

## 배터리 (비중확대/Maintain)

# 강해진 협상력이 증명될 시간

[첨단화학소재/전기차배터리]

박연주

02-3774-1755

yeonju.park@miraeeasset.com

[디스플레이/배터리]

김철중

02-3774-1464

chuljoong.kim@miraeeasset.com



## I. 요약: 배터리, 강해진 협상력

### 1. 배터리, 강해진 협상력이 증명될 시간

**예상보다 더 빨라질 수요 성장:** 19년 하반기부터 주요 자동차 업체들이 3세대 전기차를 출시하면서 전기차 시장이 본격적 대중화의 길로 접어들 것으로 예상된다. 이 가운데 테슬라의 고성장과 유럽 규제 강화로 전기차 수요 성장이 예상보다 더 빨라질 가능성이 높아 보인다. 테슬라는 이미 월 2만 대 수준의 모델 3를 판매하고 있고 향후 3만 5천달러 표준형 모델 출시, 유럽 등 글로벌 시장 진출, 중국 공장 건설 등으로 더 빠른 성장이 예상된다. 유럽의 환경 규제도 더 강화되어 30년 CO2 배출량을 37.5% 줄이기로 합의했다. 이에 자동차 업체들의 전기차 전략은 속도를 낼 수 밖에 없을 전망이다.

**제한적인 배터리 업체, 그리고 미중 무역분쟁:** 배터리 업체는 당초 예상보다도 더 제한적이다. 고밀도 배터리 제조의 기술적 어려움과 높은 안정성 요구 등 때문으로 보인다. 특히 중국 후발 배터리 업체들의 추격이 더디다. 미국의 중국 첨단산업 견제가 지속되는 가운데 중국의 전기차 보조금은 지속적으로 축소될 것으로 예상되는데, 이는 중기적으로 중국 후발 업체의 추격을 늦추고 한국 배터리 업체들의 중국 시장 진출 가능성을 높이는 요인이다.

**한국 배터리 업체의 협상력 강화:** 결과적으로 한국 배터리 업체들의 협상력이 강화될 수 밖에 없는 환경이다. 추가적인 마진 확대 가능성이 높아 보인다.

### 2. 소형 배터리, 작은 고추가 맵다

**원통형 및 Cordless 성장 지속:** 원통형 배터리 시장은 11년~16년 연 19% 성장했으나, 17년~20년까지 연평균 33%의 고성장이 예상된다. 전기차 등 어플리케이션이 다원화되고 있고 셀당 용량 증가가 지속되고 있기 때문이다. Cordless 제품 판매 호조도 지속되고 있다. 높은 가격에도 불구하고, Cordless 가전 제품에 대한 소비자의 만족도는 긍정적이다. 한국 시장 내 무선청소기 판매 비중은 16년 15% → 18년 55%까지 증가한 것으로 추정된다. 무선 이어폰, 전자담배 등 어플리케이션의 다원화도 지속 중이다. 21700 비중 증가로 셀 당 용량도 증가 추세이다.

**스마트폰 대당 탑재 용량 증가:** 스마트폰 수요는 정체되었으나, 대당 탑재 용량 증가는 지속되고 있다. 카메라 및 디스플레이 스펙 향상, UI 개선, 블루투스 연결 기기 증가에 기인한다. 향후 Talk Time 유지를 위한 대당 배터리 용량 증가는 지속될 것으로 판단한다.

### 3. 한국 배터리 업체 목표가 상향, Top Picks 삼성SDI, LG화학

**목표주가 상향 조정:** 한국 배터리 업체들의 협상력 강화를 반영하여 관련 업체들의 목표주가를 상향 조정하고 삼성SDI와 LG화학을 Top Picks로 유지한다. 목표주가 상향 조정은 대부분 전기차 배터리 부문의 사업 가치 상향에 따른 것이다. 삼성SDI의 목표주가는 35만원으로 6% 상향 조정하였고 LG화학은 48만원으로 4% 상향 조정하였다. 소형 배터리 역시 당초 예상보다 시장 성장성이 높아짐에 따라 LG화학의 소형 배터리 부문 사업 가치를 상향 조정하였다.

**배터리 협상력, 실적으로 증명될 전망:** 한국 배터리 업체들은 그 동안 전기차 시장의 더딘 성장 속도, 높은 고정비 부담 등으로 배터리 부문의 수익성이 낮았다. 향후 수요가 확대되는 과정에서 배터리 업체의 협상력이 강화되면서 시장 기대를 상회하는 마진 확대가 기대된다.

## II. 전기차 배터리, 강해진 협상력

### 1. 테슬라와 유럽 환경 규제 강화로 중기 수요 전망 상황

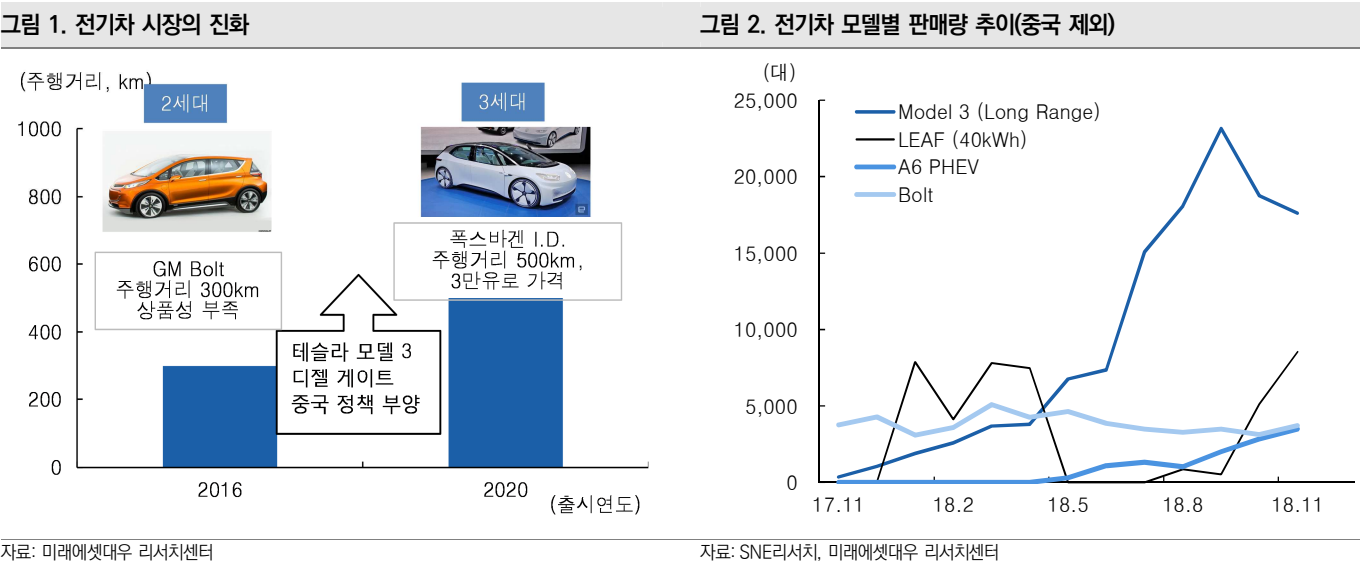
전기차 시장은 초기 수요가 기대에 부응하지 못하면서 몇 차례 굴곡을 겪어 왔다. 그러나 유럽의 디젤 게이트, 테슬라의 선전 그리고 중국의 정책적 부양 등으로 17년 메이저 자동차 업체들이 대대적인 투자를 발표하면서 새로운 국면에 진입하였다. 자동차 업체들은 테슬라와 경쟁할 수 있는 3세대 전기차(충분한 주행 거리와 경제성, 상품성을 갖춘 대중형 전기차)를 준비하기 시작했고, 19년 말 폭스바겐 ID를 시작으로 20~21년 3세대 모델들이 본격적으로 출시될 예정이다.

그럼에도 불구하고 전기차 시장의 성장 속도에 대해서는 **우려**도 존재해 왔다. 테슬라의 모델 3 양산 성공 여부 역시 불확실했고 기존 자동차 업체들이 내연 기관 생산 설비의 가동을 저하로 이어질 수 있는 전기차 판매를 얼마나 적극적으로 추진할 것인지, 배터리 가격이 하락할지 등이었다.

19년 초 현 시점에서 이러한 우려 요인들은 상당 폭 해소되어 가고 있고, 전기차 시장의 성장 속도가 당초 예상보다 더 빨라질 가능성이 높아졌다고 판단된다.

무엇보다 가장 의미 있는 변화는 **테슬라의 성공**이다. 여러 우려에도 불구하고 테슬라는 모델 3 양산에 성공, 18년 하반기 월 2만대 수준의 모델 3를 판매하고 있다. 기존 전기차 모델의 판매량이면 연 2~3만대 수준인 점과 비교하면 압도적인 판매량이다.

중요한 것은 향후 그 성장 속도가 더 빨라질 것이라는 점이다. 테슬라는 19년부터 3만 5천달러의 표준형 모델도 양산할 계획이고 미국뿐 아니라 유럽 등 글로벌 시장 판매를 늘릴 계획이다. 중국 공장도 착공에 들어갔다. 19년 말 완공될 이 공장에서는 연간 50만대의 모델 3가 생산될 예정이다. 현재 테슬라 모델 3의 중국 판매 가격은 50만 위안인데, 중국에서 생산 시 30~40만 위안 수준에 판매될 것으로 추정된다. 중국 하이엔드 소비자들에게 충분히 매력적인 가격이다.



테슬라의 빠른 성장은 기존 자동차 업체들이 전기차 출시 계획을 앞당기거나 **판매 목표치를 상향** 조정하는 요인이 될 것으로 예상된다. 테슬라 모델 3는 이미 연 생산량이 30만대에 육박하는 반면 폭스바겐 ID의 20년 판매 목표는 10만대 수준에 불과하다. 규모의 경제가 중요한 자동차 산업의 특성상 판매 목표가 상향 조정될 가능성이 높아 보인다.

