



하나금융그룹

2018년 5월 3일 | Equity Research

# 삼성SDI (006400)

## 눈 앞에 다가온 여름

### 1Q18 Review : 각 부문 호조 지속

삼성SDI 18년 1분기 실적은 매출액 1.9조원(YoY +46%, QoQ +3%), 영업이익 720억원(YoY 흑자전환, QoQ -39%)으로 컨센서스에 부합했다. 1) 소형전지 부문의 경우 갤럭시 S9 출시로 인한 매출 증가 및 최대 고객사 폴리머 전지 독점 공급 이어지면서 고마진이 유지된 것으로 추정된다. 2) 중대형전지 부문의 경우 과거 수주 물량인 PHEV 저가 배터리 매출 인식으로 일시적인 마진율 하락이 있었으나 상업용 ESS 실적 호조가 지속됐으며, 3) 전자재료 부문의 경우 부진한 태양광 및 디스플레이 전방 수요에도 불구하고 편광필름 및 OLED 소재 매출이 전분기 대비 flat 수준을 유지하면서 수익성 방어에 성공한 것으로 판단된다.

### 2분기 중대형 전지 실적 대폭 개선 전망

2분기 중대형 전지 사업부의 실적 개선이 두드러질 전망이다. 고부가 ESS 제품 매출 인식 비중이 상승하면서 매출 증가 및 영업이익률 상승이 동반될 전망이다. 2분기 중대형 전지 사업부 매출이 전 분기대비 +45% 성장하는 가운데 사업부 영업이익률은 -1%까지 상승할 것으로 전망한다. 중대형 전지 사업부 영업이익률이 +10%p 상승하면서 2분기 전사 영업이익은 1,270억원으로 전년 동기 대비 +2,210% 성장이 전망된다.

### 삼성디스플레이 기대감 이미 바닥...좋아질 일만 남았다

삼성SDI에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 250,000원을 유지한다. 18년 초 삼성SDI 주가의 하방 리스크였던 삼성디스플레이 지분법 이익 감소 우려는 이미 주가에 반영된 상태라고 판단된다. 1) 하반기 삼성디스플레이 지분법 이익 분기 1 조원 이상 수준 회복, 2) 전기차 배터리 관련 신규 수주 기대감 및 사업부 수익성 개선 지속, 3) ESS 부문 고 수익성 및 신재생에너지 관련 정부 신규 정책 발표 등 감안하면 주가 상승 견인할 Catalyst는 충분하다고 판단된다. 특히 1~2 분기에 걸쳐 중대형전지 사업부 수익성이 대폭 개선되는 현 시점이 매우 적기라고 판단한다.

### Update

**BUY**

| TP(12M): 250,000원 | CP(5월 2일): 183,000원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,505.61		
52주 최고/최저(원)	232,500/137,500	매출액(십억원)	8,047.9 9,226.7
시가총액(십억원)	12,583.9	영업이익(십억원)	423.0 634.5
시가총액비중(%)	1.04	순이익(십억원)	774.2 997.7
발행주식수(천주)	68,764.5	EPS(원)	10,756 14,379
60일 평균 거래량(천주)	389.7	BPS(원)	178,966 192,861
60일 평균 거래대금(십억원)	73.4		
18년 배당금(예상,원)	1,000		
18년 배당수익률(예상,%)	0.55		
외국인지분율(%)	40.20		
주요주주 지분율(%)			
삼성전자 외 7 인	20.56		
국민연금	9.43		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(8.3) (18.7) 33.1		
상대	(10.5) (17.3) 17.9		

Stock Price		
(천원)	삼성SDI(초)	상대지수(우)
242		
222		
202		
182		
162		
142		
122	17.4 17.7 17.10 18.1 18.4	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	8,325.7	9,879.1	11,439.5
영업이익	십억원	(926.3)	116.9	425.2	667.2	772.6
세전이익	십억원	(820.7)	824.1	937.3	1,546.2	1,691.3
순이익	십억원	219.4	657.2	724.0	1,188.7	1,298.8
EPS	원	3,117	9,338	10,287	16,890	18,453
증감률	%	307.5	199.6	10.2	64.2	9.3
PER	배	34.97	21.90	17.79	10.83	9.92
PBR	배	0.70	1.24	1.05	0.96	0.88
EV/EBITDA	배	N/A	25.38	14.09	10.79	10.10
ROE	%	2.02	5.98	6.25	9.53	9.51
BPS	원	155,915	164,848	174,184	190,122	207,625
DPS	원	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000



