

2017/10/31

삼성SDI(006400)

본 사업의 정상화

■ 3Q17 호실적 이끈 2차전지 부문 실적 개선

지난 3Q17 실적은 전부문의 고른 성장으로 매출액 1.7조원 (YoY: +32%, QoQ: +17%), 영업이익 602억원 (YoY: 흑자전환, QoQ: +1002%)을 기록하며 완전한 흑자기조로 진입하였다. ① 소형 2차전지 부문은 Galaxy Note 8과 iPhone 신제품 출시 효과에 따른 Polymer 전지 수요 증가, Non-IT 중심의 원형 전지 출하 확대에 따른 가동률 상승에 따른 수익성 개선이 뚜렷했던 것으로 분석된다. 이로 인해 3Q17 소형 2차전지 부문 영업이익률은 지난 13년과 유사한 8% 수준을 기록한 것으로 추정된다. 또한 ② 전자재료 부문 실적은 계절적 성수기 진입으로 반도체, 디스플레이 전방 업체들의 수요가 증가하면서 영업이익이 전분기 대비 약 20% 증가한 660억원을 기록하였다.

■ 18년 가파른 실적 성장세 전망

18년에도 전지 사업부와 전자재료 사업부문의 고른 성장세로 점진적인 실적 개선세가 나타날 것으로 전망된다. 고객 다변화를 통한 가동률 상승으로 소형 2차전지 부문 수익성이 과거 호황기였던 시기의 높은 수준에 근접한 8%를 기록할 것으로 예상되며, 중대형 전지 부문은 유럽형 고객사 출하 증가와 ESS 시장 수요 확대에 전년 대비 29% 가량 매출이 증가하며 약 1,170억원 가량 축소될 것으로 전망된다. 이를 반영한 18년 매출액과 영업이익은 각각 8.3조원 (YoY: +29%), 4,290억원 (YoY: +348%)을 기록할 것으로 추정된다.

향후 중대형 실적의 방향성은 ESS 부문과 자동차 전지 부문을 모두 포함한 중대형 전지 전체 실적의 방향성에 주목해야 한다. ESS와 관련한 감가상각비와 연구개발비 등이 자동차 전지 실적에 포함되기 때문이다. 최근 동사 ESS 부문 실적은 2Q17부터 북미, 유럽, 호주, 일본 등을 중심으로 전력용/산업용 시장 수요가 가파르게 증가하면서 중국 시안 신규 라인 가동률 상승에 따른 수익성 개선세가 뚜렷하게 나타나고 있다.

■ 매수 투자자의견으로 상향 조정

동사에 대한 목표주가를 260,000원으로, 투자자의견을 매수로 상향 조정한다. 18년은 동사의 본 사업과 지분법 이익 모두 큰 폭으로 성장하는 해가 될 것으로 전망된다. 18년 영업이익은 ① 2차전지 사업부의 정상화와 반도체, 디스플레이 업황 호조에 따른 전자재료의 꾸준한 수요 증가, ② 전세계 각국의

디스플레이 정원석

(2122-9203) wschung@hi-ib.com

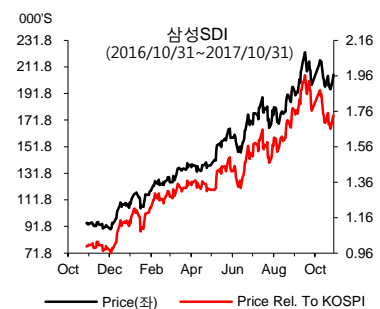
Buy(Upgrade)

목표주가(12M)	260,000원
종가(2017/10/31)	206,000원

Stock Indicator

자본금	357십억원
발행주식수	7,038만주
시가총액	14,320십억원
외국인지분율	41.4%
배당금(2016)	1,000원
EPS(2017E)	11,348원
BPS(2017E)	164,110원
ROE(2017E)	7.2%
52주 주가	89,800~223,000원
60일평균거래량	362,220주
60일평균거래대금	71.2십억원

Price Trend



환경 규제 정책 방향 중 하나인 전기차 시장의 가파른 성장으로 전년 대비 348% 증가한 4,290억원을 기록할 것으로 예상된다.