배터리 원가 역시 하락 중이다. 한때 공급 부족으로 이슈가 되었던 코발트 등 메탈 가격이 빠르게 하향 안정화되면서 배터리 가격 하락에 도움이 되고 있다. 메탈 가격의 하향 안정화는 그 동안 시장 성장을 이끌었던 중국 전기차 시장이 보조금 축소 등으로 성장세가 둔화된 원인도 있지만 메탈 가격의 급등으로 인해 투자가 진행되었기 때문이기도 하다. 당분간 공급이 증가하는 가운데 메탈 가격은 안정화될 것으로 예상된다.

**유럽의 환경 규제**는 더 강화되었다. 지난 12월 유럽은 2030년 CO2 배출량을 20년 대비 37.5% 줄이는 규제에 합의하였다. 당초 자동차 업체들은 30% 수준의 절감을 계획하고 있었던 상황인 만큼 추가적인 준비가 필요한 상황이다.

이러한 변화들로 인해 유럽과 미국의 전기차 시장은 당초 전망 대비 더 빠르게 성장할 가능성이 높아 보인다. 이에 25년 유럽 전기차 보급률을 25%로, 미국은 12%로 상향 조정하였다. 반면 중국의 경우 보조금 축소 등을 감안하여 수요 전망치를 다소 하향 조정하였다.

표 1. 글로벌 전기차 시장 전망

		(천대)			
		18F	20F	23F	25F
지역별 승용차 판매	미국	17,453	18,158	19,270	20,048
	유럽	15,364	15,985	16,963	17,648
	중국	30,153	30,078	34,819	38,388
	기타	36,282	38,491	42,061	44,622
	계	99,252	102,712	113,112	131,661
전기차 보급률	미국	1.8%	5.0%	9.0%	12.0%
	유럽	2.5%	6.0%	15.0%	25.0%
	중국	3.8%	5.0%	10.0%	15.0%
	기타	1.0%	4.0%	5.0%	7.0%
	계	2.2%	4.8%	8.7%	11.9%
전기차 판매량	미국	314	908	1,734	2,406
	유럽	384	959	2,544	4,412
	중국	1,146	1,504	3,482	5,758
	기타	363	1,540	2,103	3,124
	계	2,207	4,911	9,864	15,700

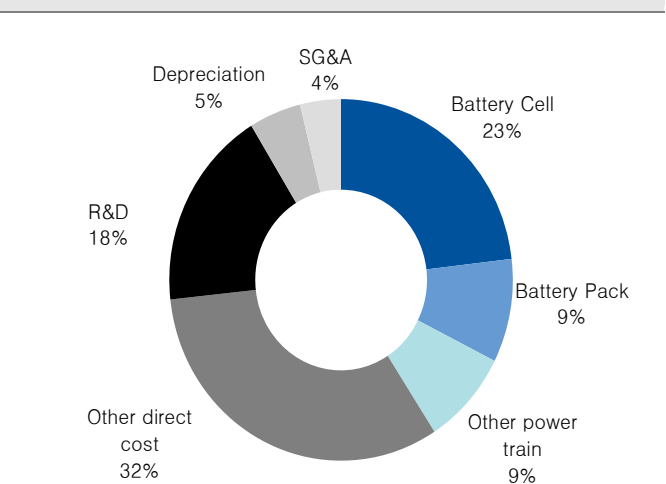
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 동급 내연 기관 차량과 같은 가격에 출시되는 3세대 전기차



자료: 언론 자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 2세대 전기차 기준 제조 원가 추정



자료: 미래에셋대우 리서치센터

## 2. 예상보다도 더 제한적인 배터리 업체, 그리고 미중 무역 분쟁

전기차 시장의 성장 속도가 예상보다 빨라지고 있음에도 불구하고, 배터리 업체들의 수는 당초 예상보다도 더 제한적인 상황이다.

현재 유럽과 미국에 배터리를 공급할 수 있는 업체는 LG화학, 삼성SDI, 파나소닉 정도에 불과하고 SK이노베이션, CATL 등이 후발 주자로 참여하고 있다. 파나소닉의 경우 테슬라와 밀접한 연관을 맺고 있고, 테슬라 수요를 충당하는 데만도 대규모 증설이 필요해 다른 자동차 업체와 긴밀하게 사업을 하기가 어렵다. 결과적으로 대부분 수주는 LG화학과 삼성SDI에 집중되고 있다.

배터리 시장이 오히려 **과점의 정도가 더 강화되고 있는 이유**는 기술의 어려움과 지속적인 개발의 필요성, 폭발성이 높아 안정성에 대한 기준이 높은 점, 3세대 시장으로 바뀌면서 필요한 투자 규모가 크게 늘어난 점, 그리고 중국 후발 배터리 업체들의 도태 등이 원인으로 추정된다.

배터리 제조 공정은 일견 단순해 보이지만 핵심 기술인 배터리 밀도를 높이기 위해서는 양극재, 음극재 등 주요 소재를 바꿔가면서 안정성을 유지해야 하는 화학 기술이 필요하다. 이는 단기간 안에 확보하기 어렵고 오랜 기간 노하우를 확보해야 하는 기술이다. 또한 기술 자체가 아직 완성되지 않고 계속 개발되어야 하다 보니 선발 업체의 경쟁 우위가 지속되고 있다.

특히 위협이 될 것으로 예상했던 중국 배터리 업체들이 예상보다 따라오지 못하고 있다. 현재 CATL의 경우 글로벌 자동차 업체들의 중국향 물량에 대한 수주를 받고 있지만 BYD만 해도 의미 있는 수주를 못 받고 있고, 3위권 이하 업체들은 오히려 도태되고 있다.

이러한 경향은 18년 이후 더 강화되고 있는데, 그 동안 보조금을 통해 자국 내 배터리 업체들을 키우려던 중국 정부의 정책이 약화되고 있기 때문으로 추정된다. 중국 보조금은 18년 크게 삭감된 이후 19년에도 연초 30%, 중반 50% 큰 폭으로 축소될 것으로 예상(언론 보도)된다. 이는 보조금에 대한 재정 부담 때문이기도 하지만 자국 시장 개방에 대비해 상위 배터리 업체들의 경쟁력 확보를 돕는 동시에 미중 무역 분쟁에 따른 눈치보기일 가능성도 높아 보인다.

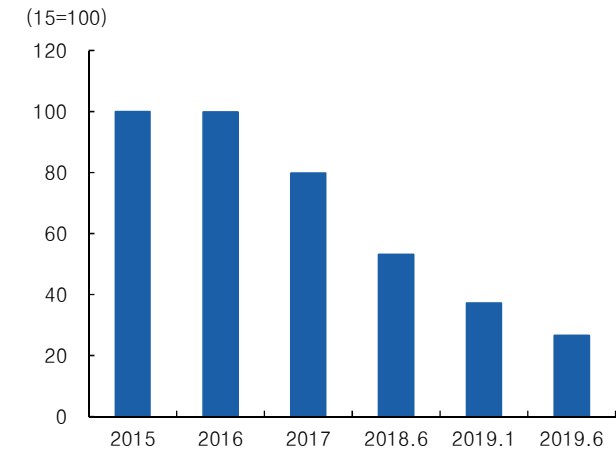
그림 5. 주요 배터리 업체들의 고객 현황

Company	LGC	SDI	Panasonic	CATL
VW/AUDI	■	■	■	■
BMW	□(LVS)	■		■
Daimler	■			■
Renault	■	□		□
GM	■			□
Ford	■		■	□
Hyundai	■			□
Toyota			■	□
Volvo	■			
JLR	■	□		
Tesla			■	

■ : Have tight partnership or Have big volume MP project  
 □ : Have discussing project or Have small volume MP project

자료: SNE 리서치, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 중국 전기차 배터리 보조금 축소 추이(19년은 추정치)



자료: 언론 자료 취합, 미래에셋대우 리서치센터

미-중 무역 분쟁의 주요 논의 사항 중 하나는 중국의 자국 기업 보호와 첨단 산업 부양에 제한을 가하는 것이다. 전기차는 중국 제조 2025의 핵심 산업 중 하나이자 보조금을 통해 자국 기업을 보호하는 대표적인 산업이다. 전기차 보조금이 현재 계획대로 삭감되면 경쟁력을 갖추지 못한 중국 후발 배터리 업체들이 도태되면서 중기 글로벌 배터리 시장의 경쟁이 완화될 것으로 예상된다. 나아가, 한국 배터리 업체들의 중국 시장 진출 가능성도 20년으로 갈수록 높아질 전망이다.

**결론적으로 한국 배터리 업체들의 협상력이 높아질 수 밖에 없는 환경이 되었다.** 그 동안 한국 배터리 업체들은 전기차 시장의 성장 지연, 메탈 가격의 급등 등으로 낮은 수익성을 보여 왔다. 그러나 강해진 협상력을 바탕으로 수익성이 예상보다 더 빠르게 개선될 가능성이 높아 보인다.

한국 배터리 업체들의 **전기차 배터리 부문 사업 가치를 상향 조정한다.** 밸류에이션 기준은 23년 실적 기준 EBITDA에 목표 EV/EBITDA를 적용하였다. 23년을 기준으로 삼은 이유는 전기차 시장이 20년부터 3세대 출시로 인해 본격적인 성장을 시작하고, 미리 수주를 받는 배터리 시장의 특성상 23년에 대한 실적 가시성이 높다고 판단되기 때문이다. 배터리 업체들의 실적이 개선되는 과정에서 사업 가치가 확인되어 나갈 것으로 기대된다.

LG화학의 전기차 배터리 부문 사업 가치를 16.5조원으로 상향 조정한다. 사업 가치를 상향 조정 한 배경은 유럽과 미국 전기차 시장 전망치를 상향 조정하였고 LG화학의 영업이익률도 8% 수준으로 상향 조정하였기 때문이다.

