



BUY(Maintain)

목표주가: 190,000원(상향)

주가(5/17): 155,000원

시가총액: 107,663억원

전기전자/가전
Analyst 김지산
02) 3787-4862
jisian@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/17)	2,293.08pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	155,000원
등락률	0.0%
수익률	73.6%
1W	절대
1M	상대
1Y	15.7%
	8.2%
	62.6%
	40.5%
	40.9%
	20.9%

Company Data

발행주식수	70,382천주
일평균 거래량(3M)	226천주
외국인 지분율	38.2%
배당수익률(17E)	0.9%
BPS(17E)	161,086원
주요 주주	삼성전자 19.6%

투자지표

(억원, IFRS)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	49,549	52,008	59,794	66,228
영업이익	-2,675	-9,263	4	1,093
EBITDA	3,959	-4,713	4,446	6,058
세전이익	-1,701	-8,207	7,141	8,706
순이익	257	2,111	6,933	8,396
자체주주지분순이익	538	2,194	6,865	8,314
EPS(원)	765	3,117	9,754	11,813
증감률(%YoY)	N/A	307.5	212.9	21.1
PER(배)	149.0	35.0	15.9	13.1
PBR(배)	0.7	0.7	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	9.4	-13.5	23.4	17.4
영업이익률(%)	-5.4	-17.8	0.0	1.7
ROE(%)	0.2	1.9	6.1	7.0
순부채비율(%)	-0.7	-8.6	-4.2	-2.9

Price Trend



투자 아이디어

삼성SDI (006400)

우호적 환경 변화



2분기 영업 실적 흑자 전환 기대감에다가 우호적인 환경 변화가 더해지고 있다. 새 정부 출범을 계기로 사드 갈등 원화로 전기차 배터리가 새로운 국면을 맞을 수 있고, 삼성디스플레이의 OLED 대규모 증설에 따른 수혜 기대감이 커졌다. 폴리머 전지의 신뢰 회복과 점유율 상승, 자동차 전지의 유럽 신규 프로젝트 개시, 편광필름의 증설 효과, OLED 소재의 신규 고객 확보 등이 긍정적인 포인트다.

>>> 중국과 정치적 갈등 완화 가능성과 삼성디스플레이 증설 수혜 주목
추가적인 주가 상승 여력이 충분하다는 판단에 따라 목표주가를 17만원에서 19만원으로 상향한다.

업황이 긍정적으로 바뀔 수 있는 근거로서, 1) 새 정부 출범을 계기로 중국과 사드(THAAD) 배치로 인한 정치적 갈등이 완화될 가능성이 부각됨에 따라 전기차 배터리가 새로운 국면을 맞을 수 있고, 2) 언론 보도에 따르면 삼성디스플레이가 OLED 분야 신공장 건설을 포함해 공격적인 투자를 집행할 계획이어서 동사로서는 지분법이익이 더욱 증가하는 동시에 OLED 소재의 사업 기회가 확대될 것이다. 3) 하반기에는 Tesla Model 3와 Volkswagen MEB 프로젝트를 기반으로 전기차 생태계가 다시 주목 받을 수 있다.

전기차 배터리가 사드 갈등으로 인한 대표적인 피해 제품 중 하나인 것이 사실이다. 최근까지 중국 정부의 변화된 규제 내용을 보면, 전기버스 삼원계 배터리에 대해서는 안전성 기준을 충족할 경우 보조금 대상에 포함시키기로 했다. 모범규준 인증제는 배터리 생산능력 요건이 8GWh로 대폭 상향됐으나, 업계는 하향 조정을 요구하고 있고, 이와 별도로 모범규준과 보조금을 연계하는 조항이 사라졌다. 보조금 리스트에 포함되는 것은 정치적 판단에 좌우되는 측면이 커 보인다.

언론 보도에 따르면 삼성디스플레이가 13~16조원을 투자해 OLED 신공장 건설에 나서고, 잠재적으로 월 13만 5천장(6세대 기준) 규모의 생산능력을 추가 할 가능성이 거론된다.

