



BUY(Maintain)

목표주가: 140,000원(하향)

주가(1/25): 102,500원

시가총액: 71,564억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jiswan@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/25)	최고가	최저가
52 주 주가동향		1,893.43pt
최고/최저가 대비	145,000원	76,800원
등락률	-29.3%	33.5%
수익률	절대	상대
1W	-10.5%	-5.9%
1M	6.8%	15.4%
1Y	-18.0%	-16.2%

Company Data

발행주식수	70,382천주
일평균 거래량(3M)	426천주
외국인 지분율	28.5%
배당수익률(15E)	0.9%
BPS(15E)	158,061원
주요 주주	삼성전자 19.6%

투자지표

(억원, IFRS)	2013	2014	2015E	2016E
매출액	34,285	54,742	75,693	53,185
영업이익	-113	708	-598	-1,106
EBITDA	4,193	6,035	5,952	5,593
세전이익	5,132	1,994	391	15,874
순이익	1,479	-803	257	12,934
자체주주지분순이익	1,306	-838	538	12,849
EPS(원)	2,768	-1,426	765	18,256
증감률(%YoY)	-91.1	N/A	N/A	2,286.3
PER(배)	58.5	-81.4	149.0	6.2
PBR(배)	1.0	0.	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	21.3	13.0	7.9	13.5
영업이익률(%)	-0.3	1.3	-0.8	-2.1
ROE(%)	2.0	-0.8	0.2	10.8
순부채비율(%)	5.6	0.9	8.0	-3.5

Price Trend



실적 Review

삼성SDI (006400)

전지 수익성 개선 시급



예상치 못한 대규모 영업적자였고, 전지 부분의 일회성 비용 영향이 커다. 그럼에도 불구하고 소형 전지의 수익성이 취약한 것과 자동차 전지의 손익 구조가 악화된 점은 실망스럽다. 케미칼 사업 중단 영향까지 감안하면 실적에 대한 눈높이를 상당히 낮춰야 할 것이다. 하지만 전기전자 업종 내 지속적인 성장을 기대할 수 있는 분야는 전기차가 거의 유일하기 때문에 중장기 투자 매력은 유효할 것이다.

>>> 일회성 비용 제외하고도 전지 수익성 취약

4분기 영업이익은 -808억원으로 예상치 못했던 대규모 적자였다. 전지 부분의 대규모 일회성 비용이 있었고, 재고 폐기와 품질 보상 비용 등으로 600억 원을 반영했다. 이를 제외하고도 소형 전지의 수익성이 예상보다 더욱 취약했고, 자동차 전지의 매출이 대폭 증가했음에도 불구하고 적자폭이 확대된 것은 부정적으로 평가할 수밖에 없다. 케미칼 사업 중단 영향까지 감안하면 상반기에는 상당한 영업적자가 불가피할 것이다. 실적 전망 하향과 함께 목표주가를 140,000원으로 하향한다.

다만, 중국 상용차 중심의 전기차 성장 스토리가 유효한 만큼, 중장기 투자 매력은 훼손되지 않을 것이다.

소형 전지는 주고객 전략 스마트폰 효과 희석, 재고조정 강화에 따라 각형과 폴리머 전지의 출하량 감소폭이 커다. 원형 전지만 중국 전기차 수요에 따라 견조한 성과를 이어갔다. 중대형 전지는 신규 라인의 본격 가동과 더불어 중국 고객 중심으로 매출이 대폭 증가했지만, 인력 충원에 따른 간접비용 증가로 수익성은 개선되지 못했다. 전자재료의 경우 반도체 핵심 소재는 양호한 실적을 이어간 반면에, 편광필름을 포함한 디스플레이 부품은 수요 약세 및 판가 하락 영향이 커다. 사업부 분할이 확정된 케미칼은 ABS의 스프레드가 축소되면서 이익 기여가 감소했다.

