



하나금융그룹

2018년 4월 12일 | Equity Research

# 삼성SDI (006400)

## 현금유입으로 배터리 CAPA 충전

### 삼성물산 지분 매각, 현금 5,600억원 유입

삼성SDI가 삼성물산 지분 2.11%(매각일 종가 기준 5,822억 원)를 전량 매각했다. 이는 연초 공정거래위원회의 삼성그룹 순환 출자 해소 관련 권고사항에 따른 것으로 약 5,600억원의 현금 유입이 예상된다. 연간 최대 1.5조원의 CAPEX 투자가 전망되는 가운데 지분 매각을 통해 자금 조달 리스크가 일부 해소되며 기업가치 상승에 긍정적으로 작용할 전망이다.

### 전기차 배터리 CAPA 증설 가속화

추가적인 현금흐름이 창출되면서 전기차 배터리 CAPA 증설이 더욱 가속화될 전망이다. 올해 본격 가동 돌입한 형가리 라인의 CAPA를 분석해보면, 1Gwh 이상의 배터리 셀 생산이 가능할 것으로 전망되는 가운데, 전기차 1대당 배터리 용량 30Kwh를 가정할 경우 3만대 이상 전기차의 배터리 대응이 가능할 것으로 추정된다. 이번 지분 매각을 통해 형가리 라인 규모 이상의 CAPA 증설이 가능할 것으로 예상된다.

### 전지 부문 멀티플 상향 가능성

이번 지분 매각은 매도가능금융자산 감소와 순차입금 감소가 그대로 상쇄되며 단기적인 Valuation 측면에서는 큰 영향이 없을 것으로 판단된다(표1, 2 참조). 하지만 중장기적으로 전사 매출 대비 전기차 배터리 매출 비중이 가파르게 증가하는 가운데 유럽 메이저 완성차 업체 배터리 시장 내 1<sup>st</sup>-Tier로서의 포지션을 감안한다면, 배터리 CAPEX 투자 증가는 전지 부문 멀티플을 상향하는 요인으로 작용할 전망이다. 삼성SDI에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 250,000원을 유지한다. 한편, 목표주가는 삼성디스플레이 연간 순이익 2.7조원을 가정한 것으로 삼성스플레이 지분법이익 급감 우려를 반영한 Valuation이다.

Update

BUY

| TP(12M): 250,000원 | CP(4월 11일): 187,000원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,444.22		
52주 최고/최저(원)	232,500/133,000	8,009.0	9,149.1
시가총액(십억원)	12,859.0	427.7	620.9
시가총액비중(%)	1.07	843.2	1,087.8
발행주식수(천주)	68,764.5	EPS(원)	11,922 15,872
60일 평균 거래량(천주)	459.6	BPS(원)	180,189 195,482
60일 평균 거래대금(십억원)	88.7		
18년 배당금(예상,원)	1,000		
18년 배당수익률(예상,%)	0.53		
외국인지분율(%)	40.73		
주요주주 지분율(%)			
삼성전자 외 7 인	20.56		
국민연금	9.43		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(4.8) (13.8) 37.5		
상대	(4.2) (13.3) 19.5		

Stock Price	
(천원)	삼성SDI(좌)
17.4	140
17.7	160
17.10	180
18.1	200
18.4	220
	150
	140
	130
	120
	110
	100
	90
	80
	70

Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	5,200.8	6,321.6	7,683.7	9,487.6	11,359.8
영업이익	십억원	(926.3)	116.9	409.0	635.1	831.0
세전이익	십억원	(820.7)	824.1	1,401.1	1,461.6	1,747.6
순이익	십억원	219.4	657.2	1,111.1	1,137.2	1,358.2
EPS	원	3,117	9,338	15,786	16,158	19,297
증감률	%	307.5	199.6	69.1	2.4	19.4
PER	배	34.97	21.90	11.85	11.57	9.69
PBR	배	0.70	1.24	1.04	0.96	0.88
EV/EBITDA	배	N/A	25.38	12.77	10.19	9.46
ROE	%	2.02	5.98	9.43	8.86	9.69
BPS	원	155,915	164,848	179,683	194,890	213,236
DPS	원	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000



