



BUY(Maintain)

목표주가: 115,000원

주가(12/14): 97,700원

시가총액: 68,005억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (12/14)		2,036.87pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	129,000원	87,400원
등락률	-24.2%	11.9%
수익률	절대	상대
1W	6.0%	3.3%
1M	-13.5%	-15.9%
1Y	-23.9%	-27.2%

Company Data

발행주식수	70,382천주
일평균 거래량(3M)	244천주
외국인 지분율	32.5%
배당수익률(16E)	0.9%
BPS(16E)	155,810원
주요 주주	삼성전자 19.6%

투자지표

(억원, IFRS)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	54,742	49,549	51,984	55,732
영업이익	708	-2,675	-9,097	-747
EBITDA	6,035	-20,108	-4,650	3,667
세전이익	1,994	-1,701	-8,397	3,098
순이익	-803	257	2,943	3,256
지배주주지분순이익	-838	538	3,000	3,159
EPS(원)	-1,426	765	4,263	4,488
증감률(%YoY)	N/A	N/A	457.2	5.3
PER(배)	-81.4	149.0	22.9	21.8
PBR(배)	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	13.0	-1.8	-10.9	16.2
영업이익률(%)	1.3	-5.4	-17.5	-1.3
ROE(%)	-0.8	0.2	2.6	2.9
순부채비율(%)	0.9	-0.7	-14.1	-9.4

Price Trend



실적 Preview

삼성SDI (006400)

악재 회석 가능성 주목



우리는 지난 3분기 실적 발표를 계기로 투자 의견을 'BUY'로 상향한 바 있다. 올해 실적과 주가를 짓눌렀던 악재들이 회석될 가능성을 주목해야 한다. 갤럭시 노트7 발화 사태로 큰 어려움을 겪었지만, 갤럭시 S8에서는 다시 주도적 지위를 회복할 것이고, 중국 전기차 배터리 규제는 불확실성이 완화될 조짐이 감지되고 있으며, 7,500억원에 달했던 경영 효율화 비용이 재발하지 않을 것이다.

>>> 4분기 영업손실은 시장 예상 범위일 것

4분기 영업손실은 414억원으로 시장이 예상한 수준일 것이다.

소형 전지의 경우 폴리머는 해외 주요 고객 신모델 진입 효과에 힘입어 매출이 증가하는 반면, 원형은 중국 전기차향 수요 감소가 이어질 것이다.

자동차 전지는 2세대 i3용 고효율 배터리 출하가 안정적으로 이루어지고 있지만, 중국 사업은 여전히 규제 이슈가 발목을 잡고 있다. ESS가 미국 전력용 매출이 급증하며 손익분기점에 근접해 새로운 가능성을 보여줄 것이다.

전자재료는 반도체 및 OLED 소재 매출이 호조인 대신, 태양광 Paste 수요가 둔화되고, 편광필름 신공장 가동에 따라 감가상각비 부담이 커질 것이다.

>>> 대형 악재 회석 가능성 주목

내년 영업이익은 -747억원으로 적자 기초가 이어지겠지만, 규모는 대폭 줄어들 것이다. 올해 실적을 짓눌렀던 대형 악재들이 회석될 가능성을 주목해야 한다. 즉, 1) 갤럭시 노트7 발화 원인으로 지목되며 위기에 내몰렸지만, 갤럭시 S8에는 다시 1st Vendor 지위로 공급할 가능성이 높다. 2) 자동차 배터리 관련 중국 규제도 차츰 불확실성이 완화될 것으로 예상되는데, 최근 전기버스 삼원계 배터리 안정성 기준 마련 및 보조금 금지령 해제, 모범규준 인증 생산 능력 조건(8GWh) 하향 가능성 등이 거론되고 있다. 3) 올해 7,500억원에 달한 경영 효율화 및 갤럭시 노트7 관련 비용이 재발하지 않을 것이다.

투자의견 'BUY'와 목표주가 115,000원을 유지한다.

내년 자동차 전지 매출은 40% 증가한 1조 1,116억원으로 전망된다. 중국 규제 완화 여부에 따라 상향 여지가 있을 수 있다. 주력 모델인 2세대 i3가 본격적으로 판매되는 것을 비롯해 유럽 완성차 고객들 중심으로 EV 및 PHEV 모델 Line-up이 확대될 것이고, 신규 헝가리 공장을 통해 중장기적인 고객 대응력을 높여 갈 계획이다.