>>> 상반기 대규모 영업적자 불가피

1분기에는 520억원의 영업손실이 예상된다. 소형 전지는 갤럭시 S7 효과에 따른 폴리머 전지 출하 증가, 전기차 등 Non-IT 수요에 기반한 원형 전지 호조 지속, 유형자산 손상 처리로 인한 감가상각비 부담 축소에 힘입어 손익분기점에 근접할 것이다. 반면에 중대형 전지는 매출과 손익 구조가 전분기 수준에 머물 것이고, 본격적인 손익 개선은 2분기부터 기대할 수 있을 것이다. 전자재료는 반도체 소재의 견조한 흐름 속에 디스플레이 소재의 판가 하락 영향으로 수익성이 좀 더 하락할 것이다.

삼성SDI 4분기 실적 요약

(단위: 억원)

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
매출액	19,101	18,659	18,439	19,977	18,618	-6.8%	-2.5%	19,380	-3.9%
소형전지	7,432	7,220	6,521	7,100	6,131	-13.6%	-17.5%	6,131	0.0%
중대형전지	1,160	887	1,279	1,768	2,353	33.1%	102.8%	2,429	-3.1%
전자재료	4,048	4,038	3,959	4,333	4,091	-5.6%	1.1%	4,220	-3.1%
케미칼	6,450	6,664	6,673	6,770	6,038	-10.8%	-6.4%	6,220	-2.9%
영업이익	372	68	-37	179	-808	적전	적전	84	적전
영업이익률	1.9%	0.4%	-0.2%	0.9%	-4.3%	-5.2%p	-6.3%p	0.4%	4.8%p
세전이익	-386	807	-4,007	6,759	-3,169	적전	적지	951	적전
세전이익률	-2.0%	4.3%	-21.7%	33.8%	-17.0%	-50.9%p	-15.0%p	4.9%	21.9%p
순이익	-1,290	597	-3,034	4,992	-2,015	적전	적지	950	적전

자료: 삼성SDI, 키움증권

삼성SDI 분기별 실적 전망 (단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15P	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	YoY	2015E	YoY	2016E	YoY
매출액	18,659	18,439	19,977	18,618	12,927	13,075	13,714	13,469	75,816	-2.6%	75,693	-0.2%	53,185	-29.7%
소형전지	7,220	6,521	7,100	6,131	6,655	6,559	6,665	6,145	29,791	-6.9%	26,972	-9.5%	26,024	-3.5%
중대형전지	887	1,279	1,768	2,353	2,163	2,378	2,644	3,063	3,452	98.4%	6,287	82.1%	10,248	63.0%
전자재료	4,038	3,959	4,333	4,091	4,109	4,137	4,405	4,262	15,287	-5.4%	16,421	7.4%	16,913	3.0%
케미칼	6,664	6,673	6,770	6,038					27,274	-2.4%	26,145	-4.1%		
영업이익	68	-37	179	-808	-520	-357	-123	-107	1,215	-44.7%	-598	적전	-1,106	적지
소형전지	55	-197	-182	-762	-57	-48	54	22	2,060	-16.5%	-1,087	적전	-28	적지
중대형전지	-933	-886	-819	-967	-939	-800	-717	-617	-2,123	적지	-3,605	적지	-3,074	적지
전자재료	662	582	644	511	477	491	540	488	1,043	-32.6%	2,399	130.0%	1,996	-16.8%
케미칼	285	465	536	411					235	-42.1%	1,696	621.8%		
영업이익률	0.4%	-0.2%	0.9%	-4.3%	-4.0%	-2.7%	-0.9%	-0.8%	1.6%	-1.2%p	-0.8%	-2.4%p	-2.1%	-1.3%p
소형전지	0.8%	-3.0%	-2.6%	-12.4%	-0.9%	-0.7%	0.8%	0.4%	6.9%	-0.8%p	-4.0%	-10.9%p	-0.1%	3.9%p
중대형전지	-105.2%	-69.3%	-46.3%	-41.1%	-43.4%	-33.6%	-27.1%	-20.2%	-61.5%	66.4%p	-57.3%	4.2%p	-30.0%	27.3%p
전자재료	16.4%	14.7%	14.9%	12.5%	11.6%	11.9%	12.2%	11.5%	6.8%	-2.8%p	14.6%	7.8%p	11.8%	-2.8%p
케미칼	4.3%	7.0%	7.9%	6.8%					0.9%	-0.6%p	6.5%	5.6%		

