

삼성SDI (006400)

비싸지 않다

과거와 이익의 질이 다르다

2차전지 섹터 상승세 속에서 시장은 삼성SDI Valuation에 대해 고민하고 있다. 최근 10년 12M Fwd PBR 밴드 상단이 1.4배(2020년 예상 실적 기준 약 27만원)이므로 가격에 대한 부담이 높아지는 상황이다. 하지만 10년간 편광필름 및 전동공구용 배터리로 돈을 벌던 삼성SDI와 향후 10년 전기차 배터리 실적 성장성이 확보된 삼성SDI에 대한 Valuation에는 당연히 차이가 필요하다. 동일한 업황 공유하고 있는 CATL의 PBR은 7배, Trailing PER은 57배 수준이다. CATL의 ROE가 10% 수준이라는 점 감안해도 삼성SDI의 예상 ROE 2020년 6%, 2021년 8% 감안할 때 Valuation Gap 400%를 정당화할 수준의 차이는 아니다. 보조금에 기반한 CATL의 영업이익이 고 밸류 부여하고 있지만, 삼성SDI 역시 2020년중 전기차 배터리 부문 분기 흑자전환 예상되는 상황에서 CATL과의 Valuation Gap이 PBR 기준 400%, PER 기준 70%라는 점은 과하다고 판단한다. 삼성SDI 역시 2019년 말 기준 PER은 36배까지 상승하며 이미 이익에 대한 Valuation 상단을 뚫은 상황이며, 2020년 실적 추정치 기준 PER은 여전히 17배에 불과하다.

2020년 영업이익 YoY +80% 증가 전망

4분기 실적은 매출 2,8조원(YoY +12%), 영업이익 135억원(YoY -95%)으로 전년 동기 대비 역성장이 전망된다. 3달전 발표한 ESS 관련 특수소화시스템 설치에 따른 1회성 비용 반영 결과다. 2020년 실적은 매출 11조원(YoY +8%), 영업이익 8,222억원(YoY +80%)로 가파른 성장세가 재개될 전망이다. 1) 2019년 연간 4천억원 이상 적자 추정되는 중대형 전지 부문에서 전기차 배터리 물량 증가 및 ESS 1회성 비용 소멸로 수익성 개선이 가속화되고, 2) 삼성디스플레이 지분법 이익 역시 OLED 전방 수요 증가 낙수 효과가 예상된다.

2020년 하반기 전기차 판매 회복 전망, 배터리는 이에 선행

투자의견 BUY, 목표주가 350,000원을 유지한다. 2020년 하반기 전기차 시장 회복 전망하며, 배터리 메이커들의 주가는 이에 선행하여 상승세 지속할 것으로 전망한다.

Update

BUY

| TP(12M): 350,000원 | CP(1월 13일): 259,000원

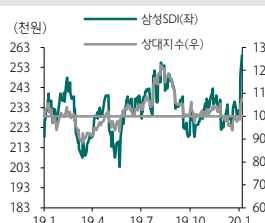
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,229.26
52주 최고/최저(원)	259,000/203,500
시가총액(십억원)	17,810.0
시가총액비중(%)	1.48
발행주식수(천주)	68,764.5
60일 평균 거래량(천주)	220.3
60일 평균 거래대금(십억원)	51.3
19년 배당금(예상, 원)	1,000
19년 배당수익률(예상, %)	0.42
외국인지분율(%)	43.70
주요주주 지분율(%)	
삼성전자 외 8인	20.56
국민연금공단	10.76
주가상승률	1M 6M 12M
절대	12.9 8.8 12.1
상대	9.9 1.9 4.4

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	10,171.7	12,006.5
영업이익(십억원)	468.2	927.0
순이익(십억원)	533.2	948.4
EPS(원)	7,136	12,911
BPS(원)	185,958	198,679

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	6,346.6	9,158.3	10,051.1	10,911.3	14,262.9
영업이익	십억원	116.9	715.0	455.6	822.2	1,195.0
세전이익	십억원	824.1	1,036.2	624.2	1,137.1	1,558.7
순이익	십억원	657.2	701.2	432.9	810.4	1,110.6
EPS	원	9,338	9,962	6,150	11,514	15,779
증감률	%	199.6	6.7	(38.3)	87.2	37.0
PER	배	21.90	21.98	38.37	22.49	16.41
PBR	배	1.24	1.26	1.30	1.35	1.25
EV/EBITDA	배	25.19	13.20	14.88	10.90	8.22
ROE	%	5.98	6.05	3.55	6.32	8.10
BPS	원	164,848	174,463	181,840	192,403	207,231
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)

