

2018. 7. 31



▲ 반도체/디스플레이

Analyst 김선우

02. 6098-6688

sunwoo.kim@meritz.co.kr

RA 서승연

02. 6098-6676

sy.seo@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월) 271,000 원

현재주가 (7.30) 228,000 원

상승여력 18.9%

KOSPI 2,293.51pt

시가총액 156,783억원

발행주식수 6,876만주

유동주식비율 74.51%

외국인비중 38.49%

52주 최고/최저가 237,000원/166,000원

평균거래대금 825.6억원

주요주주(%)

삼성전자 외 7 인 20.64

국민연금 11.20

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.5	11.5	37.3
상대주가	8.1	24.8	43.8

주가그래프



삼성SDI 006400

서서히 선명해지는 장기 성장 스토리

- ✓ 2Q18P 영업이익은 최근 높아진 시장기대치에 부합. 3Q18 영업이익 1,894 억원 예상
- ✓ 중소형전지: 견조한 원통형 수요를 기반으로 하반기 폴리머 실적 기여 본격화
- ✓ 대형전지: ESS 매출 급등 및 xEV 안정적 매출 성장으로 점진적인 손익 개선 시현
- ✓ 전자재료: 반도체 호황 기반 재료사업의 안정적인 수익 기여 지속
- ✓ 중대형전지 수주목표 및 투자 구체화 제시될 경우 가파른 Re-rating 가능할 전망

2Q18P Review: 전 사업부문의 실적 개선세 지속

2Q18P 영업이익 1,528 억원 (+112% QoQ)은 최근 높아진 눈높이 (블룸버그 컨센서스 1,485 억원)에 부합하는 견조한 실적이다. 전 사업부문에서 개선세가 시현됐는데, 1) 소형전지의 경우 갤럭시 S9 판매 둔화 불구 안정적인 원통형 수요에 기반해 10%에 육박하는 영업이익률을 기록했으며, 2) 구조적인 ESS 수요 성장과 안정적인 xEV 배터리 매출 증가에 기반해 중대형전지의 영업레버리지 효과가 두드러졌고, 3) 반도체 등 전방 산업의 호황 속 전자재료 사업의 안정적인 수익성이 지속되었다. 다방면에서 안정화된 2Q18 실적을 반영하여 3Q18 · 2018 영업이익 추정치를 1,894 억원 · 5,997 억원으로 상향조정한다. 특히 3Q18 애플의 신제품 출시를 동사에게 영업이익뿐 아니라 영업외이익에도 긍정적 영향을 미칠 전망이다 (3Q18 삼성디스플레이 지분법 이익 1,360 억원 예상).

서서히 가시성을 갖춰가는 중장기 성장 전략 · 적정주가 소폭 상향조정

동사 주가는 견조한 실적 기대감으로 최근 2 달동안 24% 상승했다. 투자자들은 안정적인 캐시카우 사업 (소형전지 · 전자재료)뿐 아니라, 전방시장의 성장 가시성이 확보돼가는 중대형전지 (ESS · xEV)의 동사 경쟁력에 주목한 바가 크다. 일부 불확실성 제거 시 동사 주가의 가파른 Re-rating 이 가능할 전망이다. 이는 1) 수주 목표, 수주잔고와 증설 계획의 구체화, 2) 원가 분석에 기반한 이익 전환 시점 공식화이다. 기존 Trading Buy 투자의견을 유지하며 적정주가는 기존 245,000 원에서 271,000 원으로 소폭 상향 조정한다. 새로운 적정주가는 2018-19 년 평균 BVPS 에 1.52 배를 적용했다 (vs 종전 2018E 1.4x PBR). 새로운 적정 멀티플은 중대형전지 턴어라운드 기대감 상승기였던 2010-11 년 평균배수이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	5,200.8	-926.3	219.4	3,191	307.1	155,925	71.5	1.5	-13.0	2.0	35.9
2017	6,321.6	116.9	657.2	9,557	199.5	163,708	23.9	1.4	20.3	5.8	37.5
2018E	9,245.5	599.7	674.9	9,815	2.7	172,617	23.2	1.3	10.1	5.8	44.0
2019E	10,412.7	699.0	849.3	12,350	25.8	183,776	18.5	1.2	9.6	6.9	44.2
2020E	11,013.3	800.5	1,034.7	15,047	21.8	197,189	15.2	1.2	9.1	7.9	42.6