특히 18년 동사의 순이익에서 약 75%를 차지할 것으로 예상되는 지분법 이익은 삼성디스플레이의 가파른 성장세 (18년 예상 영업이익: 8.2조원)로 전년 대비 38% 가량 증가한 1,059억원에 달할 것으로 추정된다. 따라서 현 주가의 Valuation 배수는 18년 예상 실적 기준 P/E 11.5배, P/B 1.1배 수준으로 상당히 완화될 것으로 판단되어 17년 가파른 주가 상승에도 불구하고 추가 상승세가 나타날 것으로 전망된다.

<표 1> 삼성 SDI 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F
매출액	1,305	1,454	1,708	1,993	1,897	2,011	2,135	2,281	5,201	6,460	8,325
전지 사업부	823	988	1,169	1,453	1,354	1,465	1,562	1,712	3,428	4,434	5,862
소형2차전지	540	672	787	915	963	1,015	1,041	1,048	2,515	2,915	3,836
자동차전지	210	264	290	289	305	341	358	356	736	1,053	1,361
ESS	73	52	92	249	87	108	163	308	177	466	665
전자재료 사업부	481	466	539	540	543	546	573	570	1,771	2,025	2,232
YoY	1%	10%	32%	53%	45%	38%	25%	14%	5%	24%	29%
QoQ	0%	11%	17%	17%	-5%	6%	6%	7%	-	-	-
영업이익	-67	5	60	98	79	91	115	144	-926	96	429
전지 사업부	-115	-50	-6	35	19	29	49	79	-468	-136	177
소형2차전지	-24	24	61	75	79	79	82	84	-135	136	324
자동차전지	-85	-80	-78	-76	-70	-63	-57	-55	-298	-320	-245
ESS	-5	6	12	36	10	14	24	50	-36	48	98
전자재료 사업부	48	55	66	63	59	62	66	65	174	232	252
YoY	적자지속	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	1569%	91%	48%	적자지속	흑자전환	348%
QoQ	적자지속	흑자전환	1002%	62%	-19%	16%	26%	25%	-	-	-
영업이익률	-5%	0%	4%	5%	4%	5%	5%	6%	-18%	1%	5%
전지 사업부	-14%	-5%	-1%	2%	1%	2%	3%	5%	-14%	-3%	3%
소형2차전지	-4%	4%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	-5%	5%	8%
자동차전지	-41%	-30%	-27%	-26%	-23%	-19%	-16%	-15%	-41%	-30%	-18%
ESS	-7%	12%	13%	14%	12%	13%	15%	16%	-20%	10%	15%
전자재료 사업부	10%	12%	12%	12%	11%	11%	12%	11%	10%	11%	11%
지분법 관련 손익	169	225	114	257	241	256	272	290	245	765	1,059
당기순이익	82	187	134	366	273	298	317	327	211	769	1,215
당기순이익률	6%	13%	8%	18%	14%	15%	15%	14%	4%	12%	15%
YoY	흑자전환	-80%	흑자전환	4651%	235%	60%	136%	-11%	722%	264%	58%
QoQ	960%	129%	-28%	172%	-25%	9%	6%	3%	-	-	-

