

2017. 11. 1



▲ 반도체/디스플레이

Analyst 김선우

02-6098-6688

sunwoo.kim@meritz.co.kr

RA 주민우

02-6098-6677

minwoo.ju@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월) 230,000 원

현재주가 (10.31) 206,000 원

상승여력 11.7%

KOSPI 2,523.43pt

시가총액 141,655억원

발행주식수 6,876만주

유동주식비율 74.56%

외국인비중 41.45%

52주 최고/최저가 223,000원/89,800원

평균거래대금 713.2억원

주요주주(%)

삼성전자 외 6 인 20.60

국민연금 9.19

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 3.8 49.8 118.5

상대주가 -1.5 30.9 73.8

주가그래프



삼성SDI 006400

관성을 거부한 서프라이즈

- ✓ 3Q17 영업이익 602 억원은 당사와 시장기대치를 모두 능가 · 실적 개선세 지속 전망
- ✓ 중소형전지: 노트 7 소손 이후 안정성 강화 기조 속 원통형과 폴리머의 동시 개선
- ✓ 대형전지: 원재료비 상승 불구 영업 레버리지 개선에 기반한 적자 축소
- ✓ 전자재료: 반도체 호황 기반 재료사업의 안정적인 수익 기여 지속
- ✓ 종전 대비 보다 긍정적인 시각 제시 · 적정주가 230,000 원으로 상향조정

3Q17 Review: 고질적 감익 요인에서 벗어난 동시다발적 호조세

3Q17 영업이익 602 억원은 전분기 55 억원 대비 크게 개선됐을 뿐 아니라 당사 추정치/블룸버그 컨센서스 230 억원/261 억원 역시 압도적으로 능가했다. 지난 2 년간 '일회성손실' 과 '총당금설정' 이 고질적으로 등장해온 까닭에 기대치를 능가하는 실적은 굉장히 이례적이다. 금번 호실적은 다양한 사업 호조의 동시 발생에 기반한다. 당사는 향후에도 그 지속력이 유지 가능하다는 판단인데, 1) 소형전지의 경우 노트 7 소손 이후 개선된 안정성이 Captive 고객 뿐 아니라 신규 고객 내 M/S 확보에도 기여하고 있으며, 2) 대형전지의 매출 확대에서 오는 영업레버리지 효과가 제조원가 부담을 능가하고, 3) 전방 산업의 호황 속 전자재료 사업의 안정적인 수익성 유지 속에 삼성디스플레이 등 투자자산 가치 역시 꾸준한 성장이 예상되기 때문이다. 4Q17/2018 영업이익을 기존의 -120 억원/2,280 억원에서 1,010 억원/4,077 억원으로 상향조정한다.

보다 긍정적으로 바라볼 필요 · 적정주가 230,000 원으로 상향조정

그 동안 본업 가치 상승의 가시성 결여 속에, 1) 막대한 현금 및 투자자산 가치와 2) 전기차 시장에 개화에 대한 다소 막연한 기대감만이 모멘텀으로 작용해왔다. 하지만 이제 실적 개선에 대한 가시성이 상당부분 확보되며 동사의 사업가치가 수년 만에 시장 내 인정을 받을 수 있다. 투자 의견 Trading Buy 를 유지하지만, 동사에 대해 종전보다 긍정적인 시각을 제시하며 적정주가를 기존의 203,000 원에서 230,000 원으로 상향 조정한다. 신규 적정주가는 영업이익 회복과 밸류에이션 베이스 기간 변화를 반영해 2018E 1.30x P/B 에 기반한다 (vs 기존 2017E/2018E 평균 P/B 1.19x).