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	2차전지	1,746	1,827	1,958	2,190	1,981	2,113	2,257	2,282	4,291	7,014	7,721	8,633
	소형	1,116	1,154	1,068	1,043	1,062	1,085	1,098	1,172	2,871	4,123	4,381	4,417
	중대형	630	673	890	1,147	920	1,028	1,159	1,109	1,420	2,891	3,340	4,217
	EV	437	457	555	845	701	763	850	818	948	1,386	2,293	3,132
	ESS	194	216	335	301	218	265	309	292	471	1,505	1,047	1,085
	소재	558	577	610	585	542	541	594	600	2,056	2,144	2,330	2,278
	전자재료	558	577	610	585	542	541	594	600	2,056	2,144	2,330	2,278
	합계	2,304	2,405	2,568	2,775	2,524	2,654	2,851	2,882	6,347	9,158	10,051	10,911
	YoY	21%	7%	2%	12%	10%	10%	11%	4%	22%	44%	10%	9%
영업이익	2차전지	57	70	78	-76	81	109	174	192	-107	435	130	555
	소형	154	165	123	96	108	137	142	159	142	541	537	546
	중대형	-97	-94	-45	-171	-28	-28	32	33	-248	-106	-407	9
	EV	-68	-64	-34	-8	-21	-23	25	25	-264	-226	-174	6
	ESS	-29	-30	-11	-163	-7	-5	6	9	16	120	-233	3
	소재	61	87	88	89	57	60	75	75	224	280	325	267
	전자재료	61	87	88	89	57	60	75	75	224	280	325	267
	합계	119	157	166	14	137	169	249	267	117	715	456	822
	YoY	65%	3%	-31%	-95%	15%	7%	50%	1874%	흑전	512%	-36%	80%
OPM	2차전지	3.3%	3.8%	4.0%	-3.5%	4.1%	5.1%	7.7%	8.4%	-2.5%	6.2%	1.7%	6.4%
	소형	13.8%	14.3%	11.5%	9.2%	10.2%	12.6%	13.0%	13.6%	4.9%	13.1%	12.3%	12.4%
	중대형	-15.3%	-14.0%	-5.1%	-14.9%	-3.0%	-2.7%	2.7%	3.0%	-17.5%	-3.7%	-12.2%	0.2%
	EV	-15.5%	-14.0%	-6.1%	-1.0%	-3.0%	-3.0%	3.0%	3.0%	-28%	-16%	-8%	0%
	ESS	-15.0%	-14.0%	-3.3%	-54.0%	-3.0%	-2.0%	2.0%	3.0%	3%	8%	-22%	0%
	소재	11.0%	15.1%	14.4%	15.2%	10.4%	11.1%	12.6%	12.5%	10.9%	13.1%	14.0%	11.7%
	전자재료	11.0%	15.1%	14.4%	15.2%	10.4%	11.1%	12.6%	12.5%	10.9%	13.1%	14.0%	11.7%
	합계	5.2%	6.5%	6.5%	0.5%	5.4%	6.4%	8.7%	9.3%	1.8%	7.8%	4.5%	7.5%
Cf.(삼성디스플레이 영업이익)		-560	750	1,170	314	221	412	1,299	1,089	5,390	2,617	1,674	3,022
지분법 이익		-69	98	145	40	28	53	166	139	695	342	214	386
삼성SDI 손이익		58	160	217	27	112	151	294	289	643.2	745	462	845

