LEADING

Company Report

삼성SDI(006400)

2018년 6월 25일

중대형전지시장 성장의 최대 수혜

BUY(TP 상향)

목표주가	280,000 원
현재주가	227,000 원
목표수익률	23.3 %
Key Data	**2018 년 6 월 22 일**
산업분류	전기,전자
KOSPI	2,357.22
시가총액 (억원)	156,095
발행주식수 (백만주)	68.8
외국인 지분율 (%)	40.1
52 주 고가 (원)	235,500
저가 (원)	164,500
60 일 일평균거래대금 (십억원)	69.9
주요주주	**(%)**
㈜삼성전자 외 6인	20.6

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	14.7	12.1	38.4
상대주가	19.9	16.1	39.2

Relative Performance

LEADING RESEARCH

Analyst 서형석
hsseo@leading.co.kr
+822-2009-7086

Analyst 정태원
twchung@leading.co.kr
+822-2009-7087

1. 투자의견 및 목표주가 : BUY & 280,000원

투자의견 '매수(BUY)' 유지 및 목표주가 280,000 원으로 상향. **목표주가 280,000 원은 12M Fwd BPS 186,600 원에 Target Multiple PBR 1.5 배 적용**. Target Valuation 은 동사의 과거 Valuation 상단.

TP 상향은 '18 년 정부의 신재생에너지 육성 정책 등으로 인한 ESS 시장의 우호적 환경 및 중형, 소형 LiB 의 수요 증가에 따른 실적 성장이 예상되기 때문.

2. 실적전망 및 투자포인트

'18년 실적은 매출액 8조 8,907억원(YoY+40.6%), 영업이익 5,238억원 (YoY+348.1%), 당기순이익 1조 93억원 (YoY+56.9%) 전망. 실적 성장은 정부 정책에 따른 산업용 ESS 시장 호황 및 유럽 시장 PHEV, LVS 중심 LiB 공급 확대에 기인.

1) 정부의 태양광 연계 ESS 신재생 에너지 공급인증서(REC) 가중치 5.0 부여 및 산업용 전기료 인상, 삼성전자의 신재생에너지 투자 확대 등에 따라 '18년 우호적인 ESS 시장 환경 전망. 올해 동사의 실적 성장의 주요 모멘텀으로 전망.

2) 유럽 고객사의 EV 용 LiB 수요 매년 증가 추세에 있으며, 전체 전기차 시장의 약 50% 를 차지하고 있는 HEV 向 LVS 공급 확대에 따른 실적 성장 기대.

3) 전자기기의 Cordless 추세 및 친환경 제품에 대한 수요 점증하며 LiB 를 탑재한 Power Devices 및 Trans Devices 확대 예상. Non-IT 向 소형전지 공급 확대될 것으로 분석.

Valuation Forecast

구분	단위	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	억원	49,549	52,008	63,216	88,907	102,885
영업이익	억원	-2,675	-9,263	1,169	5,238	7,606
세전이익	억원	-1,701	-8,207	8,241	12,437	15,246
순이익	억원	257	2,111	6,432	10,093	12,373
지배순이익	억원	538	2,194	6,572	9,595	12,249
PER	배	145.58	34.16	21.40	16.27	12.74
PBR	배	0.71	0.70	1.25	1.29	1.18
EV/EBITDA	배	19.17	-	24.51	15.25	12.10

Source: Leading Research Center, K-IFRS 연결기준

3. ESS 사업 환경 매우 긍정적

올해는 동사의 성장동력인 중대형 전지 사업부가 전사 실적을 견인할 것으로 전망된다. 중대형 전지 부문 매출액은 3 조 218 억원(YoY+105.8%)으로 고성장이 전망된다. 이는 상업용 ESS 실적 급성장에 기인한다. 동사의 ESS 매출 비중은 '17 년 6.5% 에서 '18 년 16.5% 로 확대될 전망이다.

