

전자재료

Results Comment

2019.1.28

투자여건(유지) **매수**

목표주가(12M,유지) **350,000원**

현재주가(19/01/25) 232,500원

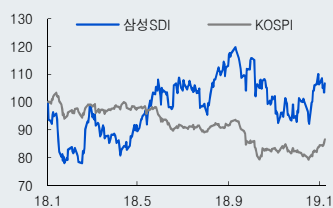
상승여력 51%

영업이익(18F,십억원) 715  
 Consensus 영업이익(18F,십억원) 720

EPS 성장률(18F,%) 6.7  
 MKT EPS 성장률(18F,%) 5.4  
 P/E(18F,x) 22.0  
 MKT P/E(18F,x) 9.1  
 KOSPI 2,177.73

시가총액(십억원) 15,988  
 발행주식수(백만주) 70  
 유동주식비율(%) 74.5  
 외국인 보유비중(%) 39.1  
 배타(12M) 일간수익률 1.48  
 52주 최저가(원) 170,000  
 52주 최고가(원) 261,000

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월  
 절대주가 6.4 1.1 10.7  
 상대주가 0.4 5.5 30.3



[디스플레이/배터리]

김철중

02-3774-1464

chuljoong.kim@miraeasset.com

# 삼성SDI (006400)

## 1Q19, 마지막 매수 기회

### 4Q18 Review: 시장 예상치 부합하는 견조한 실적 기록

삼성SDI의 4Q18 매출액은 2.5조원(-1.8% QoQ, +33.7% YoY), 2,487억원(+3.0% QoQ, +109.7 YoY)를 기록하였다. 매출액은 시장 예상치를 소폭 하회하였으나, 수익성은 전분기 대비 개선되었다.

**매출액이 시장 예상치를 하회한 것은 ESS 사업부에 기인한다.** 4Q18 ESS 사업부 매출액은 전분기 대비 -15% 하락하였다. 국내 ESS 화재에 따른 물량 감소가 그 이유이다. 1분기까지 매출 감소는 불가피 할 것으로 예상된다. 화재 관련 조사가 완료되는 2분기 이후부터는 대기 수요가 증가하며, 회복 국면으로 접어들 것으로 판단한다.

**높은 수익성을 기록한 이유는 소형전지와 전자재료 사업부에 기인한다.** 소형전지는 원통형 중심으로 고 수익성을 지속하고 있다. 전자재료 사업부의 4Q18 영업이익률은 18%를 기록하였다. 수익성이 좋은 OLED 재료(P도판트, 그린호스트)의 매출 비중이 높아졌기 때문이다.

### 너무나 저평가된 전기차 배터리 가치

**동사의 전기차 배터리 가치는 경쟁사 대비 심각한 저평가 상황이라는 판단이다.** 동사의 EV 배터리 적정 가치를 7.0조원으로 산정한다. 23년 예상 EBITDA에 EV/EBITDA 배수 5.0배를 적용하였다.

**당사는 삼성SDI의 23년 EV 배터리 매출액을 7.2조원으로 추정하는데, 향후 10조원 이상으로 상향 조정될 가능성이 높다고 판단한다.** 1) 누적 수주 금액(40조원 이상 추정), 2) 삼성SDI의 중장기 M/S 목표(20%)를 감안할 시 추가 상승 여력이 존재하기 때문이다.

**수익성 역시 상향 조정될 가능성이 높다.** 1) 감가상각비 내용연수를 8년 → 6년으로 조정하였으며, 2) 평가가 상승하고 있기 때문이다. 원재료 가격 연동 건의 비중이 높아지면서, 시장 예상대비 견조한 평가 협상 기초를 유지하고 있는 것으로 판단한다. 중대형전지가 흑자 전환하는 하반기부터 전기차 사업부분 가치는 경쟁사와 밸류에이션 갭을 해소하며 레벨업 될 것으로 판단한다.

### 1Q19, 마지막 매수 기회

**삼성SDI에 목표주가 35만원을 유지한다.** ESS 화재는 단기적인 이슈에 불과하며, 전자 이익에 주는 영향 또한 미미하다. 하반기부터는 1) 폭스바겐 ID 등 전기차 신제품 출시 기대감이 선반영 될 것이며, 2) SDC 지분 가치도 QD-OLED 신규 투자, 폴더블 기기 출시에 따라 상향 조정될 것으로 판단한다. 3) ESS 역시 해외 수주가 하반기에 집중되며 실적 개선에 기여할 것으로 예상된다. 전분기 대비 매출액 및 이익이 감소하는 **1Q19가 마지막 매수 기회**라는 판단이다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	4,955	5,201	6,322	9,158	11,356	13,779
영업이익 (십억원)	-267	-926	117	715	1,025	1,282
영업이익률 (%)	-5.4	-17.8	1.9	7.8	9.0	9.3
순이익 (십억원)	54	219	657	701	1,031	1,314
EPS (원)	765	3,117	9,338	9,962	14,643	18,663
ROE (%)	0.5	2.0	6.0	6.0	8.3	9.8
P/E (배)	149.0	35.0	21.9	22.0	15.9	12.5
P/B (배)	0.7	0.7	1.2	1.2	1.2	1.1
배당수익률 (%)	0.9	0.9	0.5	0.5	0.4	0.4

