



## BUY(Maintain)

목표주가: 320,000원

주가(10/26): 232,000원

시가총액: 161,024억원

## 전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (10/26)		2,027.15pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	261,000원	170,000원
등락률	-11.1%	36.5%
수익률	절대	상대
1W	-9.4%	4.6%
1M	30.0%	58.7%
1Y	18.7%	45.2%

## Company Data

발행주식수	70,382천주
일평균 거래량(3M)	348천주
외국인 지분율	38.3%
배당수익률(18E)	0.5%
BPS(18E)	171,152원
주요 주주	삼성전자 19.6%

## 투자지표

(억원, IFRS)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	52,008	63,216	93,745	107,722
영업이익	-9,263	1,169	7,216	9,101
EBITDA	-4,713	5,768	12,621	15,288
세전이익	-8,207	8,241	10,218	12,335
순이익	2,111	6,432	7,934	10,114
지배주주지분순이익	2,194	6,572	7,581	10,013
EPS(원)	3,117	9,338	10,771	14,226
증감률(%YoY)	307.5	199.6	15.3	32.1
PER(배)	35.0	17.9	21.5	16.3
PBR(배)	0.7	1.0	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	-13.5	20.2	13.7	11.1
영업이익률(%)	-17.8	1.8	7.7	8.4
ROE(%)	1.9	5.7	6.7	7.9
순부채비율(%)	-8.6	2.4	3.8	5.0

## Price Trend



## 삼성SDI (006400)

## 체질이 된 깜짝 실적



한때 Shock가 일상적이었던 실적이 Surprise 행진으로 바뀌었다. 원형전지와 ESS의 수익창출력이 극대화됐고, 전자재료에서는 편광필름의 체질 개선이 돋보인다. 4분기도 소형전지 매출 증가, 중대형전지 적자폭 축소를 바탕으로 우상향 이익 추세를 이어갈 것이다. Model 3발 전기차 시장도 격변기를 맞고 있다. 삼성SDI 실적 전망에서는 최근 주식시장을 짓누르고 있는 매크로 우려의 그림자를 찾아볼 수 없다.

## &gt;&gt;&gt; 연이은 깜짝 실적, 소형전지와 전자재료 선전

3분기 영업이익은 2,415억원(QoQ 58%, YoY 302%)으로 시장 컨센서스(2,046억원)를 크게 상회하는 호실적을 달성했다. 당초 예상보다 소형전지와 전자재료의 호조가 돋보였다.

소형전지는 매출액이 분기 처음으로 1조원을 넘어섰는데, 폴리머는 주고객 및 북미 거래선의 신규 Flagship 출시에 따른 수혜가 컸고, 원형은 Non-IT용 고부가, 고출력 제품의 공급이 확대됐다.

전자재료는 반도체소재, 편광필름, OLED 등 전 부문에 걸쳐 기대 이상으로 선전했다. 반도체소재는 DRAM 중심의 수요 강세가 이어졌고, 편광필름은 중국 고객 다변화를 통해 업황 대비 차별적인 실적을 달성하고 있다.

## &gt;&gt;&gt; 4분기 실적 우상향 전망

4분기 영업이익은 2,553억원(QoQ 6%, YoY 115%)으로 우상향 추세를 이어갈 전망이다. 소형전지의 매출 호조가 지속되고, 중대형전지의 적자폭이 축소되며, 전자재료도 전분기 수준의 양호한 실적이 예상된다.

소형전지 중에서는 여전히 Non-IT용 원형전지가 성장을 이끌 것이다.

ESS는 상반기 수요 소림이 컸던 국내 시장도 신재생과 연계한 전력용 중심의 성장세가 이어지고, 해외에서는 미국과 호주 시장의 성장이 돋보일 것이다. 자동차전지는 3세대 배터리의 공급이 본격적으로 확대될 예정이다.

전자재료는 반도체소재, 편광필름, OLED 모두 중국 시장 공략 성과가 더해질 것이다.