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	4,955	(268)	54	784	(153.5)	160,141	262.8	1.3	19.7	0.5	44.2
2016	5,201	(926)	219	3,191	307.1	155,925	64.6	1.3	(13.0)	2.0	35.9
2017E	6,362	99	664	9,660	202.8	164,557	21.3	1.3	11.8	6.0	46.3
2018E	7,387	408	1,027	14,939	54.6	176,404	13.8	1.2	7.5	8.8	51.9
2019E	7,761	469	1,271	18,487	23.7	190,342	11.1	1.1	6.3	10.1	55.5

표1 3Q17 실적 개요

(십억원)	Actual 3Q17P	Meritz 3Q17E	차이	2Q17	QoQ	3Q16	YoY
매출액	1,708	1,578	8%	1,453	18%	1,290	0
에너지솔루션	1,168	1,071	9%	988	18%	850	37%
소형전지	782	686	14%	667	17%	605	29%
대형전지 (EV+ESS)	386	385	0%	320	20%	245	57%
소재사업부	538	507	6%	465	16%	439	23%
영업이익	60	20	197%	6	985%	(110)	nm
에너지솔루션	2	(31)	nm	(38)	nm	(148)	nm
소형전지	63	21	204%	19	229%	(85)	nm
대형전지 (EV+ESS)	(61)	(52)	nm	(57)	nm	(62)	nm
소재사업부	59	52	13%	44	35%	37	58%
지분법이익	119	160		225		118	
세전이익	175	156	12%	232	-24%	(5)	nm
순이익	135	125	8%	187	-28%	(35)	nm
영업이익률	3.5%	1.3%		0.4%		-8.6%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 삼성SDI 실적 추정치 변경

(십억원)	New			Old			차이(%)		
	4Q17E	2017E	2018E	4Q17E	2017E	2018E	4Q17E	2017E	2018E
매출액	1,896	6,362	7,387	1,631	5,968	6,640	16%	7%	11%
에너지솔루션	1,348	4,326	5,199	1,083	3,965	4,486	24%	9%	16%
소형전지	813	2,825	3,046	656	2,572	2,587	24%	10%	18%
중대형전지 (EV+ESS)	535	1,501	2,153	428	1,393	1,899	25%	8%	13%
소재사업부	548	2,032	2,188	548	2,001	2,154	0%	2%	2%
영업이익	101	99	408	29	(12)	228	248%	nm	79%
에너지솔루션	36	(119)	158	(29)	(217)	(4)	nm	nm	nm
소형전지	74	130	214	11	25	66	564%	413%	222%
중대형전지 (EV+ESS)	(38)	(249)	(55)	(40)	(242)	(70)	nm	nm	nm
소재사업부	65	219	249	58	205	232	12%	7%	8%
지분법이익	221	809	1,276	231	726	1,128	-5%	11%	13%
세전이익	318	809	1,276	254	726	1,128	25%	11%	13%
순이익	254	658	1,021	205	599	904	24%	10%	13%
영업이익률	5.3%	1.6%	5.5%	1.8%	-0.2%	3.4%			

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 삼성SDI 실적추정

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	1,291	1,317	1,290	466	1,305	1,453	1,708	1,896	4,364	6,362	7,387
에너지솔루션	864	874	850	0	823	988	1,168	1,348	2,589	4,326	5,199
소형전지	650	650	605	0	563	667	782	813	1,905	2,825	3,046
중대형전지 (EV+ESS)	214	224	245	0	260	320	386	535	684	1,501	2,153
소재 사업부	426	442	439	465	480	465	538	548	1,771	2,032	2,188
영업이익	-704	-54	-110	-22	-67	6	60	101	-890	99	408
영업이익률(%)	-54.5%	-4.1%	-8.6%	-4.6%	-5.2%	0.4%	3.5%	5.3%	-20.4%	1.6%	5.5%
에너지솔루션	-100	-92	-148	-61	-118	-38	2	36	-400	-119	158
소형전지	-3	3	-85	0	-25	19	63	74	-85	130	214
중대형전지 (EV+ESS)	-97	-95	-62	-61	-93	-57	-61	-38	-315	-249	-55
소재 사업부	50	38	37	39	51	44	59	65	164	219	249
지분법이익	-35	19	118	144	169	225	119	221	-821	809	1,276
세전이익	-869	-46	-5	100	84	232	175	318	-821	809	1,276
세전이익률(%)	-67.3%	-3.5%	-0.4%	21.4%	6.5%	15.9%	10.2%	16.8%	-18.8%	12.7%	17.3%
순이익	-717	956	-35	8	82	187	135	254	211	658	1,021
순이익률(%)	-55.6%	72.6%	-2.7%	1.7%	6.3%	12.8%	7.9%	13.4%	4.8%	10.3%	13.8%