표 2. LG화학 EV용 배터리 실적 추정

(천대, %, 십억원, MWh, 배)

		2018F	2020F	2023F	2025F
배터리 가격		155.0	100.0	90.0	82.0
배터리 시장 규모(금액)	미국	1,948	5,447	9,365	11,836
	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
LG화학 점유율	미국	30	30	30	30
	유럽	40	60	55	50
	중국	0	0	0	10
	기타	35	50	45	40
	계	17	31	28	30
LG화학 매출액	미국	701	1,634	2,810	3,551
	유럽	1,143	3,453	7,557	10,854
	중국	0	0	0	3,072
	기타	945	4,619	5,110	7,025
	계	2,789	9,706	15,477	24,502
LG화학 출하량	미국	3,770	16,342	31,217	43,304
	유럽	6,146	34,527	83,968	132,363
	중국	0	0	0	34,549
	기타	5,079	46,190	56,782	85,675
	계	14,995	97,059	171,966	295,891
LG화학 영업이익	영업이익	-28	485	1,238	2,450
	영업이익률	-1	5	8	10
	감가비	340	996	1,521	2,221
	EBITDA	312	1,482	2,759	4,671
	EV/EBITDA		9	6	5
사업 가치			13,334	16,556	23,357

자료: 미래에셋대우 리서치센터

## 배터리

강해진 협상력이 증명될 시간

삼성SDI의 전기차 배터리 부문 사업가치를 7.0조원으로 산정한다(23년 예상 EBITDA 1.4조원에 EV/EBITDA 5.0배 적용).

주목할 점은 20년 이후 성장률이다. 동사의 투자 스케줄을 감안할 시, 20년 이후 생산능력 증가율은 글로벌 경쟁사들을 상회할 가능성이 높기 때문이다. **향후 구체적인 수주 규모 및 20년 이후 생산 능력에 대한 계획이 공유될 시, 추가적인 실적 상향 가능성이 존재한다고 판단한다.**

표 3. 삼성SDI EV용 배터리 실적 추정

(천대, %, 십억원, MWh, 배)

		2018F	2020F	2023F	2025F
배터리 가격		155	100	90	82
배터리 시장 규모(금액)	미국	1,948	5,447	9,365	11,836
	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	18	10	15	10
	유럽	30	30	30	20
	중국	0	0	0	10
	기타	15	10	15	10
	계	9	10	13	13
삼성SDI 매출액	미국	351	545	1,405	1,184
	유럽	714	1,727	4,122	4,342
	중국	0	0	0	3,072
	기타	337	924	1,703	1,756
	계	1,402	3,195	7,230	10,353
삼성SDI 출하량	미국	2,262	5,447	15,609	14,435
	유럽	4,610	17,264	45,801	52,945
	중국	0	0	0	34,549
	기타	2,177	9,238	18,927	21,419
	계	9,048	31,949	80,337	123,348
삼성SDI 영업이익	영업이익	-269	94	362	725
	영업이익률	-19.2	2.9	5.0	7.0
	감가비	204	506	1,030	1,327
	EBITDA	-65	599	1,391	2,052
	EV/EBITDA		7	5	5
	사업 가치		4,195	6,955	10,258

자료: 미래에셋대우 리서치센터



## II. 소형 배터리, 작은 고추가 맵다

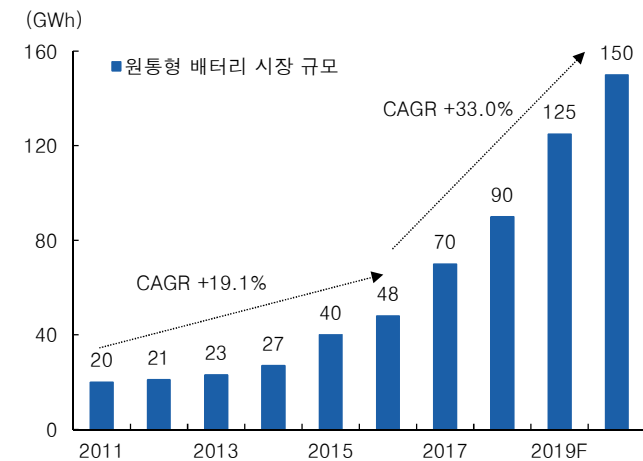
### 원통형 배터리, 이제 막 시작된 수요 성장

원통형 배터리 시장 성장이 지속될 것으로 예상된다. 1) 어플리케이션 다원화가 지속되고 있으며, 2) 21700 배터리 침투율 상승으로 셀 당 용량 증가도 지속될 것으로 판단하기 때문이다. 어플리케이션 별로 전기차 (테슬라 모델 3)과 Cordless 가전 제품의 성장이 지속될 전망이다. 셀 기준 출하량 증가가 지속될 것으로 판단한다.

용량 기준 성장도 지속될 것으로 예상된다. 21700 침투율 상승으로 셀당 에너지 용량 증가가 가능하기 때문이다. 21700 제품은 18650 대비 에너지 용량이 35% 이상 높다. 향후 21700 침투율은 지속 증가할 것으로 판단한다. 고출력 및 보다 긴 사용시간을 요구하는 Cordless 제품이 증가하는 추세이기 때문이다.

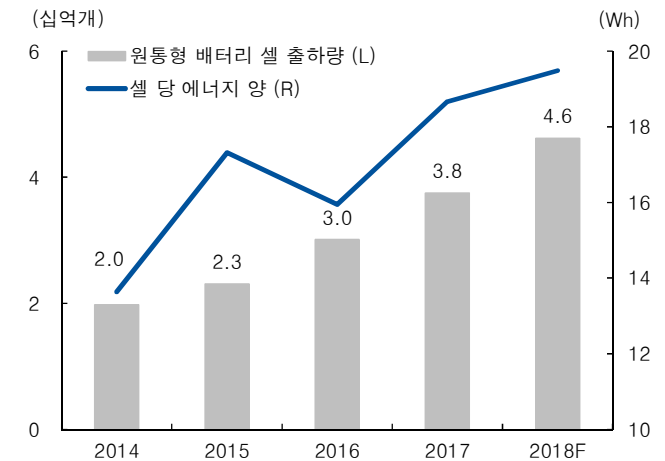
용량 기준 원통형 배터리 시장 연평균 성장률은 11년~16년 19% 수준이었으나, 17년~20년까지 연평균 33%의 고성장이 예상된다.

그림 7. 원통형 배터리 시장 규모



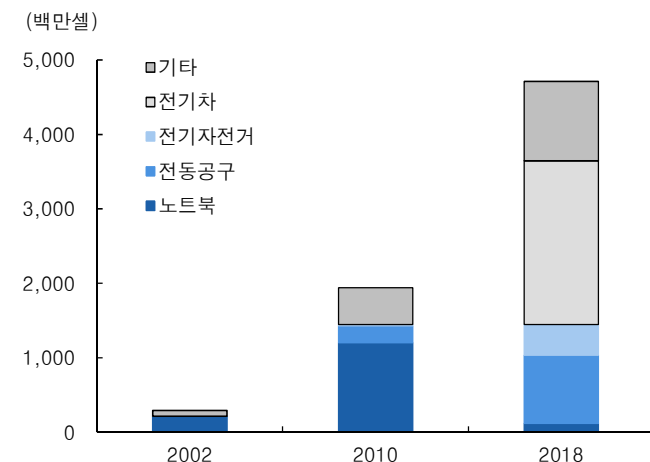
자료: SNE Research, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 원통형 배터리 셀 출하량과 셀 당 에너지 양



자료: SNE Research, B3, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 원통형 배터리 어플리케이션 별 출하량 추이



자료: B3, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 원통형배터리 비교 (18650 vs. 21700)



자료: 삼성SDI, 미래에셋대우 리서치센터



표 4. 원통형배터리 비교(18650 vs. 21700)

	18650	INR21700-30T	INR21700-38P	INR21700-40T	INR21700-48G
규격 크기	18*65mm	21*70mm	21-70mm	21*70mm	21*70mm
배터리 용량(mAh)	1100~3200mAh	3000mAh	3750mm	4,000mAh	4,800mAh
전압(V)	3.2~3.78V	3.6V	3.6V	3.6V	3.6V
에너지 밀도(Wh)	3.52~11.15Wh	10.8Wh	13.5Wh	14.4Wh	17.4Wh
무게(g)	48g(+ -)	69g	75g	70g	69g

자료: 삼성SDI, 미래에셋대우 리서치센터

### Cordless 시대 본격화

**Cordless 침투율 상승이 지속될** 것으로 전망한다. 높은 가격에도 불구하고, Cordless 가전 제품에 대한 소비자의 만족도는 긍정적이다.

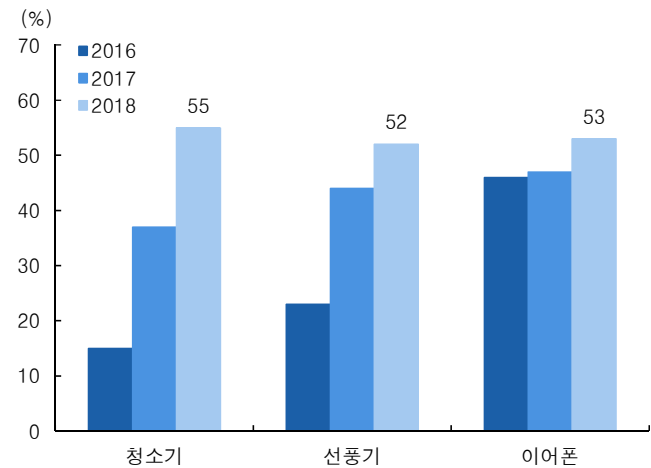
한국 시장 내 무선청소기 판매 비중은 16년 15% → 18년 55%까지 증가한 것으로 추정된다. 신규 구매자 중 절반이 무선 청소기를 구매하고 있다. 스마트폰 등 신규 제품군의 침투율 정체가 통상적으로 75~80% 수준부터 시작된다고 가정할 시, 향후 2~3년간 견조한 물량 증가가 예상된다.

지난 2년간 고성장을 해왔던 무선청소기를 제외하고도, 다양한 제품들이 Cordless로 진화하고 있다. 전동공구, 전기자전거, 가드닝 툴뿐만 아니라 **선풍기, 전자담배, 무선이어폰(충전케이스), 드라이기, 다리미, 헤어스타일러** 등 다양한 제품들이 배터리를 탑재하고 있다.