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

표 1. 삼성SDI 실적 추이 및 전망

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	2차전지	824	986	1,161	1,319	1,420	1,728	1,516	1,524	3,424	4,290	6,189
	소형	544	668	800	859	882	948	874	866	2,494	2,871	3,570
	중대형	280	318	361	461	538	781	641	659	930	1,420	2,619
	소재	480	468	547	535	490	515	562	570	1,772	2,031	2,137
	전자재료	480	468	547	535	490	515	562	570	1,772	2,031	2,137
	합계	1,305	1,455	1,708	1,854	1,910	2,244	2,078	2,096	5,201	6,321	8,326
QoQ		0%	11%	17%	9%	3%	17%	-7%	1%	-39%	5%	22%
영업이익	2차전지	-128	-50	3	50	17	67	37	60	-511	-124	181
	소형	-24	21	56	75	75	71	60	59	-111	128	265
	중대형	-104	-71	-54	-24	-58	-4	-23	1	-400	-253	-84
	소재	61	55	58	68	55	60	64	65		0	244
	전자재료	61	55	58	68	55	60	64	65	174	241	244
	합계	-67.3	5.5	60.2	119	72	127	101	126	174	241	425
QoQ		적지	흑전	1003%	97%	-39%	76%	-20%	24%	-926	117	264%
OPM	2차전지	-16%	-5%	0%	4%	1%	4%	2%	4%	적지	흑전	3%
	소형	-4%	3%	7%	9%	9%	8%	7%	7%	-15%	-3%	7%
	중대형	-37%	-22%	-15%	-5%	-11%	-1%	-4%	0%	-4%	4%	-3%
	소재	13%	12%	11%	13%	11%	12%	11%	11%	-43%	-18%	11%
	전자재료	13%	12%	11%	13%	11%	12%	11%	11%	10%	12%	11%
	합계	-5%	0%	4%	6%	4%	6%	5%	6%	-18%	2%	5%

자료: 삼성SDI, 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	전자	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% (1) 2018년 추정 순이익 (2) 디스플레이 업체 1st-tier 적정 Multiple (3) 지분율 x 비상장 할인율(1-30%)
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

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	5,200.8	6,321.6	8,325.7	9,879.1	11,439.5
매출원가	4,450.3	5,152.5	7,031.1	8,349.2	9,668.0
매출총이익	750.5	1,169.1	1,294.6	1,529.9	1,771.5
판관비	1,676.9	1,052.2	869.5	862.7	998.9
영업이익	(926.3)	116.9	425.2	667.2	772.6
금융손익	(12.1)	(1.4)	55.7	45.7	43.8
종속/관계기업손익	245.2	695.4	391.4	833.2	874.9
기타영업외손익	(127.5)	13.2	65.0	0.0	0.0
세전이익	(820.7)	824.1	937.3	1,546.2	1,691.3
법인세	57.8	180.9	205.9	345.3	379.3
계속사업이익	(878.5)	643.2	731.4	1,200.9	1,312.1
중단사업이익	1,089.6	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	211.1	643.2	731.4	1,200.9	1,312.1
비지배주주지분이익	(8.3)	(14.0)	7.4	12.1	13.3
지배주주지분이익	219.4	657.2	724.0	1,188.7	1,298.8
지배주주지분포괄이익	21.1	685.1	797.1	1,308.8	1,429.9
NOPAT	(991.6)	91.2	331.8	518.2	599.4
EBITDA	(471.3)	576.8	1,008.0	1,326.2	1,458.6
성장성(%)					
매출액증가율	5.0	21.6	31.7	18.7	15.8
NOPAT증가율	적지	흑전	263.8	56.2	15.7
EBITDA증가율	적전	흑전	74.8	31.6	10.0
영업이익증가율	적지	흑전	263.7	56.9	15.8
(지배주주)순익증가율	307.8	199.5	10.2	64.2	9.3
EPS증가율	307.5	199.6	10.2	64.2	9.3
수익성(%)					
매출총이익률	14.4	18.5	15.5	15.5	15.5
EBITDA이익률	(9.1)	9.1	12.1	13.4	12.8
영업이익률	(17.8)	1.8	5.1	6.8	6.8
계속사업이익률	(16.9)	10.2	8.8	12.2	11.5

