

2017/04/28

삼성SDI(006400)

디스플레이 정원석

(2122-9203) wschung@hi-ib.com

깊은 고심 끝에 투자의견 Hold 유지

Hold(Maintain)

■ 1Q17 바닥으로 점진적인 실적 개선세 전망

동사 1Q17 실적은 매출액 1.3조원 (YoY: +1%, QoQ: +0%), 영업이익 -670억 원 (YoY/QoQ: 적자지속)을 기록하며 시장 기대치 (매출액: 1.4조원, 영업이익 -475억원)를 하회하였다. 1분기 실적 부진의 주요 요인은 ① 지난 2월에 발생한 중국 천진 공장 화재로 Polymer 공장 가동이 일시적으로 중단되면서 흑자 전환에 차질을 빚었고, ② ESS 출하 감소와 Lithium, Cobalt 등 Li-ion 전지에 사용되는 원재료 가격 상승이 원가 부담으로 작용하면서 중대형 전지 손실폭이 전분기 대비 확대된 것으로 분석된다. 전자재료 부문 실적은 반도체/디스플레이 소재 수요 증가와 및 편광필름 신규 공장 가동을 상승으로 전분기 대비 약 8% 이익이 개선된 것으로 추정된다.

2Q17 매출액은 1.4조원 (YoY: +9%, QoQ: +10%), 영업이익은 -110억원 (YoY/QoQ: 적자지속)을 기록하며 손실폭이 전분기 대비 다소 축소되었지만 흑자 전환 시기는 당초 예상보다 다소 지연될 것으로 전망된다. 계절적 영향으로 ESS 출하 감소가 예상되어 중대형 전지 부문의 실적 개선이 크지 않을 것으로 추정되기 때문이다. 다만 2분기에는 계절적 IT 수요 증가와 삼성전자 반도체 평택 공장 신규 가동 준비로 동사의 반도체/디스플레이 소재 수요가 증가할 것으로 예상된다. 또한 Galaxy S8 신제품 출시 효과와 화재가 발생했던 중국 천진 Polymer 전지 공장 가동률도 정상화되면서 소형 2차전지 부문 흑자전환 할 것으로 판단된다.

■ 중대형 전지에서의 의미 있는 변화는 시간이 필요하다

지난 1Q17 중대형 전지 실적을 살펴보면 자동차용 전지 매출이 전분기 약 5~6% 가량 증가하였음에도 불구하고 적자폭은 오히려 전분기 대비 약 250억원 가량 확대된 것으로 추정된다. 동사의 경우 ESS용 전지 관련 고정비를 자동차용 전지 부문에서 부담하고 있기 때문에 ESS 부문 매출이 전분기 대비 감소한 것을 고려해야 하나 이를 감안하더라도 늘어난 적자폭이 부담스럽다. 더군다나 동사는 지난 1Q16에 약 4,500억원 규모의 중대형 전지 관련 유무형 부실 자산 손상처리를 하였음에도 불구하고 지난해 상반기 대비 매출은 40% 가량 증가하나 손실폭 개선은 미미할 것으로 전망된다.

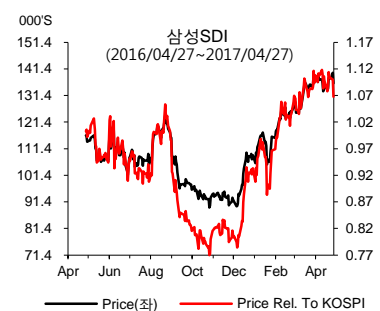
일반적으로 2차전지 산업은 반도체, 디스플레이 등의 IT 제조업과는 달리 소

목표주가(6M)	133,000원
종가(2017/04/27)	136,000원

Stock Indicator

자본금	357십억원
발행주식수	7,038만주
시가총액	9,449십억원
외국인지분율	38.2%
배당금(2016)	1,000원
EPS(2017E)	9,235원
BPS(2017E)	161,997원
ROE(2017E)	5.9%
52주 주가	89,300~140,000원
60일평균거래량	238,579주
60일평균거래대금	31.0십억원

Price Trend



재 변동비 부담이 크기 때문에 매출 증가에 따른 영업 Leverage가 효과가 상대적으로 낮다. 따라서 최근 Lithium, Cobalt 등 Li-ion 전지에 사용되는 원재료 가격 상승이 원가 부담으로 이어졌을 가능성이 높아 보인다. 이를 고려할 때 당사가 이번 실적 Conference call에서 언급한 18년 BEP 달성이 가능할지에 대한 불확실성이 존재한다는 판단이다. 향후 예상을 상회하는 매출 증가 혹은 혁신적인 원가 절감이 나타나지 않는다면 당분간 중대형 전지 부문의 의미있는 변화를 기대하기는 쉽지 않아 보인다.

