

삼성SDI(006400)

무난해서 눈에 띄었던 실적

4분기 영업이익 컨센서스 부합
중대형전지 다소 주춤했지만, 소형전지가 이를 상쇄
올해 실적 눈높이는 다소 낮춰야 하나 매출액/이익 방향성은 명확

Facts : 시장 기대 부합한 4분기

삼성SDI의 4분기 실적은 매출액 2조 4,786억원, 영업이익 2,487억원(영업이익률 10%)이다. 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 33.8%, 109.7% 증가한 것이다. 전분기대비로 매출액은 1.8% 감소했지만 영업이익은 3% 증가해 영업이익률이 소폭 상승했다. 컨센서스(매출액 2조 7,230억원, 영업이익 2,530억원) 대비 매출액은 소폭 못 미쳤지만 영업이익은 유사했다. 지난 18년 4분기에는 중국 스마트폰 업황 부진 등으로 주요 IT 업체들의 분기 컨센서스가 지속적으로 하향됐었다. 그러나 삼성SDI의 컨센서스는 큰 조정도 없었고, 실제로도 기대치에 부합하는 실적을 기록했다.

Pros & cons : 크게 흠 잡을 데 없었던 실적

4분기에 대부분의 사업부 매출액이 전분기와 유사한 안정적인 실적을 기록했다. 캐시카우인 전자재료 사업부(전사 매출의 24%)는 이번 분기에도 10% 후반의 안정적인 영업이익률을 기록 중이다. 소형전지 사업부(전사 매출의 45%)도 원형전지에서 전동공구, ESS용 전지가 견조한 판매량을 보였고 폴리머전지 또한 양호했다. 영업이익률은 15% 이상으로 전분기대비 소폭 상승했다. 중대형전지 사업부는 여전히 적자를 기록했다. EV(전기차)용 매출액은 증가했지만 수익성이 좋은 ESS(에너지저장장치)용 매출액은 다소 주춤했다. 최근 국내 ESS 관련 화재가 발생하면서 정부원 대응책이 마련 중인데, 이에 따라 일부 매출 지연이 이뤄지고 있다. 최소 올해 상반기까지는 ESS 매출액이 의미 있게 증가하기는 어려울 것이다.

Action : 실적 눈높이 다소 낮춰야 하나, 중장기 성장성은 명확

매수 의견과 목표주가 320,000원(표 3)을 유지한다. 19년 추정 매출액은 10조 8,030억원(+18% YoY), 영업이익 8,720억원(+22% YoY)이다. 국내 ESS 부문 매출액이 전년대비 줄어들 것으로 예상돼 영업이익이 컨센서스(1조원) 대비 낮을 것이다. 1분기도 비수기인데다가 ESS 매출액 지연으로 영업이익이 컨센서스 1,942억원보다 적은 1,570억원이 예상된다. 단기 실적모멘텀은 부족하지만 업종 내 중장기 매출액, 이익 증가 가시성이 상대적으로 높아 매수 의견을 유지한다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 320,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(1/25)	2,178
주가(1/25)	232,500
시가총액(십억원)	15,988
발행주식수(백만)	69
52주 최고/최저(원)	261,000/170,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	81,810
유동주식비율/외국인지분율(%)	74.5/39.1
주요주주(%)	삼성전자 외 7 인 20.6
	국민연금 11.9

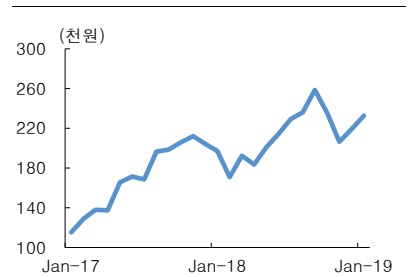
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	20.8	22.2	17.3
PBR(x)	1.2	1.3	1.3
ROE(%)	6.0	6.1	7.3
DY(%)	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(x)	24.8	13.4	11.1
EPS(원)	9,824	10,469	13,474
BPS(원)	164,848	173,777	185,648

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.4	1.1	10.7
KOSPI 대비(%p)	0.4	5.3	25.7

주가추이



자료: FnGuide

조철희

chulhee.cho@truefriend.com

〈표 1〉 4분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	1,854.5	1,908.9	2,248.0	2,522.8	2,478.6	(1.8)	33.7	2,723.4
영업이익	118.6	72.0	152.8	241.5	248.7	3.0	109.7	253.3
영업이익률	6.4	3.8	6.8	9.6	10.0	0.4	3.6	9.3
세전이익	333.2	197.5	141.2	306.3	391.2	27.7	17.4	370.1
순이익	237.6	125.3	106.7	214.9	254.3	18.3	7.0	289.5

