

전자재료

Results Comment
2018.10.29

투자여건(유지)

매수

목표주가(12M,유지) **330,000원**

현재주가(18/10/26) 232,000원

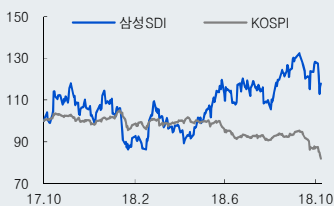
상승여력 42%

영업이익(18F,십억원) 734
Consensus 영업이익(18F,십억원) 638

EPS 성장률(18F,%) 10.0
MKT EPS 성장률(18F,%) 12.8
P/E(18F,x) 22.6
MKT P/E(18F,x) 8.0
KOSPI 2,027.15

시가총액(십억원) 15,953
발행주식수(백만주) 70
유동주식비율(%) 74.5
외국인 보유비중(%) 38.4
베타(12M) 일간수익률 1.58
52주 최저가(원) 170,000
52주 최고가(원) 261,000

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월
절대주가 -9.4 30.0 18.7
상대주가 4.6 58.7 45.2



[디스플레이]

김철중

02-3774-1464

chuljoong.kim@miraeasset.com

삼성SDI (006400)

높아진 기대치마저 상회, 이제 시작된 성장

3Q18 Review: 높아진 기대치를 상회하는 서프라이즈 달성

삼성SDI의 3Q18 매출액은 2.5조원(+12.2% QoQ, +47.7% YoY), 2,415억원(+58.1% QoQ, +301.5 YoY)을 기록하였다. 작년 2분기 흑자전환 이후, 6개 분기 연속 시장 예상치를 상회하는 서프라이즈를 기록하고 있다.

3분기 호실적은 소형전지와 전자재료 사업부에 기인한다.

소형전지 사업부의 경우, 1) 플래그쉽 스마트폰 출시에 따른 폴리머 전지 성장, 2) Cordless 수요 확대에 따른 원통형 전지 성장이 지속되었다. 코발트, 리튬 등 원재료 가격 하락으로 인한 원가 개선으로 영업이익률도 14.7%를 기록한 것으로 추정된다.

전자재료 사업부는 편광필름과 OLED 재료 부분의 성장이 두드러졌다. 편광필름은 중국 패널 업체의 10.5G 라인 가동으로 고객사 다변화가 지속되고 있다. OLED 재료 부분은 Green 도판트와 P도판트의 물량 성장이 본격화되며, 큰 폭의 수익성 개선이 가능했던 것으로 판단된다. OLED 재료 사업은 고정비 비중이 높아, 매출액 증가에 따른 수익성 레버리지가 높다.

중대형전지 사업부는 전분기 대비 매출액 및 수익성이 소폭 약화되었다. ESS 사업 관련 일회성 충당금이 반영되며 적자전환 된 것으로 추정된다. 일회성 비용을 제외할 시 BEP 수준의 수익성을 기록한 것으로 판단된다.

4Q18 역시 전분기 대비 이익 성장이 지속될 것으로 판단된다. 소형전지는 Q 증가가 지속됨과 동시에 원재료 가격 하락에 따른 원가 개선이 지속될 것으로 예상된다. 중대형 전지는 EV용 물량 증가에 따른 점진적인 수익성 개선이 기대된다.

성장을 위한 투자는 이제 시작되었다

동사의 CAPEX는 17년 0.9조원 → 18F 2.0조원으로 큰 폭으로 증가할 것으로 예상된다. 19년 이후에도 2조원 수준의 CAPEX가 지속될 것으로 판단된다. SNE리서치에 따르면, 동사의 중대형전지 생산능력은 23F 123Gwh까지 증가할 것으로 예상된다. EV용 배터리 누적 수주 금액은 470억 달러 수준인 것으로 추정된다. LG화학과 CATL의 수주 규모와 유사한 수준이다.