자료: 삼성SDI, 키움증권

주: 1Q16부터 케미칼 사업부 중단사업 처리

삼성SDI 목표주가 산출 내역 (단위: 억원, 원, 배)

Sum-of-the-Parts	6 개월 Forward	A=BxC	비고
영업가치	29,973	Target EV/EBITDA	
전지	8,799	4.0	Peer 그룹 평균 대비 20% 할인
전자재료	21,174	5.0	Peer 그룹 평균 (LG 화학, JSR, UDC, Sumitomo, Idemitsu Kosan, Dow Chemical 등)
매도가능금융자산	58,688	D	
순차입금	-8,320	G	
적정주주가치	96,981	H=A+D-G	
수정발행주식수	70,238	I	자사주 차감, 우선주 포함
목표주가	138,074	J=H/I	

자료: 키움증권

삼성SDI 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	1Q16E	2015P	2016E	1Q16E	2015P	2016E	1Q16E	2015P	2016E
매출액	13,043	76,456	53,080	12,927	75,693	53,185	-0.9%	-1.0%	0.2%
영업이익	-205	294	-333	-520	-598	-1,106	적지	적전	적지
세전이익	640	4,511	16,646	324	391	15,874	-49.4%	-91.3%	-4.6%
순이익	680	3,504	13,425	444	538	12,849	-34.6%	-84.6%	-4.3%
EPS(원)		4,978	19,074		765	18,256		-84.6%	-4.3%
영업이익률	-1.6%	0.4%	-0.6%	-4.0%	-0.8%	-2.1%	-2.4%p	-1.2%p	-1.5%p
세전이익률	4.9%	5.9%	31.4%	2.5%	0.5%	29.8%	-2.4%p	-5.4%p	-1.5%p
순이익률	5.2%	4.6%	25.3%	3.4%	0.7%	24.2%	-1.8%p	-3.9%p	-1.1%p