■ 삼성디스플레이에 초점을 맞춘다면 긍정적

당분간 동사의 주가 흐름은 중대형 전지 사업보다는 삼성디스플레이 지분법 이익에 초점을 맞추어야 할 것으로 판단된다. 지난 1분기 삼성디스플레이는 영업이익 약 1.3조원을 달성하며 15.2%의 지분을 보유한 동사의 지분법 이익으로 약 1,700억원이 반영된 것으로 파악된 것으로 추정된다. 또한 올해 약 6조원 가량의 영업이익이 예상되는 삼성디스플레이의 지분법 이익은 연간 약 7,700억원에 달할 것으로 전망된다. 올해 하반기부터 삼성디스플레이의 Flexible OLED가 iPhone에 채택되기 시작하면서 18년에도 가파른 실적 개선세가 예상된다는 점을 감안할 때 중장기적으로는 동사의 기업 가치도 우상향할 가능성이 높다.

■ 목표주가 133,000원으로 상향 조정하나 Hold 투자의견 유지

동사에 대한 목표주가를 133,000원으로 8% 가량 상향조정하나 추가 상승 여력이 낮아 Hold 투자의견을 유지한다. 목표주가 133,000원은 17년 동사의 영업가치 약 2.3조원, 투자유가증권 가치 약 1.1조원, 삼성디스플레이 가치 약 5.1조원을 합산하여 산출하였으며 이는 17년 예상 실적 기준 0.82배 (최근 5년간 P/B 평균)에 해당하는 수준이다.

이번 투자의견 판단에 대한 고민이 깊었다. 동사의 실적이 3Q17부터 영업이익 흑자전환이 예상되며 18년까지 길게 본다면 큰 폭의 이익 증가가 예상되는 삼성디스플레이의 지분법 가치를 무시할 순 없기 때문이다. 18년 실적을 반영하여 동사의 영업가치 약 3.3조원, 투자유가증권 가치 약 1.1조원, 삼성디스플레이 가치 약 6.0조원을 합산한 기업가치를 고려할 경우 주가는 160,000원까지 약 18% 가량 상승할 여력이 확보될 수 있다.

따라서 장기적으로 접근하는 투자자들의 경우 주가 조정시 비중을 확대하는 전략은 유효하다. 그러나 동사의 주력 사업인 중대형 전지 부문의 의미 있는 변화를 기대하기 쉽지 않아 당분간 본연의 사업을 통한 이익 창출이 제한적이며, 현 주가는 이미 17년 예상 실적을 반영하고 있기 때문에 단기적으로는 주가 상승 여력이 제한적이라는 판단이다.