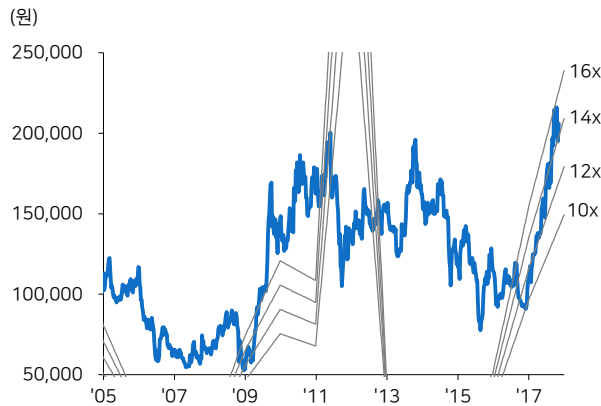
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 삼성SDI 적정주가 산출

(원)	2018E
BVPS	176,404
적정배수 (배) *	1.30
적정가치	229,326
적정주가	230,000
현재 주가	206,000
상승여력 (%)	12%

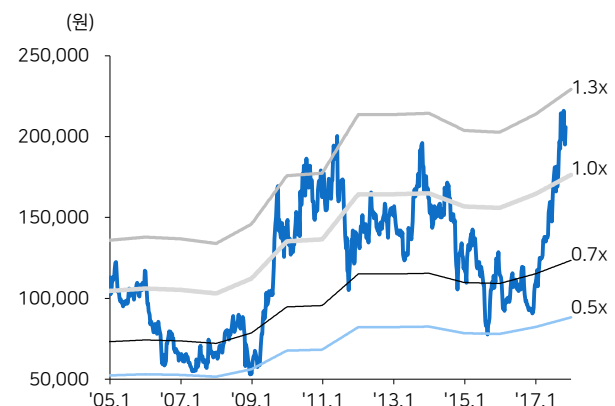
참고: 기존 1.2배에서 Upcycle 적정배수 1.3배로 조정함
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 삼성SDI PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 삼성SDI PBR밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성 SDI (006400)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,955	5,201	6,362	7,387	7,761
매출액증가율 (%)	-9.5	5.0	22.3	16.1	5.1
매출원가	4,115	4,450	5,095	5,648	5,897
매출총이익	840	751	1,267	1,739	1,864
판매관리비	1,108	1,677	1,168	1,331	1,395
영업이익	-268	-926	99	408	469
영업이익률	-5.4	-17.8	1.6	5.5	6.0
금융손익	-161	-127	-36	-64	-50
종속/관계기업손익	280	245	735	932	1,162
기타영업외손익	119	118	710	868	1,112
세전계속사업이익	-170	-821	809	1,276	1,581
법인세비용	-39	58	151	255	316
당기순이익	-131	211	658	1,021	1,265
지배주주지분 순이익	54	219	664	1,027	1,271