최근 Shortage 현상이 발생하고 있는 애플 에어팟의 경우, 충전 케이스에 400mAh (31.52Wh, 3.81V), 이어폰 자체에 93mWh 리튬이온 배터리를 탑재하고 있다. 아이폰이 2,500~3,000mAh 의 배터리를 탑재하고 있다는 점을 감안할 시, 작지 않은 배터리 용량이다. 에어팟 생산량은 2018년 1,500~1600만대 → 19년 5,000만대 수준으로 증가할 것으로 예상된다.

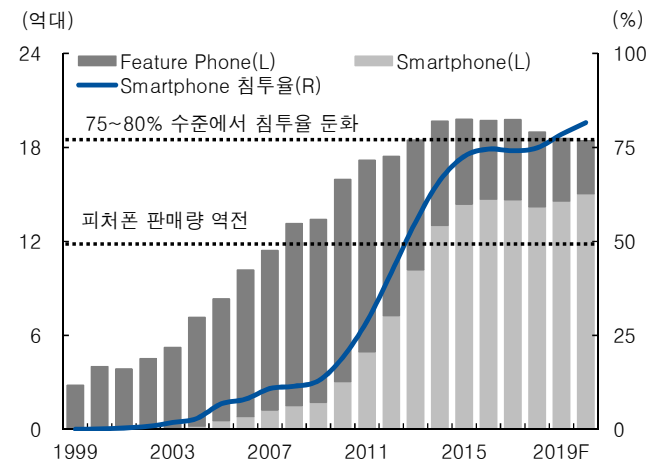
고성장을 지속하고 있는 전자담배(아이코스) 역시 원통형 배터리 1개 셀(2,900mAh, 3.7V 11Wh)을 탑재하고 있다. 최근 출시된 국내 중소 가전업체의 무선 드라이기에는 4,900mAh 배터리가 탑재되고 있다. 이제 막 교체가 시작된 무선 제품군들의 성장이 본격화되면서, 향후 Cordless 제품 향 배터리 시장 성장은 지속될 것으로 판단한다.

그림 11. 무선제품 판매 비중(18년은 1~11월 누적)



자료: 옥션, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 스마트폰 침투율과 비교



자료: IDC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 아이코스 구조 및 배터리 스펙



자료: 언론종합, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 에어팟 충전 케이스 배터리



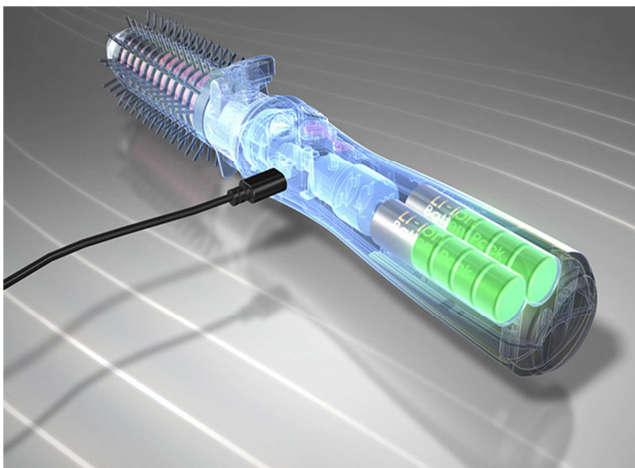
자료: 언론종합, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 무선 드라이기(4,900mah)



자료: Naver 쇼핑, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 무선 헤어 스타일러



자료: Naver 쇼핑, 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. 무선 다리미



자료: Naver 쇼핑, 미래에셋대우 리서치센터

배터리 업체 입장에서 주목할 점은 **무선 가전제품의 가격과 신규 셋업업체 진입**이다. 최근 출시되고 있는 무선 가전제품의 가격은 유선대비 2~3배 비싼 가격에 판매되고 있다. **높은 Set 판가는 배터리 가격에도 긍정적인 영향**을 준다. 폴리머나 각형 배터리 대비 원통형 배터리가 높은 판가를 유지할 수 있는 이유이다.

또한 무선 가전에 대한 소비자의 선호도가 높아지면서, 신규 Set 업체의 진입도 본격화되고 있다. 국내 업체를 제외하고 소형 배터리에 대한 투자가 제한적인 상황에서, **고객사가 많아지고 있다. 고객사 다원화는 배터리 업체의 가격 협상력 측면에서 긍정적**이라고 판단한다.

표 5. 유무선 드릴 스펙 및 가격 비교

	GSR 12V-20 (Bosch)	GBM 10 RE (Bosch)	DD-1443LP-2C (Keyang)	PDS1-10R (Keyang)
종류	무선	유선	무선	유선
목재 드릴링 직경	25mm	25mm	20mm	21mm
철재 드릴링 직경	10mm	10mm	10mm	10mm
회전수	0~1,300rpm	0~2,600rpm	0~1,750rpm	0~3700rpm
무게	0.9kg	1.7kg	1.3kg	1.1kg
가격	30만원대	5만원~20만원	10만원~20만원	5만원~10만원

자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

표 6. 유무선 청소기 스펙 및 가격 비교

	파워 건 (삼성전자)	POWERmotion (삼성전자)	코드제로 A9 (LG전자)	싸이킹 Power (LG전자)
출시 연도	2017	2017	2017	2016(11)
종류	무선	유선	무선	유선
흡입력	150W	-	140W	-
무게	2.95kg	4.9kg	2.7kg	4.3kg
가격	79만 9천원 ~119만 9000원	470,000원	89만~129만원	12만~19만

자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

표 7. 유무선 선풍기 가격 비교

	유선 선풍기	무선 선풍기
샤오미	43,790원	1세대: 109,000원 2세대: 80,360원
매직쉐프	10만원대	194,230원~
명성	-	10~20만원대
보랄	3만원~	128,790원
이노크아든	21,470원~	88,990원
탈런트	24,600원~	117,190원~

자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

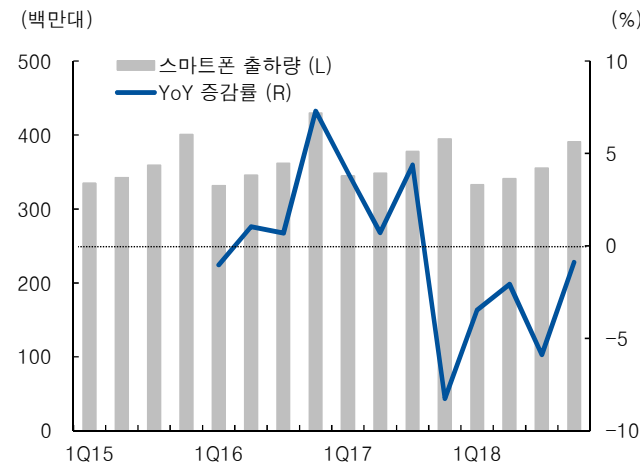
### 폴리머 배터리, 대당 용량 증가 지속

스마트폰 판매량 부진에도 폴리머 배터리는 견조한 성장을 지속할 것으로 판단한다. 스마트폰 대당 배터리 용량이 증가하는 추세이기 때문이다.

2018년 출시된 아이폰 3개 제품의 경우, 각각 2,659mAh(Xs), 2,942mAh(XR), 3,179mAh(Xs Max)의 배터리가 탑재되었다. 17년에 출시된 3개 모델의 합산 용량 대비 +21.4%의 용량 증가이다. 카메라 및 디스플레이 스펙 상향, 안면 인식 등 신규 UI 탑재, 스마트폰 연동 블루투스 기기 확대(이어폰 등)로 인하여 Talk Time(실제 사용시간) 유지를 위한 배터리 용량 상향이 필수적이었던 것으로 판단한다.

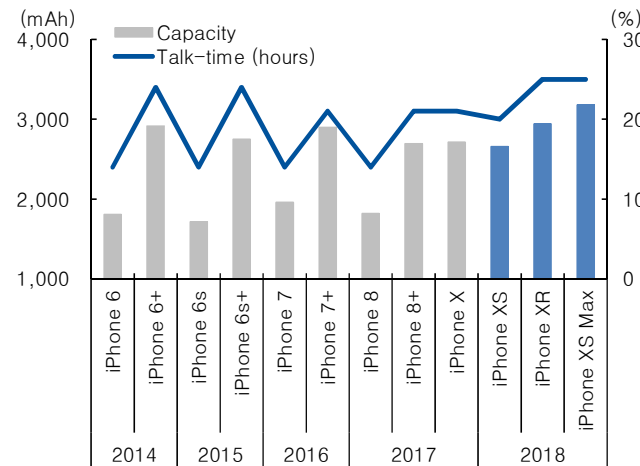
애플뿐만 아니라, 삼성 갤럭시 노트 시리즈 및 S+ 시리즈 모델, 중국 스마트폰 업체의 19년 출시 예정 신제품 역시 전년 모델 대비 배터리 용량이 증가하는 추세이다. 18년 출시된 Galaxy Watch의 배터리 용량 역시 472mAh로 전년 대비(Gear S3) +24% 증가되었다. Galaxy Watch의 1회 충전 사용 기간은 2.5~3일 수준으로 큰 폭 개선되었다.