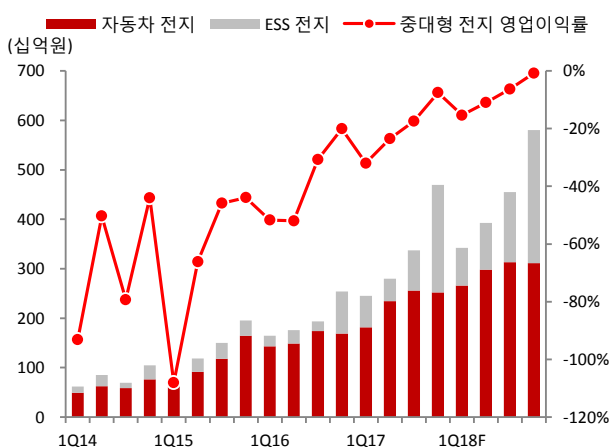
자료: 삼성SDI, 하이투자증권

2차전지 부문 실적의 점진적인 개선세

소형 2차전지: 지난 2Q15부터 적자를 기록해오던 소형 2차전지 사업부문이 정상화되고 있는 것으로 판단된다. 올해 하반기부터는 삼성전자 Galaxy Note 8, iPhone 신제품 출시 효과로 Polymer, 원형 전지 라인 가동률이 평균 80~90%의 안정적 수준을 유지할 것으로 예상되며, 내년 고객사 수요 증가에 대응하기 위해 Polymer와 원형 전지 Capa.를 각각 전체의 10%, 15% 가량 증설 중인 것으로 파악된다. 이에 따라 18년에는 동사 소형 2차 전지 부문 영업이익률이 약 8% 수준을 기록하며 전년 대비 가파른 수익성 개선세가 나타날 것으로 전망된다.

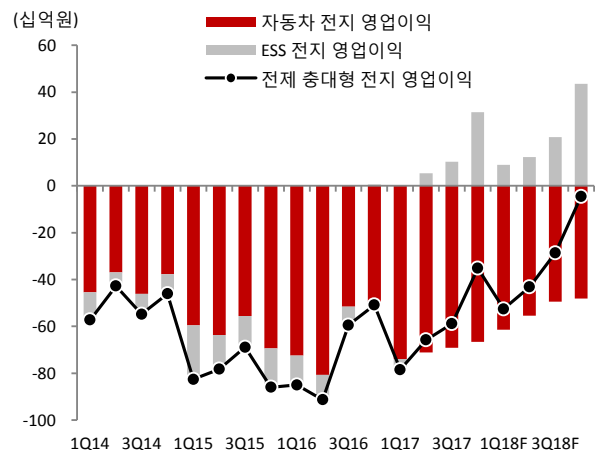
중대형 2차전지: 향후 중대형 실적의 방향성은 ESS 부문과 자동차 전지 부문을 모두 포함한 중대형 전지 전체 실적의 방향성에 주목해야 한다. ESS와 관련한 감가상각비와 연구개발비 등이 자동차 전지 실적에 포함되기 때문이다. 최근 동사 ESS 부문 실적은 2Q17부터 북미, 유럽, 호주, 일본 등을 중심으로 전력용/산업용 시장 수요가 가파르게 증가하면서 중국 시안 신규 라인 가동률 상승에 따른 수익성 개선세가 뚜렷하게 나타나고 있다. 이에 따라 18년 중대형 전지 부문 전체 매출액과 영업이익은 각각 1,88조원 (YoY: +29%), -1,600억원 (YoY: 적자지속)을 기록하며 전년 대비 손실폭이 뚜렷하게 축소될 것으로 전망된다. 17년 중대형 전지 사업부문 실적은 매출액 1.46조원 (YoY: +86%), 영업이익 -2,780억원 (YoY: 적자지속)을 기록하며 전년 대비 가파른 매출 성장에도 불구하고 손익 개선은 90억원 수준에 그칠 것으로 추정되지만 시안 공장 라인 가동률 확보로 내년부터 점진적인 손익 개선이 이뤄질 것으로 보고 있다. 특히 이르면 4Q18에는 중대형 전지 부문 영업이익이 손익분기점 부근에 근접하면서 동사 실적 개선의 견인차 역할을 할 것으로 전망된다.