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	881	-1,310	4	966	1,071
당기순이익(손실)	26	211	658	1,021	1,265
유형자산상각비	533	361	600	610	610
무형자산상각비	130	95	109	127	133
운전자본의 증감	624	-1,413	-773	-134	-53
투자활동 현금흐름	115	1,854	392	214	214
유형자산의 증가(CAPEX)	-726	-833	-650	-650	-650
투자자산의 감소(증가)	81	4	0	0	0
재무활동 현금흐름	-355	-819	200	-178	-289
차입금의 증감	-295	-541	270	28	17
자본의 증가	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	660	-276	594	1,002	996
기초현금	628	1,288	1,012	1,606	2,608
기말현금	1,288	1,012	1,606	2,608	3,604

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,774	3,958	4,930	6,112	7,180
현금및현금성자산	1,288	1,012	1,606	2,608	3,604
매출채권	922	780	1,135	1,205	1,233
재고자산	750	729	1,061	1,126	1,152
비유동자산	11,451	10,942	11,967	12,658	13,533
유형자산	3,229	2,504	2,358	2,398	2,438
무형자산	1,278	942	832	485	133
투자자산	6,372	6,773	7,725	8,657	9,819
자산총계	16,225	14,900	16,897	18,770	20,713
유동부채	3,201	2,213	3,596	4,652	5,635
매입채무	378	342	497	528	540
단기차입금	547	184	372	382	392
유동성장기부채	500	200	291	309	316
비유동부채	1,771	1,723	1,755	1,758	1,759
사채	499	299	300	300	300
장기차입금	204	267	264	264	264
부채총계	4,972	3,936	5,351	6,410	7,394
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	5,031	5,031	5,031	5,031	5,031
기타포괄이익누계액	782	591	685	685	685
이익잉여금	4,853	4,995	5,588	6,403	7,361
비지배주주지분	241	242	230	230	230
자본총계	11,253	10,964	11,546	12,360	13,319

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	72,056	75,632	92,517	107,424	112,868
EPS(지배주주)	784	3,191	9,660	14,939	18,487
CFPS	9,604	-4,018	8,638	14,571	14,484
EBITDAPS	5,757	-6,854	11,763	16,649	17,634
BPS	160,141	155,925	164,557	176,404	190,342
DPS	1,000	1,000	2,898	4,482	5,546
배당수익률(%)	0.5	0.5	1.4	2.2	2.7
Valuation(Multiple)					
PER	262.8	64.6	21.3	13.8	11.1
PCR	N/A	N/A	23.8	14.1	14.2
PSR	2.9	2.7	2.2	1.9	1.8
PBR	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1
EBITDA	396	(471)	809	1,145	1,213
EV/EBITDA	19.7	-13.0	11.8	7.5	6.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.5	2.0	6.0	8.8	10.1
EBITDA 이익률	10.8	-582.0	393.6	105.2	107.8
부채비율	44.2	35.9	46.3	51.9	55.5
금융비용부담률	0.3	0.0	0.1	0.0	-0.2
이자보상배율(x)	-7.8	-26.4	3.9	13.7	15.5
매출채권회전율(x)	5.6	6.1	6.6	6.3	6.4
재고자산회전율(x)	5.4	6.0	5.7	5.2	5.2

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 11월 01일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 11월 01일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 11월 01일 현재 동 자료에 언급된 종목을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김선우,주민우)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자자의견 비율

투자자의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0.0%

2017년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성 SDI (006400) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.11.02	기업브리프	Buy	160,000	지목현	-30.6	-30.0	
2015.11.09	산업분석	Buy	160,000	지목현	-25.8	-19.4	
2015.12.23	산업분석	Buy	160,000	지목현	-33.1	-19.4	
2016.11.02		1년 경과			-41.5	-40.4	
				담당자 변경			
2016.11.25	산업분석	Trading Buy	107,000	김선우	-2.4	9.8	
2017.01.25	기업브리프	Trading Buy	123,000	김선우	10.9	34.6	
2017.06.07	산업분석	Trading Buy	188,000	김선우	-7.0	4.8	
2017.09.08	산업분석	Trading Buy	203,000	김선우	1.7	9.9	
2017.11.01	기업브리프	Trading Buy	230,000	김선우	-	-	