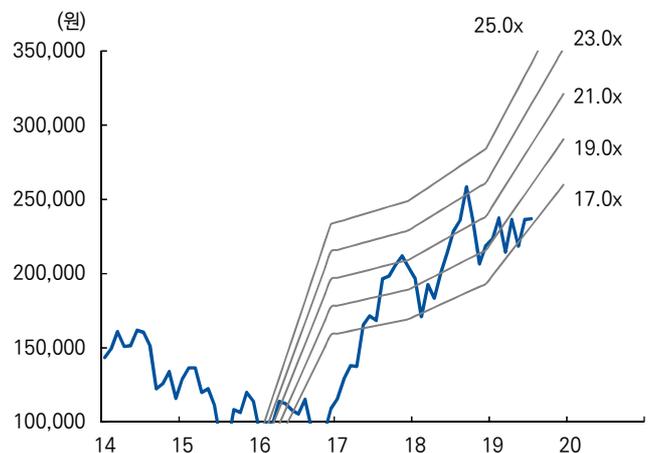
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 12개월 선행 P/B 밴드 → 주가 하방 결정

그림 4. 12개월 선행 P/E 밴드 → 주가 상방 결정



자료: WiseFn, 미래에셋대우 리서치센터



자료: WiseFn, 미래에셋대우 리서치센터

삼성SDI (006400)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	9,158	10,705	13,009	15,611
매출원가	7,118	8,256	10,106	12,127
매출총이익	2,040	2,449	2,903	3,484
판매비와관리비	1,325	1,575	1,673	2,007
조정영업이익	715	874	1,230	1,476
영업이익	715	874	1,230	1,476
비영업손익	321	257	280	269
금융손익	-34	-70	-76	-87
관계기업등 투자손익	342	207	241	320
세전계속사업손익	1,036	1,131	1,510	1,745
계속사업법인세비용	291	280	378	436
계속사업이익	745	850	1,133	1,309
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	745	850	1,133	1,309
지배주주	701	800	1,076	1,244
비지배주주	44	51	57	65
총포괄이익	796	952	1,133	1,309
지배주주	748	881	1,048	1,211
비지배주주	48	72	85	98
EBITDA	1,297	1,774	2,425	2,905
FCF	-1,886	-513	19	693
EBITDA 마진율 (%)	14.2	16.6	18.6	18.6
영업이익률 (%)	7.8	8.2	9.5	9.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.7	7.5	8.3	8.0

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	261	1,476	2,019	2,393
당기순이익	745	850	1,133	1,309
비현금수익비용가감	630	948	1,323	1,602
유형자산감가상각비	491	817	1,138	1,388
무형자산상각비	91	82	57	40
기타	48	49	128	174
영업활동으로인한자산및부채의변동	-979	29	17	6
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-786	-319	-258	-446
재고자산 감소(증가)	-504	-395	-301	-520
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	147	194	110	190
법인세납부	-129	-285	-378	-436
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,705	-1,950	-1,921	-1,767
유형자산처분(취득)	-2,142	-1,985	-2,000	-1,700
무형자산감소(증가)	-13	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	1,600	-33	2	-67
기타투자활동	-1,150	69	77	0
재무활동으로 인한 현금흐름	1,756	455	136	437
장단기금융부채의 증가(감소)	1,854	516	203	504
자본의 증가(감소)	-5	0	0	0
배당금의 지급	-72	0	-67	-67
기타재무활동	-21	-61	0	0
현금의 증가	308	-284	-239	-173
기초현금	1,209	1,517	1,232	993
기말현금	1,517	1,232	993	820

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	5,519	6,505	6,935	7,941
현금 및 현금성자산	1,517	1,232	993	820
매출채권 및 기타채권	1,585	2,088	2,361	2,825
재고자산	1,746	2,299	2,601	3,121
기타유동자산	671	886	980	1,175
비유동자산	13,830	15,564	17,063	18,943
관계기업투자등	6,555	7,210	7,931	9,517
유형자산	4,608	5,806	6,668	6,980
무형자산	866	793	736	696
자산총계	19,350	22,069	23,997	26,884
유동부채	4,013	4,656	5,049	5,726
매입채무 및 기타채무	1,334	1,757	1,988	2,385
단기금융부채	1,755	1,682	1,684	1,689
기타유동부채	924	1,217	1,377	1,652
비유동부채	3,112	4,198	4,668	5,635
장기금융부채	1,544	2,133	2,333	2,833
기타비유동부채	1,568	2,065	2,335	2,802
부채총계	7,125	8,854	9,717	11,361
지배주주지분	11,934	12,878	13,887	15,063
자본금	357	357	357	357
자본잉여금	5,038	5,038	5,038	5,038
이익잉여금	6,613	7,345	8,355	9,531
비지배주주지분	291	337	394	460
자본총계	12,225	13,215	14,281	15,523

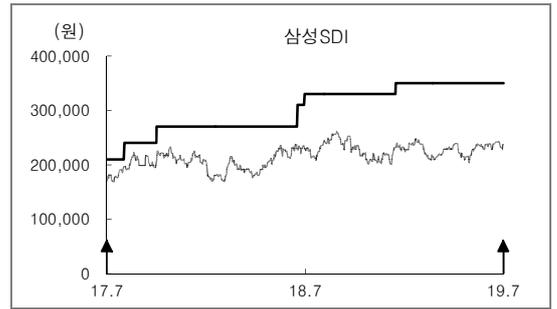
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	22.0	20.9	15.5	13.4
P/CF (x)	11.2	9.3	6.8	5.7
P/B (x)	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	13.2	10.8	8.1	7.0
EPS (원)	9,962	11,365	15,289	17,669
CFPS (원)	19,533	25,552	34,892	41,354
BPS (원)	174,463	187,867	202,205	218,923
DPS (원)	1,000	1,000	1,000	1,000
배당성향 (%)	8.8	7.7	5.8	5.0
배당수익률 (%)	0.5	0.4	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	44.3	16.9	21.5	20.0
EBITDA증가율 (%)	124.8	36.8	36.7	19.8
조정영업이익증가율 (%)	511.1	22.2	40.7	20.0
EPS증가율 (%)	6.7	14.1	34.5	15.6
매출채권 회전을 (회)	7.3	6.2	6.2	6.4
재고자산 회전을 (회)	6.8	5.3	5.3	5.5
매입채무 회전을 (회)	12.9	11.2	11.3	11.6
ROA (%)	4.2	4.1	4.9	5.1
ROE (%)	6.0	6.4	8.0	8.6
ROIC (%)	8.5	12.6	11.8	13.9
부채비율 (%)	58.3	67.0	68.0	73.2
유동비율 (%)	137.5	139.7	137.4	138.7
순차입금/자기자본 (%)	13.3	18.0	19.6	22.1
조정영업이익/금융비용 (x)	13.8	10.1	13.0	14.3

자료: 삼성SDI, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성SDI(006400)				
2019.01.14	매수	350,000	-	-
2018.07.30	매수	330,000	-31.18	-20.91
2018.07.17	매수	310,000	-25.87	-24.19
2017.10.31	매수	270,000	-24.33	-12.22
2017.09.01	매수	240,000	-14.63	-7.08
2017.07.27	매수	210,000	-14.33	-6.43



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(—), Not covered(□)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
83.14%	8.72%	8.14%	0.00%

\* 2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 삼성SDI(을) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.