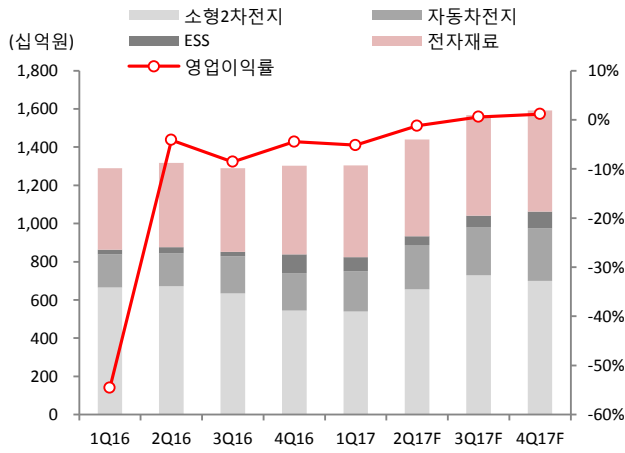
<표 1> 삼성 SDI 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	1,291	1,317	1,290	1,303	1,305	1,440	1,567	1,592	5,201	5,904	6,650
전지 사업부	863	876	851	838	823	934	1,041	1,062	3,428	3,861	4,296
소형2차전지	666	671	634	544	540	655	729	700	2,515	2,624	2,734
자동차전지	172	173	195	196	210	233	250	276	736	969	1,235
ESS	25	31	22	98	73	46	62	86	177	268	327
전자재료 사업부	426	442	439	465	481	506	526	529	1,771	2,042	2,184
YoY	-31%	-29%	-35%	-273%	1%	9%	22%	22%	5%	14%	13%
QoQ	-271%	2%	-2%	1%	0%	10%	9%	2%	-	-	-
영업이익	-704	-54	-110	-58	-67	-18	9	19	-926	-57	118
전지 사업부	-113	-102	-151	-102	-115	-70	-44	-34	-468	-262	-21
소형2차전지	-11	4	-84	-43	-24	10	25	15	-135	26	128
자동차전지	-87	-94	-58	-60	-85	-70	-65	-50	-298	-270	-153
ESS	-15	-12	-9	1	-5	-10	-4	1	-36	-18	3
전자재료 사업부	50	39	41	44	48	52	53	52	174	205	216
YoY	적자전환	적자지속	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	흑자전환	적자지속	적자지속	적자지속
QoQ	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	100%	-	-	-
영업이익률	-55%	-4%	-9%	-4%	-5%	-1%	1%	1%	-18%	-1%	2%
전지 사업부	-13%	-12%	-18%	-12%	-14%	-8%	-4%	-3%	-14%	-7%	0%
소형2차전지	-2%	1%	-13%	-8%	-4%	2%	3%	2%	-5%	1%	5%
자동차전지	-51%	-54%	-30%	-30%	-41%	-30%	-26%	-18%	-41%	-28%	-12%
ESS	-60%	-39%	-41%	1%	-7%	-21%	-7%	1%	-20%	-7%	1%
전자재료 사업부	12%	9%	9%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
지분법 관련 손익	-35	19	118	144	139	182	232	220	245	773	833
당기순이익	-717	956	-35	8	81	161	191	193	211	625	798
당기순이익률	-56%	73%	-3%	1%	6%	11%	12%	12%	4%	11%	12%
YoY	적자전환	흑자전환	적자전환	흑자전환	흑자전환	-83%	흑자전환	2401%	722%	196%	28%
QoQ	적자지속	흑자전환	적자전환	흑자전환	950%	99%	19%	1%	-	-	-