그림 18. 스마트폰 판매량 추이



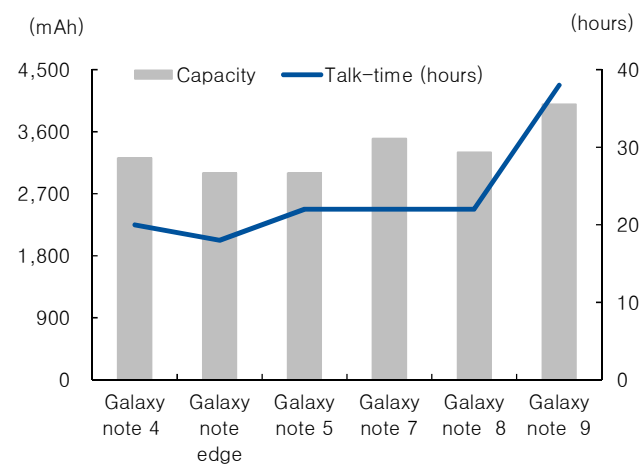
자료: IDC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 아이폰 연도별 배터리 용량 및 Talk Time



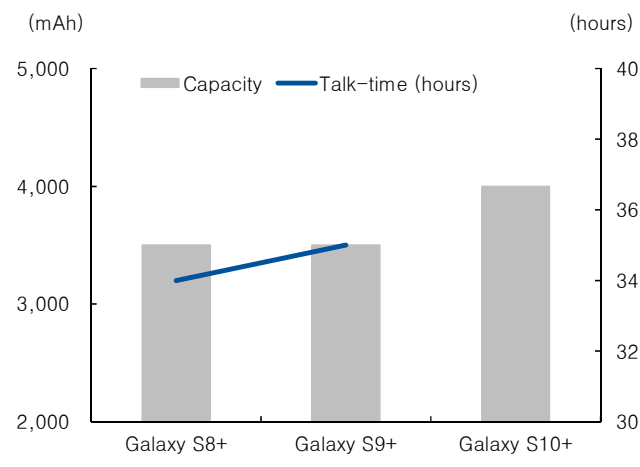
자료: GSM Arena, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 갤럭시 노트 시리즈 배터리 용량 및 Talk Time 추이



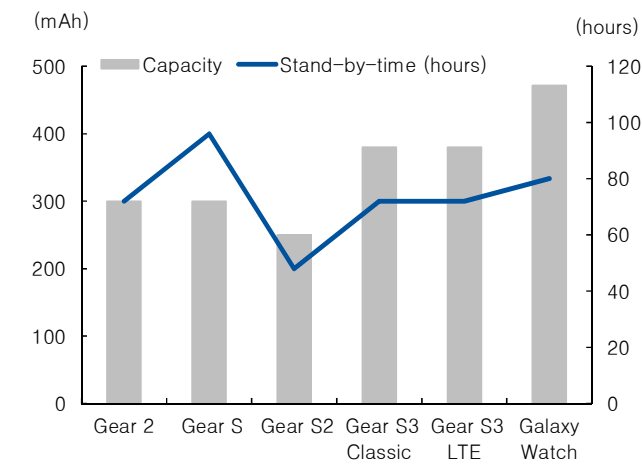
자료: GSM Arena, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 갤럭시 S+ 시리즈 배터리 용량 및 Talk Time 추이



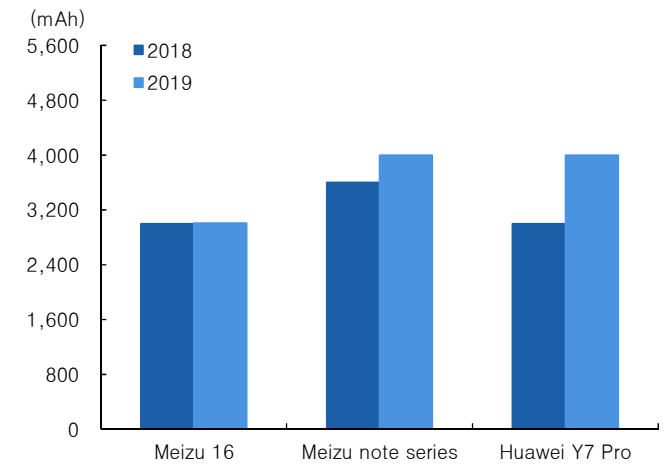
자료: GSM Arena, 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 갤럭시 워치 배터리 용량 및 Talk Time 추이



자료: GSM Arena, 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. 중국 주요 업체 신규 모델 배터리 용량



자료: GSM Arena, 미래에셋대우 리서치센터

## 원재료 가격 하락으로 고수익성 유지 전망

소형 배터리의 고수익성은 올해도 지속될 전망이다. 코발트 및 리튬 등 주요 원재료 가격이 큰 폭으로 하락했기 때문이다. 코발트는 18년 고점 대비 40% 수준 하락하였으며, 리튬은 50% 내외로 가격이 하락하였다.

코발트 가격이 고점이었던 18년 4~5월 당시, 소형 배터리 전체 원가 중 코발트가 차지하는 비중은 10% 내외였던 것으로 추정된다. 고점 대비 가격이 40% 하락했기 때문에 현재는 3~4% 수준까지 비중이 하락한 것으로 추정한다. **판가와 다른 원재료 가격이 변동하지 않았다 가정할 시, GPM이 3~4% 개선되는 효과가 가능할 것으로 판단한다.**

추가적으로 국내 배터리 업체들의 소형 배터리 사업부 내 원통형 매출 비중 증가도 고 수익성에 긍정적이다. 폴리머 대비 높은 판가 유지가 가능하기 때문이다.

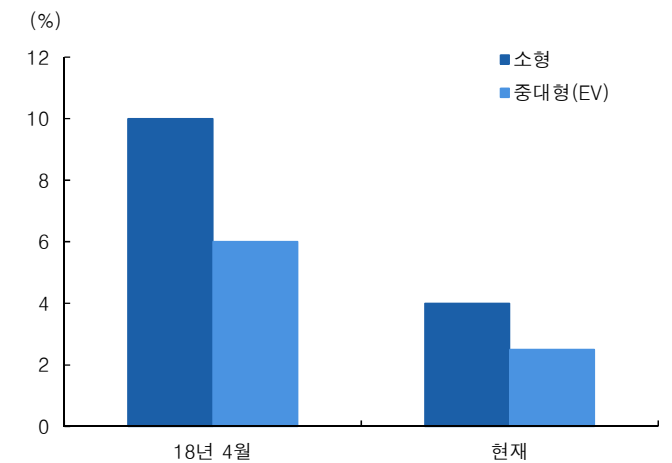
삼성SDI의 영업이익은 6,440억원(+20% YoY), LG화학의 19년 소형 배터리 영업이익은 3,039억원(+80% YoY)을 기록할 것으로 전망한다.

그림 24. 코발트 및 리튬 가격 추이



자료: Kores, 미래에셋대우 리서치센터

그림 25. 배터리 원가 중 코발트 비중



자료: 산업자료, 미래에셋대우 리서치센터

## Top Picks 및 관심종목

### LG화학 (051910/매수) 강해진 배터리 협상력

- 전기차 배터리 협상력 강화, 목표주가 48만원으로 4% 상향 조정
- 협상력 확대에 따른 전기차 배터리 마진 확대 가능성 주목
- 높아진 성장성 감안, 소형 배터리 부문 사업 가치도 상향 조정

---

### 삼성SDI (006400/매수) 저평가된 전기차 배터리 가치

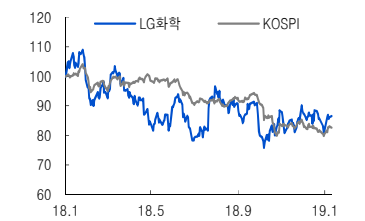
- 전기차 배터리 사업가치 7.0조원, 목표주가 35만원으로 6% 상향
- 전기차 배터리 수익성 개선 이루어 질 것: 1) 건조한 평가, 2) 원재료 하락분 반영 시작
- 20년 이후 생산능력 감안 시, 전기차용 배터리 실적 상향 가능성 존재

## LG화학 (051910)

### 강해진 배터리 협상력

#### 화학

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M,상향)	480,000원
현재주가(19/01/14)	350,500원
상승여력	37%
영업이익(18F,십억원)	2,265
Consensus 영업이익(18F,십억원)	2,331
EPS 성장률(18F,%)	-19.6
MKT EPS 성장률(18F,%)	6.7
P/E(18F,x)	17.4
MKT P/E(18F,x)	8.5
KOSPI	2,064.52
시가총액(십억원)	24,743
발행주식수(백만주)	78
유동주식비율(%)	64.3
외국인 보유비중(%)	37.6
베타(12M) 일간수익률	1.51
52주 최저가(원)	307,000
52주 최고가(원)	441,500
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-0.3 4.6 -17.7
상대주가	0.0 17.1 -0.5



[첨단화학소재/전기차배터리]

박연주  
02-3774-1775  
Yeonju.park@miraeeasset.com

#### 전기차 배터리 협상력 강화, 목표가 48만원으로 상향

**목표가 48만원으로 4% 상향, Top Pick 유지:** LG화학의 목표주가를 48만원으로 4% 상향 조정하고 Top pick으로 유지한다. 전기차 배터리 부문의 협상력 강화를 반영, 전기차 배터리 부문 사업 가치를 기존 14조에서 16.5조(23년 EV/EBITDA 6배)로 상향 조정하였고 소형 배터리 부문의 성장성 확대를 반영하여 동 부문 가치도 기존 3조원에서 4.3조원(19년 EV/EIBTDA 7 배)으로 상향 조정하였다.

**강화된 협상력이 증명될 시간:** 전기차 시장의 성장 속도가 예상보다 빠를 것으로 전망되는 가운데 배터리 업체는 부족한 상황에서 글로벌 탑티어 배터리 업체인 LG화학의 협상력은 강해질 전망이다. 이에 따라 예상보다 빠른 마진 확대와 그에 따른 사업 가치 확대 가능성이 높아 보인다. 화학 부문 역시 중국의 부양책으로 시황이 완만히 회복되면서 우려가 완화될 전망이다.

#### 전기차 배터리 및 소형 배터리 사업 가치 상향 조정

**테슬라의 성공과 유럽 규제 강화로 빨라질 수요 성장:** 테슬라의 고성장과 유럽 규제 강화로 전기차 수요 성장이 예상보다 더 빨라질 전망이다. 테슬라는 이미 월 2만대 수준의 모델 3를 판매하고 있고 향후 3만 5천달러 표준형 모델 출시, 유럽 등 글로벌 시장 진출, 중국 공장 건설 등으로 더 빠른 성장이 예상된다. 메이저 자동차 업체들은 19년 말부터 대중형 전기차인 3세대 전기차를 출시할 계획인데, 향후 판매 목표가 추가 상향 조정될 가능성이 높아 보인다.

**제한적인 배터리 업체, 그리고 미중 무역분쟁:** 배터리 업체는 당초 예상보다도 더 제한적이다. 고밀도 배터리 제조의 기술적 어려움과 높은 안정성 요구 등 때문으로 보인다. 특히 중국 후발 배터리 업체들의 추격이 더디다. 미국의 중국 첨단산업 견제가 지속되는 가운데 중국의 전기차 보조금은 지속적으로 축소될 것으로 예상되는데, 이는 중기적으로 중국 후발 업체의 추격을 늦추고 한국 배터리 업체들의 중국 시장 진출 가능성을 높이는 요인이다. 결과적으로 한국 배터리 업체들의 협상력이 강화될 수 밖에 없는 환경이다.