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

표 1. 삼성SDI 2018년 4분기 주요 손익 추정 및 컨센서스 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, 원, %)

	4Q17	3Q18	4Q18P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,854	2,523	2,479	2,756	2,726	33.7	-1.8
영업이익	119	242	249	253	254	109.7	2.9
영업이익률	6.4	9.6	10.0	6.4	9.3	3.6	0.5
세전이익	333	306	391	372	370	17.4	27.7
순이익	238	215	266	270	289	7.0	18.3

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	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018P	2019F
<b>매출액</b>	<b>1,909</b>	<b>2,248</b>	<b>2,522</b>	<b>2,479</b>	<b>2,365</b>	<b>2,481</b>	<b>2,899</b>	<b>3,610</b>	<b>9,157</b>	<b>11,356</b>
전지	1,419	1,728	1,923	1,881	1,820	1,935	2,312	2,992	6,951	9,059
소형전지(IT)	889	950	1,146	1,134	1,145	1,202	1,317	1,395	4,118	5,059
중대형전지(EV, ESS)	530	778	778	748	675	733	995	1,597	2,833	4,000
전자재료	490	519	598	597	545	546	587	619	2,204	2,297
<b>영업이익</b>	<b>72</b>	<b>153</b>	<b>241</b>	<b>249</b>	<b>169</b>	<b>213</b>	<b>284</b>	<b>359</b>	<b>715</b>	<b>1,025</b>
전지	24	97	147	144	98	141	201	273	412	712
소형전지(IT)	89	92	169	185	135	142	181	195	535	652
중대형전지(EV, ESS)	-65	5	-21	-41	-37	-1	20	77	-122	59
전자재료	48	56	94	104	72	72	83	86	303	313
기타										
<b>영업이익률</b>	<b>3.8</b>	<b>6.8</b>	<b>9.6</b>	<b>10.0</b>	<b>7.2</b>	<b>8.6</b>	<b>9.8</b>	<b>9.9</b>	<b>7.8</b>	<b>9.0</b>
전지	1.7	5.6	7.6	7.7	5.4	7.3	8.7	9.1	5.9	7.9
소형전지(IT)	10.0	9.7	14.7	16.3	11.7	11.8	13.7	14.0	13.0	12.9
중대형전지(EV, ESS)	-12.3	0.6	-2.8	-5.5	-5.5	-0.2	2.0	4.8	-4.3	1.5
전자재료	9.8	10.8	15.8	17.5	13.1	13.2	14.1	13.9	13.7	13.6

자료: 삼성SDI, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 삼성SDI Valuation Table

(십억원, %, 원)

Operating value	EBITDA	Applied EV/EBITDA	EV	Note
IT	951	7	6,659	Global peer 평균 7.0배 적용
EV	1,392	5	6,958	2023년 예상 EBITDA, LG화학 대비 할인
ESS	201	9	1,809	2020년 예상 EBITDA에 9.0배 적용
EM (Electronic Materials)	450	5	2,251	업황 둔화 고려, 적용 배수 할인
<b>Total operating value (A)</b>			<b>17,677</b>	
Investment asset value (SDC)				
Samsung Display	10,688	3.1	5,036	Global panel Peer 평균 3.1X 적용 3Q18 기준 장부가 4.8조원
Investment asset value (listed)	Market cap.	% discount	EV	
Shilla Hotel	2,763	30.0	2	0.1% ownership
S1	3,876	30.0	298	11.0% ownership
Samsung Engineering	3,459	30.0	283	11.7% ownership
Samsung Heavy	4,700	30.0	13	0.4% ownership
Investment asset value (unlisted)	Book value	% discount	EV	
Valuation gains/losses on investment securities	2,070	30.0	1,449	Excluding Samsung Display
<b>Total investment asset value (B)</b>			<b>7,082</b>	30% discount to book value
Net borrowings (C)			931	3Q18
Equity value (A)+(B)-(C)+(D)			23,827	
Number of outstanding shares			68,765	
Value per share			346,502	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

### 너무나 저평가 된 전기차 배터리 사업 가치

동사의 전기차 배터리 가치는 경쟁사 대비 심각한 저평가 상황이라는 판단이다. 동사의 EV 배터리 적정 가치를 7.0조원으로 산정한다. 23년 예상 EBITDA에 EV/EBITDA 배수 5.0배를 적용하였다.