## 투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,117	9,338	10,287	16,890	18,453
BPS	155,915	164,848	174,184	190,122	207,625
CFPS	5,131	9,544	16,011	19,608	21,489
EBITDAPS	(6,697)	8,195	14,321	18,842	20,723
SPS	73,894	89,817	118,293	140,363	162,534
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
<b>주가지표(배)</b>					
PER	35.0	21.9	17.8	10.8	9.9
PBR	0.7	1.2	1.1	1.0	0.9
PCFR	21.2	21.4	11.4	9.3	8.5
EV/EBITDA	N/A	25.4	14.1	10.8	10.1
PSR	1.5	2.3	1.5	1.3	1.1
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	2.0	6.0	6.2	9.5	9.5
ROA	1.4	4.3	4.4	6.6	6.4
ROIC	(23.1)	2.1	6.2	8.6	9.4
부채비율	35.9	37.5	40.9	44.5	47.5
순부채비율	(8.9)	2.0	10.7	10.5	12.6
이자보상배율(배)	(26.4)	5.1	15.6	19.8	18.9

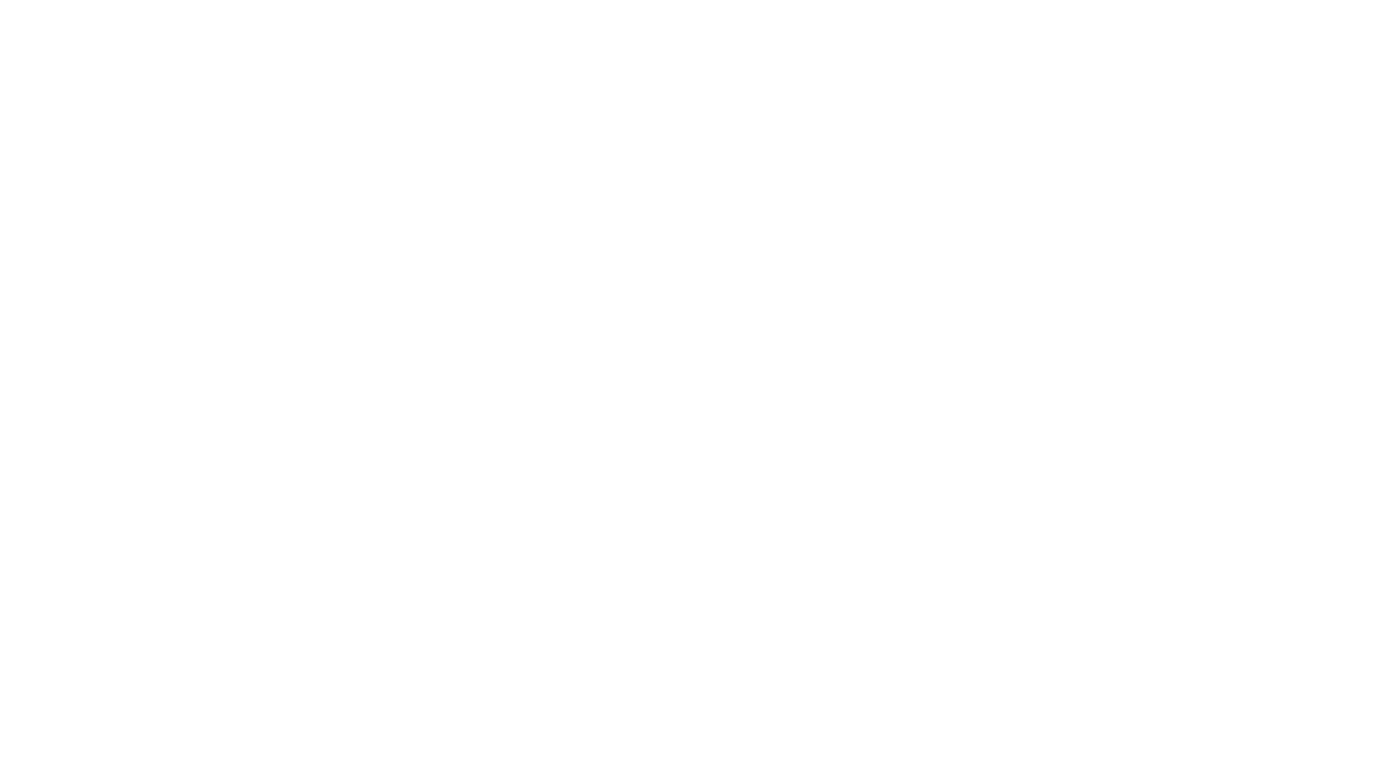
자료: 하나금융투자

## 대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	3,958.3	3,605.1	3,139.9	3,885.5	4,352.6
금융자산	1,945.5	1,324.4	564.3	860.2	835.4
현금성자산	1,011.7	1,209.0	434.1	707.2	657.5
매출채권 등	929.5	1,117.1	1,261.5	1,481.8	1,722.8
재고자산	729.1	966.6	1,091.5	1,282.1	1,490.6
기타유동자산	354.2	197.0	222.6	261.4	303.8
<b>비유동자산</b>	10,942.0	12,146.4	13,919.0	15,235.2	16,991.5
투자자산	7,157.5	8,008.6	9,044.0	10,099.1	11,741.3
금융자산	1,631.9	1,789.2	2,020.5	2,373.3	2,759.3
유형자산	2,503.8	2,930.3	3,741.3	4,057.6	4,213.0
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	17,058.9	19,120.7	21,344.1
<b>유동부채</b>	2,212.8	2,670.4	2,859.0	3,146.6	3,461.3
금융부채	384.0	1,190.7	1,190.7	1,190.7	1,190.7
매입채무 등	1,477.1	1,214.5	1,371.6	1,611.0	1,873.0
기타유동부채	351.7	265.2	296.7	344.9	397.6
<b>비유동부채</b>	1,723.4	1,629.1	2,092.5	2,741.6	3,414.2
금융부채	585.8	365.5	665.5	1,065.5	1,465.5
기타비유동부채	1,137.6	1,263.6	1,427.0	1,676.1	1,948.7
<b>부채총계</b>	3,936.2	4,299.5	4,951.5	5,888.3	6,875.5
<b>지배주주지분</b>	10,722.1	11,257.3	11,914.4	13,036.2	14,268.0
