

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 투자 의견 모두 하향 조정

4분기 영업손실 478억원 추정

4분기 연결실적은 매출액 1.31조원(+1.5% q-q), 영업적자 -478억원(적지 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(기존 7,660억원 → 7,370억원) 조정함에 따라 목표주가를 13만원 → 11만원으로, 투자 의견을 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
(지배)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	적지	적지	-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
비지배주주 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 완료일은 2017년 1월 27일

자료: NH투자증권 리서치센터

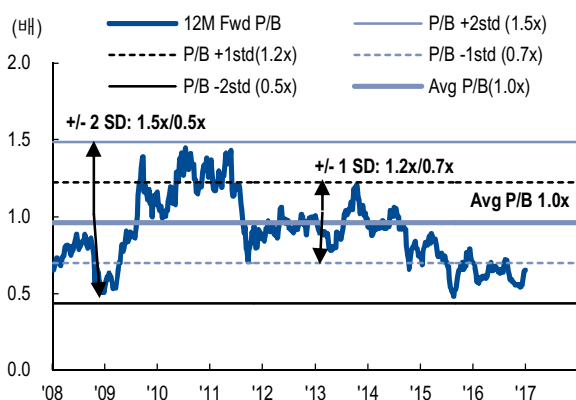
삼성SDI 실적 전망

(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%

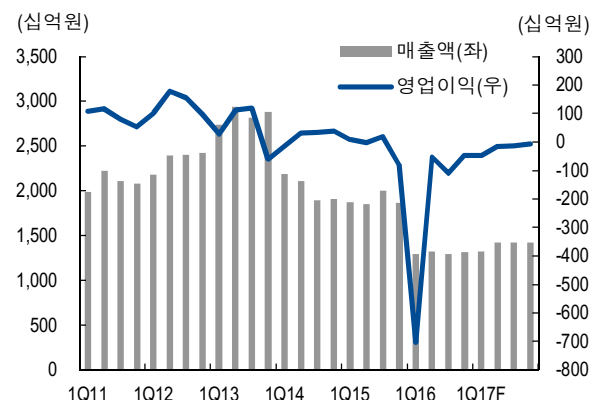
주: 2016년 1분기 실적부터 케미칼 사업 부문 제외
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