목표주가 33만원 유지, 글로벌 경쟁사 대비 저평가

삼성SDI에 목표주가 33만원을 유지한다. 동사의 19년 예상 EPS는 전년대비 +67.4%, 예상 영업이익은 +51.9% 증가할 것으로 예상된다. 경쟁사 대비 압도적인 이익 성장률이다. 19년 예상 P/B 역시 1.2배 수준으로, 경쟁사 대비 아직까지 저평가 상태이다(CATL 4.5x, LG화학 1.4x, 파나소닉 1.4x, BYD 2.0x). 동사의 19년 예상 ROE 개선폭은 +3.5%p 수준으로 경쟁사 대비 우위에 있다. 성장을 위한 투자와 이익 성장이 동반되고 있다. 과도한 주가 하락은 매수 기회라고 판단한다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	4,955	5,201	6,322	9,466	11,662	13,736
영업이익 (십억원)	-267	-926	117	734	1,115	1,370
영업이익률 (%)	-5.4	-17.8	1.9	7.8	9.6	10.0
순이익 (십억원)	54	219	657	723	1,210	1,505
EPS (원)	765	3,117	9,338	10,276	17,198	21,387
ROE (%)	0.5	2.0	6.0	6.2	9.7	11.0
P/E (배)	149.0	35.0	21.9	22.6	13.5	10.8
P/B (배)	0.7	0.7	1.2	1.3	1.2	1.1
배당수익률 (%)	0.9	0.9	0.5	0.4	0.4	0.4

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

표 1. 삼성SDI 2018년 3분기 주요 손익 추정 및 컨센서스 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, 원, %)

	3Q17	2Q18	3Q18P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,708.0	2,248.0	2,522.8	2,629.0	2,534.1	47.7	12.2
영업이익	60.2	152.8	241.5	234.0	204.6	301.5	58.1
영업이익률	3.5	6.8	9.6	8.9	8.1	6.1	2.8
세전이익	174.9	141.2	306.3	350.8	322.7	75.2	117.0
순이익	145.7	106.7	214.9	278.8	249.8	47.5	101.4

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

표 2. 삼성SDI 연결 기준 영업 실적 추이 및 전망

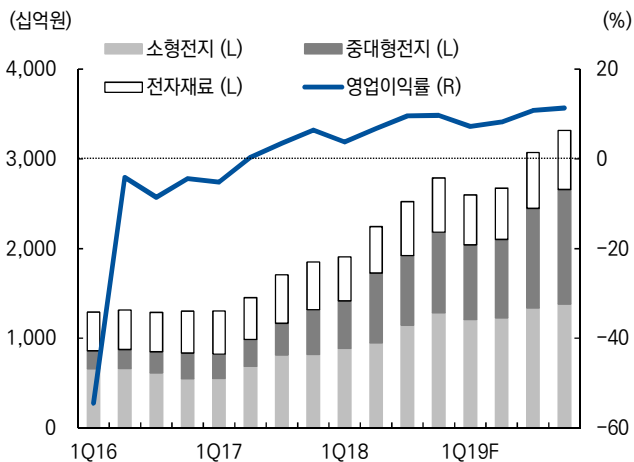
(십억원, %)

구분	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018F	2019F
매출액	1,909	2,248	2,522	2,787	2,599	2,674	3,072	3,317	9,466	11,662
전지	1,419	1,728	1,923	2,181	2,043	2,102	2,449	2,661	7,251	9,254
소형전지(IT)	889	950	1,146	1,282	1,211	1,228	1,338	1,383	4,267	5,159
중대형전지(EV, ESS)	530	778	778	899	832	874	1,111	1,278	2,984	4,095
전자재료	490	519	598	606	556	572	623	657	2,213	2,408
영업이익	72	153	241	268	188	220	331	376	734	1,115
전지	24	97	147	172	128	159	242	283	440	812
소형전지(IT)	89	92	169	194	130	132	175	182	543	618
중대형전지(EV, ESS)	-65	5	-21	-21	-1	27	67	101	-103	194
전자재료	48	56	94	96	60	61	89	93	294	303
기타										
영업이익률	3.8	6.8	9.6	9.6	7.2	8.2	10.8	11.3	7.8	9.6
전지	1.7	5.6	7.6	7.9	6.3	7.6	9.9	10.6	6.1	8.8
소형전지(IT)	10.0	9.7	14.7	15.1	10.7	10.7	13.1	13.2	12.7	12.0
중대형전지(EV, ESS)	-12.3	0.6	-2.8	-2.4	-0.2	3.1	6.1	7.9	-3.5	4.7
전자재료	9.8	10.8	15.8	15.8	10.8	10.7	14.3	14.1	13.3	12.6