<그림1> 삼성SDI 중대형 전지 분기별 실적 추이 및 전망



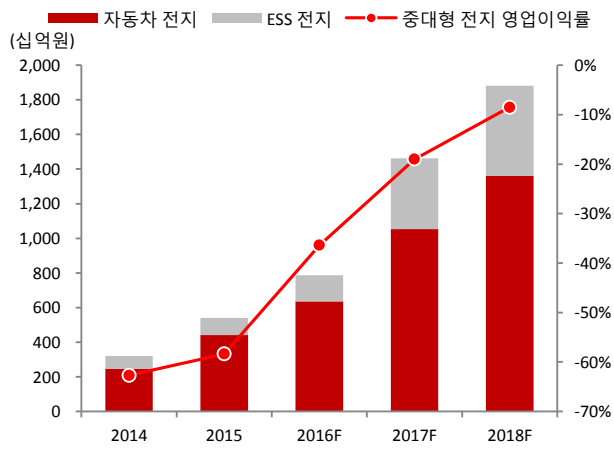
자료: 삼성SDI, 하이투자증권

<그림2> 삼성SDI 중대형 전지 분기별 영업이익 추이 및 전망



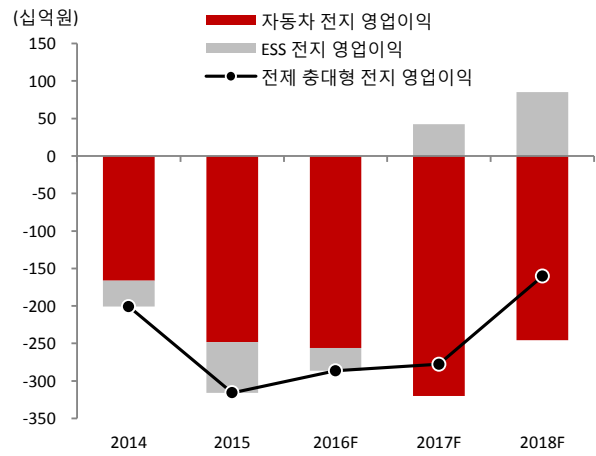
자료: 삼성SDI, 하이투자증권

<그림3> 삼성SDI 중대형 전지 연간 실적 추이 및 전망



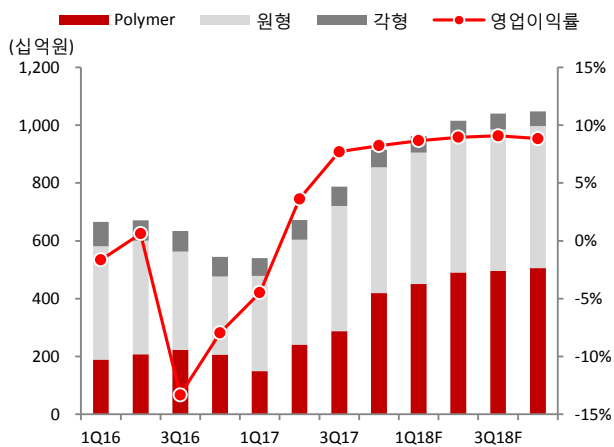
자료: 삼성SDI, 하이투자증권

<그림4> 삼성SDI 중대형 전지 연간 영업이익 추이 및 전망



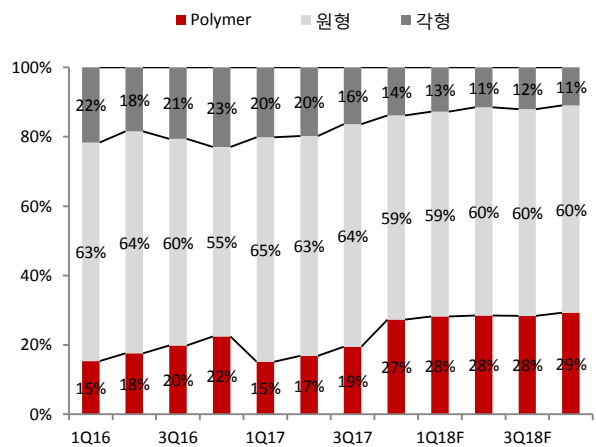
자료: 삼성SDI, 하이투자증권

<그림5> 삼성SDI 소형2차전지 분기별 실적 추이 및 전망



자료: 삼성SDI, 하이투자증권

<그림6> 삼성SDI 소형2차전지 출하량 비중 추이 및 전망

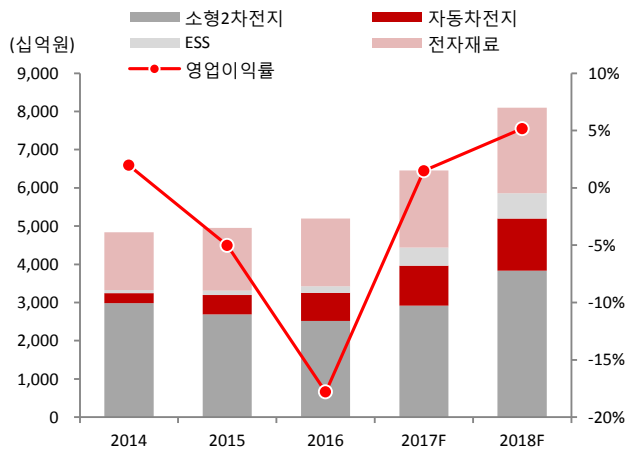


자료: 삼성SDI, 하이투자증권

18년 가파른 실적 개선 전망