## &gt;&gt;&gt; 중대형전지 재평가 필요

중대형전지 사업에 대한 재평가가 필요하다. 중대형전지는 올해를 경과하면서 매출 성장률이 더욱 확대됐고, ESS가 상당한 흑자 기초에 안착하는 한편, 자동차전지도 원자재 가격 하락과 더불어 수익성 개선 가능성이 높아졌으며, 고객 기반, 수주, 생산능력 등으로 볼 때 사업 경쟁력이 향상되고 있다. 올해 ESS의 극적인 수요 변화를 겪었다면, 내년에는 자동차전지의 수익성 개선 스토리가 현실화될 것이고, Valuation Premium 요인이 될 것이다. 전기차 시장은 Tesla Model 3발 대규모 물량 사이클이 시작되며 격변기를 맞고 있다.

## 삼성SDI 3분기 실적 요약

(단위: 억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
매출액	17,080	18,522	19,089	22,480	25,228	12.2%	47.7%	25,200	0.1%
소형전지	7,857	8,228	8,810	9,266	11,542	24.6%	46.9%	11,542	0.0%
중대형전지	3,822	4,963	5,361	8,007	7,681	-4.1%	101.0%	8,403	-8.6%
전자재료	5,380	5,328	4,899	5,188	5,982	15.3%	11.2%	5,587	7.1%
영업이익	602	1,186	720	1,528	2,415	58.1%	301.5%	2,305	4.8%
영업이익률	3.5%	6.4%	3.8%	6.8%	9.6%	2.8%p	6.1%p	9.1%	-0.4%p
세전이익	1,749	3,332	1,975	1,412	3,063	117.0%	75.2%	3,302	-7.2%
세전이익률	10.2%	18.0%	10.3%	6.3%	12.1%	5.9%p	1.9%p	13.1%	1.0%p
순이익	1,457	2,376	1,253	1,067	2,149	101.5%	47.4%	2,713	-20.8%

자료: 삼성SDI, 키움증권

## 삼성SDI 분기별 실적 전망 (단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	YoY	2018E	YoY	2019E	YoY
매출액	19,089	22,480	25,228	26,948	23,663	25,905	27,713	30,441	63,193	21.5%	93,745	48.3%	107,722	14.9%
소형전지	8,810	9,266	11,542	12,475	10,765	11,320	12,375	13,322	28,073	15.4%	42,094	49.9%	47,782	13.5%
중대형전지	5,361	8,007	7,681	8,554	7,716	9,032	9,042	10,953	14,904	50.4%	29,603	98.6%	36,743	24.1%
전자재료	4,899	5,188	5,982	5,919	5,183	5,553	6,296	6,166	20,168	13.9%	21,988	9.0%	23,197	5.5%
영업이익	720	1,528	2,415	2,553	1,423	2,153	2,518	3,008	1,169	흑전	7,216	517.3%	9,101	26.1%
소형전지	904	875	1,667	1,787	1,309	1,397	1,578	1,650	1,305	흑전	5,234	301.1%	5,934	13.4%
중대형전지	-678	63	-193	-138	-423	118	110	618	-2,584	적지	-946	적지	423	흑전
전자재료	496	590	942	904	537	638	829	739	2,396	33.6%	2,931	22.3%	2,744	-6.4%
영업이익률	3.8%	6.8%	9.6%	9.5%	6.0%	8.3%	9.1%	9.9%	1.8%	19.7%p	7.7%	5.8%p	8.4%	0.8%p
소형전지	10.3%	9.4%	14.4%	14.3%	12.2%	12.3%	12.8%	12.4%	4.6%	9.6%p	12.4%	7.8%p	12.4%	0.0%p
중대형전지	-12.6%	0.8%	-2.5%	-1.6%	-5.5%	1.3%	1.2%	5.6%	-17.3%	16.2%p	-3.2%	14.1%p	1.2%	4.3%p
전자재료	10.1%	11.4%	15.7%	15.3%	10.4%	11.5%	13.2%	12.0%	11.9%	1.8%p	13.3%	1.4%p	11.8%	-1.5%p