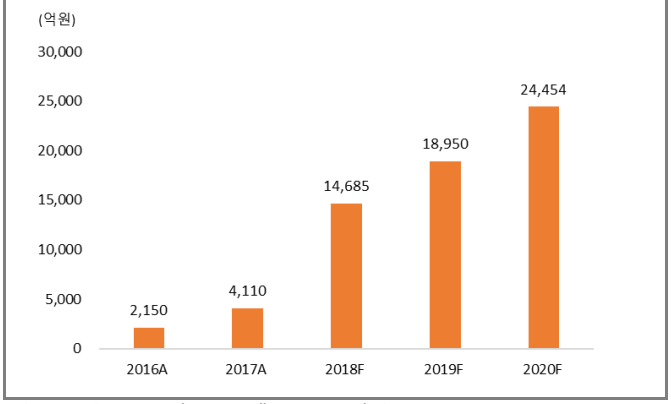
동사의 '18 년 상업용 ESS 실적은 매출액 1 조 4,685 억원(YoY+257.3%), 영업이익 1,307 억원(YoY+502.3%) 로 급성장할 것으로 추정된다. 동사의 ESS 성장은 주로 정부 정책의 영향으로 국내 시장이 빠르게 확대됨에 따른 것이다. 정부는 '30 년까지 국내 신재생에너지 비중을 전국 평균 20% 로 확대할 계획이며, 이에 지속적인 지원정책을 기대할 수 있을 것으로 판단된다. 정부의 대표적인 ESS 산업 육성 정책은 '태양광 연계 ESS 신재생에너지 공급인증서(REC)' 가중치 5.0 부여 등이다.

정부는 ESS 산업 육성을 위해 태양광 발전 설비에 ESS 를 연계하여 설치하는 경우 신재생에너지 공급 인증서(REC) 가중치 5.0 을 부여한다. 최근 가중치 5.0 을 '19 년 말까지 유지할 것으로 발표하였다. 태양광 발전 시설을 ESS 를 연계하여 설치하는 경우 태양광 발전 시설만 설치하는 경우 대비 월 수익이 최대 3 배까지 늘어나며 ESS 보급 규모가 빠르게 확대되었다. 이러한 추세가 '19 년말까지 지속될 전망이다.

동사 실적의 중장기 모멘텀으로 작용할 정부 정책은 산업용 전기료 인상이다. 정부는 산업용 전기 요금 개편에 착수했다. 기업들이 주로 사용하는 심야시간 전기요금 할인 폭을 축소하는 방식으로 전기요금을 인상하는 것이다. 이는 기업들의 ESS 도입을 촉진시킬 것으로 분석된다.

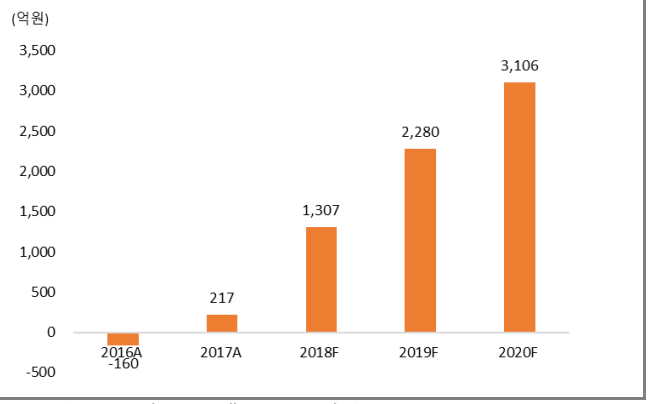
또한 향후 삼성전자의 신재생에너지에 대한 투자 확대에 따른 동사의 수혜가 기대된다. 삼성전자는 수원 사업장에 42,000 ㎡ 규모의 태양광 패널을 설치하는 등 국내외 사업장에 '20 년까지 3.1GW 급 태양광 발전을 구축하는 계획을 발표했다. 이로 인해 최대 2 조 5,000 억원 규모의 ESS 수요가 발생할 것으로 전망되어 그룹 계열사인 동사의 수혜가 예상된다.

