



하나금융그룹

2018년 6월 19일 | Equity Research

삼성SDI (006400)

전기차와 디스플레이 모두 긍정적

목표주가 280,000원으로 상향

삼성SDI에 대해 투자의견 BUY를 유지하며 목표주가는 280,000원으로 상향한다. 1) CATL 상장 이후 6 거래일 연속 상한가에 따른 중대형전지 부문 가치 평가 상승, 2) 하반기 전 사업 부문 실적 호조에 따른 연간 영업이익 추정치 상향, 3) 하반기 삼성디스플레이 지분법이익 회복으로 실적 및 멀티플 모두 상향 추세에 있다.

2분기 중대형 전지 실적 대폭 개선 전망

18년 2분기 실적은 매출액 2.2조원(YoY +54%, QoQ +17%), 영업이익 1,280억원(YoY +2,238%, QoQ +78%)으로 가파른 성장이 전망된다. 1) 소형 전지 부문의 경우 갤럭시 S9 출시 효과로 인한 매출 증가 및 최대 고객사 풀리며 전지 독점 공급 이어지면서 높은 수준의 영업이익률이 유지되고 있는 것으로 추정되며, 2) 중대형 전지 부문의 경우 상업용 ESS 실적 호조가 지속되면서 가파른 영업이익률 상승이 전망된다(QoQ +10%p). 3) 전자재료 부문의 경우 편광필름 및 OLED 소재에서 전년 동기 유사한 수준의 매출 성장 및 수익성 유지되면서 안정적 성장이 지속될 전망이다.

관건은 중대형 전지 부문 기업가치 평가

삼성SDI 소형전지 및 전자재료 사업부, 삼성디스플레이의 합산 적정 가치는 약 14조원 수준이다. 중대형 전지 부문 가치에 대한 시장의 평가가 엇갈리는 상황에서 최근 CATL의 상장 및 주가 랠리가 중대형 전지 부문 가치 평가를 끌어올리고 있는 상황이다. 2019년 중대형 전지 부문 예상 EBITDA는 약 4,200억원 수준으로 여기에 BYD EV/EBITDA 밴드 평균인 13배를 적용하면 중대형 전지 부문 가치는 5.5조원까지 상승한다. CATL, BYD 등 업체들의 Valuation이 전기차 시장이 본격 개화하는 2020년에 맞춰 이뤄지고 있는 것 감안하면 삼성SDI의 목표 주가 추가 상승 여력 역시 충분하다고 판단된다.

Update

BUY

| TP(12M): 280,000원 | CP(6월 18일): 223,000원

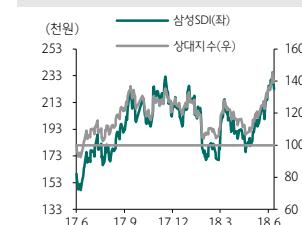
Key Data

		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,376.24		
52주 최고/최저(원)	235,500/147,500	8,431.0	9,645.8
시가총액(십억원)	15,334.5	454.3	635.0
시가총액비중(%)	1.27	732.5	956.3
발행주식수(천주)	68,764.5		
60일 평균 거래량(천주)	340.3		
60일 평균 거래대금(십억원)	68.9		
18년 배당금(예상,원)	1,000		
18년 배당수익률(예상,%)	0.45		
외국인지분율(%)	40.16		
주요주주 지분율(%)			
삼성전자 외 7 인	20.60		
국민연금	10.00		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	14.4 7.2 51.2		
상대	18.4 12.0 50.3		

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	8,431.0	9,645.8
영업이익(십억원)	454.3	635.0
순이익(십억원)	732.5	956.3
EPS(원)	10,737	13,518
BPS(원)	178,166	190,878

