

삼성SDI(006400)

단기 ESS 우려 vs. 장기 전기차 기대

ESS 매출액 감소로 시장 컨센서스 하회한 1분기 실적
하반기 ESS 매출액 증가 가능하나, 회복 속도는 빠르지 않을 것
전기차용 이차전지 밝은 성장성에 매수 의견 유지

Facts : 시장 기대 하회한 실적

1분기 실적은 매출액 2조 3,041억원, 영업이익 1,188억원(영업이익률 5.2%)이다. 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 20.7%, 65.1% 증가한 것이다. 전분기대비로 매출액은 7.0% 감소했고 영업이익은 52.2% 줄었다. 컨센서스(매출액 2조 2,964억원, 영업이익 1,316억원)와 매출액은 유사했지만 영업이익은 128억원 못 미쳤다. ESS 사업 관련 일회성 비용 인식 영향으로 추정된다. 세전이익은 705억원으로 양호했다.

Pros & cons : ESS로 인한 실적 부진, 화재 조사 마무리 필요

1분기 부진한 실적의 주요인은 중대형 전지 사업 부진 때문이다. 매출액은 EV(전기차)용 전지 판매량 증가에 힘입어 13.7% 증가한 것으로 추정되나, 수익성이 좋은 ESS(에너지저장장치) 관련 매출액이 전분기대비 크게 줄었기(추정치 -43% QoQ) 때문이다. 현재 정부는 국내 ESS 화재 건에 대한 원인 조사 중으로, 이에 따라 국내 ESS 산업은 신규프로젝트 발주가 중단됐고 기발주 프로젝트 납품도 지연되고 있다. 중대형전지 사업부 실적은 2분기까지 부진할 전망이다. 정부조사 발표 시점 이후부터 ESS 관련 실적은 점진적으로 개선될 것이다. 소형전지 사업부는 매출액이 전년대비 27.3% 증가해 양호한 매출 증가세 이어갔고, 전자재료 사업부도 양호한 편광필름 사업부 매출에 힘입어 전년대비 매출액이 16.8% 증가했다.

Action : ESS 눈높이 낮춰 목표주가 하향, 주가는 선반영

매수 의견을 유지하나 올해 ESS 등을 포함한 매출액/영업이익 전망을 낮춰 목표주가를 290,000원(표 4)으로 9.4% 하향한다. 국내 ESS는 장기 성장 산업이나 내년부터 신재생 REC(재생에너지 공급인증서, 용어해설 참고) 가중치가 낮아지고, 2021년부터 전용요금 혜택 약화 등이 예정되어 있어 2017년과 2018년 수준의 매출액 달성은 쉽지 않다. 단기 실적모멘텀은 부족하지만 EV용 2차전지의 중장기 매출액 가시성이 높아 매수 의견을 유지한다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 290,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(4/30)	2,204
주가(4/30)	236,500
시가총액(십억원)	16,263
발행주식수(백만)	69
52주 최고/최저가(원)	261,000/180,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	80,425
유동주식비율/외국인지분율(%)	74.6/42.8
주요주주(%)	삼성전자 외 7 인 20.6
	국민연금 10.0

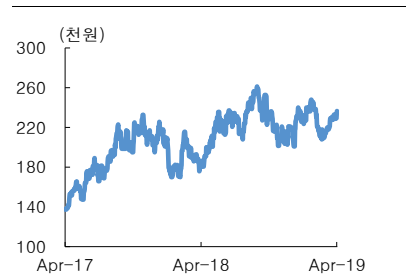
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	20.9	24.3	15.7
PBR(x)	1.3	1.3	1.2
ROE(%)	6.0	5.3	7.8
DY(%)	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(x)	12.9	12.2	9.7
EPS(원)	10,484	9,750	15,064
BPS(원)	174,463	182,790	196,174

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	10.3	0.6	28.9
KOSPI 대비(%p)	7.3	(8.7)	41.3

주가추이



자료: FnGuide

조철희

chulhee.cho@truefriend.com

〈표 1〉 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	1,908.9	2,248.0	2,522.8	2,478.6	2,304.1	(7.0)	20.7	2,296.4
영업이익	72.0	152.8	241.5	248.7	118.8	(52.2)	65.0	131.6
영업이익률	3.8	6.8	9.6	10.0	5.2	(4.8)	1.4	5.7
세전이익	197.5	141.2	306.3	391.2	70.5	(82.0)	(64.3)	96.4
순이익	125.3	106.7	214.9	254.3	49.1	(80.7)	(60.8)	71.2

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 수익예상 변경표

(단위: 십억원, 원, %)

	변경전			변경후		변경률	
	2018	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	9,158	10,782	12,487	10,466	12,005	(2.9)	(3.9)
영업이익	715	869	1,006	761	1,039	(12.4)	3.2
세전이익	1,036	1,293	1,407	938	1,449	(27.5)	3.0
순이익	701	900	980	653	1,009	(27.5)	3.0
EPS	10,469	13,442	14,630	9,750	15,064	(27.5)	3.0