자료: 삼성SDI, 키움증권

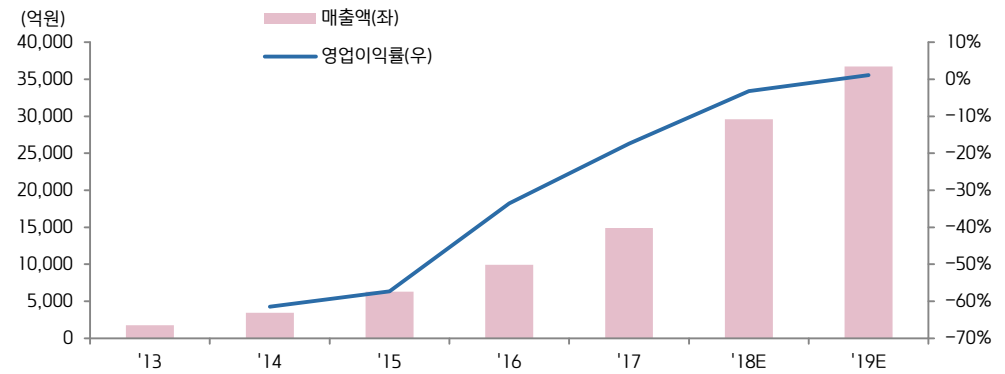
## 삼성SDI 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E
매출액	24,146	90,914	103,889	26,948	93,745	107,722	11.6%	3.1%	3.7%
영업이익	2,188	6,741	8,681	2,553	7,216	9,101	16.7%	7.1%	4.8%
세전이익	3,397	10,086	11,908	3,768	10,218	12,335	10.9%	1.3%	3.6%
순이익	2,837	7,870	9,945	3,112	7,581	10,013	9.7%	-3.7%	0.7%
EPS(원)		11,181	14,129		10,771	14,226		-3.7%	0.7%
영업이익률	9.1%	7.4%	8.4%	9.5%	7.7%	8.4%	0.4%p	0.3%p	0.1%p
세전이익률	14.1%	11.1%	11.5%	14.0%	10.9%	11.5%	-0.1%p	-0.2%p	0.0%p
순이익률	11.7%	8.7%	9.6%	11.5%	8.1%	9.3%	-0.2%p	-0.6%p	-0.3%p

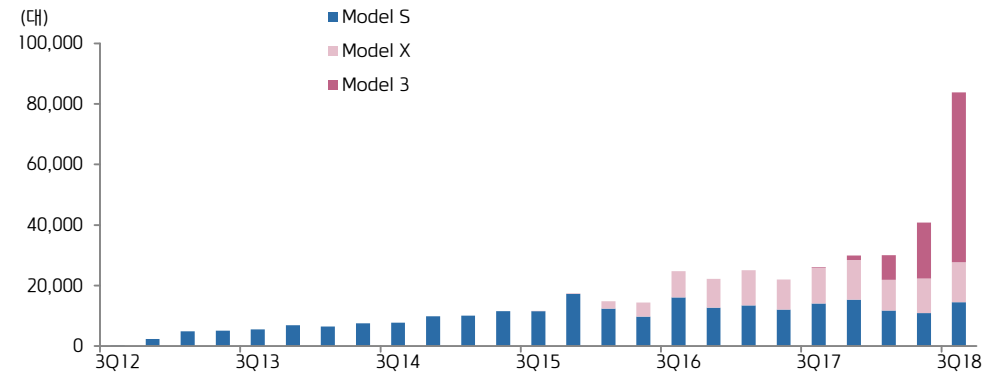
자료: 키움증권

## 삼성SDI 중대형전지 실적 추이 및 전망



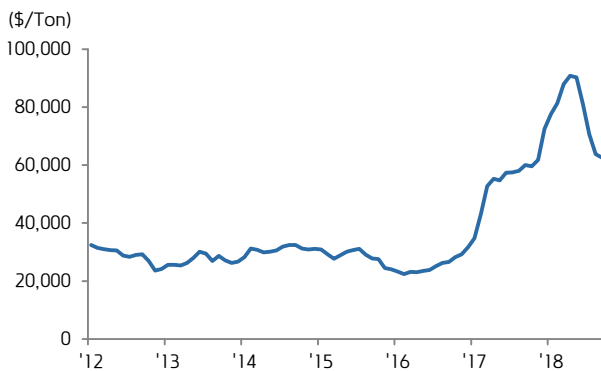
자료: 삼성SDI, 키움증권

## Tesla 모델별 판매량 추이



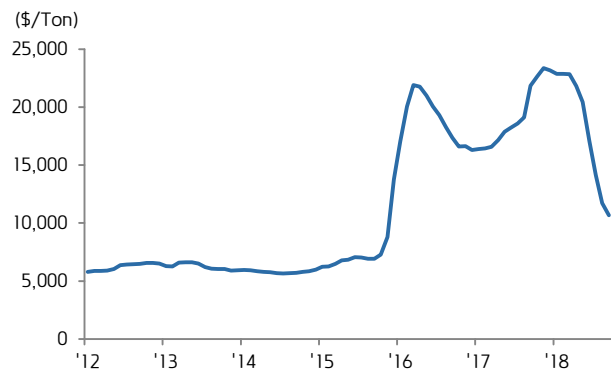
자료: Tesla, 키움증권

## 코발트 가격 추이



자료: LME, 키움증권

## 리튬 가격 추이



자료: LME, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	52,008	63,216	93,745	107,722	118,171
매출원가	44,503	51,525	72,692	82,918	90,724
매출총이익	7,506	11,691	21,052	24,805	27,447
판매비및일반관리비	16,769	10,522	13,836	15,704	17,227
영업이익(보고)	-9,263	1,169	7,216	9,101	10,220
영업이익(핵심)	-9,263	1,169	7,216	9,101	10,220
영업외손익	1,056	7,072	3,002	3,234	2,752
이자수익	329	178	184	216	237
배당금수익	118	78	255	0	0
외환이익	2,310	2,292	2,103	724	0
이자비용	351	228	408	432	432
외환손실	2,540	2,141	2,255	724	0
관계기업지분손익	3,793	6,907	2,779	3,449	3,622
투자및기타자산처분손익	3,360	234	-83	0	0
금융상품평가및기타금융이익	132	175	963	0	0
기타	-6,093	-425	-536	0	-676
법인세차감전이익	-8,207	8,241	10,218	12,335	12,972
법인세비용	578	1,809	2,284	2,221	2,338
유효법인세율 (%)	-7.0%	21.9%	22.4%	18.0%	18.0%
당기순이익	2,111	6,432	7,934	10,114	10,635
지배주주지분순이익(억원)	2,194	6,572	7,581	10,013	10,528
EBITDA	-4,713	5,768	12,621	15,288	15,667
현금순이익(Cash Earnings)	6,661	11,031	13,339	16,301	16,081
수정당기순이익	-1,627	6,112	7,251	10,114	10,635
증감율(% YoY)					
매출액	5.0	21.5	48.3	14.9	9.7
영업이익(보고)	N/A	N/A	517.3	26.1	12.3
영업이익(핵심)	N/A	N/A	517.3	26.1	12.3
EBITDA	N/A	N/A	118.8	21.1	2.5
지배주주지분 당기순이익	307.5	199.6	15.3	32.1	5.1
EPS	307.5	199.6	15.3	32.1	5.1
수정순이익	N/A	N/A	18.6	39.5	5.1

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	39,583	36,051	47,623	46,988	45,514
현금및현금성자산	10,117	12,090	14,383	11,516	6,202
유동금융자산	8,770	534	1,087	1,228	1,347
매출채권및유동채권	12,566	13,627	18,580	19,634	21,939
재고자산	7,291	9,666	13,448	14,469	15,873
기타유동비금융자산	839	134	124	141	154
비유동자산	109,420	121,464	132,225	146,704	162,484
장기매출채권및기타비유동채권	2,270	1,980	2,256	2,548	2,795
투자자산	72,312	80,792	81,978	87,369	92,632
유형자산	25,038	29,303	38,900	48,257	58,932
무형자산	9,417	8,974	8,485	7,845	7,373
기타비유동자산	384	414	606	685	751
자산총계	149,003	157,515	179,847	193,692	207,998
유동부채	22,128	26,704	34,374	36,220	38,457
매입채무및기타유동채무	16,047	12,989	17,767	20,070	22,017
단기차입금	1,840	8,795	11,862	11,462	11,462
유동성장기차입금	1,999	3,112	2,097	1,697	1,697
기타유동부채	2,241	1,808	2,648	2,991	3,282
비유동부채	17,234	16,291	22,632	25,253	27,581
장기매입채무및비유동채무	2,039	1,999	2,928	3,307	3,628
사채및장기차입금	5,666	3,453	6,172	6,172	6,172
기타비유동부채	9,529	10,839	13,533	15,774	17,781
부채총계	39,362	42,995	57,006	61,473	66,038
자본금	3,567	3,567	3,567	3,567	3,567
주식발행초과금	48,386	48,386	48,386	48,386	48,386
이익잉여금	49,947	56,006	66,920	76,210	85,952
기타자본	5,322	4,615	1,589	1,589	1,589
지배주주지분자본총계	107,221	112,573	120,461	129,752	139,493
비지배주주지분자본총계	2,420	1,947	2,380	2,467	2,467
자본총계	109,641	114,520	122,841	132,219	141,960
순차입금	-9,381	2,735	4,660	6,587	11,782
총차입금	9,505	15,360	20,131	19,331	19,331

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-13,095	-2,501	10,102	12,593	10,956
당기순이익	2,111	6,432	7,934	10,114	10,635
감가상각비	3,605	3,693	4,558	5,547	4,975
무형자산상각비	945	906	847	640	472
외환손익	-12	-353	152	0	0
자산처분손익	222	334	83	0	0
지분법손익	-2,452	-6,954	-2,779	-3,449	-3,622
영업활동자산부채 증감	-14,129	-8,413	-2,456	641	-1,411
기타	-3,385	1,854	1,763	-900	-92
투자활동현금흐름	18,543	893	-12,900	-17,065	-17,476
투자자산의 처분	64	1	1,570	-2,082	-1,760
유형자산의 처분	793	344	0	0	0
유형자산의 취득	-8,326	-9,915	-14,194	-14,904	-15,649
무형자산의 처분	-89	151	0	0	0
기타	26,100	10,312	-276	-79	-66
재무활동현금흐름	-8,187	3,534	5,091	1,605	1,206
단기차입금의 증가	-6,086	4,158	3,067	-400	0
장기차입금의 증가	679	980	0	500	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-727	-700	-669	-736	-802
기타	-2,053	-904	2,694	2,241	2,007
현금및현금성자산의순증가	-2,763	1,973	2,293	-2,867	-5,314
기초현금및현금성자산	12,880	10,117	12,090	14,383	11,516
기말현금및현금성자산	10,117	12,090	14,383	11,516	6,202
Gross Cash Flow	1,034	5,912	12,558	11,951	12,367
Op Free Cash Flow	-27,910	-12,665	-5,642	-613	-3,235

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	3,117	9,338	10,771	14,226	14,959
BPS	152,341	159,945	171,152	184,352	198,193
주당EBITDA	-6,697	8,195	17,932	21,722	22,259
CFPS	9,464	15,673	18,952	23,161	22,848
DPS	1,000	1,000	1,100	1,200	1,200
주가배수(배)					
PER	35.0	17.9	21.5	16.3	15.5
PBR	0.7	1.0	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	-13.5	20.2	13.7	11.1	11.1
PCFR	11.5	10.7	12.2	10.0	10.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-17.8	1.8	7.7	8.4	8.6
영업이익률(핵심)	-17.8	1.8	7.7	8.4	8.6
EBITDA margin	-9.1	9.1	13.5	14.2	13.3
순이익률	4.1	10.2	8.5	9.4	9.0
자기자본이익률(ROE)	1.9	5.7	6.7	7.9	7.8
투자자본이익률(ROIC)	-25.7	2.5	12.0	13.2	12.6
안정성(%)					
부채비율	35.9	37.5	46.4	46.5	46.5
순차입금비율	-8.6	2.4	3.8	5.0	8.3
이자보상배율(배)	N/A	5.1	17.7	21.1	23.7
활동성(배)					
매출채권회전율	4.0	4.8	5.8	5.6	5.7
재고자산회전율	7.0	7.5	8.1	7.7	7.8
매입채무회전율	2.8	4.4	6.1	5.7	5.6

## Compliance Notice

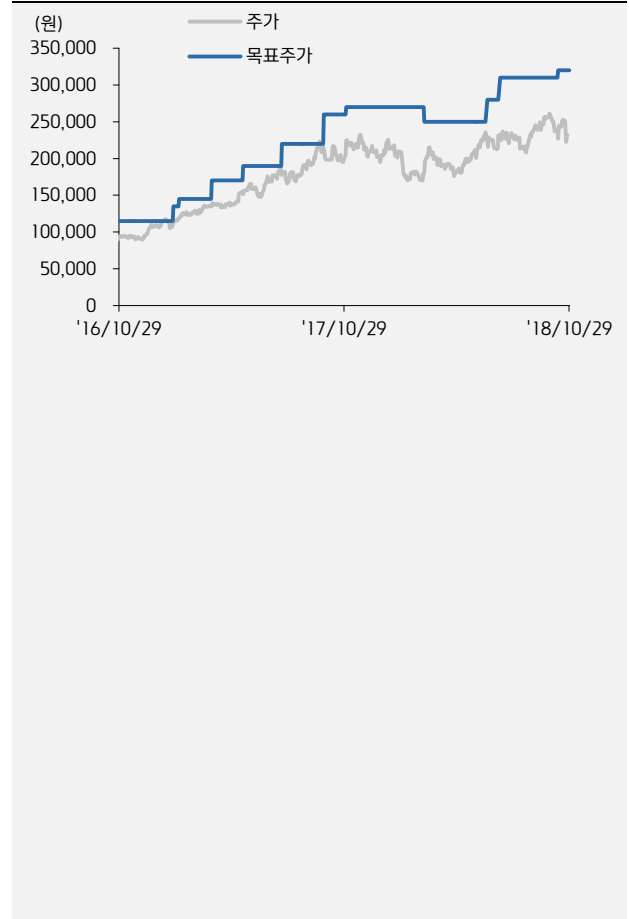
- 당사는 10월 26일 현재 '삼성SDI (006400)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주 가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
삼성SDI (006400)	2016/09/29	Outperform(Maintain)	115,000원	6개월	-18.07	-14.78
	2016/10/28	BUY(Upgrade)	115,000원	6개월	-18.17	-14.78
	2016/11/01	BUY(Maintain)	115,000원	6개월	-18.33	-14.78
	2016/11/15	BUY(Maintain)	115,000원	6개월	-18.66	-14.78
	2016/12/15	BUY(Maintain)	115,000원	6개월	-13.68	2.17
	2017/01/25	BUY(Maintain)	135,000원	6개월	-14.03	-12.22
	2017/02/03	BUY(Maintain)	145,000원	6개월	-11.95	-6.21
	2017/03/28	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-19.07	-17.94
	2017/04/03	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-19.43	-17.65
	2017/05/02	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-17.86	-8.82
	2017/05/18	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-16.76	-13.16
	2017/05/31	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-15.71	-6.84
	2017/07/06	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-13.47	-0.53
	2017/07/20	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-18.92	-17.27
	2017/07/28	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-18.91	-12.50
	2017/08/31	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-14.38	1.36
	2017/09/26	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-22.16	-16.54
	2017/11/01	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-19.11	-13.89
	2017/12/11	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-20.60	-13.89
	2018/01/17	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-20.83	-13.89
	2018/01/24	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-24.80	-13.89
	2018/03/08	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-18.35	-13.80
	2018/03/20	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-22.48	-13.80
	2018/05/04	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-22.79	-13.80
	2018/05/21	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-22.26	-13.80
	2018/05/30	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-20.28	-5.80
	2018/06/18	BUY(Maintain)	280,000원	6개월	-19.64	-18.21
	2018/06/25	BUY(Maintain)	280,000원	6개월	-19.81	-18.21
	2018/06/29	BUY(Maintain)	280,000원	6개월	-20.76	-17.50
	2018/07/09	BUY(Maintain)	310,000원	6개월	-25.40	-23.55
	2018/07/31	BUY(Maintain)	310,000원	6개월	-24.18	-15.81
	2018/10/11	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-24.25	-21.09
	2018/10/29	BUY(Maintain)	320,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%