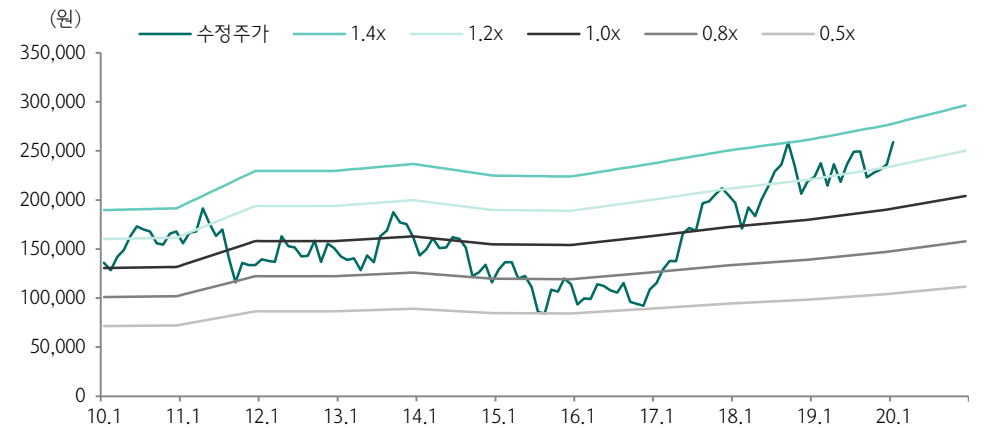
자료: 삼성SDI, 하나금융투자

표 2. 삼성SDI Valuation Table

		Fair Value(십억원)	EBITDA (1)	Multiple (2)	산출 기준 (1) x (2)
영업가치	전자재료	4,793	475	10.1	(1) 2020년 추정 EBITDA (2) SK머티리얼즈, 솔브레인 EV/EBITDA 평균
	소형전지	9,273	918	10.1	(1) 2020년 추정 EBITDA (2) LG화학 최근 2년 EV/EBITDA
	중대형전지	7,160	530	13.5	(1) 2020년 추정 EBITDA (2) CATL EV/EBITDA 30% 할인
	Total	21,226			
비영업가치	매도가능금융자산	1,178			2019년 3분기말 기준
	삼성디스플레이	3,858			2020년 예상 손익 x PER10배 x 15.3%
	Total	5,036			
총기업가치		26,371			
순차입금		2,150			
적정시가총액(십억원)		24,033			
발행주식수(천주)		68,765			
적정 주당가치(원)		349,489			

자료: 하나금융투자

그림 1. 삼성SDI 12M Fwd P/B 추이



자료: Valuewise, 하나금융투자

추정 재무제표

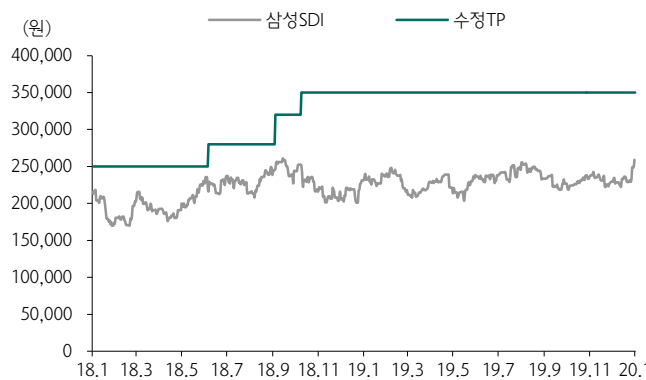
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	6,346.6	9,158.3	10,051.1	10,911.3	14,262.9
매출원가	5,180.8	7,118.2	8,043.1	8,672.6	11,191.5
매출총이익	1,165.8	2,040.1	2,008.0	2,238.7	3,071.4
판매비	1,049.0	1,325.1	1,552.3	1,416.5	1,876.4
영업이익	116.9	715.0	455.6	822.2	1,195.0
금융손익	(1.4)	43.0	(57.9)	(70.9)	(67.5)
중속/관계기업손익	695.4	342.2	206.5	385.8	431.2
기타영업외손익	13.2	(64.0)	20.0	0.0	0.0
세전이익	824.1	1,036.2	624.2	1,137.1	1,558.7
법인세	180.9	291.2	161.8	291.7	400.1
계속사업이익	643.2	745.0	462.4	845.5	1,158.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	643.2	745.0	462.4	845.5	1,158.7
비배주주지분 손익	(14.0)	43.9	29.5	35.1	48.1
지배주주순이익	657.2	701.2	432.9	810.4	1,110.6
지배주주지분포괄이익	685.1	748.4	618.7	812.9	1,114.0
NOPAT	91.2	514.1	337.5	611.3	888.3
EBITDA	576.8	1,297.2	1,301.1	1,916.6	2,481.1
성장성(%)					
매출액증가율	22.0	44.3	9.7	8.6	30.7
NOPAT증가율	흑전	463.7	(34.4)	81.1	45.3
EBITDA증가율	흑전	124.9	0.3	47.3	29.5
영업이익증가율	흑전	511.6	(36.3)	80.5	45.3
(지배주주)순이익증가율	199.5	6.7	(38.3)	87.2	37.0
EPS증가율	199.6	6.7	(38.3)	87.2	37.0
수익성(%)					
매출총이익률	18.4	22.3	20.0	20.5	21.5
EBITDA이익률	9.1	14.2	12.9	17.6	17.4
영업이익률	1.8	7.8	4.5	7.5	8.4
계속사업이익률	10.1	8.1	4.6	7.7	8.1
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	9,338	9,962	6,150	11,514	15,779
BPS	164,848	174,463	181,840	192,403	207,231
CFPS	9,544	19,533	19,383	27,232	35,251
EBITDAPS	8,195	18,431	18,486	27,232	35,251
SPS	90,173	130,122	142,806	155,029	202,649
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	21.9	22.0	38.4	22.5	16.4
PBR	1.2	1.3	1.3	1.3	1.2
PCFR	21.4	11.2	12.2	9.5	7.3
EV/EBITDA	25.2	13.2	14.9	10.9	8.2
PSR	2.3	1.7	1.7	1.7	1.3
재무비율(%)					
ROE	6.0	6.0	3.6	6.3	8.1
ROA	4.3	4.0	2.2	3.8	4.8
ROIC	2.1	8.5	4.3	6.8	9.0
부채비율	37.5	58.3	62.5	60.1	64.8
순부채비율	1.1	13.3	20.8	18.9	13.7
이자보상배율(배)	5.1	13.8	5.3	9.4	13.6