Analyst 김현수  
02-3771-7503  
hyunsoo@hanafn.com

표 1. 삼성SDI Valuation(삼성물산 지분 매각 전)

	Fair Value	2018년 (1)	Multiple (2)	기타 (3)	산출 기준 (1) x (2) x (3)
영업가치	전지	11,157	627	17.8	(1) 2018년 추정 EBITDA (2) BYD EV/EBITDA 밴드 상단
	전자재료	2,396	336	7.1	(1) 2018년 추정 EBITDA (2) LG화학 EV/EBITDA
	Total	13,554			
비영업가치	매도가능금융자산	1,399			최근 사업보고서 공시 기준
	삼성디스플레이	2,867	2,677	10.0	10.7%
총기업가치(십억원)	17,820				
순차입금(십억원)	575				2018년 기준 예상 순차입금
적정시가총액(십억원)	17,245				
발행주식수(천주)	68,765				
적정 주당가치(원)	250,780				

자료: 하나금융투자

표 2. 삼성SDI Valuation(삼성물산 지분 매각 후)

	Fair Value	2018년 (1)	Multiple (2)	기타 (3)	산출 기준 (1) x (2) x (3)
영업가치	전지	11,157	627	17.8	(1) 2018년 추정 EBITDA (2) BYD EV/EBITDA 밴드 상단
	전자재료	2,396	336	7.1	(1) 2018년 추정 EBITDA (2) LG화학 EV/EBITDA
	Total	13,554			
비영업가치	매도가능금융자산	819			삼성물산 지분 매각 이후
	삼성디스플레이	2,867	2,677	10.0	10.7%
총기업가치(십억원)	17,240				
순차입금(십억원)	36				삼성물산 지분 매각 이후 연말 순차입금 예상
적정시가총액(십억원)	17,204				
발행주식수(천주)	68,765				
적정 주당가치(원)	250,184				

자료: 하나금융투자

표 3. 삼성SDI 실적 추이 및 전망

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	2차전지	824	986	1,161	1,319	1,445	1,464	1,449	1,426	3,424	4,290	5,785
	소형	544	668	800	859	806	841	843	835	2,494	2,871	3,324
	<b>증대형</b>	<b>280</b>	<b>318</b>	<b>361</b>	<b>461</b>	<b>639</b>	<b>623</b>	<b>607</b>	<b>591</b>	<b>930</b>	<b>1,420</b>	<b>2,460</b>
	소재	480	468	547	535	410	426	523	539	1,772	2,031	1,899
	전자재료	480	468	547	535	410	426	523	539	1,772	2,031	1,899
	합계	1,305	1,455	1,708	1,854	1,855	1,891	1,973	1,966	5,201	6,321	7,684
	QoQ	0%	11%	17%	9%	0%	2%	4%	0%	-39%	5%	22%
	영업이익	-128	-50	3	50	27	46	55	64	-511	-124	192
영업이익	2차전지	-24	21	56	75	70	57	57	56	-111	128	241
	<b>증대형</b>	<b>-104</b>	<b>-71</b>	<b>-54</b>	<b>-24</b>	<b>-43</b>	<b>-11</b>	<b>-2</b>	<b>7</b>	<b>-400</b>	<b>-253</b>	<b>-49</b>
	소재	61	55	58	68						0	
	전자재료	61	55	58	68	44	58	61	54	174	241	217
	합계	-67.3	5.5	60.2	119	44	58	61	54	174	241	217
	QoQ	적지	흑전	1003%	97%	71	104	116	118	-926	117	409
	OPM	-16%	-5%	0%	4%	-40%	46%	12%	2%	적지	흑전	250%
	<b>증대형</b>	<b>-4%</b>	<b>3%</b>	<b>7%</b>	<b>9%</b>	<b>2%</b>	<b>3%</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>-15%</b>	<b>-3%</b>	<b>3%</b>
영업이익	소재	-37%	-22%	-15%	-5%	9%	7%	7%	7%	-4%	4%	7%
	전자재료	13%	12%	11%	13%	-7%	-2%	0%	1%	-43%	-18%	-2%
	합계	-5%	0%	4%	6%	4%	5%	6%	6%	-18%	2%	5%