지난 3Q17 실적은 전부분의 고른 성장으로 매출액 1.7조원 (YoY: +32%, QoQ: +17%), 영업이익 602억원 (YoY: 흑자전환, QoQ: +1002%)을 기록하며 완전한 흑자 기조로 진입하였다. ① 소형 2차전지 부문은 Galaxy Note 8과 iPhone 신제품 출시

<그림7> 삼성SDI 연간 실적 추이 및 전망



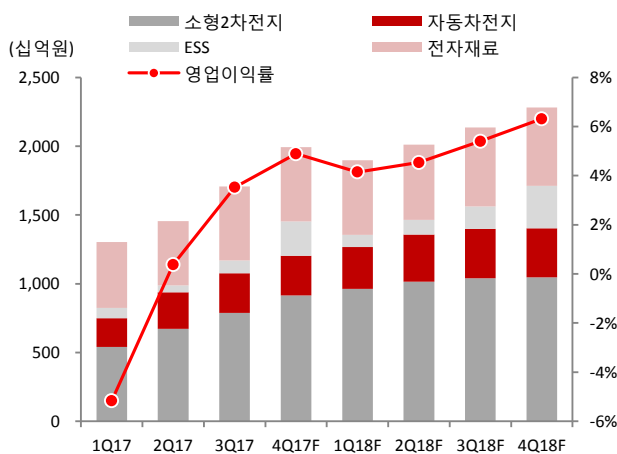
자료: 삼성SDI, 하이투자증권

효과에 따른 Polymer 전지 수요 증가, Non-IT 중심의 원형 전지 출하 확대에 따른 가동률 상승에 따른 수익성 개선이 뚜렷했던 것으로 분석된다. 이로 인해 3Q17 소형 2차전지 부문 영업이익률은 지난 13년과 유사한 8% 수준을 기록한 것으로 추정된다. 또한 ② 전자재료 부문 실적은 계절적 성수기 진입으로 반도체, 디스플레이 전방 업체들의 수요가 증가하면서 영업이익이 전분기 대비 약 20% 증가한 660억원을 기록하였다.

18년에도 전지 사업부와 전자재료 사업부문의 고른 성장세로 점진적인 실적 개선세가 나타날 것으로 전망된다. 고객 다변화를 통한 가동률 상승으로 소형 2차전지 부문 수익성이 과거 호황기였던 시기의 높은 수준에 근접한 8%를 기록할 것으로 예상되며, 중대형 전지 부문은 유럽