삼성SDI PBR Band



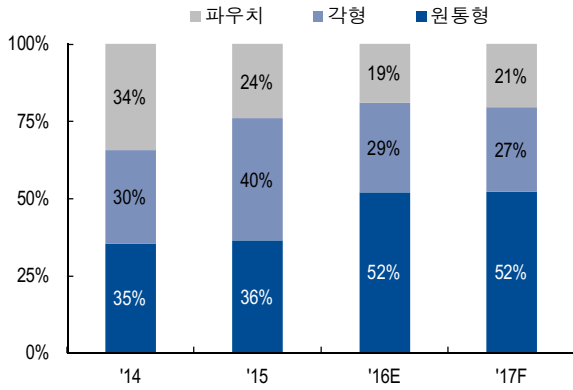
자료: NH투자증권 리서치센터

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



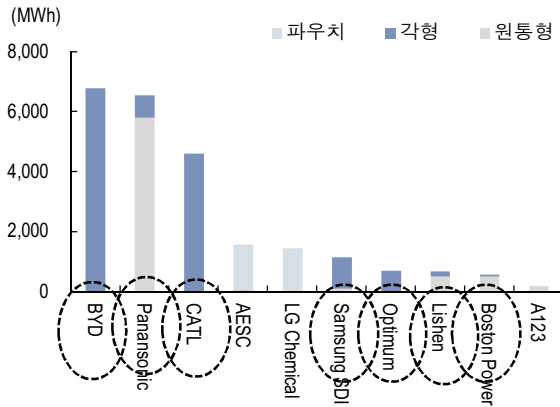
자료: SNE Research, NH투자증권 리서치센터

21700 소형-원통형 전지 채용 예상되는 루시드 모터스



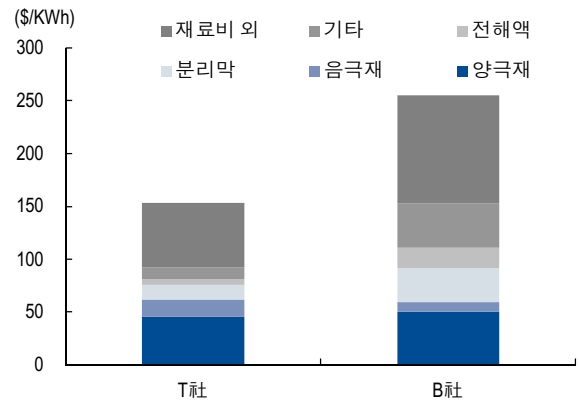
자료: Lucid Motors, NH투자증권 리서치센터

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				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	7,569	5,207	5,565	6,036
증감률 (%)	38.3	-31.2	6.9	8.5
매출원가	6,186	4,428	4,563	4,950
매출총이익	1,383	779	1,002	1,087
Gross 마진 (%)	18.3	15.0	18.0	18.0
판매비와 일반관리비	1,443	1,695	1,090	876
영업이익	-60	-916	-88	211
증감률 (%)	적전	적지	적지	흑전
OP 마진 (%)	-0.8	-17.6	-1.6	3.5
EBITDA	604	-212	660	993
영업외손익	99	121	485	449
금융수익(비용)	-21	-17	-32	-57
기타영업외손익	-160	-98	-102	-120
종속, 관계기업관련손익	280	236	618	625
세전계속사업이익	39	-795	397	659
법인세비용	13	-3	99	165
계속사업이익	26	-792	298	494
당기순이익	26	298	298	494
증감률 (%)	흑전	1,059.2	-0.1	66.1
Net 마진 (%)	0.3	5.7	5.3	8.2
지배주주지분 순이익	54	303	289	479
비지배주주지분 순이익	-28	-6	9	15
기타포괄이익	-556	0	0	0
총포괄이익	-530	298	298	494

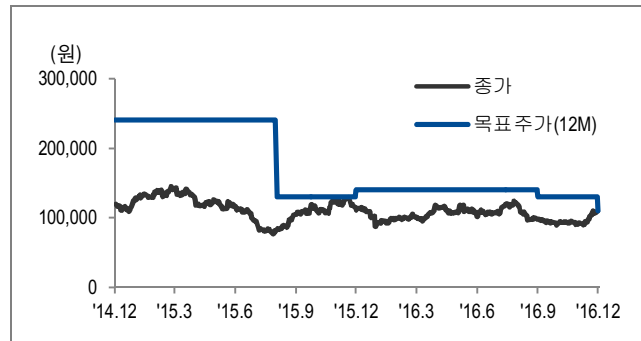
Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(배)	150.0	24.5	25.7	15.5
PBR(배)	0.7	0.7	0.7	0.6
PCR(배)	22.0	6.9	14.4	9.2
PSR(배)	1.0	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	13.4	N/A	10.0	6.8
EV/EBIT(배)	N/A	N/A	N/A	31.9
EPS(원)	760	4,391	4,175	6,950
BPS(원)	156,459	159,808	162,946	168,795
SPS(원)	110,076	75,726	80,926	87,784
자기자본이익률(ROE, %)	0.5	2.7	2.5	4.1
총자산이익률(ROA, %)	0.2	1.8	1.8	3.0
투자자본이익률 (ROIC, %)	-5.4	-17.0	-2.4	4.6
배당수익률(%)	0.9	0.9	0.9	0.9
배당성장(%)	127.6	21.8	23.0	13.8
총현금배당금(십억원)	70	68	68	68
보통주 주당배당금(원)	1,000	1,000	1,000	1,000
순부채(현금)/자기자본(%)	-1.2	-12.6	-9.8	-8.5
총부채/ 자기자본(%)	44.2	41.3	39.6	37.0
이자발생부채	1,750	1,493	1,444	1,200
유동비율(%)	149.1	165.0	160.5	161.0
총발행주식수(백만주)	70	70	70	70
액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(원)	114,000	107,500	107,500	107,500
시가총액(십억원)	7,958	7,480	7,480	7,480

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	1,288	2,528	2,155	1,752
매출채권	922	634	678	735
유동자산	4,774	4,927	4,718	4,532
유형자산	3,229	3,472	3,667	3,822
투자자산	6,480	6,262	6,442	6,791
비유동자산	11,451	11,303	11,635	12,101
자산총계	16,225	16,229	16,353	16,632
단기성부채	1,047	908	859	732
매입채무	378	367	367	367
유동부채	3,201	2,986	2,939	2,814
장기성부채	702	585	585	468
장기충당부채	105	114	109	118
비유동부채	1,771	1,760	1,701	1,679
부채총계	4,972	4,746	4,640	4,493
자본금	357	357	357	357
자본잉여금	5,031	5,031	5,031	5,031
이익잉여금	4,853	5,089	5,310	5,721
비지배주주지분	241	236	244	259
자본총계	11,253	11,483	11,713	12,139

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	881	1,700	234	569
당기순이익	26	298	298	494
+ 유/무형자산상각비	663	704	748	783
+ 종속, 관계기업관련손익	-311	-236	-618	-625
+ 외화환산손실(이익)	7	0	0	0
Gross Cash Flow	356	1,065	512	801
- 운전자본의증가(감소)	624	934	-193	-83
투자활동 현금흐름	115	-133	-490	-661
+ 유형자산 감소	20	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-726	-900	-900	-900
+ 투자자산의매각(취득)	569	454	438	276
Free Cash Flow	155	800	-666	-331
Net Cash Flow	996	1,567	-256	-91
재무활동현금흐름	-355	-326	-117	-312
자기자본 증가	-1	0	0	0
부채증감	-353	-326	-117	-312
현금의증가	660	1,240	-373	-404
기말현금 및 현금성자산	1,288	2,528	2,155	1,752
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 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2016년 12월 23일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
78.4%	21.6%	0.0%

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

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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.

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 지적 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.