**소형 배터리 부문의 성장성 확대:** 소형 배터리 부문 역시 성장성이 확대되고 있다. 원통형 배터리 시장은 어플리케이션 다변화와 셀당 용량 증가로 연평균 성장률이 11~16년 19% 수준에서 17~20년 33%로 높아질 전망이다. 폴리머 배터리 역시 스마트폰 판매 부진에도 불구하고, 대용량 증가로 견조한 성장을 지속할 전망이다. 특히 LG화학은 탁월한 기술력을 바탕으로 Free Form 배터리 등 고마진 배터리 시장을 선점하고 있어 추가적인 실적 성장이 기대된다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	20,207	20,659	25,698	27,904	32,864	37,616
영업이익 (십억원)	1,824	1,992	2,928	2,265	2,132	2,802
영업이익률 (%)	9.0	9.6	11.4	8.1	6.5	7.4
순이익 (십억원)	1,153	1,281	1,945	1,564	1,498	1,954
EPS (원)	15,602	17,336	24,854	19,983	19,133	24,961
ROE (%)	9.2	9.5	12.9	9.4	8.4	10.3
P/E (배)	21.1	15.1	16.3	17.4	18.3	14.0
P/B (배)	1.9	1.4	1.9	1.5	1.5	1.4
배당수익률 (%)	1.4	1.9	1.5	1.7	1.7	1.7

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



표 8. 분기별 실적 테이블

(십억원)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액	전체	6,553.6	7,051.9	7,234.9	7,064.1	7,531.2	7,891.5	8,344.8	9,096.5	25,698.1	27,904.5	32,863.9
	화학	4,359.1	4,671.2	4,648.9	4,236.4	4,410.0	4,447.0	4,476.8	4,407.1	17,426.9	17,915.6	17,740.9
	정보소재	759.8	764.6	847.2	710.1	777.1	827.1	827.1	740.1	3,061.8	3,081.7	3,171.3
	배터리	1,244.5	1,494.0	1,704.3	1,904.9	1,959.9	2,271.5	2,783.0	3,720.2	4,560.6	6,347.7	10,734.6
	생명과학	131.1	150.9	135.3	162.8	144.2	166.0	167.9	179.1	551.4	580.1	657.2
	팜한농	236.9	187.6	92.1	50.0	240.0	180.0	90.0	50.0	586.3	566.6	560.0
영업이익	전체	650.8	703.3	602.4	308.3	468.5	543.0	572.5	548.0	2,928.4	2,264.8	2,132.0
	화학	636.9	704.5	547.7	259.6	306.3	388.5	435.8	430.9	2,808.1	2,148.7	1,561.6
	정보소재	-9.7	-21.9	11.8	0.3	5.0	5.5	5.5	5.0	111.4	-19.5	21.1
	배터리	2.1	27.0	84.3	73.5	102.2	108.1	131.1	137.0	28.9	186.9	478.4
	생명과학	7.0	15.8	13.2	5.0	10.0	15.8	10.0	5.0	53.6	41.0	40.8
	팜한농	45.4	11.4	-18.8	-30.0	45.0	25.0	-10.0	-30.0	24.3	8.0	30.0
세전이익		653.2	644.3	485.1	285.1	443.0	510.8	535.2	508.1	2,563.9	2,067.6	1,997.0
순이익(지배)		531.3	477.7	343.4	211.9	332.2	383.1	401.4	381.0	1,945.3	1,564.3	1,497.8

자료: LG화학, 미래에셋대우 리서치센터

표 9. LG화학 목표주가 산정 내역

(십억원, 백만주, 원, %)

		19F EBITDA	target EV/EBITDA(x)	FV	
Operation value	Chemicals	2,121.6	5.0	10,607.9	매크로 불확실성 감안해 시장 평균 대비 할인
	I&E materials	230.1	5.0	1,150.7	제한적 성장성 감안 시장 평균 대비 할인
	Battery_small	613.1	7.0	4,291.5	높아진 성장성 감안해 시장 대비 할증
	Battery_EV			16,556.4	2023년 예상 EBITDA에 6배
	Battery_ESS			2,390.3	2020년 예상 EBITDA에 9배
	Green Bio			420.0	인수 가격
	Red Bio			1,100.0	16년 평균 시가 총액
	Total			36,516.9	
Net debt				1,970.0	3Q18
Market cap of preferred shares				1,472.4	
EV				33,074.5	
Number of shares				69.4	합병 후 주식수
Target price				476,577.5	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

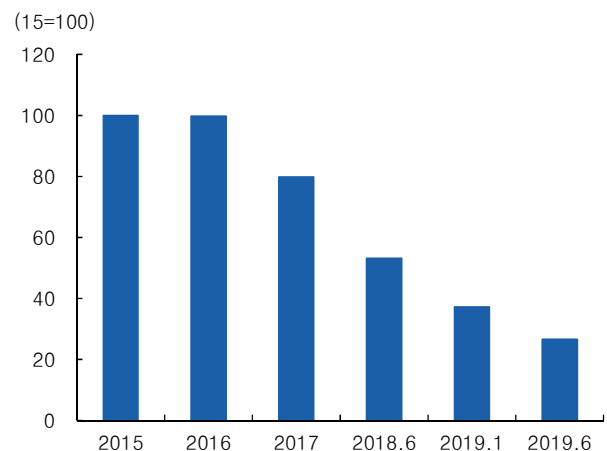
그림 26. 글로벌 배터리 업체들의 수주 현황

Company	LGC	SDI	Panasonic	CATL
VW/AUDI	■	■	■	■
BMW	□(LVS)	■		■
Daimler	■			■
Renault	■	□		□
GM	■			□
Ford	■		■	□
Hyundai	■		■	□
Toyota			■	□
Volvo	■			
JLR	■	□		
Tesla			■	

■ : Have tight partnership or Have big volume MP project  
 □ : Have discussing project or Have small volume MP project

자료: SNE리서치, 미래에셋대우 리서치센터

그림 27. 중국 전기차 배터리 구매 보조금 추이



자료: 언론 자료, 미래에셋대우 리서치센터

## 배터리

강해진 협상력이 증명될 시간

## LG화학 (051910)

### 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	25,698	27,904	32,864	37,616
매출원가	20,134	22,709	27,801	31,884
매출총이익	5,564	5,195	5,063	5,732
판매비와관리비	2,635	2,931	2,931	2,931
조정영업이익	2,928	2,265	2,132	2,802
영업이익	2,928	2,265	2,132	2,802
비영업손익	-364	-197	-135	-197
금융손익	-70	-79	-135	-197
관계기업등 투자손익	7	3	0	0
세전계속사업손익	2,564	2,068	1,997	2,605
계속사업법인세비용	542	461	499	651
계속사업이익	2,022	1,607	1,498	1,954
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	2,022	1,607	1,498	1,954
지배주주	1,945	1,564	1,498	1,954
비지배주주	77	42	0	0
총포괄이익	1,876	1,582	1,498	1,954
지배주주	1,808	1,552	1,545	2,015
비지배주주	67	30	-47	-62
EBITDA	4,330	3,755	4,025	5,106
FCF	928	-1,429	-3,482	-1,775
EBITDA 마진율 (%)	16.8	13.5	12.2	13.6
영업이익률 (%)	11.4	8.1	6.5	7.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.6	5.6	4.6	5.2

### 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
유동자산	11,206	12,614	12,301	13,664
현금 및 현금성자산	2,249	3,477	535	250
매출채권 및 기타채권	4,636	5,059	6,515	7,427
재고자산	3,352	4,078	5,251	5,987
기타유동자산	969	0	0	0
비유동자산	13,836	15,734	18,641	21,186
관계기업투자등	264	264	264	301
유형자산	11,211	13,073	16,077	18,658
무형자산	1,823	1,800	1,703	1,617
자산총계	25,041	28,348	30,942	34,849
유동부채	6,645	7,148	7,704	8,052
매입채무 및 기타채무	2,015	1,932	2,488	2,836
단기금융부채	1,451	2,037	2,037	2,037
기타유동부채	3,179	3,179	3,179	3,179
비유동부채	2,058	3,729	4,729	6,794
장기금융부채	1,594	3,265	4,265	6,265
기타비유동부채	464	464	464	529
부채총계	8,703	10,877	12,433	14,847
지배주주지분	16,169	17,238	18,276	19,770
자본금	391	391	391	391
자본잉여금	2,274	2,275	2,275	2,275
이익잉여금	14,039	15,134	16,172	17,666
비지배주주지분	170	233	233	233
자본총계	16,339	17,471	18,509	20,003

### 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	3,181	2,615	1,318	3,025
당기순이익	2,022	1,607	1,498	1,954
비현금수익비용가감	1,867	2,019	2,527	3,153
유형자산감가상각비	1,305	1,384	1,796	2,219
무형자산상각비	97	106	97	86
기타	465	529	634	848
영업활동으로인한자산및부채의변동	-715	-684	-2,073	-1,234
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-971	-503	-1,418	-889
재고자산 감소(증가)	-396	-735	-1,173	-735
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	328	-73	556	348
법인세납부	-475	-645	-499	-651
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,640	-3,167	-4,800	-4,812
유형자산처분(취득)	-1,850	-3,634	-4,800	-4,800
무형자산감소(증가)	-90	-71	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	224	530	0	-12
기타투자활동	76	8	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-737	1,777	540	1,540
장단기금융부채의 증가(감소)	154	2,257	1,000	2,000
자본의 증가(감소)	1,139	0	0	0
배당금의 지급	-386	-494	-460	-460
기타재무활동	-1,644	14	0	0
현금의 증가	775	1,228	-2,942	-285
기초현금	1,474	2,249	3,477	535
기말현금	2,249	3,477	535	250