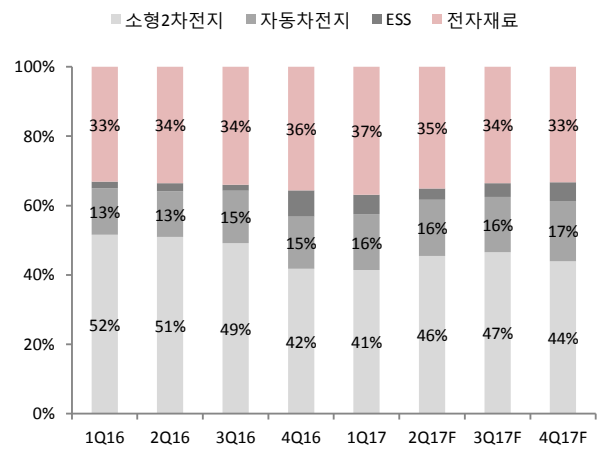
자료: 삼성SDI, 하이투자증권

<그림1> 삼성SDI 분기별 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



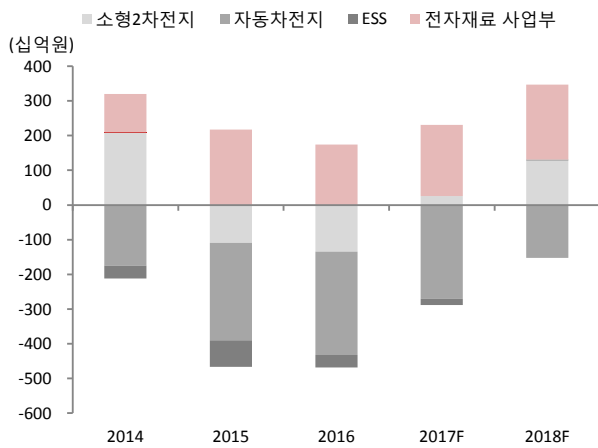
자료: 삼성SDI, 하이투자증권

<그림2> 삼성SDI 사업부문별 매출액 비중 추이 및 전망



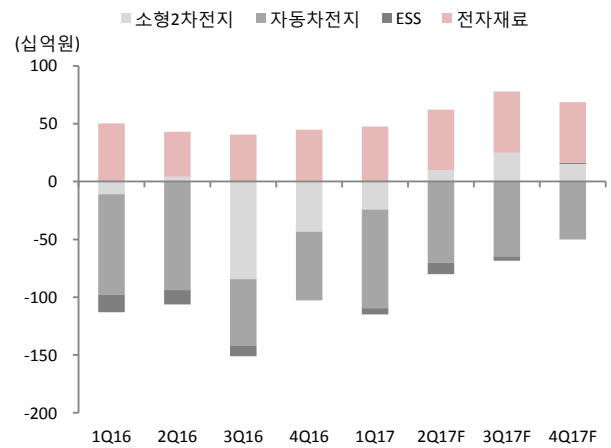
자료: 삼성SDI, 하이투자증권

<그림3> 삼성SDI 사업부문 연간 영업이익 추이 및 전망



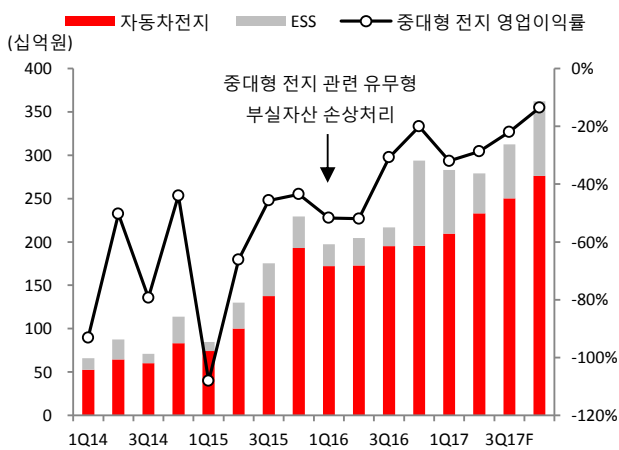
자료: 삼성SDI, 하이투자증권

<그림4> 삼성SDI 사업부문별 분기별 영업이익 추이 및 전망



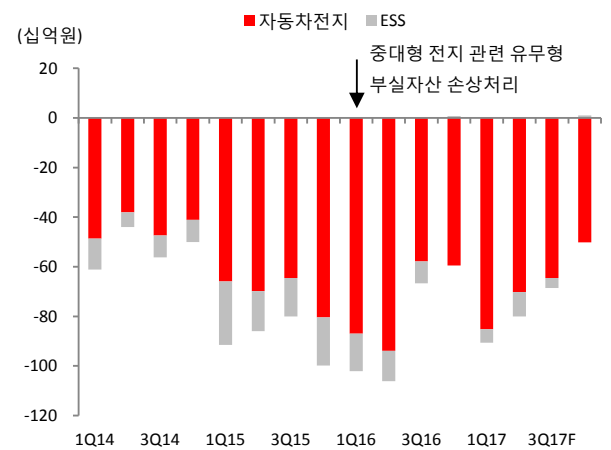
자료: 삼성SDI, 하이투자증권

<그림5> 삼성SDI 중대형 전지 부문 분기별 실적 추이 및 전망



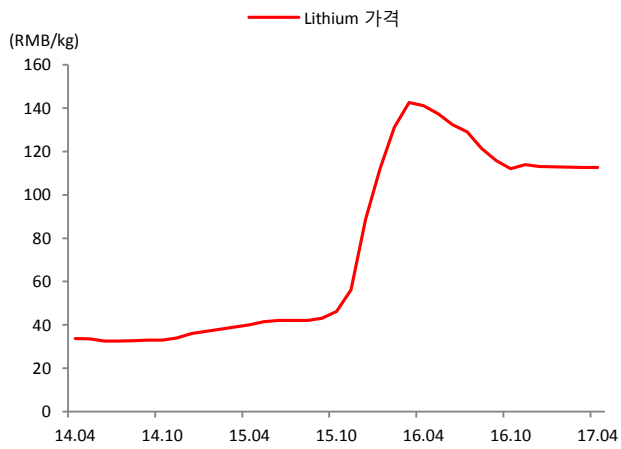
자료: 하이투자증권

<그림6> 삼성SDI 중대형 전지 부문 영업이익 추이 및 전망



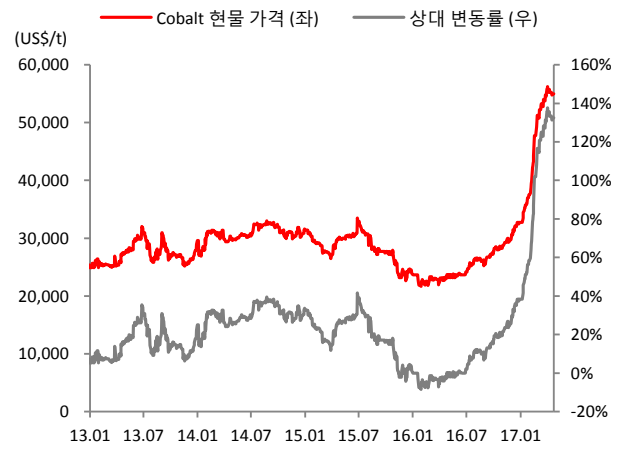
자료: 하이투자증권

<그림7> Lithium 가격 월별 추이



자료: 업계, 하이투자증권

<그림8> Cobalt 가격 추이 및 상대 변동률



자료: Bloomberg, 하이투자증권
 주: 상대 변동률은 2016년 1월 1일 기준

<표 2> SOPT 방식을 활용한 삼성 SDI 목표주가 가정

SOTP(Sum Of the Parts) Valuation					
	구분	17년 예상 EBITDA	EV/EBITDA Target multiple	가치	비고
영업가치 (십억원)	삼성SDI	341	6.6 x	2,251	2014~2016년 예상 EBITDA 평균
	합계	341		2,251	(A)
	구분	금액	할인율	가치	비고
투자유가증권 (십억원)	상장주식	1,216	30%	851	전일 종가 기준
	삼성물산	495			
	에스원	409			