>>> 2분기부터 긍정적 영업 성과 가시화

2분기 들어 긍정적인 변화로서, 소형 전지는 폴리머가 주고객 Flagship 모델 향 매출이 큰 폭으로 신장하며 흑자 전환을 이끌 것이다. 지난해 갤럭시 노트 7 사태를 겪으면서 대규모 안전성 강화 투자를 진행한 것이 고객사들의 신뢰 회복으로 이어졌다. 자동차 전지는 유럽 고객 신규 모델 프로젝트가 본격화됨에 따라 중국 공장의 효율성을 높이는 계기가 될 것이다. 편광필름은 신규 중국 공장을 거점으로 중국 패널업체들의 증설 수요에 적극 대응함으로써 가동률이 빠르게 상승하고 있다. OLED 소재는 새롭게 북미 스마트폰 고객에 공급을 시작했고, 하반기 전략 모델 출시 효과가 기대된다.

이러한 성과를 바탕으로 전사 영업 실적의 흑자 전환을 향해 갈 것이다.

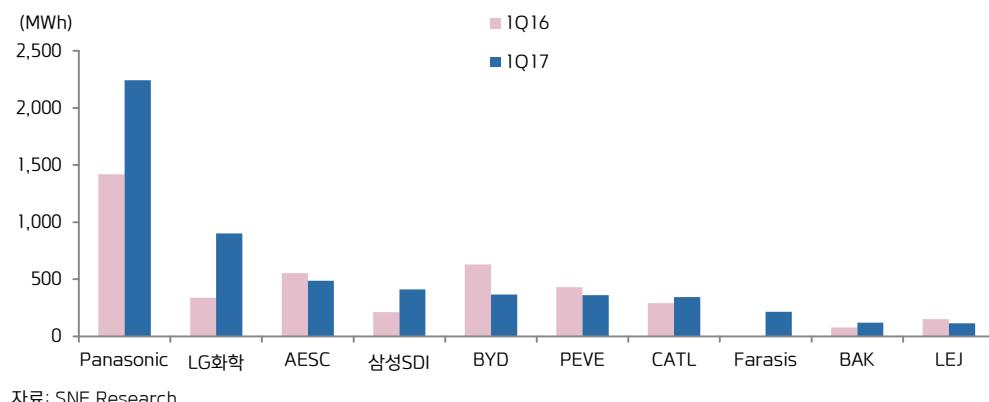
1분기 전기차 배터리 점유율 4위에 올라

시장조사기관인 SNE Research에 따르면, 삼성SDI의 1분기 전기차 배터리 출하량은 410MWh로 전년 동기 대비 93% 증가했다. 주요 업체 중에서는 LG화학(YoY 166%) 다음으로 높은 성장률이었다. 삼성SDI의 1분기 점유율은 6.7%로 4위에 올랐다.

지난해 연간으로 각각 1위와 3위에 오른 BYD와 CATL 등 중국 배터리 업체들의 점유율 하락이 두드러졌는데, 해가 바뀌면서 중국 정부가 보조금 삭감 계획을 발표했고, 주요 도시 승용차 보조금이 40%까지 삭감되면서 중국 내 신에너지 차량 판매량이 감소한 탓으로 해석된다.

삼성SDI의 올해 자동차 전지 매출은 41% 증가한 1조 717억원으로 전망되며, 매출 증가분은 대부분 신형 i3와 유럽 신규 프로젝트에서 더해질 것이다.