Exhibit 1. ESS 매출액 추이 전망



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 2. ESS 영업이익 추이 전망



Source: Company data, Leading Research Center

4. 점차 현실화되는 꿈, 전기자동차

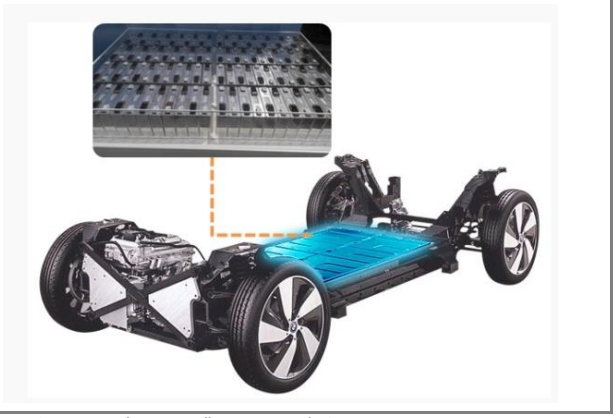
'18 년 동사의 EV 전지 매출액은 1 조 5,533 억원(YoY+47.0%) 로 추정된다. 매년 40% 내외의 고성장세를 유지하며 동사의 미래 성장동력으로 자리매김하고 있다. 이는 유럽 고객사들의 전기차 비중 확대에 기인한 것이며, 향후 이러한 기조는 지속될 전망이다.

동사의 주요 고객사인 BMW 의 '18 년 1 분기 전기차 판매량은 약 2.6 만대(YoY+38.4%) 를 기록했다. BMW 의 '18 년 전기차 예상 판매량은 14 만대에 달할 전망이다. BMW 는 매년 전기차 신차를 출시하며 '25 년까지 전기차 판매 비중이 약 20% 까지 상승할 것으로 추정된다. 이외에도 VW 등 유럽 고객사의 EV 용 중대형 배터리 수요는 빠르게 상승하고 있어 동사의 현재 매출 성장세는 지속될 것으로 예상된다.

자동차의 전장화로 인한 자동차 內 필요 전력량 증가에 따른 LVS(Low Voltage System, 저전압배터리시스템) 수요 증가 및 동사 LVS 팩 판매 증가가 전망된다. LVS 는 기존 내연기관 자동차에 납축 배터리를 대체하거나 추가 장착하는 방식으로 기존 자동차에 비교적 작은 설계 변경으로도 배터리 성능을 크게 향상시켜 전장 기능을 수행하도록 하는 솔루션이다.

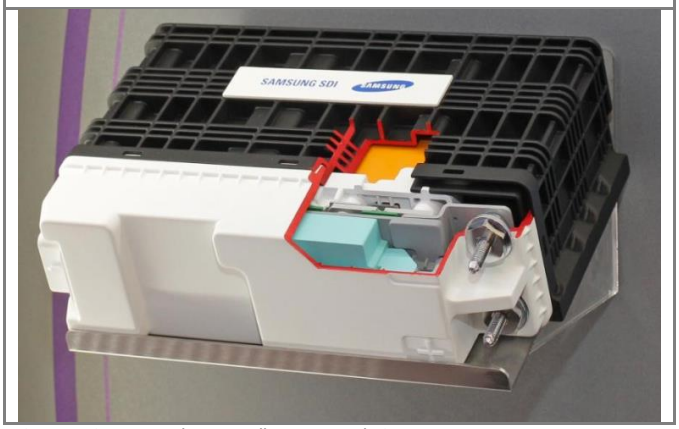
LVS 는 기존 내연기관 자동차의 제조 플랫폼을 최대로 활용하여 HEV(Hybrid 자동차) 전기차 장점을 상당부분 구현할 수 있는 장점이 있다. SNE 리서치에 따르면 '18 년 HEV 는 전체 전기자동차 시장의 약 50% 비중을 차지하며 BEV 및 PHEV 와 함께 빠르게 성장하고 있다. '18 년 동사의 LVS 팩 공급 증가가 기대되는 이유이다.