	삼성엔지니어링	285			
	삼성중공업	18			
	아이마켓코리아	7			
	호텔신라	1			
	비상장주식	474	50%	237	4Q16 장부가 기준
	합계	1,690		1,088	(B)
	구분	17년 예상 순이익	할인율	가치	비고
지분법주식(십억원)	삼성디스플레이	4,758	30%	5,063	SDC 17년 예상 순이익 x P/E 10배 x 15.2%
순차입금(십억원)		-753		-753	2017년 예상 순차입금 (D)
기업가치(십억원)				9,154	(E)=(A)+(B)+(C)-(D)
주식수(천주)				68,765	우선주 제외
주당 기업가치(원)				133,118	(F)=(E)/주식수
목표주가(원)				133,000	17년 예상 실적 기준 P/B 0.82배

자료: 삼성SDI, 하이투자증권

<표 3> SOPT 방식을 활용한 삼성 SDI 18년 예상 기준 목표주가 가정

SOTP(Sum Of the Parts) Valuation					
	구분	18년 예상 EBITDA	EV/EBITDA Target multiple	가치	비고
영업가치	삼성SDI	505	6.6 x	3,331	2014~2016년 예상 EBITDA 평균
(십억원)	합계	505		3,331	(A)
	구분	금액	할인율	가치	비고
투자유가증권	상장주식	1,216	30%	851	전일 종가 기준
(십억원)	삼성물산	495			
	에스원	409			
	삼성엔지니어링	285			
	삼성중공업	18			
	아이마켓코리아	7			
	호텔신라	1			
	비상장주식	474	50%	237	4Q16 장부가 기준
	합계	1,690		1,088	(B)
	구분	18년 예상 순이익	할인율	가치	비고
지분법주식(십억원)	삼성디스플레이	5,650	30%	6,012	SDC 18년 예상 순이익 x P/E 10배 x 15.2%
순차입금(십억원)		-483		-483	2018년 예상 순차입금 (D)
기업가치(십억원)				10,914	(E)=(A)+(B)+(C)-(D)
주식수(천주)				68,765	우선주 제외
주당 기업가치(원)				158,716	(F)=(E)/주식수
목표주가(원)				160,000	18년 예상 실적 기준 P/B 0.9배