당사는 삼성SDI의 23년 EV 배터리 매출액을 7.2조원으로 추정하는데, 향후 10조원 이상으로 상향 조정될 가능성이 높다고 판단한다. 1) 누적 수주 금액(40조원 이상 추정), 2) 삼성SDI의 중장기 M/S 목표(20%)를 감안할 시 추가 상승 여력이 존재하기 때문이다.

수익성 역시 상향 조정될 가능성이 높다. 1) 감가상각비 내용연수를 8년 → 6년으로 조정하였으며, 2) 판가가 상승하고 있기 때문이다. 원재료 가격 연동 건의 비중이 높아지면서, 시장 예상대비 견조한 판가 협상 기초를 유지하고 있는 것으로 판단한다. 중대형전지가 흑자 전환하는 하반기부터 전기차 사업부분 가치는 경쟁사와 밸류에이션 갭을 해소하며 레벨업 될 것으로 판단한다.

표 4. 삼성SDI EV용 배터리 실적 추정

(천대, %, 십억원, 배)

		2018F	2020F	2023F	2025F
배터리 가격		155	100	90	82
배터리 시장	미국	1,948	5,447	9,365	11,836
규모(금액)	유럽	2,381	5,755	13,740	21,708
	중국	9,414	10,784	20,802	30,719
	기타	2,249	9,238	11,356	17,563
	계	15,993	31,224	55,264	81,826
삼성SDI 점유율	미국	16	10	15	10
	유럽	30	30	30	20
	중국	0	0	0	10
	기타	15	15	15	10
	계	9	12	13	13
삼성SDI 매출액	미국	312	545	1,405	1,184
	유럽	714	1,727	4,122	4,342
	중국	0	0	0	3,072
	기타	337	1,386	1,703	1,756
	계	1,363	3,657	7,230	10,353
삼성SDI 출하량	미국	2,011	5,447	15,609	14,435
	유럽	4,610	17,264	45,801	52,945
	중국	0	0	0	34,549
	기타	2,177	13,857	18,927	21,419
	계	8,797	36,568	80,337	123,348
삼성SDI 영업이익	영업이익	-268	70	362	725
	영업이익률	-19.7	1.9	5.0	7.0
	감가비	194	453	1,030	1,327
	EBITDA	-74	522	1,392	2,052
	EV/EBITDA		7	5	5
	사업 가치		3,656	6,958	10,259

자료: 미래에셋대우 리서치센터

## Global Peer Valuation

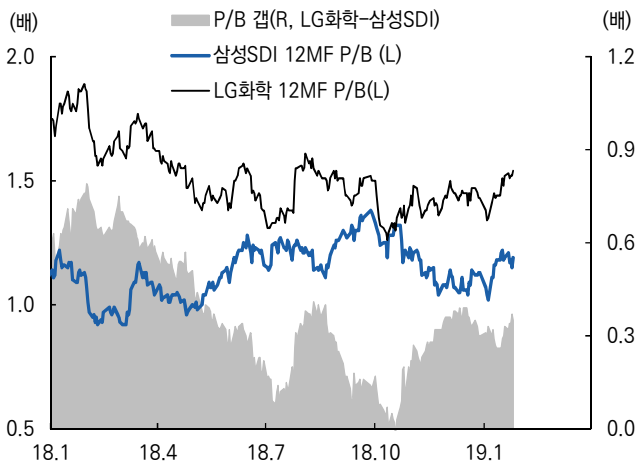
표 5. 글로벌 동종 업체 Valuation 테이블

(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	15,988	9,158	11,356	715	1,025	1,037	1,384	6.0	8.3	22.0	15.9	1.2	1.2	12.9	9.8
CATL	28,180	4,698	6,437	713	901	588	734	11.7	12.5	47.0	37.6	5.2	4.6	24.5	18.6
LG화학	26,366	27,917	31,494	2,349	2,493	1,624	1,761	9.7	9.6	17.0	15.9	1.6	1.5	7.4	6.7
파나소닉	26,790	85,782	89,176	4,327	4,518	2,589	2,732	13.9	13.3	10.0	9.4	1.3	1.2	4.1	4.0
소니	68,954	90,824	92,395	9,105	9,142	6,936	6,030	20.7	15.2	10.1	11.5	1.9	1.6	4.7	4.6
BYD	20,891	21,039	24,951	1,170	1,380	520	697	5.6	7.1	35.3	26.5	1.9	1.8	12.0	10.3
평균								11.3	11.0	23.6	19.5	2.2	2.0	10.9	9.0