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	5,200.8	6,321.6	8,414.8	9,877.9	11,438.3
영업이익	십억원	(926.3)	116.9	501.3	669.8	775.6
세전이익	십억원	(820.7)	824.1	951.9	1,473.4	1,615.3
순이익	십억원	219.4	657.2	580.4	894.8	979.8
EPS	원	3,117	9,338	8,246	12,713	13,921
증감률	%	307.5	199.6	(11.7)	54.2	9.5
PER	배	34.97	21.90	27.04	17.54	16.02
PBR	배	0.70	1.24	1.29	1.21	1.13
EV/EBITDA	배	N/A	25.38	16.02	13.25	12.46
ROE	%	2.02	5.98	5.04	7.33	7.49
BPS	원	155,915	164,848	172,500	184,262	197,231
DPS	원	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000



Analyst 김현수

02-3771-7503

hyunsoo@hanafn.com

표 1. 삼성SDI Valuation Table

		Fair Value(십억원)	2018년 (1)	Multiple (2)	산출 기준 (1) x (2)
영업가치	전자재료	3,554	363	9.8	(1) 2018년 추정 EBITDA (2) SK마티리얼즈, 솔브레인 2017년 EV/EBITDA 평균
	소형전지	3,202	421	7.6	(1) 2018년 추정 EBITDA (2) LG화학 2017년EV/EBITDA
	중대형전지	5,460	420	13.0	(1) 2019년 추정 EBITDA (2) BYD EV/EBITDA
Total		12,611			
비영업가치	매도가능금융자산	1,412			최근 사업보고서 공시 기준
	삼성디스플레이	6,211			최근 사업보고서 공시 기준
	Total	7,623			
총기업가치		20,234			
순차입금		753			최근 사업보고서 공시 기준
적정시가총액(십억원)		19,481			
발행주식수(천주)		68,765			
적정 주당가치(원)		283,292			

자료: 하나금융투자

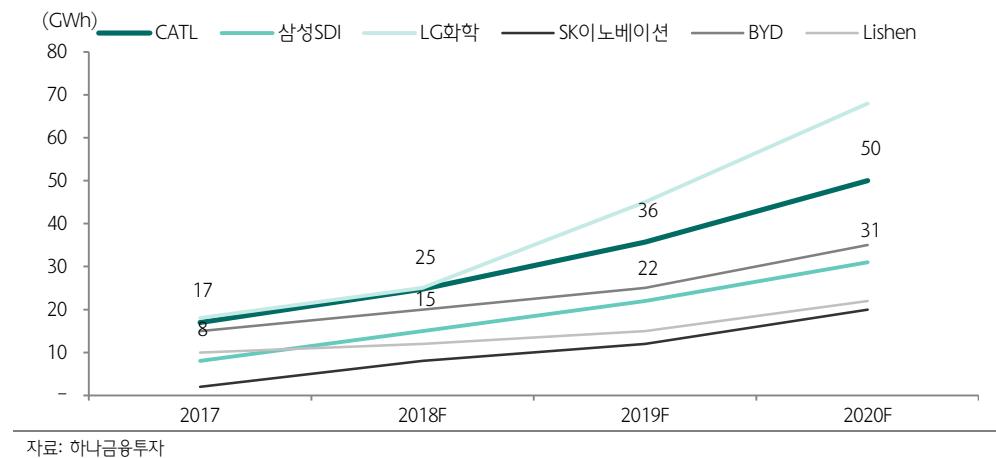
표 2. 삼성SDI 실적 추이 및 전망

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	
매출액	2차전지	824	986	1,161	1,319	1,420	1,719	1,561	1,578	3,424	4,290	6,279	
		소형	544	668	800	859	882	939	920	920	2,494	2,871	3,660
		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	2,235	2,123	2,150	5,201	6,321	8,416	
영업이익	QoQ		0%	11%	17%	9%	3%	17%	-5%	1%	-39%	5%	22%
	2차전지	-128	-50	3	50	17	69	76	91	-511	-124	254	
		소형	-24	21	56	75	75	76	80	80	-111	128	312
		중대형	-104	-71	-54	-24	-58	-7	-4	12	-400	-253	-58
	소재	61	55	58	68	55	59	67	67	174	241	248	
		전자재료	61	55	58	68	55	59	67	67	174	241	248
	합계	-67.3	5.5	60.2	119	72	128	143	159	-926	117	502	
	QoQ	적지	흑전	1003%	97%	-39%	77%	12%	11%	적지	흑전	329%	
OPM	2차전지	-16%	-5%	0%	4%	1%	4%	5%	6%	-15%	-3%	4%	
		소형	-4%	3%	7%	9%	9%	8%	9%	9%	-4%	4%	9%
		중대형	-37%	-22%	-15%	-5%	-11%	-1%	-1%	2%	-43%	-18%	-2%
	소재	13%	12%	11%	13%	11%	11%	12%	12%	10%	12%	12%	
		전자재료	13%	12%	11%	13%	11%	11%	12%	12%	10%	12%	12%
	합계	-5%	0%	4%	6%	4%	6%	7%	7%	-18%	2%	6%	