자료: 한국투자증권

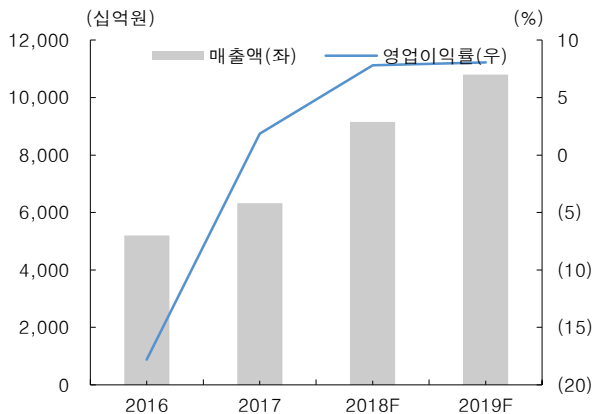
〈표 2〉 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액	1,305	1,454	1,708	1,854	1,909	2,248	2,523	2,479	2,345	2,472	2,884	3,103	6,322	9,158	10,803
에너지솔루션	825	1,004	1,154	1,321	1,419	1,729	1,925	1,881	1,806	1,901	2,256	2,476	4,304	6,954	8,439
소형전지	518	674	795	823	875	932	1,144	1,126	1,093	1,119	1,372	1,407	2,810	4,076	4,991
중대형전지	307	316	374	498	544	797	781	756	713	782	883	1,069	1,494	2,878	3,447
전자재료	480	465	539	533	490	519	598	597	539	571	628	627	2,017	2,204	2,365
영업이익	(67)	5	60	119	72	153	242	249	157	177	239	298	117	715	872
에너지솔루션	(116)	(53)	(3)	64	24	90	144	137	77	92	137	195	(109)	396	500
소형전지	(18)	20	64	99	87	84	160	186	131	134	178	197	164	517	641
중대형전지	(98)	(74)	(66)	(35)	(63)	6	(16)	(49)	(55)	(43)	(41)	(2)	(273)	(121)	(141)
전자재료	49	59	63	55	48	63	97	112	81	86	102	103	225	319	372
영업이익률	(5.2)	0.4	3.5	6.4	3.8	6.8	9.6	10.0	6.7	7.2	8.3	9.6	1.8	7.8	8.1
에너지솔루션	(5.2)	0.4	3.5	6.4	3.8	6.8	9.6	10.0	6.7	7.2	8.3	9.6	(2.5)	5.7	5.9
소형전지	(3.5)	3.0	8.0	12.0	10.0	9.0	14.0	16.5	12.0	12.0	13.0	14.0	5.9	12.7	12.8
중대형전지	(31.9)	(23.3)	(17.7)	(7.1)	(11.6)	0.8	(2.0)	(6.5)	(7.7)	(5.4)	(4.7)	(0.2)	(18.3)	(4.2)	(4.1)
전자재료	10.2	12.7	11.7	10.3	9.7	12.1	16.2	18.8	15.0	15.0	16.2	16.5	11.2	14.5	15.7
관계기업관련손익	169	225	114	187	49	18	126	121	46	50	186	201	695	313	484
세전이익	84	232	175	333	197	141	306	391	199	217	361	519	824	1,036	1,296
지배주주 순이익	81	193	146	238	125	107	215	254	140	153	254	364	657	707	910

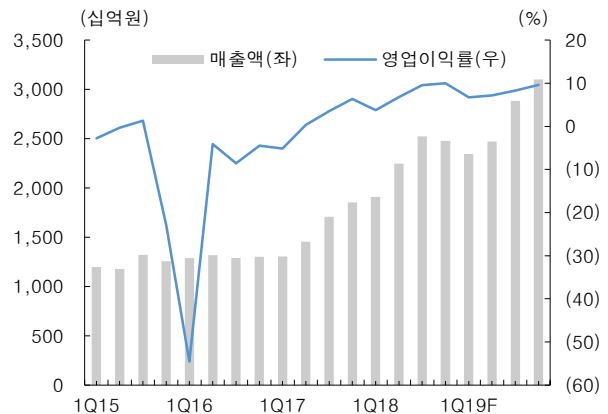
주: 관계기업관련손익의 대부분은 삼성디스플레이(지분율 15%)에 해당
 자료: 한국투자증권