글로벌 3각 생산 체제

동사는 자동차 배터리 사업 육성을 위해 한국 울산, 중국 시안에 이어 헝가리 괴드에 전기차 배터리 공장을 착공했다. 2017년 말 완공, 2018년 본격 가동을 목표로 4,000억원을 투자해 순수 전기차 5만대에 공급할 생산능력을 확보하게 된다. 지난해 인수한 배터리 팩 생산거점인 오스트리아 SDIBS와 연계해 배터리 셀부터 팩까지 일관생산 시스템을 구축한다. 글로벌 3각 생산 체제를 통해 2020년에 셀 기준 24GWh의 생산능력을 갖출 계획이다.

2세대 i3,
배터리 성능 크게 향상

동사의 전략 모델인 2017년형 i3는 배터리 용량이 22kWh에서 33kWh로 50% 증가하고, 주행거리도 EPA 기준 183km(NEDC 기준 300km)로 늘어났다. 특징은 배터리 팩의 외부 크기가 변하지 않고 용량이 50% 증가했다는 점이다. BMW와 삼성SDI는 더 많은 전해질을 사용해 셀 내부 패키지를 최적화했고, 활성 물질을 개조해 더 높은 에너지 밀도를 구현했다. 배터리 용량을 기존 60Ah에서 94Ah로 높였고, 배터리 에너지 33kWh 중 27.2kWh가 효율적으로 사용될 수 있다.

삼성SDI 헝가리 배터리 공장 조감도



자료: 삼성SDI

2017 BMW i3에 탑재된 삼성SDI 94Ah 배터리



자료: ZDNet Korea

PHEV 배터리 가격 7
년간 73% 하락

미국 에너지부가 집계하는 PHEV 배터리 가격(셀 기준)은 2008년 1,000달러/kWh에서 2015년 268달러/kWh로 7년만에 73% 하락했다. 미국 에너지부는 PHEV가 내연기관 차량과 대등한 원가 경쟁력을 갖추기 위해서는 배터리 가격이 2022년에 125달러/kWh로 낮아져야 한다고 판단한다. 이 목표를 맞추려면 향후 7년간 배터리 가격이 추가적으로 58% 하락해야 하고, 연평균 10%씩 하락해야 하는데, 지금으로써는 이러한 목표치가 충분히 현실적이라고 판단된다.

2020년 배터리 가격
kWh당 100~140달러
수준

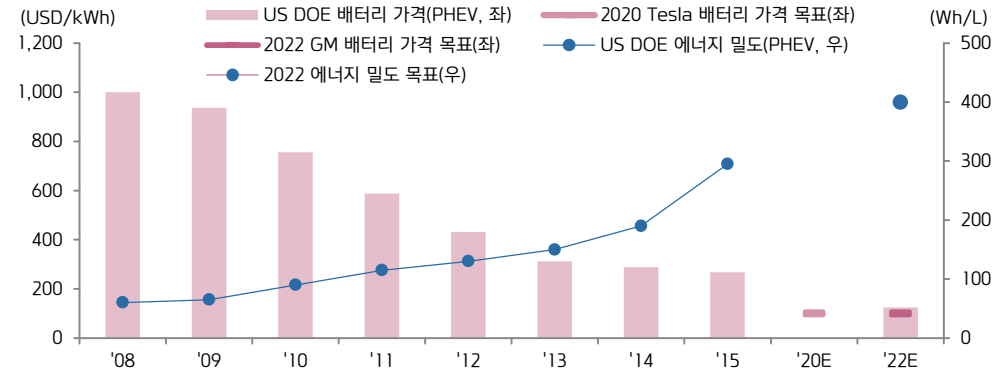
순수 EV 배터리 가격(셀 기준)은 리튬이온 각형 전지 기준으로 현재 kWh당 210달러, 팩 기준으로는 270달러 달러 수준이다. 파우치형 폴리머 전지 가격(셀 기준)은 Bolt향으로 150달러/kWh까지 낮아졌고, 원형 전지 가격은 셀 기준 130~140달러/kWh 정도다. GM은 Bolt용 배터리 가격을 2022년에 100달러/kWh 이하로 낮추고자 하고 있고, Tesla는 이보다 앞선 2020년까지 100달러/kWh 이하로 낮추는 것을 목표로 하고 있다.