표1 삼성SDI 2Q18 실적 Review

(십억원)	2Q18P	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	2,248	1,453	55%	1,907	18%	2,239	0%	1,930	17%
에너지솔루션	1,727	988	75%	1,417	22%			1,420	22%
소형전지	926	667	39%	882	5%			910	2%
중대형전지 (EV+ESS)	801	320	150%	535	50%			510	57%
소재사업부	519	465	11%	490	6%			510	2%
영업이익	153	6	2,656%	72	112%	149	3%	112	37%
에너지솔루션	90	-38	nm	33	173%			62	44%
소형전지	90	19	372%	79	13%			74	22%
중대형전지 (EV+ESS)	0	-57	nm	-47	nm			-12	nm
소재사업부	63	44	45%	39	61%			50	27%
지분법이익	17	225	-92%	49	-65%			32	-47%
세전이익	141	232	-39%	198	-28%			89	58%
순이익(지배)	105	187	-44%	160	-35%	134	-22%	71	47%
영업이익률	6.8%	0.4%		3.8%				5.8%	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 삼성SDI 실적 추정치 변경

(십억원)	New			Old			차이(%)		
	3Q18E	2018E	2019E	3Q18E	2018E	2019E	3Q18E	2018E	2019E
매출액	2,524	9,246	10,413	2,129	8,127	8,753	19%	14%	19%
에너지솔루션	1,929	7,053	7,982	1,535	5,947	6,332	26%	19%	26%
소형전지	1,103	3,959	4,001	889	3,588	3,748	24%	10%	7%
중대형전지 (EV+ESS)	826	3,094	3,982	646	2,359	2,584	28%	31%	54%
소재사업부	594	2,190	2,430	594	2,181	2,420	0%	0%	0%
영업이익	189	600	699	128	448	545	48%	34%	28%
에너지솔루션	105	333	422	56	222	293	89%	50%	44%
소형전지	117	389	377	67	293	268	75%	33%	41%
중대형전지 (EV+ESS)	-12	-56	45	-11	-71	25	nm	nm	80%
소재사업부	84	267	277	72	226	252	17%	18%	10%
지분법이익	136	353	556	120	343	627	13%	3%	-11%
세전이익	268	890	1,093	193	707	1,013	39%	26%	8%
순이익(지배)	209	675	849	154	548	790	35%	23%	7%
영업이익률	7.5%	6.5%	6.7%	6.0%	5.5%	6.2%			

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 삼성SDI 실적추정

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	1,305	1,453	1,708	1,854	1,907	2,248	2,524	2,567	6,322	9,246	10,413
에너지솔루션	823	988	1,168	1,319	1,417	1,727	1,929	1,980	4,297	7,053	7,982
소형전지	563	667	782	805	882	926	1,103	1,048	2,817	3,959	4,001
중대형전지 (EV+ESS)	260	320	386	514	535	801	826	932	1,480	3,094	3,982
소재 사업부	480	465	538	533	490	519	594	587	2,017	2,190	2,430
영업이익	-67	6	60	119	72	153	189	185	117	600	699
영업이익률(%)	-5.2%	0.4%	3.5%	6.4%	3.8%	6.8%	7.5%	7.2%	1.9%	6.5%	6.7%
에너지솔루션	-118	-38	2	49	33	90	105	105	-105	333	422
소형전지	-25	19	63	77	79	90	117	103	134	389	377
중대형전지 (EV+ESS)	-93	-57	-61	-28	-47	0	-12	3	-239	-56	45
소재 사업부	51	44	59	69	39	63	84	80	223	267	277
지분법이익	169	225	114	187	49	17	136	153	695	353	556
세전이익	84	232	175	333	198	141	268	284	824	890	1,093
세전이익률(%)	6.5%	15.9%	10.2%	18.0%	10.4%	6.3%	10.6%	11.1%	13.0%	9.6%	10.5%
순이익(지배)	82	187	135	240	160	105	209	221	657	675	849
순이익률(%)	6.3%	12.8%	7.9%	12.9%	8.4%	4.7%	8.3%	8.6%	10.4%	7.3%	8.2%