자료: 삼성SDI, 하나금융투자

표 4. 삼성디스플레이 실적 추정

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F
<b>OLED</b>											
Flexible OLED 스마트폰 전방 수요 (천대)	Apple	6,880	19,440	14,940	43,038	37,078	33,895	33,637	54,008	84,298	158,618
	Samsung	-	-	-	24,358	21,018	10,535	15,887	34,508	24,358	81,948
OLED 패널 출하량 (천대)	Flexible	6,880	19,440	14,940	18,680	16,060	23,360	17,750	19,500	59,940	76,670
	Rigid	94,485	93,284	90,584	112,678	95,160	102,781	121,032	141,659	391,031	460,632
ASP (\$)	Flexible	19,381	27,709	34,787	56,881	40,780	36,249	54,501	66,257	138,758	197,787
	Rigid	75,104	65,575	55,797	55,797	54,380	66,532	66,532	75,403	252,273	262,846
매출 (백만\$)	Flexible	82	82	92	108	108	108	102	102	95	104
	Rigid	32	30	28	30	30	30	30	30	30	30
환율 (원)	Flexible	1,589	2,273	3,200	6,127	4,388	3,897	5,566	6,760	13,190	20,612
	Rigid	2,403	1,941	1,562	1,674	1,630	1,992	1,990	2,253	7,580	7,865
환율 (원)		1,154	1,129	1,132	1,106	1,071	1,060	1,050	1,050	1,138	1,058
매출 (십억원)	Flexible	4,609	4,760	5,393	8,626	6,444	6,242	7,934	9,464	23,384	30,114
	Rigid	1,834	2,568	3,624	6,775	4,699	4,131	5,844	7,098	14,801	21,772
감가상각비(십억원)		2,774	2,192	1,769	1,851	1,745	2,111	2,089	2,366	8,583	8,342
영업이익(십억원)		888	1,141	669	1,258	131	119	1,464	1,728	3,956	3,441
영업이익률		19%	24%	12%	15%	2%	2%	18%	18%	17%	11%
<b>LCD</b>											
TV 패널 부문 주요 데이터	출하량 (천대)	9,090	9,650	10,470	11,005	8,404	8,657	9,228	10,104	40,215	36,393
	ASP (\$)	183	193	183	163	154	159	151	143	180	151
	매출 (백만\$)	1,660	1,863	1,917	1,793	1,296	1,373	1,395	1,448	7,234	5,512
환율 (원)		1,154	1,129	1,132	1,106	1,071	1,060	1,050	1,050	1,138	1,058
매출 (십억원)		2,684	2,950	2,888	2,554	1,874	1,990	2,004	2,035	11,076	7,903
영업이익 (십억원)		417	569	301	152	35	5	-72	-118	1,439	-150
영업이익률		16%	19%	10%	6%	2%	0%	-4%	-6%	13%	-2%
<b>Total</b>											
매출 (십억원)		7,292	7,710	8,280	11,180	8,318	8,233	9,937	11,498	34,462	37,986
영업이익 (십억원)		1,305	1,710	970	1,410	166	123	1,391	1,610	5,395	3,291
영업이익률		18%	22%	12%	13%	2%	2%	14%	14%	16%	9%