자료: 삼성SDI, 하나금융투자

CATL 2020년 CAPA 50GWh
삼성SDI 2020년 CAPA 31GWh

그림 1. 글로벌 중대형전지 CAPA 추이 및 전망



2018년 실적기준 삼성SDI 전사 매출
대비 중대형전지 부문 매출 비중
32% 전망

그림 2. 삼성SDI 중대형전지 부문 매출 추이 및 전망

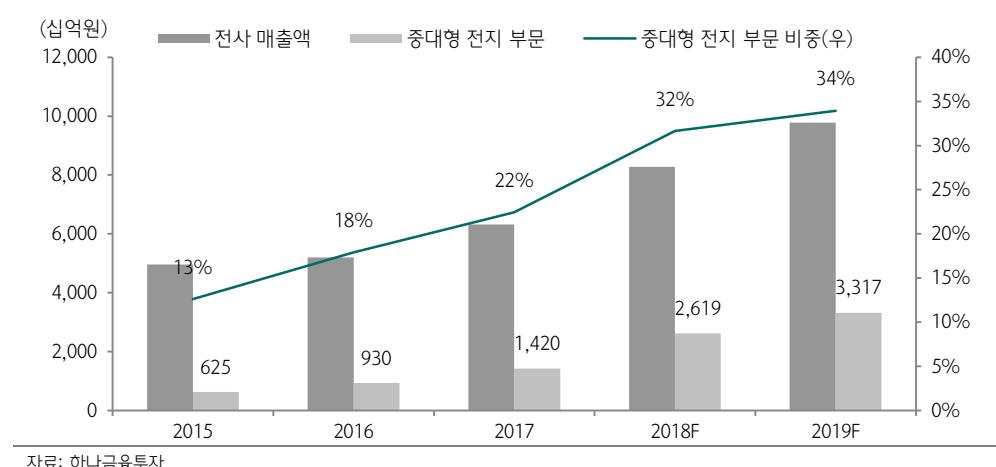


표 3. CATL, 삼성SDI 주요 지표 비교

	2020년 예상 CAPA(GWh)	2017년 실적 매출액	2017년 실적 영업이익률	6.18 현재 시가총액 (조원)	기준 공모가(60위안) 기준 시가 총액(조원)	중국 시장 컨센서스 (조원)
CATL(전사)	48	3.3	24%	19.4	22.1	36.2
삼성SDI(중대형전지 부문)	31	1.4	-18%	15.6		