1분기 업체별 전기차 배터리 출하량



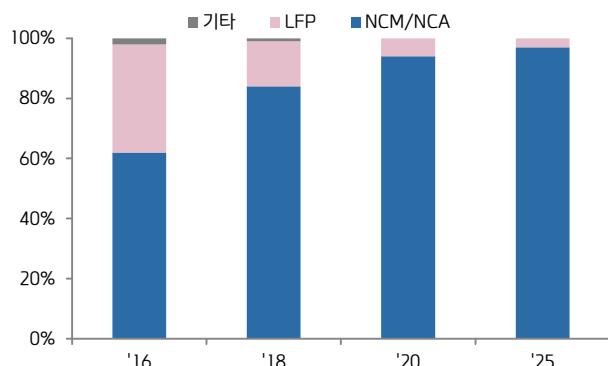
자료: SNE Research

삼성SDI 분기별 실적 전망 (단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	YoY	2017E	YoY	2018E	YoY
매출액	12,907	13,172	12,900	13,029	13,048	14,654	15,876	16,216	52,008	5.0%	59,794	15.0%	66,228	10.8%
소형전지	6,472	6,509	5,951	5,398	5,348	6,192	6,738	6,153	24,330	-9.8%	24,432	0.4%	24,914	2.0%
중대형전지	2,157	2,235	2,550	2,970	2,883	3,145	3,576	4,270	9,912	57.7%	13,874	40.0%	17,924	29.2%
전자재료	4,264	4,416	4,386	4,647	4,805	5,318	5,561	5,793	17,713	7.9%	21,477	21.2%	23,390	8.9%
영업이익	-7,038	-542	-1,104	-580	-673	3	240	435	-9,263	적지	4	흑전	1,093	25208%
소형전지	-18	36	-848	-370	-245	105	169	118	-1,200	적지	146	흑전	255	73.8%
중대형전지	-1022	-976	-671	-660	-911	-695	-598	-431	-3,328	적지	-2,636	적지	-1,751	적지
전자재료	510	398	415	471	486	593	670	748	1,794	-25.2%	2,496	39.2%	2,590	3.7%
영업이익률	-54.5%	-4.1%	-8.6%	-4.5%	-5.2%	0.0%	1.5%	2.7%	-17.8%	-12.4%p	0.0%	17.8%p	1.7%	1.6%p
소형전지	-0.3%	0.5%	-14.3%	-6.9%	-4.6%	1.7%	2.5%	1.9%	-4.9%	-0.9%p	0.6%	5.5%p	1.0%	0.4%p
중대형전지	-47.4%	-43.7%	-26.3%	-22.2%	-31.6%	-22.1%	-16.7%	-10.1%	-33.6%	23.8%p	-19.0%	14.6%p	-9.8%	9.2%p
전자재료	12.0%	9.0%	9.5%	10.1%	10.1%	11.2%	12.0%	12.9%	10.1%	-4.5%p	11.6%	1.5%p	11.1%	-0.6%p

자료: 삼성SDI, 키움증권

xEV 배터리 양극재 소재별 비중 전망



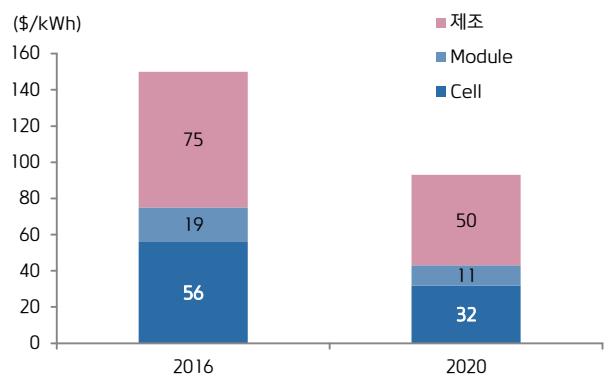
자료: SNE Research

업체별 삼원계 양극재 대응력

xEV용	NMC 111	532	622	811
삼성SDI	●	●	●	'18~
LG화학	●	●	●	'17~
Panasonic	●	●	'17~	'18~
CATL	●	'17~	'18~	'19~
BYD	●	'17~	'19~	'20~
Lishen	●	'17~	'19~	'20~

자료: SNE Research, 키움증권

Volkswagen MEB 프로젝트 배터리 원가 목표



자료: Volkswagen, SNE Research

	개선 방법	개선폭
셀	생산능력 상향: 5X → 13X Ah	10%
	재료비 원가 하락	8~15%
모듈	생산능력 상향, 모듈 수 축소	10~18%
	라인 스피드: 2X → 3X ppm	10%
제조	투자 및 인건비 감소	15~30%
	생산능력 40% 상향	15%

삼성SDI 목표주가 산출 근거 (단위: 억원, 배)

Sum-of-the-Parts	12 개월 Forward	비고
영업가치	53,494	Target EV/EBITDA
전지	18,404	7.8 Peer 그룹 평균
전자재료	35,091	8.3 Peer 그룹 평균
매도가능금융자산	12,000	
관계기업투자	45,277	
순차입금	-15,703	
적정주주가치	126,473	
수정발행주식수	66,868	자사주 차감, 우선주 포함
목표주가	189,138	