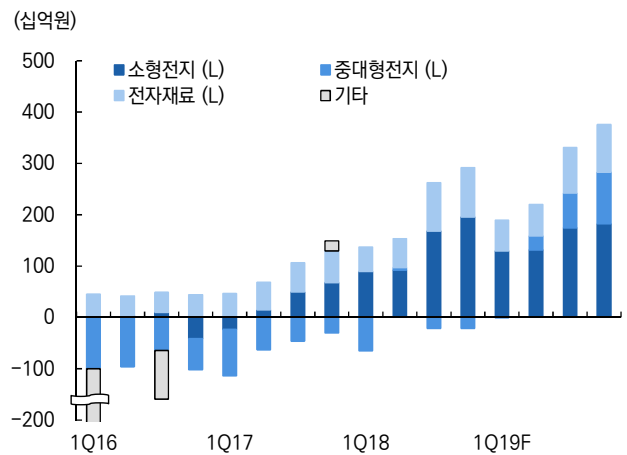
자료: 삼성SDI, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 삼성SDI 매출액 및 영업이익률 추이

그림 2. 사업부문별 영업이익 추이 및 전망



자료: 삼성SDI, 미래에셋대우 리서치센터



자료: 삼성SDI, 미래에셋대우 리서치센터

성장을 위한 투자는 이제 시작되었다

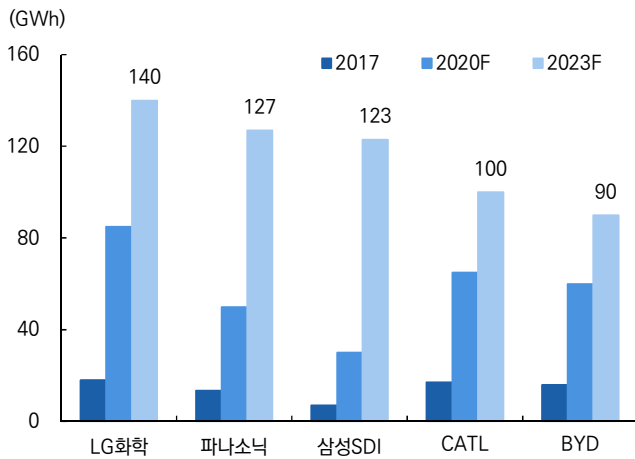
동사의 CAPEX는 17 0.9조원 → 18F 2.0조원으로 큰 폭으로 증가할 것으로 예상된다. 19년 이후에도 2.0조원 수준의 CAPEX가 지속될 것으로 판단된다. 20년과 21년 예상 EBITDA가 각각 1.9조원, 2.3조원 수준임을 감안하면, **20년부터 투자에 필요한 자금 조달 역시 선순환 구조에 진입할 것으로** 판단된다.

SNE리서치에 따르면, 동사의 중대형 전지 생산능력은 **17년 말 기준 7GWh → 23F 123Gwh까지 큰 폭으로 증가할 것으로** 예상된다. **EV용 배터리 누적 수주 금액 역시 470억 달러 수준인 것으로** 추정하고 있다. LG화학 및 CATL의 누적 수주 규모와 유사한 수준이다.

동사의 EV용 배터리는 17년 1조원 → 18F 1.4조원 → 19F 2.1조원으로 매출 성장을 지속할 것으로 예상된다. 원재료 가격에 대한 리스크 역시 원가 연동된 계약의 비중이 높아지면서 안정적인 수준을 유지할 것으로 판단된다. 2H19 EV 용 배터리의 흑자 전환이 기대된다.

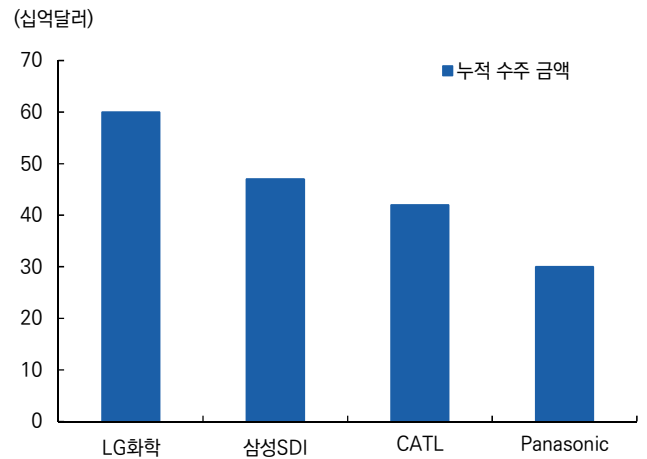
성장을 위한 투자와 이익 성장이 지속되고 있다.