Exhibit 3. 동사의 배터리 팩이 적용된 EV 하부



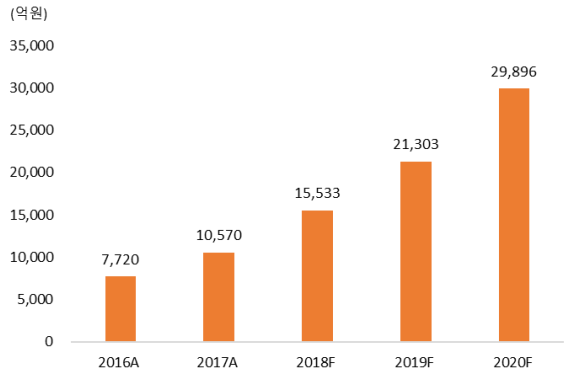
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 4. 동사의 LVS 팩



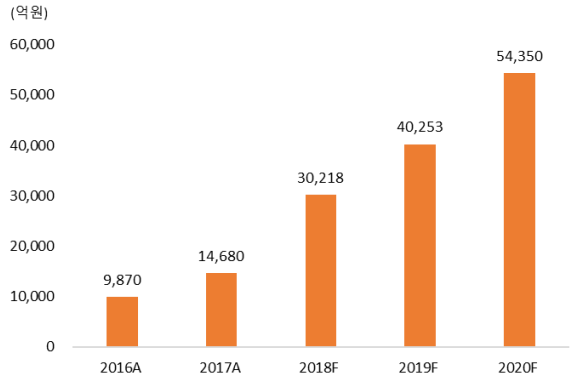
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 5. 중형전지(EV) 매출액 추이 전망



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 6. 중대형전지(EV+ESS) 매출액 추이 전망



Source: Company data, Leading Research Center

5. Non-IT 가 견인하는 소형 전지

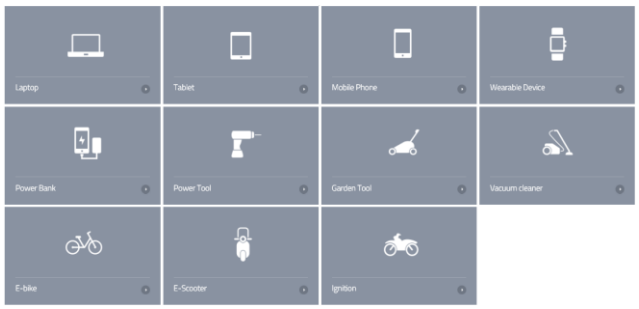
중대형전지뿐 아니라 소형전지에서도 높은 성장세가 지속될 전망이다. '18 년 소형전지 매출액은 3 조 7,590 억원(YoY+32.8%)으로 추정된다. 중국 向 폴리머 전지 판매 확대와 더불어 Non-IT 용 원형 배터리 판매 호조 등 원인에 기인한다. 특히 Power Devices 및 Trans Devices 등 Non-IT 에서의 성장이 두드러진다.

Power Tool, Garden Tool, Vacuum Cleaner 등 Power Devices 에서 Cordless 추세에 따라 LiB 수요가 급증하고 있다. 동사는 Power Tool 용 LiB 중 세계 최대 용량인 3.0Ah 를 보유하고 있어 적은 수의 배터리로 기존과 동일한 용량의 배터리 팩을 생산할 수 있다. 이에 경량화된 Power Tool 생산이 가능하게 된다.

Garden Tool 은 엔진 타입에서 LiB 타입으로 전환되는 추세이다. 엔진 타입 Garden Tool 의 경우 일산화탄소(CO), 탄화수소(HC), 질소산화물(NOx) 등 인체에 유해한 가스를 배출하기 때문이다. LiB 를 적용한 Garden Tool 은 전기 구동방식으로 배터리 방전에 따른 배출 물질이 없다. 또한 LiB 를 장착한 Garden Tool 의 소리 크기는 30~50dB 로 엔진 타입 대비 50% 미만이기 때문에 선호되고 있는 추세이다.