자료: 한국투자증권

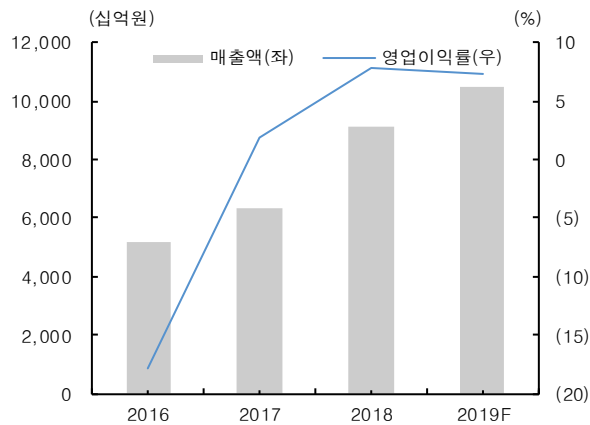
〈표 3〉 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출액	1,305	1,454	1,708	1,880	1,909	2,248	2,523	2,479	2,304	2,357	2,810	2,995	6,322	9,158	10,466
에너지솔루션	825	988	1,170	1,321	1,419	1,729	1,925	1,881	1,732	1,760	2,152	2,368	4,304	6,954	8,012
소형전지	518	674	795	834	875	932	1,144	1,125	1,113	1,119	1,372	1,406	2,821	4,075	5,010
중대형전지	307	314	375	487	544	797	781	756	619	641	780	962	1,483	2,879	3,002
전자재료	480	466	538	533	490	519	598	597	572	597	658	627	2,017	2,204	2,454
영업이익	(67)	5	60	119	72	153	242	249	119	147	228	267	117	715	761
에너지솔루션	(116)	(53)	(3)	64	24	90	139	144	40	58	115	164	(109)	397	377
소형전지	(18)	20	64	100	87	84	160	186	134	112	165	197	166	517	607
중대형전지	(98)	(74)	(66)	(36)	(63)	6	(21)	(42)	(94)	(54)	(49)	(33)	(274)	(120)	(230)
전자재료	49	59	63	55	48	63	103	105	79	89	113	103	225	318	385
영업이익률	(5.2)	0.4	3.5	6.3	3.8	6.8	9.6	10.0	5.2	6.2	8.1	8.9	1.8	7.8	7.3
에너지솔루션	(5.2)	0.4	3.5	6.3	3.8	6.8	9.6	10.0	5.2	6.2	8.1	8.9	(2.5)	5.7	4.7
소형전지	(3.5)	3.0	8.0	12.0	10.0	9.0	14.0	16.5	12.0	10.0	12.0	14.0	5.9	12.7	12.1
중대형전지	(31.9)	(23.4)	(17.7)	(7.5)	(11.6)	0.8	(2.7)	(5.5)	(15.1)	(8.4)	(6.3)	(3.5)	(18.5)	(4.2)	(7.7)
전자재료	10.2	12.6	11.7	10.3	9.7	12.1	17.2	17.6	13.8	15.0	17.2	16.5	11.2	14.4	15.7
관계기업관련손익	169	225	114	187	49	18	126	110	(73)	(28)	142	158	695	303	199
세전이익	84	232	175	333	197	141	306	391	70	105	355	407	824	1,036	938
지배주주 순이익	81	193	146	238	125	107	215	254	49	73	247	284	657	701	653

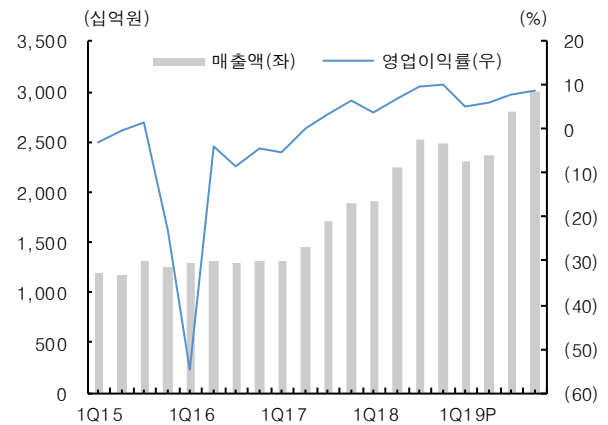
주: 관계기업관련손익의 대부분은 삼성디스플레이(지분율 15%)에 해당
 자료: 한국투자증권