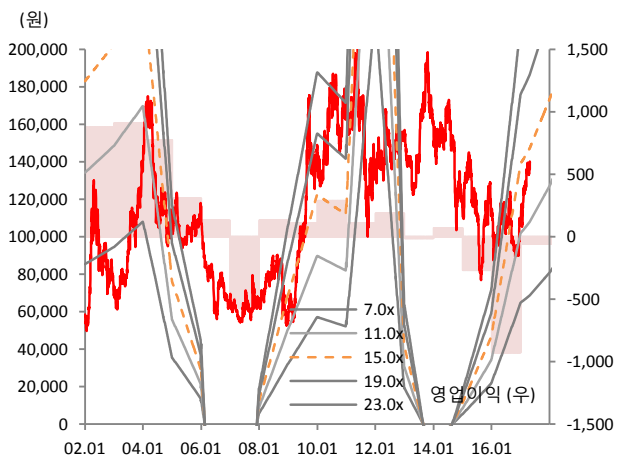
자료: 삼성SDI, 하이투자증권

<표 4> 삼성 SDI Valuation table

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	비고
EPS (원)	7,548	6,785	31,192	2,768	-1,426	765	3,117	9,235	
BPS (원)	128,267	129,687	156,291	156,394	164,621	156,459	152,341	161,997	
고점 P/B (배)	1.5	1.5	1.1	1.3	1.1	0.9	0.8	0.9	최근 5년간 평균: 1.00
평균 P/B (배)	1.2	1.2	0.9	1.0	0.9	0.7	0.7	0.8	최근 5년간 평균: 0.83
저점 P/B (배)	1.0	0.8	0.8	0.8	0.6	0.5	0.6	0.7	최근 5년간 평균: 0.66
고점 P/E (배)	22.9	27.0	5.3	71.7	-72.6	189.5	39.8	15.2	
저점 P/E (배)	15.6	13.4	4.1	44.3	-121.3	100.4	28.0	11.4	
평균 P/E (배)	19.3	20.9	4.7	55.6	-102.7	150.8	33.2	13.7	
ROE	6.5%	5.3%	21.8%	1.8%	-0.9%	0.5%	2.0%	5.9%	
Target P/B (배)								0.83	최근 5년간 평균 P/B 배수 평균
적용 BPS (원) = 17년								161,997	
적정주가 (원)								134,458	
전일 종가 (원)								136,000	
상승 여력								-1%	