[그림 1] 연간 실적 추이 및 전망



자료: 한국투자증권

[그림 2] 분기 실적 추이 및 전망



자료: 한국투자증권

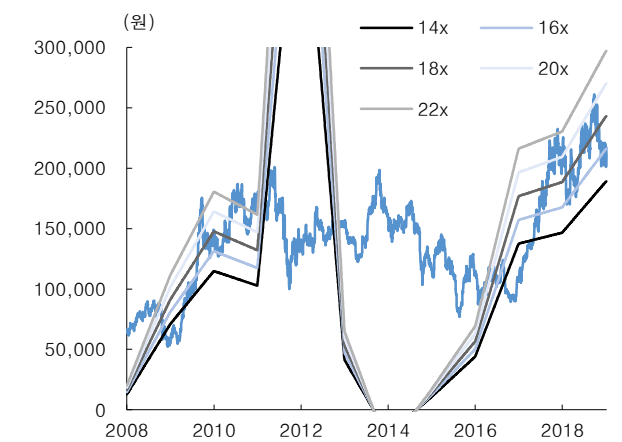
〈표 3〉 Valuation

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	2018P	2019F	비고
에너지솔루션	EBITDA	700	992
(2차전지)	사업가치 - ㉔	9,873	13,991
전자재료	EBITDA	611	679
	사업가치 - ㉕	4,887	5,433
사업가치	소계 - ㉔ = ㉕+㉖	14,760	19,423
지분가치	삼성엔지니어링	271	271
	호텔신라	2	2
	에스원	304	304
	삼성중공업	13	13
	아이마켓코리아	3	3
	상장기업 가치 - ㉗	593	593
	삼성디스플레이 - ㉘	3,386	3,386
지분가치	소계 ㉗ = ㉕+㉖	3,979	3,979
순차입금	1,563	2,538	
비지배부분	195	195	
우선주가치	150	150	우선주 시총
총가치	16,832	20,520	보통주 가치
주식수	68,765	68,765	보통주
주당 가치	244,772	298,401	
현재가		232,500	1월 25일 종가
상승여력		28.3	

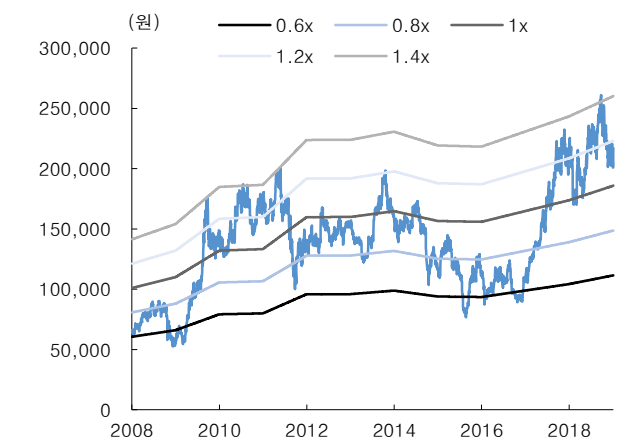
주: Peer 그룹 - 2차전지는 BYD, Panasonic, CATL / 전자재료는 Nitto Denko, Sumitomo Chemical, Sunnypol, LG chem
자료: 한국투자증권

[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 전지자동차와 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.

- SOH: 반도체 미세 패턴 구현을 위해 회로가 원하는 막질에 잘 전사되도록 도와주는 보조제
- SOD: 반도체 소자 내부에서 각 영역간 또는 다른 층간을 절연하는데 사용하는 재료
- EMC: 수분, 열, 충격 등 외부환경으로부터 반도체 회로를 보호하는 포장재료
- 그린호스트: OLED 발광층에서 가장 사용량이 많은 색인 녹색 빛을 내는 핵심 소재.
- 도펀트: 전하 수송층의 전도성을 증대시키는 첨가제

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	3,958	3,605	5,541	6,050	6,506
현금성자산	1,012	1,209	1,511	1,620	1,752
매출채권및기타채권	930	1,117	2,015	2,269	2,377
재고자산	729	967	1,740	1,837	2,002
비유동자산	10,942	12,146	13,921	15,862	17,415
투자자산	7,158	8,009	8,051	8,380	8,346
유형자산	2,504	2,930	4,505	5,979	7,454
무형자산	942	897	916	972	1,001
자산총계	14,900	15,751	19,462	21,911	23,922
유동부채	2,213	2,670	4,158	5,025	5,424
매입채무및기타채무	1,477	1,215	1,557	1,837	2,127
단기차입금및단기사채	184	879	1,279	1,679	2,079
유동성장기부채	200	311	411	511	611
비유동부채	1,723	1,629	3,179	3,870	4,505
사채	299	100	688	1,088	1,488
장기차입금및금융부채	286	266	787	988	1,189
부채총계	3,936	4,299	7,338	8,896	9,929
지배주주지분	10,722	11,257	11,886	12,721	13,637
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	5,031	5,043	5,043	5,043	5,043
기타자본	(252)	(345)	(345)	(345)	(345)
이익잉여금	4,995	5,601	6,235	7,070	7,986
비지배주주지분	242	195	238	295	356
자본총계	10,964	11,452	12,124	13,016	13,993