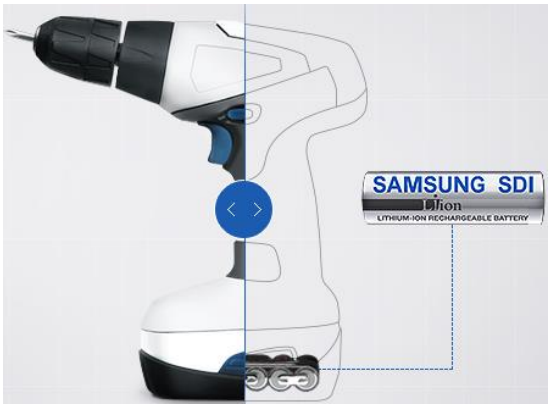
Trans Devices 에서의 LiB 수요 역시 증가하고 있다. 엔진 타입의 스쿠터의 특성상 연료 주입, 엔진오일 및 오일필터 교체 등 주기적인 유지보수 작업이 필요한 반면, 전기 스쿠터의 경우 별도의 유지/보수 작업이 필요하지 않은 장점이 있어 수요가 증가하고 있다. 이외에도 전기 자전거, Wearable Devices 등에서 발생하는 신규 수요 또한 동사의 소형전지 공급 확대가 기대되는 이유이다.

Exhibit 7. 소형전지 탑재 Application



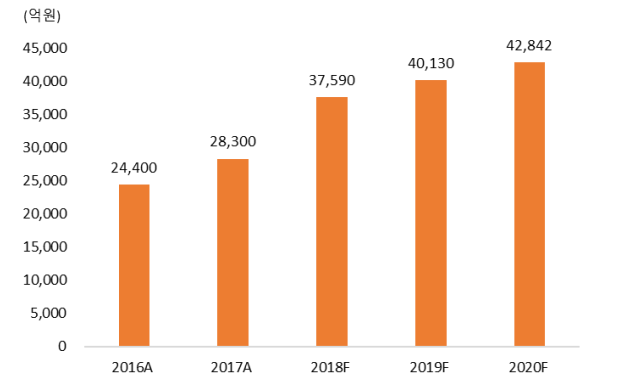
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 8. Power Tool 에 동사의 Cylindrical Cell 적용



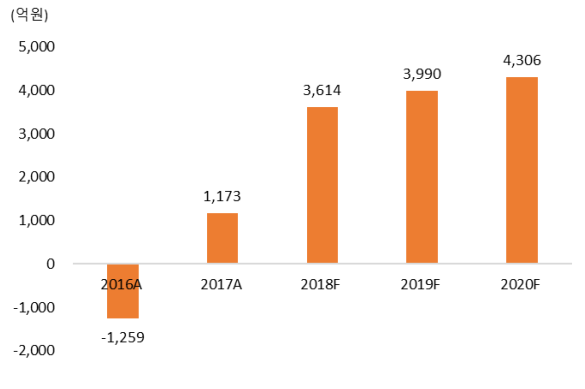
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 9. 소형전지 매출액 추이 전망



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 10. 소형전지 영업이익 추이 전망



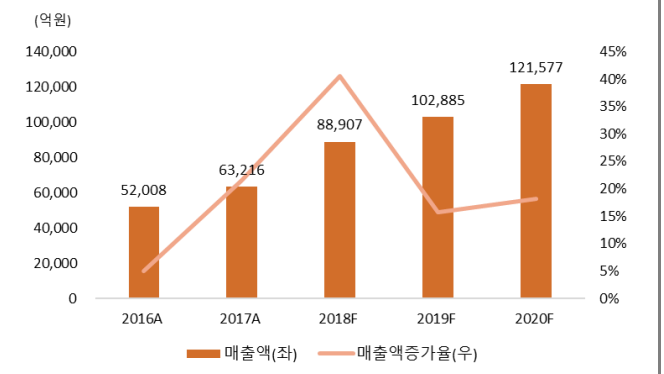
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 11. 사업부별 실적 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	**1,304**	**1,454**	**1,706**	**1,852**	**1,909**	**2,227**	**2,349**	**2,406**	**5,199**	**6,316**	**8,891**	**10,289**
에너지솔루션												
소형전지	547	672	791	820	880	946	972	961	2,440	2,830	3,759	4,013
중대형전지												
중형전지(EV)	207	262	293	295	297	357	421	478	772	1,057	1,553	2,130
대형전지(ESS)	69	54	84	204	241	410	407	411	215	411	1,469	1,895
전자재료	481	466	538	533	491	514	549	556	1,772	2,018	2,110	2,250
영업이익	**- 67**	**6**	**60**	**119**	**72**	**138**	**155**	**159**	**- 273**	**117**	**524**	**760**
에너지솔루션												
소형전지	- 34	19	55	78	86	84	98	93	- 126	117	361	399
중대형전지												
중형전지(EV)	- 75	- 66	- 62	- 43	- 78	- 45	- 46	- 39	- 297	- 246	- 208	- 118
대형전지(ESS)	- 6	2	5	21	17	40	36	38	- 16	22	131	228
전자재료	48	52	62	63	46	59	67	68	167	224	239	251
영업이익률	***-5.2%***	***0.4%***	***3.5%***	***6.4%***	***3.8%***	***6.2%***	***6.6%***	***6.6%***	***-5.2%***	***1.9%***	***5.9%***	***7.4%***
에너지솔루션												
소형전지	*-6.2%*	*2.8%*	*6.9%*	*9.5%*	*9.8%*	*8.9%*	*10.1%*	*9.7%*	*-5.2%*	*4.1%*	*9.6%*	*9.9%*
중대형전지												
중형전지(EV)	*-36.3%*	*-25.3%*	*-21.0%*	*-14.6%*	*-26.1%*	*-12.7%*	*-10.9%*	*-8.2%*	*-38.5%*	*-23.3%*	*-13.4%*	*-5.5%*
대형전지(ESS)	*-8.8%*	*3.3%*	*6.2%*	*10.2%*	*7.1%*	*9.8%*	*8.9%*	*9.1%*	*-7.4%*	*5.3%*	*8.9%*	*12.0%*
전자재료	*10.0%*	*11.1%*	*11.5%*	*11.8%*	*9.4%*	*11.4%*	*12.2%*	*12.2%*	*9.4%*	*11.1%*	*11.3%*	*11.2%*