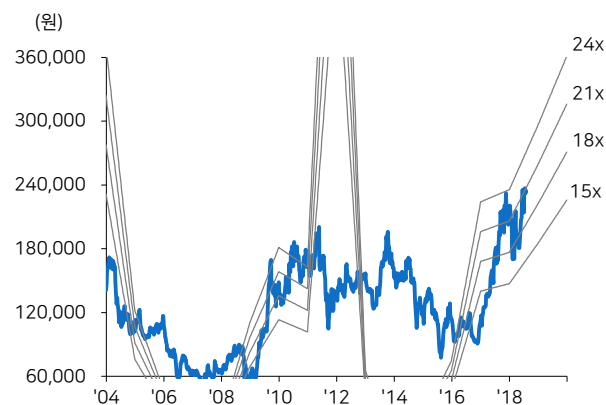
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 삼성SDI 적정주가 산출

(원)	2018-19E 평균
BVPS	178,196
적정배수 (배)	1.52
적정가치	270,858
적정주가	271,000
현재 주가	228,000
상승여력 (%)	18.9%

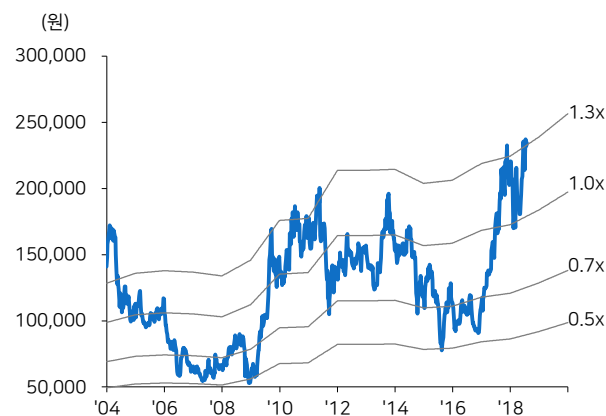
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 삼성SDI PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 삼성SDI PBR밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성 SDI (006400)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,200.8	6,321.6	9,245.5	10,412.7	11,013.3
매출액증가율 (%)	5.0	21.6	46.3	12.6	5.8
매출원가	4,450.2	5,152.5	7,228.7	8,128.9	8,539.7
매출총이익	750.6	1,169.1	2,016.9	2,283.8	2,473.5
판매관리비	1,676.9	1,052.2	1,417.3	1,584.8	1,673.0
영업이익	-926.3	116.9	599.7	699.0	800.5
영업이익률	-17.8	1.8	6.5	6.7	7.3
금융손익	-127.4	13.2	-99.8	-161.9	-161.1
종속/관계기업손익	245.2	695.4	352.5	555.7	679.1
기타영업외손익	117.8	708.6	290.3	393.8	518.0
세전계속사업이익	-820.7	824.1	890.0	1,092.8	1,318.5
법인세비용	57.8	180.9	195.0	223.5	263.7
당기순이익	211.1	643.2	695.0	869.4	1,054.8
지배주주지분 손이익	219.4	657.2	674.9	849.3	1,034.7