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	6,257.6	7,379.4	8,611.3
<b>비지배주주지분</b>	242.0	194.7	193.1	196.3	200.6
<b>자본총계</b>	10,964.1	11,452.0	12,107.5	13,232.5	14,468.6
<b>순금융부채</b>	(975.8)	231.8	1,291.9	1,396.0	1,820.8

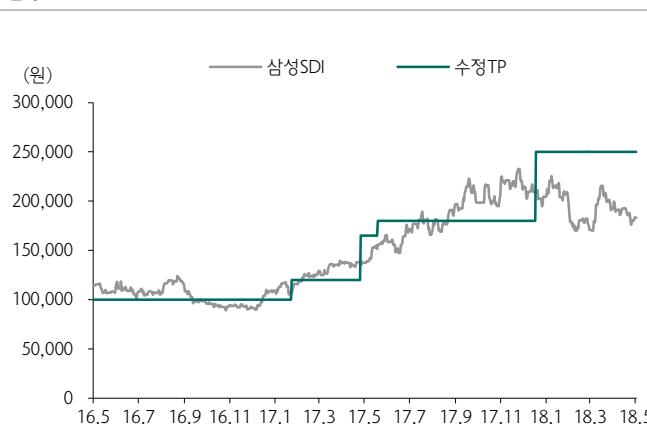
## 현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	(1,309.5)	(250.1)	979.8	1,113.7	1,218.4
당기순이익	211.1	643.2	731.4	1,200.9	1,312.1
조정	(107.7)	(52.0)	191.3	(174.3)	(189.0)
감가상각비	455.0	459.9	582.7	659.0	685.9
외환거래손익	(1.2)	(35.3)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(379.3)	(690.7)	(391.4)	(833.2)	(874.9)
기타	(182.2)	214.1	(0.0)	(0.1)	0.0
영업활동자산부채변동	(1,412.9)	(841.3)	57.1	87.1	95.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	1,854.3	89.3	(1,987.8)	(1,173.6)	(1,601.2)
투자자산감소(증가)	(432.4)	(155.7)	(644.0)	(221.9)	(767.3)
유형자산감소(증가)	(753.3)	(957.1)	(1,320.0)	(920.0)	(800.0)
기타	3,040.0	1,202.1	(23.8)	(31.7)	(33.9)
<b>재무활동 현금흐름</b>	(818.7)	353.4	233.1	333.1	333.1
금융부채증가(감소)	(779.9)	586.4	300.0	400.0	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	(774.9)	273.2	(49.7)
Unlevered CFO	361.2	671.7	1,126.9	1,380.1	1,512.5
Free Cash Flow	(2,142.1)	(1,241.6)	(340.2)	193.7	418.4



## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 삼성SDI



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			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%
16.5.10	Neutral	100,000	4.73%	24.00%
16.3.29	Neutral	110,000	-3.41%	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	92.0%	7.4%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2018년 5월 2일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 입력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 05월 03일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2018년 05월 03일 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.