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	3,584.6	5,519.3	5,265.3	5,522.9	7,415.7
금융자산	1,324.4	1,668.0	1,017.7	1,111.1	1,663.7
현금성자산	1,209.0	1,516.6	848.3	935.0	1,434.2
매출채권 등	1,129.1	1,631.7	1,826.5	1,897.1	2,473.4
재고자산	966.6	1,745.7	1,954.1	2,029.6	2,646.2
기타유동자산	164.5	473.9	467.0	485.1	632.4
비유동자산	12,157.1	13,830.4	15,508.9	16,194.5	16,736.8
투자자산	8,008.6	8,073.4	8,597.3	8,677.3	8,805.7
금융자산	1,789.2	153.6	171.9	178.6	232.9
유형자산	2,930.3	4,608.3	5,782.0	6,497.0	7,039.6
무형자산	897.4	866.3	821.5	712.0	583.4
기타비유동자산	320.8	282.4	308.1	308.2	308.1
자산총계	15,741.7	19,349.7	20,774.2	21,717.4	24,152.5
유동부채	2,664.1	4,012.8	4,007.0	4,103.8	4,893.6
금융부채	1,079.3	1,754.6	1,440.8	1,441.4	1,446.8
매입채무 등	1,325.9	1,982.0	2,218.6	2,304.4	3,004.4
기타유동부채	258.9	276.2	347.6	358.0	442.4
비유동부채	1,625.6	3,111.7	3,984.7	4,052.6	4,606.2
금융부채	365.5	1,544.1	2,230.0	2,230.0	2,230.0
기타비유동부채	1,260.1	1,567.6	1,754.7	1,822.6	2,376.2
부채총계	4,289.7	7,124.5	7,991.7	8,156.4	9,499.8
지배주주지분	11,257.3	11,934.0	12,453.2	13,196.6	14,240.3
자본잉여금	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
자본조정	(345.1)	(345.1)	(345.1)	(345.1)	(345.1)
기타포괄이익누계액	602.4	272.0	457.7	457.7	457.7
이익잉여금	5,600.6	6,612.5	6,978.5	7,721.9	8,765.5
비배주주지분	194.7	291.2	329.3	364.4	412.4
자본총계	11,452.0	12,225.2	12,782.5	13,561.0	14,652.7
순금융부채	120.5	1,630.7	2,653.0	2,560.4	2,013.1
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(250.1)	260.6	1,479.2	1,553.8	2,011.4
당기순이익	643.2	745.0	462.4	845.5	1,158.7
조정	(52.0)	494.8	760.9	708.6	854.8
감가상각비	459.9	582.2	845.5	1,094.4	1,286.1
외환거래손익	(35.3)	38.7	32.6	0.0	0.0
지분법손익	(690.7)	(321.1)	(205.0)	(385.8)	(431.2)
기타	214.1	195.0	87.8	(0.0)	(0.1)
영업활동 현금흐름	(841.3)	(979.2)	255.9	(0.3)	(2.1)
투자활동 현금흐름	89.3	(1,704.7)	(2,297.0)	(1,400.7)	(1,450.6)
투자자산감소(증가)	(155.7)	277.4	(317.5)	305.8	302.9
유형자산감소(증가)	(957.1)	(2,142.4)	(2,082.5)	(1,700.0)	(1,700.0)
기타	1,202.1	160.3	103.0	(6.5)	(53.5)
재무활동 현금흐름	353.4	1,756.1	130.9	(66.3)	(61.6)
금융부채증가(감소)	475.1	1,853.9	372.0	0.7	5.4
자본증가(감소)	11.5	(4.8)	(32.4)	0.0	0.0
기타재무활동	(63.2)	(21.3)	(141.8)	(0.1)	(0.1)
배당지급	(70.0)	(71.7)	(66.9)	(66.9)	(66.9)
현금의 증감	197.3	307.6	(668.3)	86.7	499.2
Unlevered CFO	671.7	1,374.8	1,364.2	1,916.6	2,481.1
Free Cash Flow	(1,241.6)	(1,885.5)	(620.9)	(146.2)	311.4

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	-22.45%	-18.44%
18.6.19	BUY	280,000	-18.56%	-10.89%
18.1.17	BUY	250,000	-21.05%	-5.80%
17.12.19	Analyst Change	250,000	-15.79%	-

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	89.4%	10.6%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 1월 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 2020년 01월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2020년 01월 14일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.