### 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	16.3	17.4	18.3	14.0
P/CF (x)	8.2	7.5	6.8	5.4
P/B (x)	1.9	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA (x)	7.1	7.5	8.0	6.8
EPS (원)	24,854	19,983	19,133	24,961
CFPS (원)	49,691	46,313	51,420	65,236
BPS (원)	211,079	224,740	237,997	257,081
DPS (원)	6,000	6,000	6,000	6,000
배당성향 (%)	20.5	25.7	27.6	21.2
배당수익률 (%)	1.5	1.7	1.7	1.7
매출액증가율 (%)	24.4	8.6	17.8	14.5
EBITDA증가율 (%)	30.1	-13.3	7.2	26.9
조정영업이익증가율 (%)	47.0	-22.6	-5.9	31.4
EPS증가율 (%)	43.4	-19.6	-4.3	30.5
매출채권 회전을 (회)	6.4	6.0	5.8	5.5
재고자산 회전을 (회)	8.1	7.5	7.0	6.7
매입채무 회전을 (회)	10.8	11.5	12.6	12.0
ROA (%)	8.9	6.0	5.1	5.9
ROE (%)	12.9	9.4	8.4	10.3
ROIC (%)	14.9	9.5	7.4	8.1
부채비율 (%)	53.3	62.3	67.2	74.2
유동비율 (%)	168.6	176.5	159.7	169.7
순차입금/자기자본 (%)	1.6	10.4	31.2	40.3
조정영업이익/금융비용 (x)	29.3	17.7	13.0	13.5

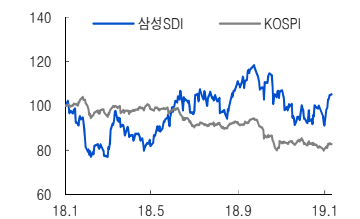
자료: LG화학, 미래에셋대우 리서치센터

## 삼성SDI (006400)

### 저평가된 전기차 배터리 가치

#### 전자재료

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M,상향)	350,000원
현재주가(19/01/14)	232,000원
상승여력	51%
영업이익(18F,십억원)	720
Consensus 영업이익(18F,십억원)	721
EPS 성장률(18F,%)	7.4
MKT EPS 성장률(18F,%)	6.7
P/E(18F,x)	21.8
MKT P/E(18F,x)	8.5
KOSPI	2,064.52
시가총액(십억원)	15,953
발행주식수(백만주)	70
유동주식비율(%)	74.5
외국인 보유비중(%)	38.8
베타(12M) 일간수익률	1.56
52주 최저가(원)	170,000
52주 최고가(원)	261,000
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	12.9 -2.1 7.7
상대주가	13.2 9.6 30.2



[디스플레이/배터리]

김철중  
02-3774-1464  
chuljoong.kim@miraeeasset.com

#### 전기차 배터리 저평가, 목표주가 35만원으로 상향

삼성SDI에 대한 목표주가를 35만원으로 6% 상향한다(기존 33만원). EV와 ESS 사업부문의 가치를 각각 7.0조원(23년 예상 EBITDA에 EV/EBITDA 5.0배 적용), 2.4조원(20년 예상 EBITDA에 EV/EBITDA 9.0배 적용)으로 산정하였다.

전자재료 사업 부문은 2.2조원(19년 예상 EBITDA에 5배 적용)으로 산정하였는데 반도체 등 전방 산업 둔화로 EV/EBITDA 적용 배수를 기존 10.0배에서 5.0배로 하향하였다. 소형전지 사업 가치는 6.4조원으로 산정하였다. 19년 예상 EBITDA인 9,160억원에 EV/EBITDA 7.0배를 적용하였다. 앞서 산업 부분에서 언급하였던 소형전지는 1) Cordless 제품 확대, 2) 스마트폰 대당 탑재 용량 증가로 견조한 매출 성장과 수익성이 유지될 것으로 판단한다.

삼성디스플레이 지분가치는 5.0조원으로 산정하였는데, 3Q18 기준 동사가 보유하고 있는 SDC의 장부가가 4.8조원인 수준을 감안하면 부담스러운 산정은 아니라는 판단이다. 오히려 SDC 지분가치는 향후 QD-OLED 투자 및 폴더블 출시에 따라 멀티플이 상향 조정될 여지가 있다고 판단한다.

#### EV용 배터리 BEP 앞당겨질 것

시장 예상보다 빠른 EV용 배터리 수익성 개선이 기대된다. 1) 견조한 판가 트렌드와 2) 원재료 가격 하락 효과가 본격화될 것으로 예상되기 때문이다. 견조한 판가 트렌드는 원재료 가격 연동 계약 건 비중 확대(현재 50% 수준으로 추정)와 선발 배터리 업체 협상력 강화에 기인한다.

코발트 및 리튬 등 원재료 가격 하락분의 수익성 기여가 본격화될 것으로 판단한다. 작년 4~5월 EV용 배터리 원가 중 코발트가 차지하는 비중은 6% 수준에 육박하였다. 현재 코발트 가격은 고점 대비 40% 하락하여 있는 상황이기 때문에, GPM 기준 2%p 수준의 이익 개선이 가능할 것으로 판단한다.

주목할 점은 20년 이후 성장률이다. 당사는 동사의 23년 EV용 배터리 매출액을 7.2조원으로 추정하고 있으나, 매우 보수적인 추정이다. 동사의 투자 스케줄을 감안할 시, 20년 이후 생산능력 증가는 글로벌 경쟁사들을 상회할 가능성이 높기 때문이다. 향후 구체적인 수주 규모 및 20년 이후 생산 능력에 대한 계획이 공유될 시, 추가적인 실적 상향 가능성이 존재한다고 판단한다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	4,955	5,201	6,322	9,436	11,297	13,260
영업이익 (십억원)	-267	-926	117	720	1,068	1,357
영업이익률 (%)	-5.4	-17.8	1.9	7.6	9.5	10.2
순이익 (십억원)	54	219	657	706	1,124	1,443
EPS (원)	765	3,117	9,338	10,030	15,975	20,507
ROE (%)	0.5	2.0	6.0	6.1	9.0	10.6
P/E (배)	149.0	35.0	21.9	21.8	14.5	11.3
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 10. 삼성SDI 연결 기준 영업 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018F	2019F
<b>매출액</b>	<b>1,909</b>	<b>2,248</b>	<b>2,522</b>	<b>2,756</b>	<b>2,529</b>	<b>2,601</b>	<b>2,969</b>	<b>3,198</b>	<b>9,436</b>	<b>11,297</b>
전지	1,419	1,728	1,923	2,150	1,973	2,029	2,346	2,541	7,220	8,889
소형전지(IT)	889	950	1,146	1,260	1,191	1,208	1,314	1,358	4,244	5,071
중대형전지(EV, ESS)	530	778	778	890	782	821	1,032	1,183	2,976	3,818
전자재료	490	519	598	606	556	572	623	657	2,213	2,408
<b>영업이익</b>	<b>72</b>	<b>153</b>	<b>241</b>	<b>253</b>	<b>183</b>	<b>209</b>	<b>315</b>	<b>361</b>	<b>720</b>	<b>1,068</b>
전지	24	97	147	165	125	150	227	270	433	772
소형전지(IT)	89	92	169	187	136	138	181	189	537	644
중대형전지(EV, ESS)	-65	5	-21	-22	-11	12	46	81	-104	128
전자재료	48	56	94	89	58	60	87	91	287	296
기타									0	0
<b>영업이익률</b>	<b>3.8</b>	<b>6.8</b>	<b>9.6</b>	<b>9.2</b>	<b>7.2</b>	<b>8.1</b>	<b>10.6</b>	<b>11.3</b>	<b>7.6</b>	<b>9.5</b>
전지	1.7	5.6	7.6	7.7	6.3	7.4	9.7	10.6	6.0	8.7
소형전지(IT)	10.0	9.7	14.7	14.8	11.4	11.4	13.8	13.9	12.6	12.7
중대형전지(EV, ESS)	-12.3	0.6	-2.8	-2.5	-1.4	1.4	4.5	6.8	-3.5	3.3
전자재료	9.8	10.8	15.8	14.6	10.5	10.4	14.0	13.9	13.0	12.3

자료: 삼성SDI, 미래에셋대우 리서치센터

표 11. 삼성SDI Valuation Table

(십억원, %, 원)

Operating value	EBITDA	Applied EV/EBITDA	EV	Note
IT	916	7	6,409	Global peer 평균 7.0배 적용
EV	1,391	5	6,955	2023년 예상 EBITDA, LG화학 대비 할인
ESS	265	9	2,381	2020년 예상 EBITDA에 9.0배 적용
EM (Electronic Materials)	434	5	2,168	업황 둔화 고려, 적용 배수 할인
Total operating value (A)			<b>17,913</b>	
Investment asset value (SDC)				
Samsung Display	10,688	3.1	<b>5,036</b>	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
Total investment asset value (B)			<b>7,082</b>	30% discount to book value
Net borrowings (C)			931	3Q18
Equity value (A)+(B)-(C)+(D)			24,064	
Number of outstanding shares			68,765	
Value per share			349,943	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