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	34,285	54,742	75,693	53,185	58,365
매출원가	28,120	45,455	62,764	45,492	49,457
매출총이익	6,164	9,287	12,929	7,693	8,909
판매비 및 일반관리비	6,278	8,579	13,528	8,799	9,364
영업이익(보고)	-113	708	-598	-1,106	-455
영업이익(핵심)	-113	708	-598	-1,106	-455
영업외손익	5,245	1,286	989	16,980	4,184
이자수익	158	249	399	287	286
배당금수익	139	114	194	128	128
외환이익	153	506	695	123	0
이자비용	314	408	536	550	550
외환손실	54	314	720	123	0
관계기업지분법손익	4,060	1,903	3,882	4,115	4,321
투자및기타자산처분손익	1,094	1,263	6,318	13,000	0
금융상품평가및기타금융이익	2,872	2,310	12	0	0
기타	-2,862	-4,337	-9,255	0	0
법인세차감전이익	5,132	1,994	391	15,874	3,729
법인세비용	1,055	472	134	2,940	691
유효법인세율 (%)	20.6%	23.7%	34.2%	18.5%	18.5%
당기순이익	1,479	-803	257	12,934	3,038
지배주주지분순이익(억원)	1,306	-838	538	12,849	3,019
EBITDA	4,193	6,035	5,952	5,593	5,319
현금순이익(Cash Earnings)	5,785	4,524	6,807	19,633	8,813
수정당기순이익	-1,672	-3,529	-3,906	2,342	3,038
증감율(% YoY)					
매출액	-40.6	59.7	38.3	-29.7	9.7
영업이익(보고)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
영업이익(핵심)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EBITDA	-34.6	43.9	-1.4	-6.0	-4.9
지배주주지분 당기순이익	-91.1	N/A	N/A	2,286.3	-76.5
EPS	-91.1	N/A	N/A	2,286.3	-76.5
수정순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	29.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	3,084	3,106	-8,770	4,343	3,841
당기순이익	1,479	-803	257	12,934	3,038
감가상각비	3,916	4,442	5,240	5,622	4,951
무형자산상각비	390	885	1,311	1,077	824
외환손익	41	-30	25	0	0
자산처분손익	579	267	-6,318	-13,000	0
지분법손익	-4,060	-1,903	-3,882	-4,115	-4,321
영업활동자산부채 증감	-1,233	101	192	2,049	-522
기타	1,973	146	-5,595	-225	-128
투자활동현금흐름	-5,042	-3,276	4,756	12,816	-9,879
투자자산의 처분	-44	5	7,427	22,155	72
유형자산의 처분	687	421	0	0	0
유형자산의 취득	-6,671	-4,763	-9,000	-9,450	-9,923
무형자산의 처분	-12	-28	0	0	0
기타	998	1,088	6,329	111	-28
재무활동현금흐름	-257	-838	2,601	-2,668	833
단기차입금의 증가	-3,145	-1,622	2,693	0	0
장기차입금의 증가	3,901	-2,000	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-929	-830	-703	-703	-844
기타	-84	3,613	611	-1,965	1,677
현금및현금성자산의순증가	-2,163	-1,026	-1,414	14,490	-5,205
기초현금및현금성자산	9,465	7,302	6,275	4,862	19,352
기말현금및현금성자산	7,302	6,275	4,862	19,352	14,147
Gross Cash Flow	4,318	3,005	-8,963	2,293	4,363
Op Free Cash Flow	-3,701	1,178	-2,651	-1,603	-5,041

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	20,632	35,356	29,196	36,956	32,703
현금및현금성자산	7,302	6,275	4,862	19,352	14,147
유동금융자산	308	10,380	6,107	4,418	4,086
매출채권및유동채권	7,723	10,937	10,660	7,712	8,463
재고자산	5,258	7,686	7,491	5,419	5,947
기타유동비금융자산	42	78	76	55	61
비유동자산	84,925	124,330	128,699	127,634	136,644
장기매출채권및기타비유동채권	1,300	1,792	1,746	1,263	1,386
투자자산	63,586	76,090	76,138	72,915	77,625
유형자산	17,880	33,249	37,629	41,458	46,429
무형자산	1,671	12,789	12,786	11,709	10,885
기타비유동자산	488	410	400	289	318
자산총계	105,557	159,685	157,895	164,590	169,347
유동부채	15,270	22,543	24,575	21,927	22,806
매입채무및기타유동채무	10,276	12,189	11,881	8,595	9,432
단기차입금	4,152	4,982	7,675	7,675	7,675
유동성장기차입금	0	4,771	4,434	5,234	5,234
기타유동부채	841	601	585	423	465
비유동부채	14,863	18,874	19,470	15,878	17,562
장기매입채무및비유동채무	44	99	96	70	77
사채및장기차입금	7,690	8,025	8,013	6,413	6,413
기타비유동부채	7,129	10,750	11,361	9,396	11,073
부채총계	30,133	41,416	44,044	37,805	40,368
자본금	2,407	3,567	3,567	3,567	3,567
주식발행초과금	11,958	48,386	48,386	48,386	48,386
이익잉여금	50,360	48,623	48,457	61,306	63,499
기타자본	9,056	15,288	10,837	10,837	10,837
지배주주지분자본총계	73,781	115,864	111,247	124,096	126,289
비지배주주지분자본총계	1,643	2,405	2,604	2,689	2,691
자본총계	75,424	118,269	113,851	126,785	128,979
순차입금	4,232	1,123	9,153	-4,448	1,089
총차입금	11,842	17,778	20,121	19,321	19,321

투자지표

(단위: 원, 배, %)