자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	5,200.8	6,321.6	7,683.7	9,487.6	11,359.8
매출원가	4,450.3	5,152.5	6,490.3	8,022.1	9,729.6
매출총이익	750.5	1,169.1	1,193.4	1,465.5	1,630.2
판관비	1,676.9	1,052.2	784.4	830.4	799.2
영업이익	(926.3)	116.9	409.0	635.1	831.0
금융손익	(12.1)	(1.4)	3.0	(6.7)	(16.6)
종속/관계기업손익	245.2	695.4	407.0	833.2	933.2
기타영업외손익	(127.5)	13.2	582.2	0.0	0.0
세전이익	(820.7)	824.1	1,401.1	1,461.6	1,747.6
법인세	57.8	180.9	278.7	312.7	375.6
계속사업이익	(878.5)	643.2	1,122.4	1,148.9	1,372.0
중단사업이익	1,089.6	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	211.1	643.2	1,122.4	1,148.9	1,372.0
비지배주주지분이익	(8.3)	(14.0)	11.3	11.6	13.9
지배주주지분이익	219.4	657.2	1,111.1	1,137.2	1,358.2
지배주주지분포괄이익	21.1	685.1	1,223.2	1,252.1	1,495.3
NOPAT	(991.6)	91.2	327.6	499.2	652.4
EBITDA	(471.3)	576.8	1,036.2	1,317.3	1,497.8
성장성(%)					
매출액증가율	5.0	21.6	21.5	23.5	19.7
NOPAT증가율	적지	흑전	259.2	52.4	30.7
EBITDA증가율	적전	흑전	79.6	27.1	13.7
영업이익증가율	적지	흑전	249.9	55.3	30.8
(지배주주)순익증가율	307.8	199.5	69.1	2.3	19.4
EPS증가율	307.5	199.6	69.1	2.4	19.4
수익성(%)					
매출총이익률	14.4	18.5	15.5	15.4	14.4
EBITDA이익률	(9.1)	9.1	13.5	13.9	13.2
영업이익률	(17.8)	1.8	5.3	6.7	7.3
계속사업이익률	(16.9)	10.2	14.6	12.1	12.1

## 투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,117	9,338	15,786	16,158	19,297
BPS	155,915	164,848	179,683	194,890	213,236
CFPS	5,131	9,544	20,504	30,555	34,540
EBITDAPS	(6,697)	8,195	14,722	18,716	21,281
SPS	73,894	89,817	109,170	134,800	161,401
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
<b>주가지표(배)</b>					
PER	35.0	21.9	11.8	11.6	9.7
PBR	0.7	1.2	1.0	1.0	0.9
PCFR	21.2	21.4	9.1	6.1	5.4
EV/EBITDA	N/A	25.4	12.8	10.2	9.5
PSR	1.5	2.3	1.7	1.4	1.2
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	2.0	6.0	9.4	8.9	9.7
ROA	1.4	4.3	6.8	6.3	6.7
ROIC	(23.1)	2.1	6.4	8.9	10.9
부채비율	35.9	37.5	36.5	40.2	44.4
순부채비율	(8.9)	2.0	0.3	1.6	6.5
이자보상배율(배)	(26.4)	5.1	16.4	21.6	22.8