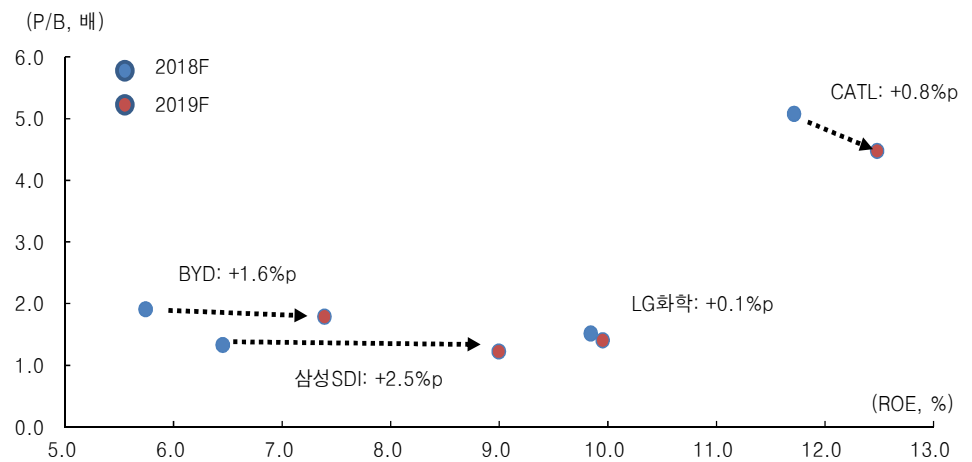
표 12. 글로벌 동종 업체 Valuation 테이블

(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	15,885	9,403	11,543	716	995	753	1,142	6.5	9.0	21.0	13.9	1.3	1.2	13.1	9.7
CATL	27,323	4,630	6,362	704	895	581	729	11.7	12.5	45.8	36.5	5.1	4.5	23.8	18.0
LG화학	24,637	27,951	31,771	2,380	2,573	1,644	1,790	9.8	10.0	15.7	14.3	1.5	1.4	6.9	6.2
파나소닉	26,994	85,617	89,010	4,334	4,573	2,590	2,760	13.9	13.3	10.0	9.3	1.3	1.2	4.1	3.9
소니	69,706	91,109	92,729	9,046	9,136	6,919	6,054	20.5	15.2	10.1	11.5	1.9	1.6	4.7	4.6
BYD	20,892	20,828	24,648	1,179	1,427	514	690	5.7	7.4	35.2	25.8	1.9	1.8	11.9	10.1
배터리 평균								11.8	11.8	21.5	17.5	2.1	1.9	6.6	8.3

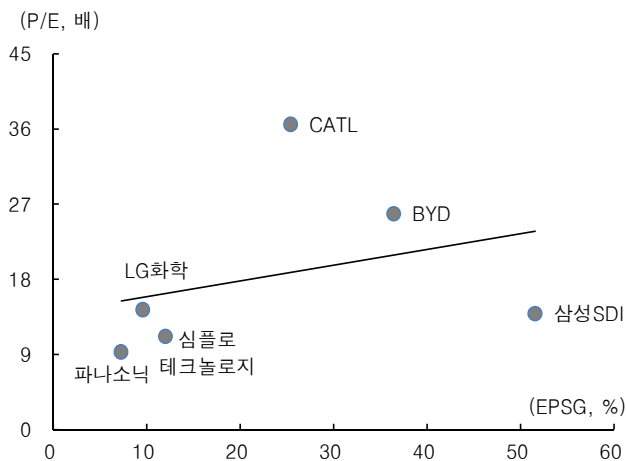
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 28. 글로벌 배터리 업체 2018년과 2019년 P/B-ROE 비교



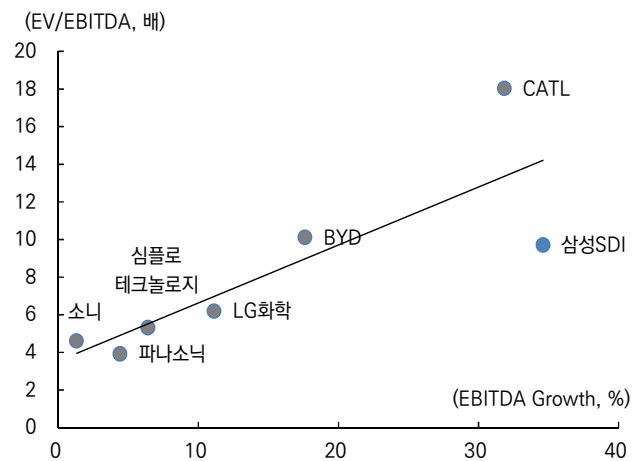
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 29. P/E-EPG 비교 (19F 기준)



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 30. EV/EBITDA-EBITDA 비교 (19F 기준)



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

## 배터리

강해진 협상력이 증명될 시간

## 삼성SDI (006400)

### 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	6,322	9,436	11,297	13,260
매출원가	5,152	7,331	8,658	10,119
매출총이익	1,170	2,105	2,639	3,141
판매비와관리비	1,052	1,385	1,571	1,785
조정영업이익	117	720	1,068	1,357
영업이익	117	720	1,068	1,357
비영업손익	707	294	368	487
금융손익	-5	-34	-49	-50
관계기업등 투자손익	695	320	417	540
세전계속사업손익	824	1,014	1,436	1,844
계속사업법인세비용	181	277	316	406
계속사업이익	643	737	1,120	1,438
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	643	737	1,120	1,438
지배주주	657	706	1,124	1,443
비지배주주	-14	31	-4	-5
총포괄이익	637	863	1,120	1,438
지배주주	685	835	1,158	1,486
비지배주주	-48	28	-38	-48
EBITDA	577	1,312	1,855	2,326
FCF	-1,242	-1,515	-429	-44
EBITDA 마진율 (%)	9.1	13.9	16.4	17.5
영업이익률 (%)	1.9	7.6	9.5	10.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.4	7.5	9.9	10.9

### 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	-250	588	1,571	1,956
당기순이익	643	737	1,120	1,438
비현금수익비용가감	29	621	732	884
유형자산감가상각비	369	503	716	918
무형자산상각비	91	89	71	51
기타	-431	29	-55	-85
영업활동으로인한자산및부채의변동	-841	-577	84	90
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-303	-588	-257	-278
재고자산 감소(증가)	-116	-494	-261	-282
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	177	197	110	119
법인세납부	-96	-187	-316	-406
투자활동으로 인한 현금흐름	89	-2,190	-2,189	-2,199
유형자산처분(취득)	-957	-2,099	-2,000	-2,000
무형자산감소(증가)	15	-9	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	661	-251	-129	-139
기타투자활동	370	169	-60	-60
재무활동으로 인한 현금흐름	353	1,264	-177	-177
장단기금융부채의 증가(감소)	586	1,234	0	0
자본의 증가(감소)	11	-3	0	0
배당금의 지급	-70	-72	-67	-67
기타재무활동	-174	105	-110	-110
현금의 증가	197	-198	47	-199
기초현금	1,012	1,209	1,011	1,059
기말현금	1,209	1,011	1,059	860

자료: 삼성SDI, 미래에셋대우 리서치센터

### 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
유동자산	3,605	4,763	5,374	5,787
현금 및 현금성자산	1,209	1,011	1,059	860
매출채권 및 기타채권	1,048	1,682	1,952	2,244
재고자산	967	1,625	1,885	2,167
기타유동자산	381	445	478	516
비유동자산	12,146	14,249	15,210	16,740
관계기업투자등	6,219	6,452	6,089	6,469
유형자산	2,930	4,623	5,907	6,989
무형자산	897	861	790	739
자산총계	15,751	19,012	20,585	22,527
유동부채	2,670	3,655	4,030	4,437
매입채무 및 기타채무	771	1,409	1,635	1,880
단기금융부채	1,191	1,314	1,314	1,314
기타유동부채	708	932	1,081	1,243
비유동부채	1,629	3,063	3,318	3,593
장기금융부채	366	1,476	1,476	1,476
기타비유동부채	1,263	1,587	1,842	2,117
부채총계	4,299	6,718	7,348	8,030
지배주주지분	11,257	12,015	12,962	14,228
자본금	357	357	357	357
자본잉여금	5,043	5,040	5,040	5,040
이익잉여금	5,601	6,640	7,697	9,074
비지배주주지분	195	279	275	269
자본총계	11,452	12,294	13,237	14,497

### 예상 주당가치 및 valuation (요약)

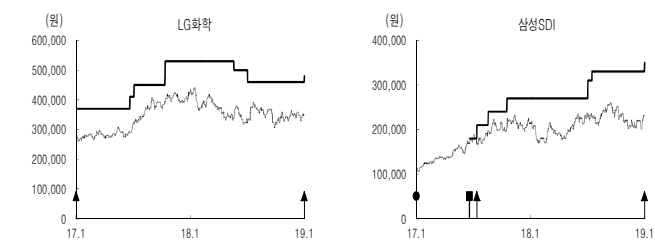
	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	21.9	21.8	14.5	11.3
P/CF (x)	21.4	11.3	8.8	7.0
P/B (x)	1.2	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	25.4	13.1	9.7	7.8
EPS (원)	9,338	10,030	15,975	20,507
CFPS (원)	9,544	19,298	26,313	32,993
BPS (원)	164,848	175,609	190,633	210,188
DPS (원)	1,000	1,000	1,000	1,000
배당성향 (%)	10.2	8.9	5.8	4.6
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	21.6	49.3	19.7	17.4
EBITDA증가율 (%)	-	127.4	41.4	25.4
조정영업이익증가율 (%)	-	515.4	48.3	27.1
EPS증가율 (%)	199.6	7.4	59.3	28.4
매출채권 회전을 (회)	7.2	7.3	6.5	6.6
재고자산 회전을 (회)	7.5	7.3	6.4	6.5
매입채무 회전을 (회)	12.8	12.8	11.7	11.8
ROA (%)	4.2	4.2	5.7	6.7
ROE (%)	6.0	6.1	9.0	10.6
ROIC (%)	2.1	11.9	13.2	13.9
부채비율 (%)	37.5	54.6	55.5	55.4
유동비율 (%)	135.0	130.3	133.3	130.4
순차입금/자기자본 (%)	2.0	13.5	12.1	12.3
조정영업이익/금융비용 (x)	5.1	14.4	15.9	20.2

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
LG화학(051910)					2019.01.14	매수	350,000	-	-
2019.01.14	매수	480,000	-	-	2018.07.30	매수	330,000	-31.18	-20.91
2018.07.17	매수	460,000	-23.96	-15.00	2018.07.17	매수	310,000	-25.87	-24.19
2018.06.03	매수	500,000	-31.09	-23.90	2017.10.31	매수	270,000	-24.33	-12.22
2017.10.26	매수	530,000	-26.27	-16.70	2017.09.01	매수	240,000	-14.63	-7.08
2017.07.19	매수	450,000	-18.77	-9.44	2017.07.27	매수	210,000	-14.33	-6.43
2017.07.05	매수	410,000	-25.54	-20.37	2017.07.03	Trading Buy	180,000	-0.90	5.00
2016.09.11	매수	370,000	-27.98	-16.35	2017.01.01	중립	-	-	-

삼성SDI(006400)

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



투자 의견 분류 및 적용 기준

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 악화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 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, LG화학을(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.