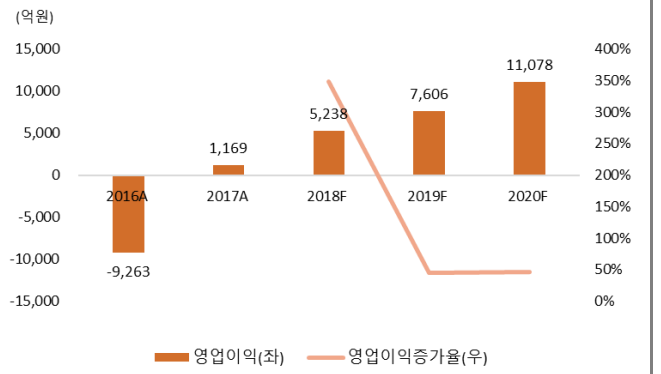
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 12. 매출액 및 매출액성장률



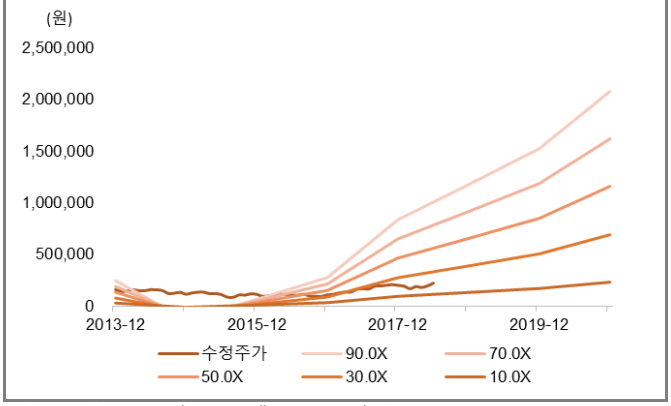
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 13. 영업이익 및 영업이익성장률



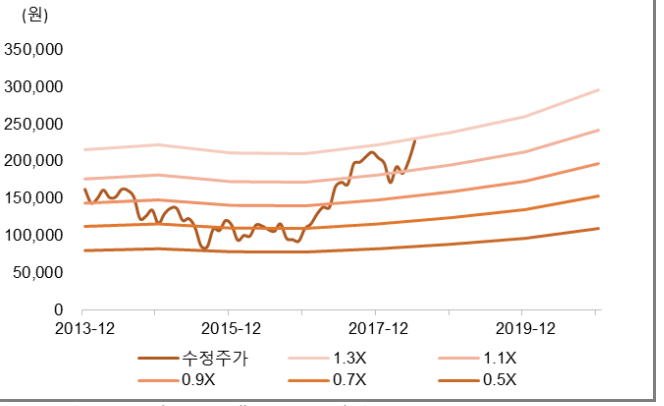
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 14. PER band