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,958.3	3,605.1	4,093.5	4,189.1	4,142.3
현금및현금성자산	1,011.7	1,209.0	826.9	773.3	551.8
매출채권	780.3	987.7	1,367.0	1,431.6	1,507.2
재고자산	729.1	966.6	1,337.8	1,401.0	1,475.0
비유동자산	10,942.0	12,146.4	13,348.0	14,380.0	15,535.2
유형자산	2,503.8	2,930.3	4,172.2	4,877.2	5,582.2
무형자산	941.7	897.4	801.5	528.7	248.1
투자자산	6,773.1	7,643.8	7,440.2	7,995.9	8,675.0
자산총계	14,900.3	15,751.5	17,441.5	18,569.1	19,677.5
유동부채	2,212.8	2,670.4	3,630.4	3,788.3	3,971.7
매입채무	341.8	461.3	638.4	668.6	703.9
단기차입금	184.0	879.5	1,013.0	1,023.0	1,033.0
유동성장기부채	199.9	311.2	430.7	451.1	474.9
비유동부채	1,723.4	1,629.1	1,702.7	1,905.0	1,907.7
사채	299.3	99.8	100.1	100.1	100.1
장기차입금	267.3	245.5	255.8	455.8	455.8
부채총계	3,936.2	4,299.5	5,333.1	5,693.3	5,879.4
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
기타포괄이익누계액	591.0	602.4	297.4	297.4	297.4
이익잉여금	4,994.7	5,600.6	6,521.4	7,288.7	8,211.1
비지배주주지분	242.0	194.7	238.5	238.5	238.5
자본총계	10,964.1	11,452.0	12,108.4	12,875.7	13,798.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-1,309.5	-250.1	1,366.2	1,381.6	1,440.8
당기순이익(손실)	211.1	643.2	695.0	869.4	1,054.8
유형자산상각비	360.5	369.3	695.0	695.0	695.0
무형자산상각비	94.5	90.6	120.2	135.2	143.0
운전자본의 증감	-1,412.9	-841.3	-115.0	-98.8	-115.6
투자활동 현금흐름	1,854.3	89.3	-1,971.3	-1,473.2	-1,473.2
유형자산의증가(CAPEX)	-832.6	-991.5	-1,900.0	-1,400.0	-1,400.0
투자자산의감소(증가)	3.8	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-818.7	353.4	208.5	37.9	-189.0
차입금의 증감	-540.7	513.8	371.4	230.4	33.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-276.3	197.3	-382.0	-53.7	-221.4
기초현금	1,288.0	1,011.7	1,209.0	827.0	773.4
기말현금	1,011.7	1,209.0	827.0	773.4	551.9

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	75,632	91,931	134,452	151,426	160,159
EPS(지배주주)	3,191	9,557	9,815	12,350	15,047
CFPS	-4,018	2,869	-5,555	-781	-3,220
EBITDAPS	-6,854	8,388	20,575	22,239	23,827
BPS	155,925	163,708	172,617	183,776	197,189
DPS	1,000	1,000	1,472	1,853	2,257
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.6	0.8	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	71.5	23.9	23.2	18.5	15.2
PCR	N/A	79.5	N/A	N/A	N/A
PSR	3.0	2.5	1.7	1.5	1.4
PBR	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2
EBITDA	N/A	577	1,415	1,529	1,638
EV/EBITDA	-13.0	20.3	10.1	9.6	9.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.0	5.8	5.8	6.9	7.9
EBITDA 이익률	-582.0	1,245.9	67.8	57.7	65.3
부채비율	35.9	37.5	44.0	44.2	42.6
금융비용부담률	0.0	0.1	0.3	0.4	0.4
이자보상배율(x)	-26.4	5.1	16.6	16.8	18.4
매출채권회전율(x)	6.1	7.2	7.9	7.4	7.5
재고자산회전율(x)	6.0	6.1	6.3	5.9	5.9

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 7월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 7월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 7월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김선우,서승연)

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)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성 SDI (006400) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-4.3	1.1	
2017.12.04	산업분석	Trading Buy	245,000	김선우	-14.4	-8.0	
2018.01.24	기업브리프	Trading Buy	245,000	김선우	-19.8	-8.0	
2018.06.01	산업분석	Trading Buy	245,000	김선우	-16.9	-3.3	
2018.07.31	기업브리프	Trading Buy	271,000	김선우	-	-	