각형 전지 가격은 현재 kWh당 210달러에서 2020년 140달러, 2023년에 100달러 수준까지 하락할 전망이다.

2020년 내연기관 파워트레인 원가와 대등

내연기관 차량의 엔진을 포함한 파워트레인의 원가가 5,000달러 수준인 것을 감안하면, 2020년경에는 30kWh 용량 배터리를 장착하는 소형 순수 EV의 원가가 내연기관 차량과 동등해질 것이다. 여기에 저렴한 유지 비용을 고려할 때 경제성 논리에서 수요를 촉발하는 중요한 변곡점에 도달하게 될 것이다.

배터리 원가 및 에너지 밀도 진화



자료: IEA, 키움증권

삼성SDI 분기별 실적 전망 (단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16P	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	YoY	2016E	YoY	2017E	YoY
매출액	12,907	13,172	12,900	13,004	13,013	13,975	14,393	14,351	49,549	-34.6%	51,984	4.9%	55,732	7.2%
소형전지	6,472	6,509	5,951	5,548	5,762	6,215	5,985	5,576	26,972	-9.5%	24,479	-9.2%	23,538	-3.8%
중대형전지	2,157	2,235	2,550	2,952	2,749	3,077	3,592	4,048	6,287	82.1%	9,894	57.4%	13,465	36.1%
전자재료	4,264	4,416	4,386	4,505	4,503	4,684	4,816	4,727	16,421	7.4%	17,571	7.0%	18,729	6.6%
영업이익	-7038	-542	-1104	-414	-366	-271	-97	-13	-2,675	적전	-9,097	적지	-747	적지
소형전지	-18	36	-848	-182	-4	68	68	32	-1,087	적전	-1,012	적지	163	흑전
중대형전지	-1022	-976	-671	-621	-794	-757	-589	-466	-3,605	적지	-3,290	적지	-2,605	적지
전자재료	510	398	415	389	432	419	424	420	2,399	130.0%	1,712	-28.6%	1,695	-1.0%
영업이익률	-54.5%	-4.1%	-8.6%	-3.2%	-2.8%	-1.9%	-0.7%	-0.1%	-5.4%	-7.0%p	-17.5%	-12.1%p	-1.3%	16.2%p
소형전지	-0.3%	0.5%	-14.3%	-3.3%	-0.1%	1.1%	1.1%	0.6%	-4.0%	-10.9%p	-4.1%	-0.1%p	0.7%	4.8%p
중대형전지	-47.4%	-43.7%	-26.3%	-21.1%	-28.9%	-24.6%	-16.4%	-11.5%	-57.3%	4.2%p	-33.3%	24.1%p	-19.3%	13.9%p
전자재료	12.0%	9.0%	9.5%	8.6%	9.6%	8.9%	8.8%	8.9%	14.6%	7.8%p	9.7%	-4.9%p	9.0%	-0.7%p

자료: 삼성SDI, 키움증권

주: 1Q15부터 캐미칼 사업부 중단사업 처리

삼성SDI 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	4Q16E	2016E	2017E	4Q16E	2016E	2017E	4Q16E	2016E	2017E
매출액	13,142	52,121	57,464	13,004	51,984	55,732	-1.0%	-0.3%	-3.0%
영업이익	-362	-9,045	-736	-414	-9,097	-747	적지	적지	적지
세전이익	715	-8,488	2,768	805	-8,397	3,098	12.6%	적지	11.9%
순이익	797	2,916	2,906	882	3,000	3,159	10.6%	2.9%	8.7%
EPS(원)		4,143	4,129		4,263	4,488		2.9%	8.7%
영업이익률	-2.8%	-17.4%	-1.3%	-3.2%	-17.5%	-1.3%	-0.4%p	-0.1%p	-0.1%p
세전이익률	5.4%	-16.3%	4.8%	6.2%	-16.2%	5.6%	0.8%p	0.1%p	0.7%p
순이익률	6.1%	5.6%	5.1%	6.8%	5.8%	5.7%	0.7%p	0.2%p	0.6%p