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	(1,310)	(250)	803	1,382	1,212
당기순이익	211	643	745	959	1,044
유형자산감가상각비	360	369	506	704	892
무형자산상각비	95	91	90	96	99
자산부채변동	(1,413)	(841)	(292)	36	(415)
기타	(563)	(512)	(246)	(413)	(408)
투자활동현금흐름	1,854	89	(1,999)	(2,250)	(2,053)
유형자산투자	(833)	(991)	(2,080)	(2,178)	(2,366)
유형자산매각	79	34	0	0	0
투자자산순증	4	0	265	155	517
무형자산순증	(9)	15	(109)	(152)	(127)
기타	2,613	1,031	(75)	(75)	(77)
재무활동현금흐름	(819)	353	1,498	978	973
자본의증가	50	4	0	0	0
차입금의순증	(541)	514	1,609	1,101	1,101
배당금지급	(73)	(70)	(67)	(67)	(67)
기타	(255)	(95)	(44)	(56)	(61)
기타현금흐름	(2)	5	0	0	0
현금의증가	(276)	197	302	109	131

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

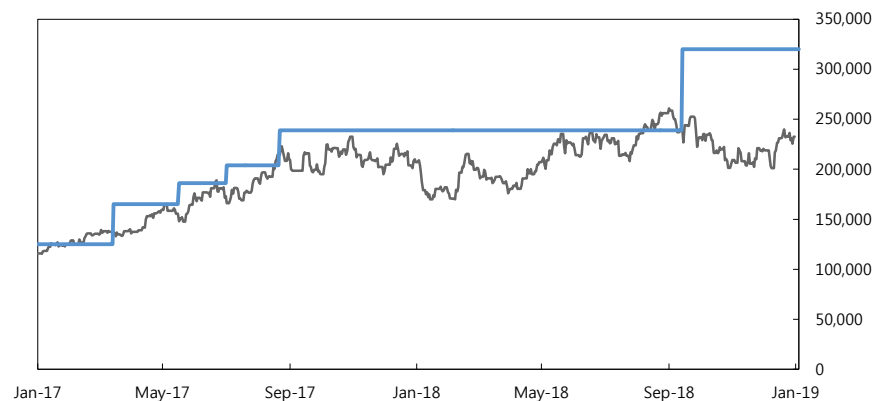
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	5,201	6,322	9,158	10,803	12,512
매출원가	4,450	5,152	6,919	8,133	9,420
매출총이익	751	1,169	2,239	2,670	3,093
판매관리비	1,677	1,052	1,524	1,798	2,083
영업이익	(926)	117	715	872	1,010
금융수익	286	250	270	18	20
이자수익	33	18	16	18	20
금융비용	298	251	207	89	116
이자비용	35	23	57	89	116
기타영업외손익	(127)	13	(55)	11	13
관계기업관련손익	245	695	313	484	484
세전계속사업이익	(821)	824	1,036	1,296	1,411
법인세비용	58	181	291	337	367
연결당기순이익	211	643	745	959	1,044
지배주주지분순이익	219	657	701	902	982
기타포괄이익	(222)	(6)	(6)	0	0
총포괄이익	(11)	637	739	959	1,044
지배주주지분포괄이익	21	685	695	902	982
EBITDA	(471)	577	1,311	1,671	2,000

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,133	9,824	10,469	13,474	14,667
BPS	155,915	164,848	173,777	185,648	198,655
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	5.0	21.5	44.9	18.0	15.8
영업이익증가율	NM	NM	511.6	22.0	15.8
순이익증가율	307.5	199.6	6.7	28.7	8.9
EPS증가율	309.0	213.6	6.6	28.7	8.9
EBITDA증가율	NM	NM	127.3	27.5	19.7
수익성(%)					
영업이익률	(17.8)	1.8	7.8	8.1	8.1
순이익률	4.2	10.4	7.7	8.4	7.9
EBITDA Margin	(9.1)	9.1	14.3	15.5	16.0
ROA	1.4	4.2	4.2	4.6	4.6
ROE	2.0	6.0	6.1	7.3	7.5
배당수익률	0.9	0.5	0.4	0.4	0.4
배당성향	30.9	10.2	9.5	7.4	6.8
안정성					
순차입금(십억원)	(976)	232	1,563	2,538	3,490
차입금/자본총계비율(%)	8.8	13.6	26.1	32.8	38.4
Valuation(X)					
PER	34.8	20.8	22.2	17.3	15.9
PBR	0.7	1.2	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	NM	24.8	13.4	11.1	9.8

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성SDI (006400)	2016.03.04	매수	125,000원	-14.8	3.2
	2017.03.04	1년경과		7.3	11.6
	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 1월 27일 현재 삼성SDI 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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 (2018. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	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.