[그림 1] 연간 실적 추이 및 전망



자료: 한국투자증권

[그림 2] 분기 실적 추이 및 전망



자료: 한국투자증권

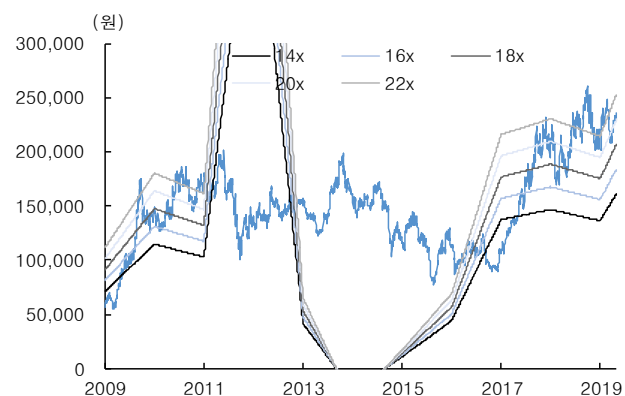
〈표 4〉 Valuation

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	2019F	2020F	비고
에너지솔루션	EBITDA 980	1,402	Peer 그룹의 평균인
(2차전지)	사업가치 - ㉔ 11,765	16,827	EV/EBITDA 12배 적용
전자재료	EBITDA 559	626	Peer 그룹의 평균인
	사업가치 - ㉕ 4,472	5,010	EV/EBITDA 8 배 적용
사업가치	소계 - ㉔ = ㉕+㉖ 16,236	21,837	
지분가치	삼성엔지니어링 274	274	30% 할인
	호텔신라 2	2	30% 할인
	에스원 288	288	30% 할인
	삼성중공업 14	14	30% 할인
	아이마켓코리아 3	3	30% 할인
	상장기업 가치 - ㉗ 581	581	30% 할인
	삼성디스플레이 - ㉘ 3,386	3,386	지분을 15%, 장부가 30% 할인
지분가치	소계 ㉗ = ㉗+㉘ 3,967	3,967	
순차입금	2,419	3,208	
비지배부분	291	291	
우선주가치	149	149	우선주 시총
총가치	17,343	22,155	보통주 가치
주식수	68,765	68,765	보통주
주당 가치	252,210	322,189	
목표가		290,000	19, 20년 평균
현재가		236,500	4월 31일 종가
상승여력		22.6%	

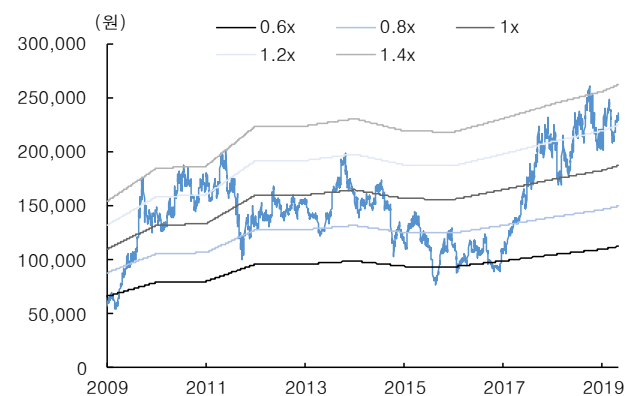
주: Peer 그룹 - 2차전지는 BYD, Panasonic, CATL / 전자재료는 Nitto Denko, Sumitomo Chemical, Sunnypol, LG chem
 자료: 한국투자증권

[그림 3] PER 밴드



자료: 한국투자증권

[그림 4] PBR 밴드



자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

삼성SDI는 소형전지, 중·대형전지 등을 생산하는 에너지솔루션 사업부와 반도체 및 디스플레이 소재 등을 생산하는 전자재료 사업부로 나뉘어져 있음. 에너지솔루션 사업부는 2010년부터 세계 전지 시장에서 M/S 1위를 차지하고 있고, LIB 소형 전지에서의 위상과 경험을 바탕으로 전기자동차와 ESS용 중·대형전지의 경쟁력을 강화하고 있음. 전자재료 사업부는 정보통신소재인 EMC와 CMP 슬러리 등의 전자재료 제품을 제조 및 판매함. 사업부별 매출 비중은 2018년 2분기 누적 기준 에너지솔루션 76%, 전자재료 24%이고, 최대주주는 삼성전자(19.58%)임.