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	54,742	49,549	51,984	55,732	59,026
매출원가	45,455	41,147	40,226	34,415	35,564
매출총이익	9,287	8,401	11,758	21,317	23,462
판매비및일반관리비	8,579	11,076	20,855	22,064	23,309
영업이익(보고)	708	-2,675	-9,097	-747	153
영업이익(핵심)	708	-2,675	-9,097	-747	153
영업외손익	1,286	974	700	3,845	3,854
이자수익	249	405	338	299	169
배당금수익	114	194	118	108	61
외환이익	506	1,202	1,512	566	283
이자비용	408	543	366	291	291
외환손실	315	1,260	1,766	566	283
관계기업지분손익	1,903	3,106	3,573	3,729	3,916
투자및기타자산처분손익	1,263	6,019	3,292	0	0
금융상품평가및기타금융이익	2,310	1,512	12	0	0
기타	-4,336	-9,661	-6,012	0	0
법인세차감이익	1,994	-1,701	-8,397	3,098	4,007
법인세비용	472	134	-444	-158	962
유효법인세율 (%)	23.7%	-7.9%	5.3%	-5.1%	24.0%
당기순이익	-803	257	2,943	3,256	3,045
지배주주지분순이익(억원)	-838	538	3,000	3,159	2,955
EBITDA	6,035	3,960	-4,650	3,667	4,007
현금순이익(Cash Earnings)	4,524	6,891	7,390	7,670	6,899
수정당기순이익	-3,529	-5,275	-186	3,256	3,045
증감율(% YoY)					
매출액	59.7	-9.5	4.9	7.2	5.9
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	43.9	-34.4	N/A	N/A	9.3
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	457.2	5.3	-6.5
EPS	N/A	N/A	457.2	5.3	-6.5
수정순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	-6.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	3,106	8,811	15,520	4,166	2,655
당기순이익	-803	257	2,943	3,256	3,045
감가상각비	4,442	5,331	3,529	3,703	3,295
무형자산상각비	885	1,303	919	712	559
외환손익	-30	67	254	0	0
자산처분손익	267	626	-3,292	0	0
지분법손익	-1,903	-2,799	-3,573	-3,729	-3,916
영업활동자산부채 증감	101	6,236	5,766	-351	-221
기타	146	-2,211	8,975	577	-108
투자활동현금흐름	-3,276	1,153	-12,505	-11,502	3,599
투자자산의 처분	5	813	-7,416	-2,673	12,411
유형자산의 처분	421	205	0	0	0
유형자산의 취득	-4,763	-7,259	-8,367	-8,785	-8,785
무형자산의 처분	-28	-160	0	0	0
기타	1,088	7,554	3,278	-44	-27
재무활동현금흐름	-838	-3,547	-4,095	777	282
단기차입금의 증가	-1,622	-6,866	-3,042	0	0
장기차입금의 증가	-2,000	3,918	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-830	-721	-703	-684	-753
기타	3,613	123	-350	1,461	1,035
현금및현금성자산의순증가	-1,026	6,604	-1,080	-6,559	6,535
기초현금및현금성자산	7,302	6,275	12,880	11,800	5,241
기말현금및현금성자산	6,275	12,880	11,800	5,241	11,777
Gross Cash Flow	3,005	2,574	9,755	4,517	2,876
Op Free Cash Flow	1,178	2,567	-6,770	-5,507	-5,036