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 15. PBR band



Source: Company data, Leading Research Center

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	149,003	157,515	173,366	191,355	209,159
유동자산	39,583	36,051	39,679	43,796	47,871
현금및현금성자산	10,117	12,090	13,307	14,688	16,054
단기금융자산	9,338	1,153	1,269	1,401	1,532
매출채권및기타채권	9,295	11,171	12,295	13,571	14,834
재고자산	7,291	9,666	10,638	11,742	12,835
비유동자산	109,420	121,464	133,688	147,559	161,289
장기금융자산	16,319	17,892	19,693	21,736	23,759
관계기업등투자자산	55,256	62,193	68,452	75,555	82,585
유형자산	25,038	29,303	32,252	35,599	35,557
무형자산	9,417	8,974	8,270	7,559	6,881
부채총계	39,362	42,995	50,318	56,517	59,136
유동부채	22,128	26,704	29,289	32,328	35,335
단기차입부채	3,840	11,907	13,002	14,352	15,687
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	14,771	12,145	13,368	14,755	16,128
비유동부채	17,234	16,291	21,030	24,190	23,800
장기차입부채	5,666	3,453	3,641	4,018	4,392
기타장기금융부채	192	202	223	246	269
자본총계*	109,641	114,520	123,048	134,838	150,024
지배주주지분*	107,221	112,573	120,871	132,639	147,822
비지배주주지분	2,420	1,947	2,177	2,198	2,202

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	52,008	63,216	88,907	102,885	121,577
매출원가	44,503	51,525	70,603	80,920	93,886
매출총이익	7,506	11,691	18,304	21,965	27,691
판매비와관리비	16,769	10,522	13,066	14,359	16,613
영업이익	-9,263	1,169	5,238	7,606	11,078
EBITDA	-4,713	5,768	10,268	12,965	16,540
비영업손익	1,056	7,072	7,199	7,640	8,480
이자수익	329	178	207	240	284
이자비용	351	228	329	380	449
배당수익	118	78	255	87	102
외환손익	-230	152	453	522	615
관계기업등관련손익	2,452	6,954	6,144	6,631	7,295
기타비영업손익	-1,260	-63	469	539	634
세전계속사업이익	-8,207	8,241	12,437	15,246	19,558
법인세비용	578	1,809	2,344	2,873	3,686
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	10,896	0	0	0	0
당기순이익*	2,111	6,432	10,093	12,373	15,873
지배주주순이익*	2,194	6,572	9,595	12,249	15,714
비지배주주순이익	-83	-140	498	124	159
기타포괄손익	-2,222	-62	194	188	138
총포괄손익	-111	6,370	10,287	12,561	16,011

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	-13,095	-2,501	9,616	10,582	6,568
당기순이익	2,111	6,432	10,093	12,373	15,873
현금유입(유출)이없는수	1,500	286	569	1,132	1,301
자산상각비	4,550	4,599	5,031	5,360	5,462
영업자산부채변동	-14,129	-8,413	1,202	90	-6,756
매출채권및기타채권	-435	-3,028	-819	-1,276	-1,263
재고자산감소(증가)	-1,779	-1,163	-359	-1,104	-1,093
매입채무및기타채무	-944	1,772	-723	1,387	1,373
투자활동현금흐름	18,543	893	-9,136	-10,978	-6,964
투자활동현금유입액	32,199	10,976	10,782	17,445	1,972
유형자산	793	344	1,181	1,587	1,263
무형자산	2	187	40	10	24
투자활동현금유출액	13,657	10,083	19,918	28,422	8,936
유형자산	8,326	9,915	7,946	9,544	6,004
무형자산	90	36	43	48	26
재무활동현금흐름	-8,187	3,534	359	1,254	1,148
재무활동현금유입액	6,240	9,101	5,701	6,346	6,327
단기차입부채	5,065	7,085	5,287	4,292	4,737
장기차입부채	679	1,979	414	912	1,006
재무활동현금유출액	13,700	4,867	4,673	4,510	4,612
단기차입부채	11,151	2,927	3,008	2,943	3,402
장기차입부채	0	999	330	534	632
기타현금흐름	0	0	231	522	615
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	-23	47	146	0	0
현금변동	-2,763	1,973	1,217	1,381	1,367
기초현금	12,880	10,117	12,090	13,307	14,688
기말현금	10,117	12,090	13,307	14,688	16,054