- REC: 신재생에너지공급인증서. RPS제도로 인해 공급의무자들이 다른 사업자들로부터 신재생에너지를 사들이는 것이 REC. RPS는 500MW 이상의 발전소를 갖고 전기를 공급하는 사업자에게 총 발전량의 일정량 이상을 신재생 에너지로 공급하도록 의무화한 제도

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	3,585	5,519	6,262	6,703	7,551
현금성자산	1,209	1,517	1,570	1,681	1,928
매출채권및기타채권	1,129	1,632	2,198	2,281	2,479
재고자산	967	1,746	1,779	1,921	2,203
비유동자산	12,157	13,830	15,293	17,335	18,817
투자자산	8,009	8,073	8,020	8,596	8,620
유형자산	2,930	4,608	6,008	7,408	8,808
무형자산	897	866	942	960	964
자산총계	15,742	19,350	21,555	24,037	26,368
유동부채	2,664	4,013	4,849	5,706	6,342
매입채무및기타채무	1,326	1,982	2,198	2,521	3,030
단기차입금및단기사채	768	1,490	1,790	2,090	2,390
유동성장기부채	311	250	188	188	188
비유동부채	1,626	3,112	3,854	4,473	5,059
사채	100	688	1,088	1,488	1,888
장기차입금및금융부채	266	856	1,066	1,275	1,485
부채총계	4,290	7,125	8,703	10,180	11,401
지배주주지분	11,257	11,934	12,520	13,462	14,503
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	5,043	5,038	5,038	5,038	5,038
기타자본	(345)	(345)	(345)	(345)	(345)
이익잉여금	5,601	6,613	7,199	8,141	9,181
비지배주주지분	195	291	332	395	465
자본총계	11,452	12,225	12,852	13,857	14,967

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	(250)	261	1,349	1,914	1,710
당기순이익	643	745	694	1,072	1,177
유형자산감가상각비	369	491	681	891	1,101
무형자산상각비	91	91	97	99	100
자산부채변동	(841)	(979)	20	216	(312)
기타	(512)	(87)	(143)	(364)	(356)
투자활동현금흐름	89	(1,705)	(2,052)	(2,598)	(2,251)
유형자산투자	(991)	(2,146)	(2,085)	(2,295)	(2,505)
유형자산매각	34	4	4	4	4
투자자산순증	0	(20)	253	(130)	421
무형자산순증	15	(13)	(173)	(118)	(103)
기타	1,031	470	(51)	(59)	(68)
재무활동현금흐름	353	1,756	756	795	789
자본의증가	4	56	0	0	0
차입금의순증	514	1,819	863	925	925
배당금지급	(70)	(72)	(67)	(67)	(67)
기타	(95)	(47)	(40)	(63)	(69)
기타현금흐름	5	(4)	0	0	0
현금의증가	197	308	53	111	247

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	6,347	9,158	10,466	12,005	13,771
매출원가	5,181	7,118	8,191	9,230	10,587
매출총이익	1,166	2,040	2,276	2,776	3,184
판매관리비	1,049	1,325	1,514	1,737	1,993
영업이익	117	715	761	1,039	1,191
금융수익	250	382	21	22	24
이자수익	18	18	21	22	24
금융비용	251	339	81	101	121
이자비용	23	52	81	101	121
기타영업외손익	13	(64)	38	43	50
관계기업관련손익	695	342	199	446	446
세전계속사업이익	824	1,036	938	1,449	1,590
법인세비용	181	291	244	377	413
연결당기순이익	643	745	694	1,072	1,177
지배주주지분순이익	657	701	653	1,009	1,107
기타포괄이익	(6)	51	0	0	0
총포괄이익	637	796	694	1,072	1,177
지배주주지분포괄이익	685	748	653	1,009	1,107
EBITDA	577	1,297	1,539	2,028	2,392

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	9,824	10,484	9,750	15,064	16,534
BPS	164,848	174,463	182,790	196,174	210,957
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	22.0	44.3	14.3	14.7	14.7
영업이익증가율	NM	511.6	6.5	36.4	14.7
순이익증가율	199.6	6.7	(6.9)	54.5	9.8
EPS증가율	213.6	6.7	(7.0)	54.5	9.8
EBITDA증가율	NM	124.9	18.7	31.8	17.9
수익성(%)					
영업이익률	1.8	7.8	7.3	8.7	8.7
순이익률	10.4	7.7	6.2	8.4	8.0
EBITDA Margin	9.1	14.2	14.7	16.9	17.4
ROA	4.2	4.2	3.4	4.7	4.7
ROE	6.0	6.0	5.3	7.8	7.9
배당수익률	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
배당성향	10.2	9.5	10.3	6.6	6.0
안정성					
순차입금(십억원)	120	1,631	2,419	3,208	3,856
차입금/자본총계비율(%)	12.6	27.0	32.4	36.7	40.2
Valuation(X)					
PER	20.8	20.9	24.3	15.7	14.3
PBR	1.2	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	24.6	12.9	12.2	9.7	8.5

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성SDI (006400)	2017.04.10	매수	165,000원	-10.2	0.3
	2017.06.12	매수	186,000원	-8.2	1.6
	2017.07.28	매수	204,000원	-8.5	5.1
	2017.09.17	매수	239,000원	-12.5	4.4
	2018.09.17	1년경과		4.9	9.2
	2018.10.10	매수	320,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 5월 2일 현재 삼성SDI 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성SDI 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.