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	35,356	47,739	50,710	48,180	44,339
현금및현금성자산	6,275	12,880	11,800	5,241	11,777
유동금융자산	10,380	5,452	14,585	16,095	4,132
매출채권및유동채권	10,937	13,250	13,697	15,116	16,009
재고자산	7,686	7,500	7,753	8,556	9,061
기타유동비금융자산	78	8,658	2,875	3,173	3,360
비유동자산	124,330	114,514	104,567	114,292	123,022
장기매출채권및기타비유동채권	1,792	2,907	3,006	3,317	3,513
투자자산	76,090	66,133	66,985	71,985	75,561
유형자산	33,249	32,290	24,814	29,896	35,386
무형자산	12,789	12,776	9,341	8,629	8,070
기타비유동자산	410	408	421	465	493
자산총계	159,685	162,253	155,277	162,472	167,361
유동부채	22,543	32,013	28,097	30,402	31,855
매입채무및기타유동채무	12,189	20,890	21,596	23,832	25,240
단기차입금	4,982	5,470	2,428	2,428	2,428
유동성장기차입금	4,771	5,001	3,399	3,399	3,399
기타유동부채	601	652	674	743	787
비유동부채	18,874	17,708	15,102	16,736	17,880
장기매입채무및비유동채무	99	1,614	1,668	1,841	1,950
사채및장기차입금	8,025	7,025	4,714	4,714	4,714
기타비유동부채	10,750	9,070	8,720	10,182	11,216
부채총계	41,416	49,721	43,199	47,139	49,735
자본금	3,567	3,567	3,567	3,567	3,567
주식발행초과금	48,386	48,386	49,879	49,879	49,879
이익잉여금	48,623	48,531	50,714	53,873	56,091
기타자본	15,288	9,636	5,504	5,504	5,504
지배주주지분자본총계	115,864	110,120	109,663	112,822	115,040
비지배주주지분자본총계	2,405	2,412	2,415	2,512	2,586
자본총계	118,269	112,532	112,078	115,334	117,626
순차입금	1,123	-836	-15,843	-10,795	-5,367
총차입금	17,778	17,496	10,542	10,542	10,542

투자지표

(단위: 원, %, 배)

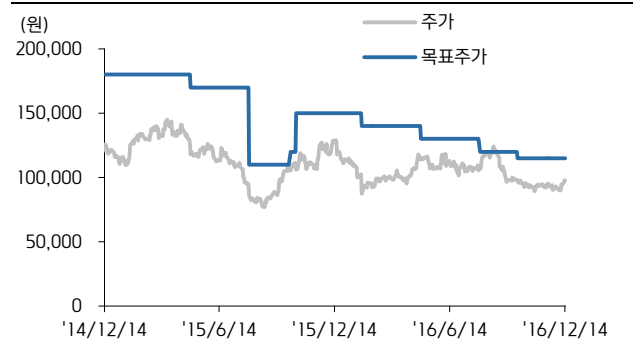
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	-1,426	765	4,263	4,488	4,198
BPS	164,621	156,459	155,810	160,298	163,450
주당EBITDA	10,262	5,626	-6,606	5,210	5,693
CFPS	7,692	9,791	10,500	10,897	9,803
DPS	1,000	1,000	1,000	1,100	1,200
주가배수(배)					
PER	-81.4	149.0	22.9	21.8	23.3
PBR	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	13.0	9.4	-10.9	16.2	16.2
PCFR	15.1	11.6	9.3	9.0	10.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.3	-5.4	-17.5	-1.3	0.3
영업이익률(핵심)	1.3	-5.4	-17.5	-1.3	0.3
EBITDA margin	11.0	8.0	-8.9	6.6	6.8
순이익률	-1.5	0.5	5.7	5.8	5.2
자기자본이익률(ROE)	-0.8	0.2	2.6	2.9	2.6
투자자본이익률(ROIC)	1.6	-6.3	-22.2	-2.3	0.3
안정성(%)					
부채비율	35.0	44.2	38.5	40.9	42.3
순차입금비율	0.9	-0.7	-14.1	-9.4	-4.6
이자보상배율(배)	1.7	N/A	N/A	N/A	0.5
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	4.1	3.9	3.9	3.8
재고자산회전율	8.5	6.5	6.8	6.8	6.7
매입채무회전율	4.9	3.0	2.4	2.5	2.4

- 당사는 12월 14일 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 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
삼성SDI (006400)	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(Downgrade)	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
	2016/03/17	BUY(Maintain)	140,000원
	2016/04/29	Outperform(Downgrade)	130,000원
	2016/06/02	Outperform(Maintain)	130,000원
	2016/06/14	Outperform(Maintain)	130,000원
	2016/07/19	Outperform(Maintain)	130,000원
	2016/08/01	Outperform(Maintain)	120,000원
	2016/09/05	Outperform(Maintain)	120,000원
	2016/09/29	Outperform(Maintain)	115,000원
	2016/10/28	BUY(Upgrade)	115,000원
	2016/11/01	BUY(Maintain)	115,000원
	2016/11/15	BUY(Maintain)	115,000원
	2016/12/15	BUY(Maintain)	115,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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 (2015/9/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%