그림 3. 글로벌 전기차 배터리 업체 생산능력 전망



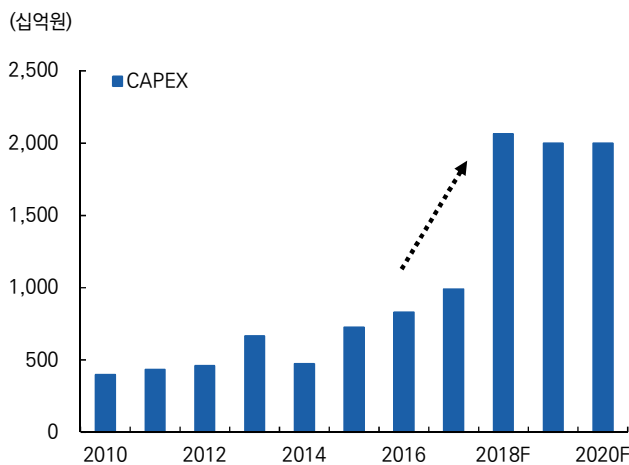
자료: SNE Research, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 글로벌 전기차 배터리 업체 누적 수주 금액



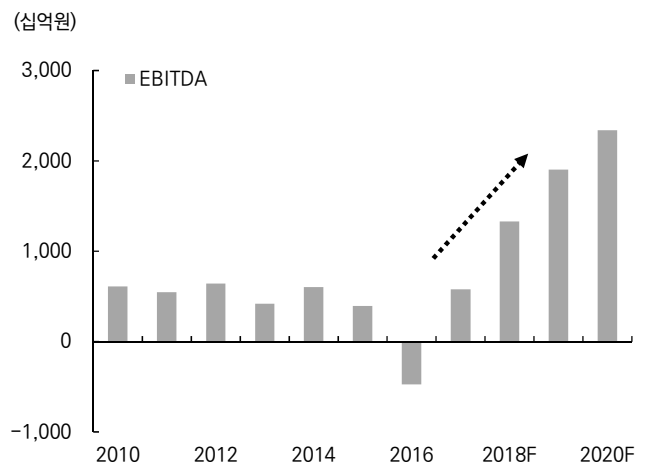
자료: SNE Research, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 삼성SDI CAPEX 추이 및 전망



자료: 삼성SDI, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 삼성SDI EBITDA 추이 및 전망



자료: 삼성SDI, 미래에셋대우 리서치센터

삼성SDI

높아진 기대치마저 상회, 이제 시작된 성장

Global Peer Valuation

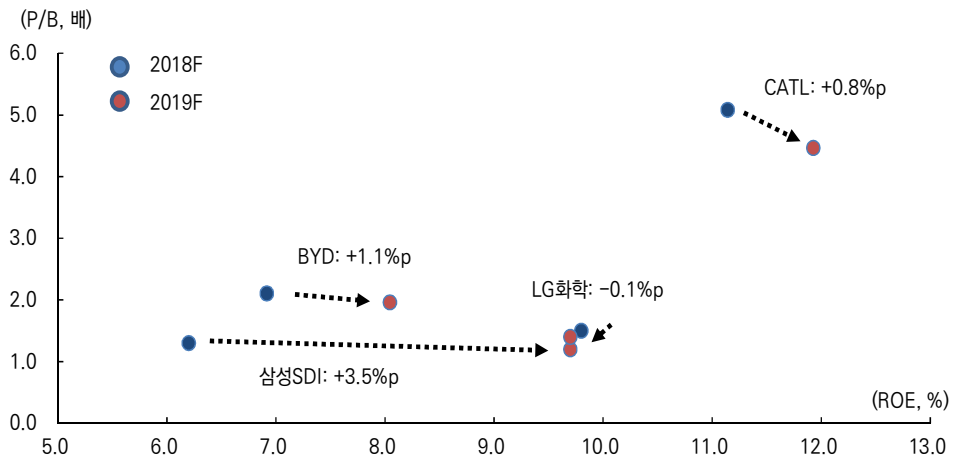
표 3. 글로벌 동종 업체 Valuation 테이블

(십억원, %, 배)