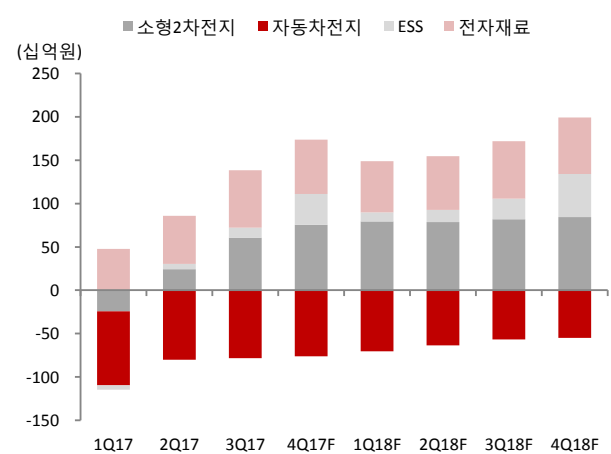
향 고객사 출하 증가와 ESS 시장 수요 확대에 전년 대비 29% 가량 매출이 증가하며 약 1,170억원 가량 축소될 것으로 전망된다. 이를 반영한 18년 매출액과 영업이익은 각각 8.3조원 (YoY: +29%), 4,290억원 (YoY: +348%)을 기록할 것으로 추정된다.

<그림8> 삼성SDI 분기별 실적 추이 및 전망



자료: 삼성SDI, 하이투자증권

<그림9> 삼성SDI 사업부문 분기별 영업이익 추이 및 전망



자료: 삼성SDI, 하이투자증권

매수 투자 의견으로 상향 조정

동사에 대한 목표주가를 260,000원으로 상향 조정하고 투자 의견을 매수로 변경한다. 18년은 동사의 본 사업과 지분법 이익 모두 큰 폭으로 성장하는 해가 될 것으로 전망된다. 18년 영업이익은 ① 2차전지 사업부의 정상화와 반도체, 디스플레이 업황 호조에 따른 전자재료의 꾸준한 수요 증가, ② 전세계 각국의 환경 규제 정책 방향 중 하나인 전기차 시장의 가파른 성장으로 전년 대비 348% 증가한 4,290억원을 기록할 것으로 예상된다.

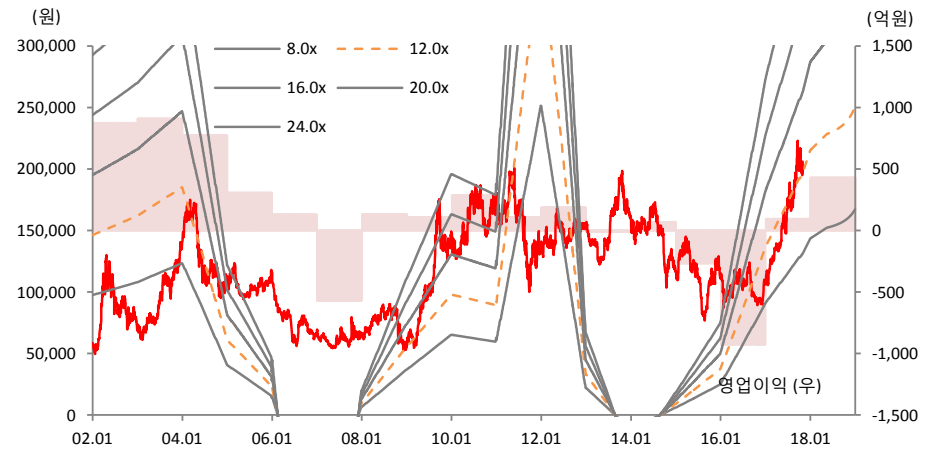
특히 18년 동사의 순이익에서 약 75%를 차지할 것으로 예상되는 지분법 이익은 삼성 디스플레이의 가파른 성장세 (18년 예상 영업이익: 8.2조원)로 전년 대비 38% 가량 증가한 1,059억원에 달할 것으로 추정된다. 따라서 현 주가의 Valuation 배수는 18년 예상 실적 기준 P/E 11.5배, P/B 1.1배 수준으로 상당히 완화될 것으로 판단되어 17년 가파른 주가 상승에도 불구하고 추가 상승세가 나타날 것으로 전망된다.