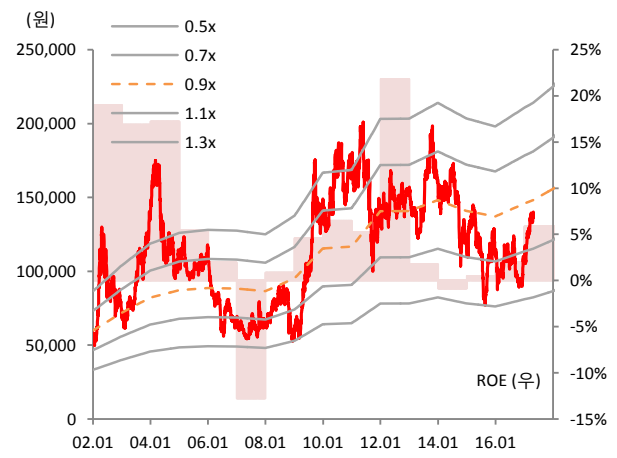
자료: 삼성SDI, 하이투자증권

<그림9> 삼성SDI 12개월 Forward P/E Chart



자료: 삼성SDI, 하이투자증권

<그림10> 삼성SDI 12개월 Forward P/B Chart



자료: 삼성SDI, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,958	3,682	3,589	3,710
현금 및 현금성자산	1,012	835	522	699
단기금융자산	934	887	931	885
매출채권	930	1,087	1,206	1,279
재고자산	729	774	902	840
비유동자산	10,942	11,759	12,739	13,633
유형자산	2,504	2,700	2,781	2,857
무형자산	942	927	929	940
자산총계	14,900	15,441	16,328	17,343
유동부채	2,213	2,168	2,192	2,302
매입채무	1,477	1,611	1,611	1,702
단기차입금	184	184	184	184
유동성장기부채	200	200	200	200
비유동부채	1,723	1,654	1,689	1,672
사채	299	299	299	299
장기차입금	287	287	287	287
부채총계	3,936	3,822	3,881	3,974
지배주주지분	10,722	11,402	12,261	13,218
자본금	357	357	357	357
자본잉여금	5,031	5,031	5,031	5,031
이익잉여금	4,995	5,577	6,339	7,199
기타자본항목	-252	-252	-252	-252
비지배주주지분	242	217	186	151
자본총계	10,964	11,619	12,447	13,369

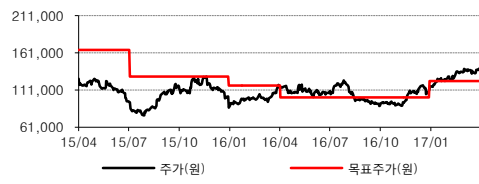
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,201	5,904	6,650	6,997
증가율(%)	5.0	13.5	12.6	5.2
매출원가	4,450	4,970	5,524	5,807
매출총이익	751	933	1,126	1,189
판매비와관리비	1,622	927	864	833
연구개발비	55	63	68	73
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-926	-57	195	284
증가율(%)	246.3	-93.8	-440.4	45.6
영업이익률(%)	-17.8	-1.0	2.9	4.1
이자수익	33	23	20	23
이자비용	35	27	31	29
지분법이익(손실)	245	773	833	851
기타영업외손익	-127	62	21	42
세전계속사업이익	-821	792	1,064	1,191
법인세비용	58	166	266	298
세전계속이익률(%)	-15.8	13.4	16.0	17.0
당기순이익	211	625	798	893
순이익률(%)	4.1	10.6	12.0	12.8
지배주주귀속 순이익	219	650	829	928
기타포괄이익	-222	97	97	97
총포괄이익	-11	723	895	990
지배주주귀속총포괄이익	-11	751	930	1,029

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	-1,310	-67	-89	227
당기순이익	211	625	798	893
유형자산감가상각비	360	304	319	324
무형자산상각비	95	95	68	49
지분법관련손실(이익)	245	773	833	851
투자활동 현금흐름	1,854	733	1,271	816
유형자산의 처분(취득)	-753	-500	-400	-400
무형자산의 처분(취득)	-9	-80	-70	-60
금융상품의 증감	337	-223	-269	131
재무활동 현금흐름	-819	-32	-32	-32
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	19	-	-	-
자본의증감	-47	-69	35	-17
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-276	-176	-314	177
기초현금및현금성자산	1,288	1,012	835	522
기말현금및현금성자산	1,012	835	522	699

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	3,117	9,235	11,784	13,186
BPS	152,341	161,997	174,201	187,807
CFPS	9,582	14,894	17,285	18,484
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuation(배)				
PER	35.0	14.7	11.5	10.3
PBR	0.7	0.8	0.8	0.7
PCR	11.4	9.1	7.9	7.4
EV/EBITDA	-	25.5	15.4	13.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	2.0	5.9	7.0	7.3
EBITDA 이익률	-9.1	5.8	8.8	9.4
부채비율	35.9	32.9	31.2	29.7
순부채비율	-8.9	-6.5	-3.9	-4.6
매출채권회전율(x)	5.0	5.9	5.8	5.6
재고자산회전율(x)	7.0	7.9	7.9	8.0

자료 : 삼성 SDI 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가와 차이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 차이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-04-28	Hold	133,000
2017-01-25	Hold	123,000
2016-04-29	Hold	101,000
2016-01-26	Buy	117,000
2015-07-30	Buy	129,000
2015-04-28	Buy	155,000

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 정원석\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2014년 5월 12일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	87.3 %	12.7 %	-