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	5,200.8	6,321.6	8,414.8	9,877.9	11,438.3
매출원가	4,450.3	5,152.5	7,022.8	8,345.5	9,663.9
매출총이익	750.5	1,169.1	1,392.0	1,532.4	1,774.4
판관비	1,676.9	1,052.2	890.6	862.6	998.8
영업이익	(926.3)	116.9	501.3	669.8	775.6
금융순익	(12.1)	(1.4)	50.0	(29.6)	(35.2)
종속/관계기업순익	245.2	695.4	391.7	833.2	874.9
기타영업외순익	(127.5)	13.2	8.9	0.0	0.0
세전이익	(820.7)	824.1	951.9	1,473.4	1,615.3
법인세	57.8	180.9	209.6	329.0	362.2
계속사업이익	(878.5)	643.2	742.3	1,144.4	1,253.1
중단사업이익	1,089.6	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	211.1	643.2	742.3	1,144.4	1,253.1
비지배주주지분					
순이익	(8.3)	(14.0)	161.9	249.6	273.3
지배주주순이익	219.4	657.2	580.4	894.8	979.8
지배주주지분포괄이익	21.1	685.1	700.3	943.4	1,033.1
NOPAT	(991.6)	91.2	391.0	520.2	601.7
EBITDA	(471.3)	576.8	1,070.6	1,317.7	1,452.2
성장성(%)					
매출액증가율	5.0	21.6	33.1	17.4	15.8
NOPAT증가율	적지	흑전	328.7	33.0	15.7
EBITDA증가율	적전	흑전	85.6	23.1	10.2
영업이익증가율	적지	흑전	328.8	33.6	15.8
(지배주주)순이익증가율	307.8	199.5	(11.7)	54.2	9.5
EPS증가율	307.5	199.6	(11.7)	54.2	9.5
수익성(%)					
매출총이익률	14.4	18.5	16.5	15.5	15.5
EBITDA이익률	(9.1)	9.1	12.7	13.3	12.7
영업이익률	(17.8)	1.8	6.0	6.8	6.8
계속사업이익률	(16.9)	10.2	8.8	11.6	11.0

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,117	9,338	8,246	12,713	13,921
BPS	155,915	164,848	172,500	184,262	197,231
CFPS	5,131	9,544	15,585	18,722	20,633
EBITDAPS	(6,697)	8,195	15,212	18,722	20,633
SPS	73,894	89,817	119,558	140,346	162,517
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	35.0	21.9	27.0	17.5	16.0
PBR	0.7	1.2	1.3	1.2	1.1
PCFR	21.2	21.4	14.3	11.9	10.8
EV/EBITDA	N/A	25.4	16.0	13.2	12.5
PSR	1.5	2.3	1.9	1.6	1.4
재무비율(%)					
ROE	2.0	6.0	5.0	7.3	7.5
ROA	1.4	4.3	3.5	4.9	4.8
ROIC	(23.1)	2.1	8.5	11.7	12.4
부채비율	35.9	37.5	41.8	44.9	48.0
순부채비율	(8.9)	2.0	10.7	10.2	12.0
이자보상배율(배)	(26.4)	5.1	14.0	15.2	14.6