<표 2> 삼성 SDI 목표주가 산출

SOTP(Sum Of the Parts) Valuation					
	구분	18년 예상 EBITDA	EV/EBITDA Target multiple	가치	비고
영업가치 (십억원)	삼성SDI	805	10.3 x	8,325	2014~2017년 EBITDA 평균
	합계	805		8,325	(A)
	구분	금액	할인율	가치	비고
투자유가증권 (십억원)	상장주식	1,196	30%	837	전일 종가 기준
	삼성물산	545			
	에스원	374			
	삼성엔지니어링	252			
	삼성중공업	18			
	아이마켓코리아	5			
	호텔신라	2			
	비상장주식	474	50%	237	2Q17 장부가 기준
	합계	1,670		1,074	(B)
	구분	18년 예상 순이익	할인율	가치	비고
지분법주식(십억원)	삼성디스플레이	6,320	30%	8,069	SDC 18년 예상 순이익 x P/E 12배 x 15.2%
순차입금(십억원)		-379		-379	2018년 예상 순차입금 (D)
기업가치(십억원)				17,847	(E)=(A)+(B)+(C)-(D)
주식수(천주)				68,765	우선주 제외
주당 기업가치(원)				259,538	(F)=(E)/주식수
목표 주가(원)				260,000	18년 예상 실적 기준 P/B 1.4배
현재 주가 (원)				206,000	18년 예상 실적 기준 P/B 1.1배
상승 여력				26.2%	

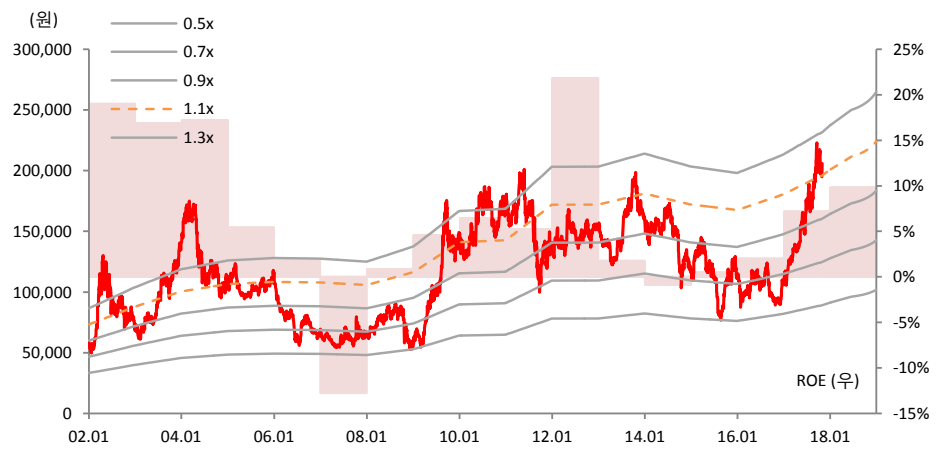
자료: 삼성SDI, 하이투자증권

<그림 10> 삼성 SDI 12 개월 Forward P/E Chart



자료: 삼성SDI, 하이투자증권

<그림 11> 삼성 SDI 12 개월 Forward P/B Chart



자료: 삼성SDI, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,958	3,855	4,016	4,482
현금 및 현금성자산	1,012	833	417	798
단기금융자산	934	887	931	885
매출채권	930	1,189	1,510	1,684
재고자산	729	848	1,130	1,107
비유동자산	10,942	11,769	12,986	14,099
유형자산	2,504	2,700	2,781	2,857
무형자산	942	945	959	973
자산총계	14,900	15,624	17,002	18,580
유동부채	2,213	2,207	2,307	2,457
매입채무	1,477	1,651	1,726	1,856
단기차입금	184	184	184	184
유동성장기부채	200	200	200	200
비유동부채	1,723	1,654	1,689	1,672
사채	299	299	299	299
장기차입금	287	287	287	287
부채총계	3,936	3,862	3,996	4,128
지배주주지분	10,722	11,550	12,843	14,343
자본금	357	357	357	357
자본잉여금	5,031	5,031	5,031	5,031
이익잉여금	4,995	5,726	6,921	8,324
기타자본항목	-252	-252	-252	-252
비지배주주지분	242	212	164	108
자본총계	10,964	11,762	13,007	14,452

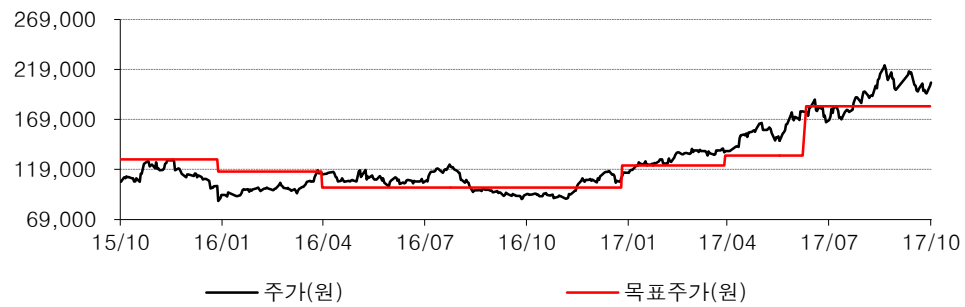
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,201	6,460	8,325	9,216
증가율(%)	5.0	24.2	28.9	10.7
매출원가	4,450	5,296	6,826	7,499
매출총이익	751	1,164	1,499	1,717
판매비와관리비	1,622	999	985	969
연구개발비	55	69	85	96
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-926	96	429	651
증가율(%)	246.3	-110.3	347.8	51.7
영업이익률(%)	-17.8	1.5	5.2	7.1
이자수익	33	23	19	25
이자비용	35	34	35	34
지분법이익(손실)	245	765	1,059	1,066
기타영업외손익	-127	214	137	175
세전계속사업이익	-821	973	1,620	1,887
법인세비용	58	204	405	472
세전계속이익률(%)	-15.8	15.1	19.5	20.5
당기순이익	211	769	1,215	1,416
순이익률(%)	4.1	11.9	14.6	15.4
지배주주귀속 순이익	219	799	1,263	1,471
기타포괄이익	-222	97	97	97
총포괄이익	-11	866	1,312	1,513
지배주주귀속총포괄이익	-11	900	1,364	1,572

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	-1,310	-69	-191	430
당기순이익	211	769	1,215	1,416
유형자산감가상각비	360	304	319	324
무형자산상각비	95	77	56	45
지분법관련손실(이익)	245	765	1,059	1,066
투자활동 현금흐름	1,854	733	1,271	816
유형자산의 처분(취득)	-753	-500	-400	-400
무형자산의 처분(취득)	-9	-80	-70	-60
금융상품의 증감	337	-226	-371	334
재무활동 현금흐름	-819	-32	-32	-32
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	19	-	-	-
자본의증감	-47	-69	35	-17
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-276	-179	-415	381
기초현금및현금성자산	1,288	1,012	833	417
기말현금및현금성자산	1,012	833	417	798

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	3,117	11,348	17,939	20,903
BPS	152,341	164,110	182,468	203,791
CFPS	9,582	16,752	23,271	26,148
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuation(배)				
PER	35.0	18.2	11.5	9.9
PBR	0.7	1.3	1.1	1.0
PCR	11.4	12.3	8.9	7.9
EV/EBITDA	-	28.5	17.3	13.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	2.0	7.2	10.4	10.8
EBITDA 이익률	-9.1	7.4	9.7	11.1
부채비율	35.9	32.8	30.7	28.6
순부채비율	-8.9	-6.4	-2.9	-4.9
매출채권회전율(x)	5.0	6.1	6.2	5.8
재고자산회전율(x)	7.0	8.2	8.4	8.2

자료 : 삼성 SDI 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(삼성SDI)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-01-26	Buy	117,000	6개월	-14.3%	0.9%
2016-04-29	Hold	101,000	6개월	5.6%	22.8%
2017-01-25	Hold	123,000	6개월	6.1%	13.8%
2017-04-28	Hold	133,000	6개월	19.3%	33.1%
2017-07-10	Hold	182,000	1년	5.6%	22.5%
2017-11-01	Buy	260,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 정원석\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-