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

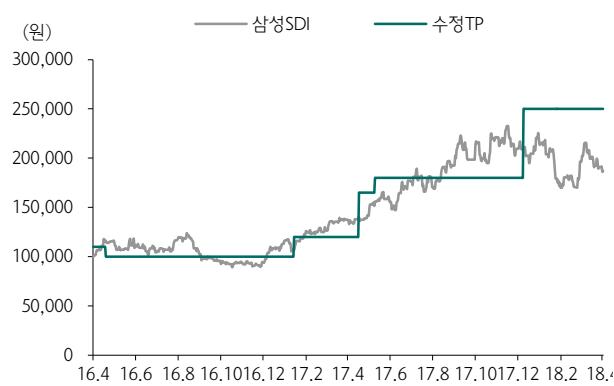
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	3,958.3	3,605.1	3,933.9	4,537.9	4,777.8
금융자산	1,945.5	1,324.4	1,620.6	1,783.1	1,434.3
현금성자산	1,011.7	1,209.0	1,498.4	1,637.6	1,257.7
매출채권 등	929.5	1,117.1	1,128.3	1,343.6	1,630.7
재고자산	729.1	966.6	976.2	1,162.6	1,411.0
기타유동자산	354.2	197.0	208.8	248.6	301.8
<b>비유동자산</b>	10,942.0	12,146.4	13,126.2	14,495.7	16,686.1
투자자산	7,157.5	8,008.6	8,485.6	9,627.3	11,684.5
금융자산	1,631.9	1,789.2	1,895.8	2,180.9	2,646.9
유형자산	2,503.8	2,930.3	3,506.9	3,789.9	3,964.4
무형자산	941.7	897.4	823.7	768.5	727.2
기타비유동자산	339.0	310.1	310.0	310.0	310.0
<b>자산총계</b>	14,900.3	15,751.5	17,060.1	19,033.7	21,463.8
<b>유동부채</b>	2,212.8	2,670.4	2,757.3	3,252.3	3,645.6
금융부채	384.0	1,190.7	1,190.7	1,390.7	1,390.7
매입채무 등	1,477.1	1,214.5	1,286.9	1,532.5	1,860.0
기타유동부채	351.7	265.2	279.7	329.1	394.9
<b>비유동부채</b>	1,723.4	1,629.1	1,804.4	2,209.9	2,950.6
금융부채	585.8	365.5	465.5	615.5	1,015.5
기타비유동부채	1,137.6	1,263.6	1,338.9	1,594.4	1,935.1
<b>부채총계</b>	3,936.2	4,299.5	4,561.6	5,462.2	6,596.2
<b>지배주주지분</b>	10,722.1	11,257.3	12,301.4	13,371.8	14,663.0
자본금	356.7	356.7	356.7	356.7	356.7
자본잉여금	5,031.2	5,042.7	5,042.7	5,042.7	5,042.7
자본조정	(251.5)	(345.1)	(345.1)	(345.1)	(345.1)
기타포괄이익누계액	591.0	602.4	602.4	602.4	602.4
이익잉여금	4,994.7	5,600.6	6,644.7	7,715.0	9,006.2
<b>비지배주주지분</b>	242.0	194.7	197.1	199.7	204.6
<b>자본총계</b>	10,964.1	11,452.0	12,498.5	13,571.5	14,867.6
<b>순금융부채</b>	(975.8)	231.8	35.6	223.1	971.9

## 현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	(1,309.5)	(250.1)	1,297.0	1,940.1	2,184.2
당기순이익	211.1	643.2	1,122.4	1,148.9	1,372.0
조정	(107.7)	(52.0)	45.0	682.1	666.8
감가상각비	455.0	459.9	627.2	682.2	666.8
외환거래손익	(1.2)	(35.3)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(379.3)	(690.7)	0.0	0.0	0.0
기타	(182.2)	214.1	(582.2)	(0.1)	0.0
영업활동자산부채변동	(1,412.9)	(841.3)	129.6	109.1	145.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	1,854.3	89.3	(1,622.8)	(2,084.0)	(2,897.2)
투자자산감소(증가)	(432.4)	(155.7)	(477.0)	(1,141.7)	(2,057.2)
유형자산감소(증가)	(753.3)	(957.1)	(1,130.0)	(910.0)	(800.0)
기타	3,040.0	1,202.1	(15.8)	(32.3)	(40.0)
<b>재무활동 현금흐름</b>	(818.7)	353.4	33.1	283.1	333.1
금융부채증가(감소)	(779.9)	586.4	100.0	350.0	400.0
자본증가(감소)	0.0	11.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	33.9	(174.5)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(72.7)	(70.0)	(66.9)	(66.9)	(66.9)
<b>현금의 증감</b>	(276.3)	197.3	289.4	139.2	(379.9)
Unlevered CFO	361.2	671.7	1,443.1	2,150.5	2,431.0
Free Cash Flow	(2,142.1)	(1,241.6)	167.0	1,030.1	1,384.2

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

### 삼성SDI



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
17.12.20	BUY	250,000		
17.12.19	Analyst Change	250,000		-
17.5.20	BUY	180,000	5.90%	29.17%
17.4.27	BUY	165,000	-11.62%	-6.06%
17.1.24	Neutral	120,000	8.05%	16.25%
16.4.29	Neutral	100,000	5.01%	24.00%
16.3.29	Neutral	110,000	-5.28%	7.27%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

### 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.0%	8.4%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2018년 4월 11일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(0)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 04월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2018년 04월 12일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.