투자지표

(단위: 원,배,%)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표 및 주가배수					
EPS*	3,191	9,558	13,953	17,813	22,852
BPS*	155,925	163,708	175,776	192,889	214,969
CFPS	-19,044	-3,637	13,985	15,389	9,551
SPS	75,632	91,931	129,292	149,619	176,802
EBITDAPS	-6,854	8,388	14,933	18,855	24,053
DPS (보통,현금)	1,000	1,000	952	952	952
배당수익률 (보통,현금)	0.9	0.5	0.4	0.4	0.4
배당성향 (보통,현금)	30.9	10.2	7.0	5.5	4.3
PER*	34.2	21.4	16.3	12.7	9.9
PBR*	0.7	1.2	1.3	1.2	1.1
PCFR	-	-	16.2	14.8	23.8
PSR	1.4	2.2	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	-	24.5	15.3	12.1	9.5
재무비율					
매출액증가율	5.0	21.5	40.6	15.7	18.2
영업이익증가율	적지	흑전	348.1	45.2	45.6
지배주주순이익증가율*	721.9	204.7	56.9	22.6	28.3
매출총이익률	14.4	18.5	20.6	21.3	22.8
영업이익률	-17.8	1.8	5.9	7.4	9.1
EBITDA이익률	-9.1	9.1	11.5	12.6	13.6
지배주주순이익률*	4.1	10.2	11.4	12.0	13.1
ROA	-6.0	0.8	3.2	4.2	5.5
ROE	2.0	6.0	8.2	9.7	11.2
ROIC	-32.2	3.0	12.0	16.4	19.8
부채비율	35.9	37.5	40.9	41.9	39.4
차입금비율	8.7	13.4	13.5	13.6	13.4
순차입금비율	-8.5	2.4	2.2	2.3	2.2

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

Source: Company Data, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

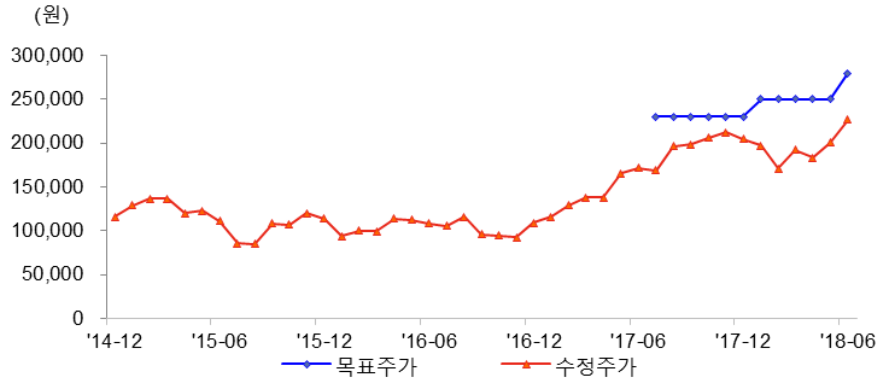
▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

삼성전기(009150)

일자	2017-7-18	2017-7-31	2018-1-24	2018-3-26	2018-5-8	2018-6-25
투자의견	BUY(신규)	BUY(TP 유지)	BUY(TP 상향)	BUY(TP 유지)	BUY(TP 유지)	BUY(TP 상향)
목표주가	230,000 원	230,000 원	250,000 원	250,000 원	250,000 원	280,000 원
괴리율(%)						
평균주가대비	-40.6%	-17.2%	-21.9%	-20.0%	-15.5%	
최고(최저)주가대비	-10.0%	+10.7%	-5.8%	-5.8%	-5.8%	

** 괴리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용*

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2018.3.31)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%

©. 2018 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved