

삼성SDI(006400.KS)

쉽지 않은 정상화의 길

Company Comment | 2016. 12. 29

4분기 영업실적은 적자 기조 유지 전망. 성장동력인 xEV용 2차전지는 중국 영업환경 정상화 지연, 중대형 전지 구조적 실적 증가세 제한 등을 전망하는 바 영업가치 하락 전망. 목표주가와 투자의견 모두 하향 조정

4분기 영업손실 478억원 추정

4분기 연결실적은 매출액 1,31조원(+ 1.5% q-q), 영업적자 -478억원(적자 q-q)으로 추정. 부문별로 1) 소형 2차전지의 경우 xEV(친환경차)용 원형 전지 출하 감소 등이 실적 둔화 원인으로 연결, 2) 중대형 2차전지의 경우 BMW i3 효과/북미 전력용 ESS 수주 효과에도 불구하고 중국 정부 2차전지 규제 등으로 적자 흐름 지속 전망. 반면 3) 전자재료에서는 반도체 및 디스플레이 소재 판매 확대가 실적 방어 요인으로 작용 예상

xEV용 2차전지 사업 성장 속도에 대한 눈높이 하향

당사는 중국 정부 2차전지 규제 관련 예전에는 볼 수 없었던 수많은 규제의 특성, 강도 높은 해외 2차전지 업체들의 위협 등을 고려할 때, 삼성SDI 중국 영업활동에 긍정적 움직임 기대 제한적일 것으로 판단

추가로 단기적 관점에서 삼성SDI xEV용 중대형-각형 2차전지의 전향적인 변화는 제한적일 것으로 예상. 주 배경은 1) xEV 내 소형-원통형 2차전지 요구 증가, 2) xEV용 중대형-각형 2차전지 중국업체(BYD, CATL, Lishen 등) 경쟁력 강화 등을 전망하기 때문. 이에 삼성SDI의 xEV용 중대형-각형 2차전지 성장성 및 수익성 가정 상향 조정 기대는 어려울 것으로 판단

삼성SDI의 2차전지 영업가치를 하향(기준 7,660억원 → 7,370억원) 조정함에 따라 목표주가를 13만원 → 11만원으로, 투자의견을 Buy → Hold로 하향 조정. 현 시점에서 주가의 추세적인 상승을 위해서는 중국 규제 갈등 해소, xEV용 2차전지 수익 인식 지연 우려 등이 먼저 해소 필요

Hold (하향)

| | |
|--------------------|---------------------------|
| 목표주가 | 110,000원 (하향) |
| 현재가 ('16/12/28) | 107,500원 |
| 업종 | 2차전지 |
| KOSPI / KOSDAQ | 2,024.49 / 627.27 |
| 시가총액(보통주) | 7,392.2십억원 |
| 발행주식수(보통주) | 68.8백만주 |
| 52주 최고가('16/08/22) | 124,000원 |
| 최저가('16/01/26) | 87,400원 |
| 평균거래대금(60일) | 24,853백만원 |
| 배당수익률(2016E) | 0.93% |
| 외국인지분율 | 33.3% |
| 주요주주 | |
| 삼성전자 외 5 인 | 20.4% |
| 국민연금 | 8.2% |
| 주가상승률 | 3개월 6개월 12개월 |
| 절대수익률 (%) | 9.9 5.9 -3.2 |
| 상대수익률 (%p) | 11.5 1.3 -6.0 |
| | 2015 2016E 2017F 2018F |
| 매출액 | 7,569 5,207 5,565 6,036 |
| 증감률 | 38.3 -31.2 6.9 8.5 |
| 영업이익 | -60 -916 -88 211 |
| 영업이익률 | -0.8 -17.6 -1.6 3.5 |
| (지배지분)순이익 | 54 303 289 479 |
| EPS | 760 4,391 4,175 6,950 |
| 증감률 | 흑전 477.7 -4.9 66.5 |
| PER | 150.0 24.5 25.7 15.5 |
| PBR | 0.7 0.7 0.7 0.6 |
| EV/EBITDA | 13.4 N/A 10.0 6.8 |
| ROE | 0.5 2.7 2.5 4.1 |
| 부채비율 | 44.2 41.3 39.6 37.0 |
| 순차입금 | -135 -1,447 -1,151 -1,029 |

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

삼성SDI 4분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

| | 4Q15 | 1Q16 | 2Q15 | 3Q16 | 4Q16E | | | | | 1Q17F |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|-------|-------|-------|
| | | | | | 예상치 | y-y | q-q | 기준치 | 컨센서스 | |
| 매출액 | 1,862 | 1,291 | 1,317 | 1,290 | 1,309 | -29.7 | 1.5 | 1,318 | 1,356 | 1,317 |
| 영업이익 | -81 | -704 | -54 | -110 | -48 | 적자 | 적자 | -51 | -39 | -48 |
| 영업이익률 | -4.3 | -54.5 | -4.1 | -8.6 | -3.7 | | | -3.8 | -2.9 | -3.7 |
| 세전이익 | -317 | -869 | -46 | -5 | 125 | 흑전 | 흑전 | 114 | 68 | 48 |
| (지배)순이익 | -202 | -715 | 961 | -34 | 92 | 흑전 | 흑전 | 467 | 64 | 35 |

주: IFRS 연결기준; 자료: 삼성SDI, FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 고정우
02)768-7462, j.ko@nhqv.com

삼성SDI 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

| | | 2015 | 2016E | 2017F | 2018F |
|-------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | - 수정 후 | 7,569 | 5,207 | 5,565 | 6,036 |
| | - 수정 전 | | 5,216 | 6,082 | 6,627 |
| | - 변동률 | | -0.2 | -8.5 | -8.9 |
| 영업이익 | - 수정 후 | -60 | -916 | -88 | 211 |
| | - 수정 전 | | -919 | 79 | 233 |
| | - 변동률 | | -0.3 | -211.5 | -9.6 |
| 영업이익률(수정 후) | | -0.8 | -17.6 | -1.6 | 3.5 |
| EBITDA | | 604 | -212 | 660 | 993 |
| (지배지분)순이익 | | 54 | 303 | 289 | 479 |
| EPS(수정 후) | | 760 | 4,391 | 4,175 | 6,950 |
| BPS(수정 후) | | 156,459 | 159,808 | 162,946 | 168,795 |
| PER | | 150.0 | 24.5 | 25.7 | 15.5 |
| PBR | | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| EV/EBITDA | | 13.4 | N/A | 10.0 | 6.8 |
| ROE | | 0.5 | 2.7 | 2.5 | 4.1 |

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

삼성SDI SOTP(Sum of the Parts) Valuation에 의한 목표주가 110,000원 제시

(단위: 십억원, 원)

| | EBITDA(17E) | Target Multiple(배) | EV | 비고 |
|----------------------------|-------------|--------------------|----------------|--|
| 영업가치① | | | 1,582 | |
| 1) 2차전지 | 211 | 3.5 | 737 | Peer 평균 대비 40% 할인 (LG화학, Panasonic, BYD 등) |
| 2) 전자재료 | 317 | 2.7 | 845 | Peer 평균 대비 20% 할인 (LG화학, 롯데케미칼 등) |
| 지분가치② | | | 5,171 | 30% 할인 |
| 순부채 ③ | | | -1,151 | 2017년 예상치 기준 |
| 비자매주주 지분가치④ | | | 244 | 2017년 예상치 기준 |
| 지배주주 지분가치 (①+②-③-④) | | | 7,659 | |
| 보통주 시가총액 | | | 7,569 | |
| 보통주 시가총액 비중(%) | | | 98.8% | |
| 발행주식수 (천주) | | | 68,800 | 자사주 포함 |
| 삼성SDI 보통주 목표주가 (원) | | | 110,015 | |

주: 자사주 중 3,300,000 보통주 취득 원료일은 2017년 1월 27일

자료: NH투자증권 리서치센터

삼성SDI 실적 전망

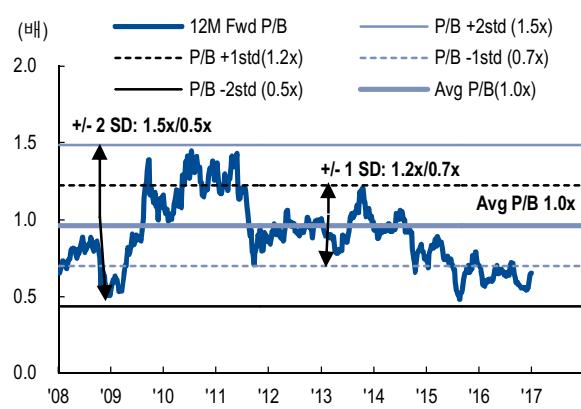
(단위: 십억원, %)

| | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16E | 1Q17F | 2Q17F | 3Q17F | 4Q17F | 2015 | 2016E | 2017F |
|-----------------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 매출액 | 1,291 | 1,317 | 1,290 | 1,309 | 1,317 | 1,415 | 1,416 | 1,417 | 7,569 | 5,207 | 5,565 |
| 1) 에너지솔루션 | 864 | 874 | 850 | 864 | 860 | 948 | 937 | 927 | 3,314 | 3,453 | 3,672 |
| 1. 소형전지(IT) | 650 | 650 | 605 | 562 | 563 | 620 | 598 | 598 | 2,697 | 2,467 | 2,378 |
| 2. 대형전지(EV+ESS) | 214 | 224 | 245 | 303 | 298 | 328 | 339 | 329 | 617 | 986 | 1,294 |
| 2.1 중형전지(EV) | 177 | 185 | 204 | 226 | 249 | 273 | 285 | 277 | 513 | 793 | 1,084 |
| 2.2 대형전지(ESS) | 37 | 39 | 41 | 76 | 49 | 55 | 54 | 52 | 104 | 193 | 209 |
| 3. 기타(PDP 등) | | | | | | | | | | | |
| 2) 소재 사업부 | 426 | 442 | 439 | 445 | 456 | 467 | 479 | 491 | 4,249 | 1,752 | 1,893 |
| 1. 케미칼 | | | | | | | | | 2,607 | | |
| 2. 전자재료 | 426 | 442 | 439 | 445 | 456 | 467 | 479 | 491 | 1,642 | 1,752 | 1,893 |
| 영업이익 | -703.8 | -54.2 | -110.4 | -47.8 | -48.3 | -16.7 | -14.6 | -8.5 | -60 | -916 | -88 |
| 1) 에너지솔루션 | -100.0 | -91.8 | -147.6 | -82.6 | -88.1 | -57.5 | -56.4 | -51.3 | -434 | -422 | -253 |
| 1. 소형전지(IT) | -2.9 | 3.4 | -85.5 | -21.9 | -5.4 | 8.1 | 8.5 | 7.9 | -79 | -107 | 19 |
| 2. 대형전지(EV+ESS) | -97.1 | -95.3 | -62.1 | -60.7 | -82.7 | -65.6 | -64.8 | -59.3 | -355 | -315 | -272 |
| 2.1 중형전지(EV) | -88.1 | -87.1 | -61.8 | -62.1 | -69.0 | -55.9 | -55.0 | -48.9 | -299 | -299.1 | -229 |
| 2.2 대형전지(ESS) | -9.0 | -8.1 | -0.3 | 1.4 | -13.7 | -9.8 | -9.8 | -10.4 | -56 | -16.1 | -44 |
| 3. 기타(PDP 등) | | | | | | | | | | | |
| 2) 소재 사업부 | 50.0 | 37.7 | 37.2 | 34.8 | 39.8 | 40.8 | 41.8 | 42.8 | 365 | 160 | 165 |
| 1. 케미칼 | | | | | | | | | 155 | | |
| 2. 전자재료 | 50.0 | 37.7 | 37.2 | 34.8 | 39.8 | 40.8 | 41.8 | 42.8 | 210 | 160 | 165 |
| 3) 기타 | -653.8 | | | | | | | | | | |
| 영업이익률 | -54.5% | -4.1% | -8.6% | -3.7% | -3.7% | -1.2% | -1.0% | -0.6% | -0.8% | -17.6% | -1.6% |
| 1) 에너지솔루션 | -12% | -11% | -17% | -10% | -10% | -6% | -6% | -6% | -13% | -12% | -7% |
| 1. 소형전지(IT) | 0% | 1% | -14% | -4% | -1% | 1% | 1% | 1% | -3% | -4% | 1% |
| 2. 대형전지(EV+ESS) | -45% | -43% | -25% | -20% | -28% | -20% | -19% | -18% | -58% | -32% | -21% |
| 2.1 중형전지(EV) | -50% | -47% | -30% | -27% | -28% | -20% | -19% | -18% | -58% | -38% | -21% |
| 2.2 대형전지(ESS) | -24% | -21% | -1% | 2% | -28% | -18% | -18% | -20% | -54% | -8% | -21% |
| 3. 기타(PDP 등) | | | | | | | | | | | |
| 2) 소재 사업부 | 12% | 9% | 8% | 8% | 9% | 9% | 9% | 9% | 9% | 9% | 9% |
| 1. 케미칼 | | | | | | | | | 6% | | |
| 2. 전자재료 | 12% | 9% | 8% | 8% | 9% | 9% | 9% | 9% | 13% | 9% | 9% |

주: 2016년 1분기 실적부터 케미칼 사업 부문 제외

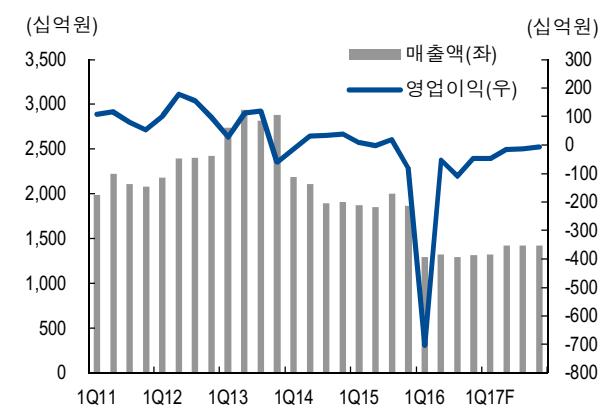
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

삼성SDI PBR Band

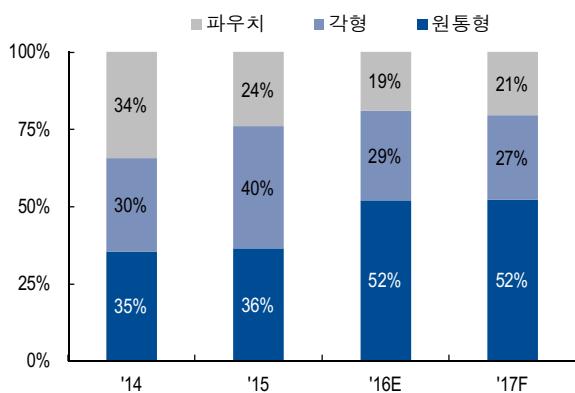


자료: NH투자증권 리서치센터

삼성SDI 분기 실적 추이 및 전망

주: 1) PDP 실적은 2014년 3분기부터 제외, 2) 2016년 1분기부터 케미칼 제외
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

글로벌 전기차 전지 타입별 수요 비중 전망



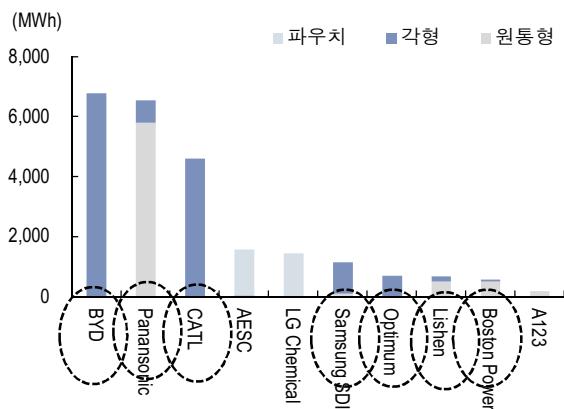
자료: SNE Research, NH투자증권 리서치센터

21700 소형-원통형 전지 채용 예상되는 루시드 모터스



자료: Lucid Motors, NH투자증권 리서치센터

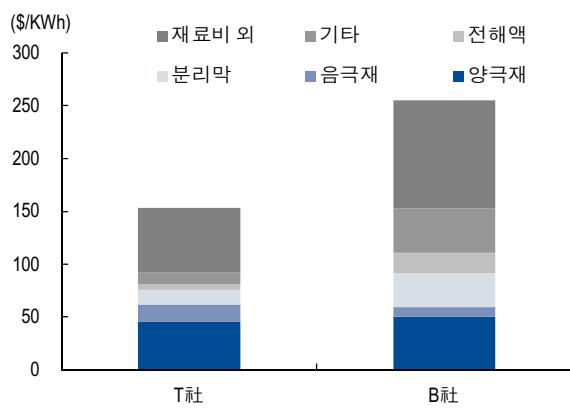
주요 업체별 전기차용 배터리 타입별 출하량



주: 1) 2016년 1월-11월까지 합산 출하, 2) EV+PHEV+HEV 포함

자료: SNE Research, NH투자증권 리서치센터

주요 전기차용 2차전지 원가 비교



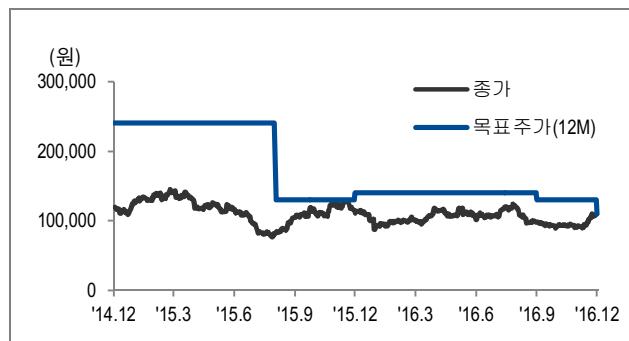
자료: SNE Research, NH투자증권 리서치센터

| STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME | | | | | Valuation / Profitability / Stability | | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2015/12A | 2016/12E | 2017/12F | 2018/12F | | 2015/12A | 2016/12E | 2017/12F | 2018/12F |
| 매출액 | 7,569 | 5,207 | 5,565 | 6,036 | PER(배) | 150.0 | 24.5 | 25.7 | 15.5 |
| 증감률 (%) | 38.3 | -31.2 | 6.9 | 8.5 | PBR(배) | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| 매출원가 | 6,186 | 4,428 | 4,563 | 4,950 | PCR(배) | 22.0 | 6.9 | 14.4 | 9.2 |
| 매출총이익 | 1,383 | 779 | 1,002 | 1,087 | PSR(배) | 1.0 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |
| Gross 마진 (%) | 18.3 | 15.0 | 18.0 | 18.0 | EV/EBITDA(배) | 13.4 | N/A | 10.0 | 6.8 |
| 판매비와 일반관리비 | 1,443 | 1,695 | 1,090 | 876 | EV/EBIT(배) | N/A | N/A | N/A | 31.9 |
| 영업이익 | -60 | -916 | -88 | 211 | EPS(원) | 760 | 4,391 | 4,175 | 6,950 |
| 증감률 (%) | 적전 | 적지 | 적지 | 흑전 | BPS(원) | 156,459 | 159,808 | 162,946 | 168,795 |
| OP 마진 (%) | -0.8 | -17.6 | -1.6 | 3.5 | SPS(원) | 110,076 | 75,726 | 80,926 | 87,784 |
| EBITDA | 604 | -212 | 660 | 993 | 자기자본이익률(ROE, %) | 0.5 | 2.7 | 2.5 | 4.1 |
| 영업외손익 | 99 | 121 | 485 | 449 | 총자산이익률(ROA, %) | 0.2 | 1.8 | 1.8 | 3.0 |
| 금융수익(비용) | -21 | -17 | -32 | -57 | 투하자본이익률 (ROIC, %) | -5.4 | -17.0 | -2.4 | 4.6 |
| 기타영업외손익 | -160 | -98 | -102 | -120 | 배당수익률(%) | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 종속, 관계기업관련손익 | 280 | 236 | 618 | 625 | 배당성향(%) | 127.6 | 21.8 | 23.0 | 13.8 |
| 세전계속사업이익 | 39 | -795 | 397 | 659 | 총현금배당금(십억원) | 70 | 68 | 68 | 68 |
| 법인세비용 | 13 | -3 | 99 | 165 | 보통주 주당배당금(원) | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 |
| 계속사업이익 | 26 | -792 | 298 | 494 | 순부채(현금)/자기자본(%) | -1.2 | -12.6 | -9.8 | -8.5 |
| 당기순이익 | 26 | 298 | 298 | 494 | 총부채/ 자기자본(%) | 44.2 | 41.3 | 39.6 | 37.0 |
| 증감률 (%) | 흑전 | 1,059.2 | -0.1 | 66.1 | 이자발생부채 | 1,750 | 1,493 | 1,444 | 1,200 |
| Net 마진 (%) | 0.3 | 5.7 | 5.3 | 8.2 | 유동비율(%) | 149.1 | 165.0 | 160.5 | 161.0 |
| 지배주주지분 순이익 | 54 | 303 | 289 | 479 | 총발행주식수(백만주) | 70 | 70 | 70 | 70 |
| 비지배주주지분 순이익 | -28 | -6 | 9 | 15 | 액면가(원) | 5,000 | 5,000 | 5,000 | 5,000 |
| 기타포괄이익 | -556 | 0 | 0 | 0 | 주가(원) | 114,000 | 107,500 | 107,500 | 107,500 |
| 총포괄이익 | -530 | 298 | 298 | 494 | 시가총액(십억원) | 7,958 | 7,480 | 7,480 | 7,480 |

| STATEMENT OF FINANCIAL POSITION | | | | | CASH FLOW STATEMENT | | | | |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2015/12A | 2016/12E | 2017/12F | 2018/12F | (십억원) | 2015/12A | 2016/12E | 2017/12F | 2018/12F |
| 현금및현금성자산 | 1,288 | 2,528 | 2,155 | 1,752 | 영업활동 현금흐름 | 881 | 1,700 | 234 | 569 |
| 매출채권 | 922 | 634 | 678 | 735 | 당기순이익 | 26 | 298 | 298 | 494 |
| 유동자산 | 4,774 | 4,927 | 4,718 | 4,532 | + 유형자산상각비 | 663 | 704 | 748 | 783 |
| 유형자산 | 3,229 | 3,472 | 3,667 | 3,822 | + 종속, 관계기업관련손익 | -311 | -236 | -618 | -625 |
| 투자자산 | 6,480 | 6,262 | 6,442 | 6,791 | + 외화환산손실(이익) | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동자산 | 11,451 | 11,303 | 11,635 | 12,101 | Gross Cash Flow | 356 | 1,065 | 512 | 801 |
| 자산총계 | 16,225 | 16,229 | 16,353 | 16,632 | - 운전자본의증가(감소) | 624 | 934 | -193 | -83 |
| 단기성부채 | 1,047 | 908 | 859 | 732 | 투자활동 현금흐름 | 115 | -133 | -490 | -661 |
| 매입채무 | 378 | 367 | 367 | 367 | + 유형자산 감소 | 20 | 0 | 0 | 0 |
| 유동부채 | 3,201 | 2,986 | 2,939 | 2,814 | - 유형자산 증가(CAPEX) | -726 | -900 | -900 | -900 |
| 장기성부채 | 702 | 585 | 585 | 468 | + 투자자산의매각(취득) | 569 | 454 | 438 | 276 |
| 장기충당부채 | 105 | 114 | 109 | 118 | Free Cash Flow | 155 | 800 | -666 | -331 |
| 비유동부채 | 1,771 | 1,760 | 1,701 | 1,679 | Net Cash Flow | 996 | 1,567 | -256 | -91 |
| 부채총계 | 4,972 | 4,746 | 4,640 | 4,493 | 재무활동현금흐름 | -355 | -326 | -117 | -312 |
| 자본금 | 357 | 357 | 357 | 357 | 자기자본 증가 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 자본잉여금 | 5,031 | 5,031 | 5,031 | 5,031 | 부채증감 | -353 | -326 | -117 | -312 |
| 이익잉여금 | 4,853 | 5,089 | 5,310 | 5,721 | 현금의증가 | 660 | 1,240 | -373 | -404 |
| 비지배주주지분 | 241 | 236 | 244 | 259 | 기말현금 및 현금성자산 | 1,288 | 2,528 | 2,155 | 1,752 |
| 자본총계 | 11,253 | 11,483 | 11,713 | 12,139 | 기말 순부채(순현금) | -135 | -1,447 | -1,151 | -1,029 |

투자의견 및 목표주가 변경내역

| 종목명 | 코드 | 제시일자 | 투자의견 | 목표가 |
|--------|-----------|------------|------|----------------|
| 삼성 SDI | 006400.KS | 2016.12.29 | Hold | 110,000원(12개월) |
| | | 2016.09.29 | Buy | 130,000원(12개월) |
| | | 2015.12.29 | Buy | 140,000원(12개월) |
| | | 2015.09.01 | Buy | 130,000원(12개월) |



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2016년 12월 23일 기준)

- 투자의견 분포

| Buy | Hold | Sell |
|-------|-------|------|
| 78.4% | 21.6% | 0.0% |

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 등 자료상에 언급된 기업들의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 등 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 등 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 등 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 등 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 무당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.