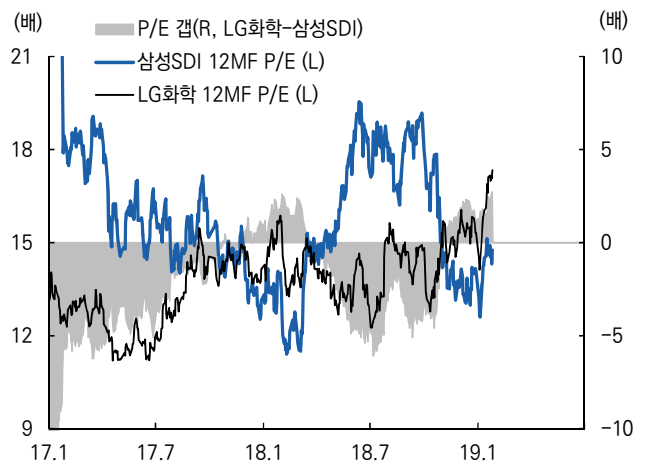
자료: 미래에셋대우 리서치센터, Bloomberg

그림 1. 삼성SDI와 LG화학 12개월 선행 P/B 비교



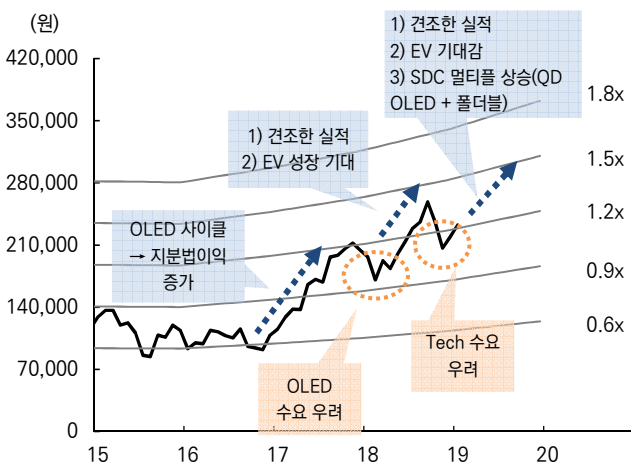
자료: WiseFn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 삼성SDI와 LG화학 12개월 선행 P/E 비교



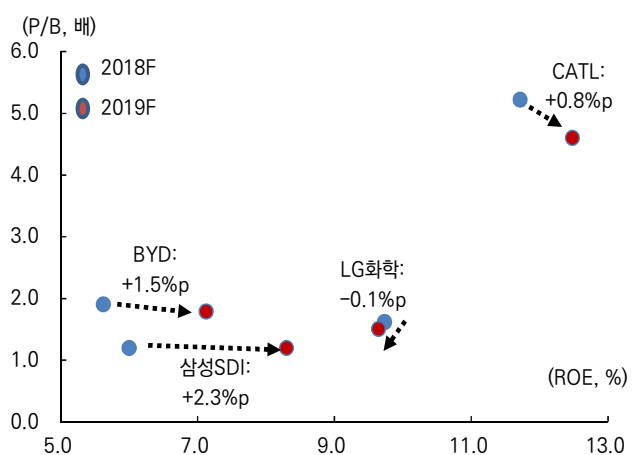
자료: WiseFn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 삼성SDI 12개월 선행 P/B 밴드



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 글로벌 배터리 업체 P/B-ROE 비교

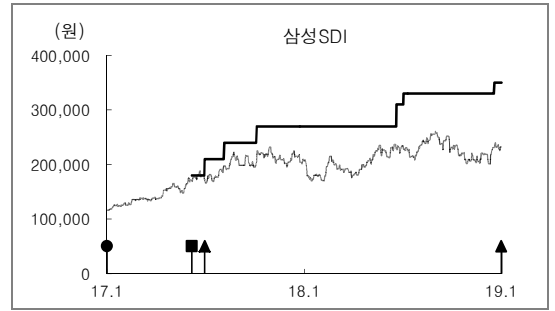


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

**삼성SDI**

1Q19, 마지막 매수 기회

제시일자	투자의견	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
2017.07.03	Trading Buy	180,000	-0.90	5.00
2017.01.01	중립	-	-	-



\* 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)
81.28%	9.63%	9.09%	0.00%

\* 2018년 12월 31일 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.