자료: 하나금융투자

대차대조표

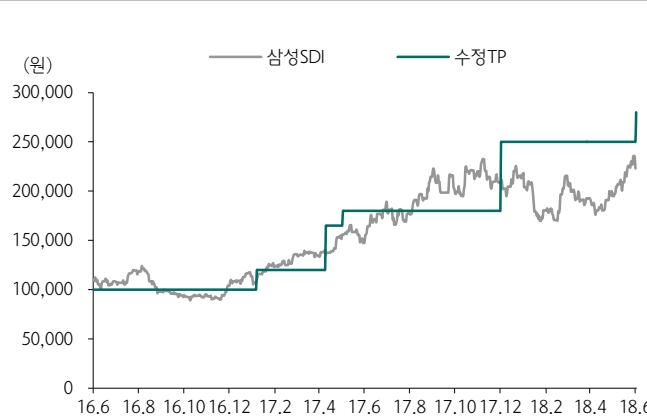
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	3,958.3	3,605.1	3,804.5	4,534.8	5,058.1
금융자산	1,945.5	1,324.4	596.6	943.8	975.3
현금성자산	1,011.7	1,209.0	463.0	790.9	797.4
매출채권 등	929.5	1,117.1	1,294.0	1,481.6	1,722.6
재고자산	729.1	966.6	1,119.6	1,282.0	1,490.5
기타유동자산	354.2	197.0	794.3	827.4	869.7
비유동자산	10,942.0	12,146.4	13,439.6	14,642.8	16,291.6
투자자산	7,157.5	8,008.6	8,448.5	9,379.7	10,905.1
금융자산	1,631.9	1,789.2	1,918.2	2,196.3	2,553.5
유형자산	2,503.8	2,930.3	3,862.8	4,193.5	4,360.4
무형자산	941.7	897.4	833.4	774.8	731.3
기타비유동자산	339.0	310.1	294.9	294.8	294.8
자산총계	14,900.3	15,751.5	17,244.1	19,177.6	21,349.8
유동부채	2,212.8	2,670.4	3,032.2	3,277.2	3,591.9
금융부채	384.0	1,190.7	1,312.8	1,312.8	1,312.8
매입채무 등	1,477.1	1,214.5	1,406.9	1,610.9	1,872.8
기타유동부채	351.7	265.2	312.5	353.5	406.3
비유동부채	1,723.4	1,629.1	2,051.5	2,663.7	3,336.3
금융부채	585.8	365.5	587.8	987.8	1,387.8
기타비유동부채	1,137.6	1,263.6	1,463.7	1,675.9	1,948.5
부채총계	3,936.2	4,299.5	5,083.8	5,941.0	6,928.2
지배주주지분	10,722.1	11,257.3	11,795.8	12,623.6	13,536.5
자본금	356.7	356.7	356.7	356.7	356.7
자본잉여금	5,031.2	5,042.7	5,039.5	5,039.5	5,039.5
자본조정	(251.5)	(345.1)	(345.1)	(345.1)	(345.1)
기타포괄이익누계액	591.0	602.4	297.4	297.4	297.4
이익잉여금	4,994.7	5,600.6	6,447.3	7,275.2	8,188.0
비지배주주지분	242.0	194.7	364.6	613.0	885.1
자본총계	10,964.1	11,452.0	12,160.4	13,236.6	14,421.6
순금융부채	(975.8)	231.8	1,304.0	1,356.7	1,725.3

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	(1,309.5)	(250.1)	746.3	1,033.2	1,150.1
당기순이익	211.1	643.2	742.3	1,144.4	1,253.1
조정	(107.7)	(52.0)	144.2	(185.4)	(198.3)
감가상각비	455.0	459.9	569.3	647.9	676.6
외환거래손익	(1.2)	(35.3)	(20.1)	0.0	0.0
지분법손익	(379.3)	(690.7)	(370.5)	(833.2)	(874.9)
기타	(182.2)	214.1	(34.5)	(0.1)	(0.0)
영업활동					
자산부채	(1,412.9)	(841.3)	(140.2)	74.2	95.3
투자활동 현금흐름	1,854.3	89.3	(1,880.3)	(1,038.4)	(1,476.6)
투자자산감소(증가)	(432.4)	(155.7)	(48.3)	(97.9)	(650.5)
유형자산감소(증가)	(753.3)	(957.1)	(1,384.0)	(920.0)	(800.0)
기타	3,040.0	1,202.1	(448.0)	(20.5)	(26.1)
재무활동 현금흐름	(818.7)	353.4	373.4	333.1	333.1
금융부채증가(감소)	(779.9)	586.4	344.4	400.0	400.0
자본증가(감소)	0.0	11.5	(3.2)	0.0	0.0
기타재무활동	33.9	(174.5)	99.1	0.0	0.0
배당지급	(72.7)	(70.0)	(66.9)	(66.9)	(66.9)
현금의 증감	(276.3)	197.3	(746.0)	327.8	6.6
Unlevered CFO	361.2	671.7	1,096.9	1,317.7	1,452.2
Free Cash Flow	(2,142.1)	(1,241.6)	(639.6)	113.2	350.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

삼성SDI



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.6.19	BUY	280,000		
17.12.20	BUY	250,000	-21.05%	-5.80%
17.12.19	Analyst Change	250,000		-
17.5.20	BUY	180,000	5.97%	29.17%
17.4.27	BUY	165,000	-10.61%	-5.45%
17.1.24	Neutral	120,000	8.45%	16.67%
16.6.27	Neutral	100,000	3.51%	24.00%
16.3.29	Neutral	110,000	-1.17%	7.73%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 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	92.7%	6.7%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 6월 18일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)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 06월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2018년 06월 19일 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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.