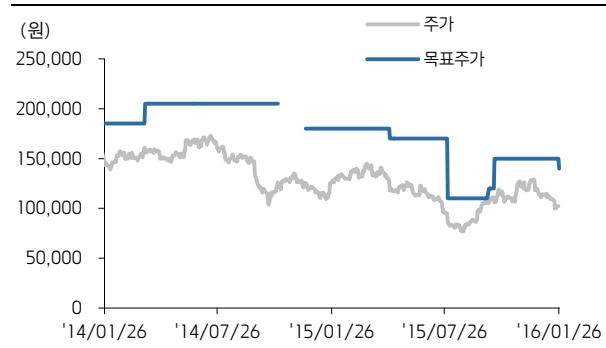
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	2,768	-1,426	765	18,256	4,289
BPS	156,394	164,621	158,061	176,317	179,432
주당EBITDA	8,887	10,262	8,457	7,946	7,557
CFPS	12,262	7,692	9,672	27,895	12,521
DPS	1,500	1,000	1,000	1,200	1,500
주가배수(배)					
PER	58.5	-81.4	149.0	6.2	26.6
PBR	1.0	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	21.3	13.0	7.9	13.5	15.3
PCF	13.2	15.1	11.8	4.1	9.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-0.3	1.3	-0.8	-2.1	-0.8
영업이익률(핵심)	-0.3	1.3	-0.8	-2.1	-0.8
EBITDA margin	12.2	11.0	7.9	10.5	9.1
순이익률	4.3	-1.5	0.3	24.3	5.2
자기자본이익률(ROE)	2.0	-0.8	0.2	10.8	2.4
투하자본이익률(ROIC)	-0.4	1.6	-0.8	-1.8	-0.7
안정성(%)					
부채비율	40.0	35.0	38.7	29.8	31.3
순차입금비율	5.6	0.9	8.0	-3.5	0.8
이자보상배율(배)	N/A	1.7	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	4.3	5.9	7.0	5.8	7.2
재고자산회전율	6.3	8.5	10.0	8.2	10.3
매입채무회전율	3.1	4.9	6.3	5.2	6.5

- 당사는 1월 25일 현재 '삼성SDI (006400)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
삼성SDI (006400)	2013/11/15	Marketperform(Maintain)	185,000원
	2014/01/27	BUY(Upgrade)	185,000원
	2014/03/25	BUY(Maintain)	185,000원
	2014/04/01	BUY(Maintain)	205,000원
	2014/04/28	BUY(Maintain)	205,000원
	2014/05/19	BUY(Maintain)	205,000원
	2014/05/28	BUY(Maintain)	205,000원
	2014/06/05	BUY(Maintain)	205,000원
	2014/07/22	BUY(Maintain)	205,000원
	2014/09/30	BUY(Maintain)	205,000원
	2014/10/31	BUY(Maintain)	205,000원
	2014/12/15	BUY(Reinitiate)	180,000원
	2015/01/27	BUY(Maintain)	180,000원
	2015/03/25	BUY(Maintain)	180,000원
	2015/04/13	BUY(Maintain)	180,000원
	2015/04/29	BUY(Maintain)	170,000원
	2015/05/27	BUY(Maintain)	170,000원
	2015/06/17	BUY(Maintain)	170,000원
	2015/07/31	Outperform(Dowgrade)	110,000원
	2015/09/14	Outperform(Maintain)	110,000원
	2015/10/05	Outperform(Maintain)	120,000원
	2015/10/14	BUY(Upgrade)	150,000원
	2015/11/02	BUY(Maintain)	150,000원
	2015/11/03	BUY(Maintain)	150,000원
	2015/11/24	BUY(Maintain)	150,000원
	2015/12/16	BUY(Maintain)	150,000원
	2016/01/26	BUY(Maintain)	140,000원

목표주가 추이



투자의견 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 (2015/1/1~2015/12/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	178	93.19%
중립	13	6.81%
매도	0	0.00%