	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F
삼성SDI	15,953	9,466	11,662	734	1,115	723	1,210	6.2	9.7	22.6	13.5	1.3	1.2	13.3	9.2
CATL	26,918	4,480	6,079	668	857	538	678	11.1	11.9	49.4	39.6	5.1	4.5	24.0	18.2
LG화학	22,872	28,531	35,893	2,363	2,413	1,626	1,720	9.8	9.7	15.6	14.7	1.5	1.4	6.8	6.8
파나소닉	30,588	84,710	88,347	4,356	4,833	2,589	2,925	14.2	14.2	11.2	9.9	1.5	1.4	4.5	4.2
소니	75,546	88,341	90,300	7,964	8,533	5,776	5,626	17.9	15.0	12.9	13.4	2.1	1.8	5.7	5.4
BYD	21,301	20,582	24,319	1,230	1,473	555	720	6.9	8.0	34.4	26.6	2.1	2.0	12.4	10.6
								11.0	11.4	24.4	19.6	2.3	2.0	11.1	9.1

자료: 미래에셋대우 리서치센터, Bloomberg

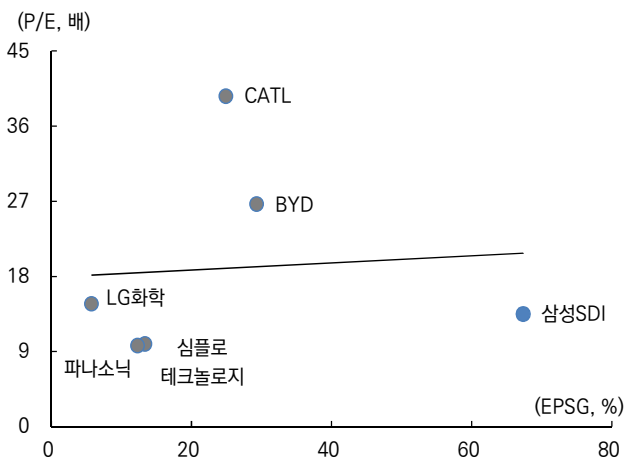
그림 7. 글로벌 배터리 업체 2018년과 2019년 P/B-ROE 비교



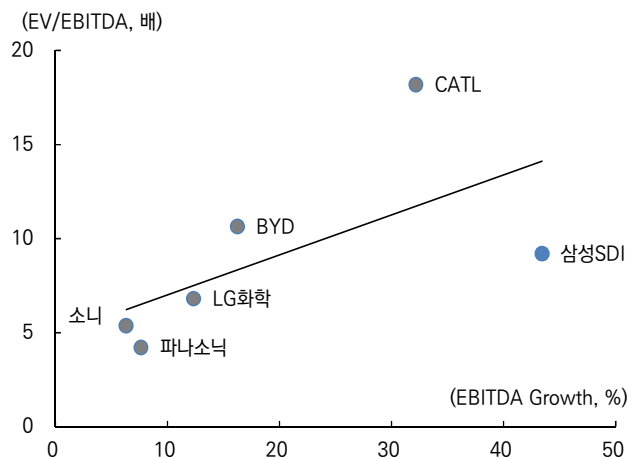
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. P/E-EPG 비교 (19F 기준)

그림 9. EV/EBITDA-EBITDA 비교 (19F 기준)



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터



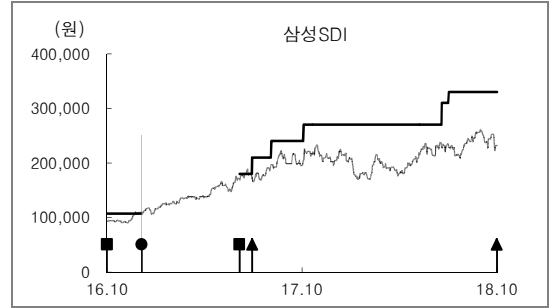
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

삼성SDI

높아진 기대치마저 상회, 이제 시작된 성장

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성SDI(006400)				
2018.07.30	매수	330,000	-	-
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
2017.07.03	Trading Buy	180,000	-0.90	5.00
2017.01.01	중립	-	-	-
2016.12.31	분석 대상 제외	-	-	-
2016.10.28	Trading Buy	107,000	-9.47	2.80
2016.09.11	Trading Buy	120,000	-20.49	-16.67



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

투자의견 분류 및 적용기준

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 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
73.71%	13.92%	12.37%	0.00%

* 2018년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 삼성SDI(를) 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.