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	49,549	52,008	59,794	66,228	71,990
매출원가	41,147	44,503	47,189	51,371	55,265
매출총이익	8,401	7,506	12,605	14,857	16,725
판매비 및 일반관리비	11,076	16,769	12,600	13,764	14,818
영업이익(보고)	-2,675	-9,263	4	1,093	1,908
영업이익(핵심)	-2,675	-9,263	4	1,093	1,908
영업외손익	974	1,056	7,137	7,613	7,752
이자수익	179	329	286	281	282
배당금수익	194	118	112	115	115
외환이익	1,524	2,310	2,162	1,081	540
이자비용	344	351	237	249	261
외환손실	1,558	2,540	2,162	1,081	540
관계기업지분법손익	3,106	3,793	7,102	7,467	7,616
투자 및 기타자산처분손익	6,035	3,360	0	0	0
금융상품평가 및 기타금융이익	12	132	0	0	0
기타	-8,174	-6,093	-126	0	0
법인세차감전이익	-1,701	-8,207	7,141	8,706	9,660
법인세비용	-392	578	208	310	511
유효법인세율 (%)	23.1%	-7.0%	2.9%	3.6%	5.3%
당기순이익	257	2,111	6,933	8,396	9,149
지배주주지분순이익(억원)	538	2,194	6,865	8,314	9,167
EBITDA	3,959	-4,713	4,446	6,058	6,254
현금순이익(Cash Earnings)	6,891	6,661	11,375	13,361	13,495
수정당기순이익	-4,396	-1,627	6,933	8,396	9,149
증감율(% YoY)					
매출액	-9.5	5.0	15.0	10.8	8.7
영업이익(보고)	N/A	N/A	N/A	25,207.6	74.6
영업이익(핵심)	N/A	N/A	N/A	25,207.6	74.6
EBITDA	-34.4	N/A	N/A	36.2	3.2
지배주주지분 당기순이익	N/A	307.5	212.9	21.1	10.3
EPS	N/A	307.5	212.9	21.1	10.3
수정순이익	N/A	N/A	N/A	21.1	9.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	8,811	-13,095	3,465	7,505	6,529
당기순이익	257	2,111	6,933	8,396	9,149
감가상각비	5,331	3,605	3,651	4,359	3,882
무형자산상각비	1,303	945	791	606	464
외환손익	67	-12	0	0	0
자산처분손익	626	222	0	0	0
지분법손익	-2,799	-2,452	-7,102	-7,467	-7,616
영업활동자산부채 증감	6,236	-14,129	-648	1,725	765
기타	-2,211	-3,385	-160	-115	-115
투자활동현금흐름	1,153	18,543	-11,649	-8,409	-10,056
투자자산의 처분	813	64	-2,555	1,085	-88
유형자산의 처분	205	793	0	0	0
유형자산의 취득	-7,259	-8,326	-9,000	-9,450	-9,923
무형자산의 처분	-160	-89	0	0	0
기타	7,554	26,100	-94	-44	-45
재무활동현금흐름	-3,547	-8,187	2,185	943	588
단기차입금의 증가	-6,866	-6,086	500	500	0
장기차입금의 증가	3,918	679	0	0	500
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-721	-727	-677	-669	-1,071
기타	123	-2,053	2,362	1,112	1,159
현금 및 현금성자산의 순증가	6,604	-2,763	-5,999	39	-2,939
기초현금 및 현금성자산	6,275	12,880	10,117	4,118	4,156
기말현금 및 현금성자산	12,880	10,117	4,118	4,156	1,217
Gross Cash Flow	2,574	1,034	4,113	5,780	5,764
Op Free Cash Flow	3,394	-27,910	-5,202	-1,706	-3,005

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	47,739	39,583	40,629	40,200	38,775
현금 및 현금성자산	12,880	10,117	4,118	4,156	1,217
유동금융자산	5,452	8,770	10,753	9,964	10,110
매출채권 및 유동채권	13,250	12,566	15,640	15,564	16,159
재고자산	7,500	7,291	9,074	9,376	10,050
기타 유동비금융자산	8,658	839	1,044	1,139	1,238
비유동자산	114,514	109,420	122,414	134,487	148,049
장기 매출채권 및 기타 비유동채권	2,907	2,270	2,825	3,082	3,351
투자자산	66,133	72,312	80,098	87,384	95,056
유형자산	32,290	25,038	30,387	35,478	41,518
무형자산	12,776	9,417	8,626	8,021	7,557
기타 비유동자산	408	384	478	522	567
자산 총계	162,253	149,003	163,043	174,687	186,824
유동부채	32,013	22,128	27,101	29,676	31,837
매입채무 및 기타 유동채무	20,890	16,047	19,972	21,793	23,689
단기 차입금	5,470	1,840	2,340	2,840	2,840
유동성장기 차입금	5,001	1,999	1,999	1,999	1,999
기타 유동부채	652	2,241	2,789	3,044	3,308
비유동부채	17,708	17,234	20,092	21,434	23,333
장기 차입채무 및 비유동채무	1,614	2,028	2,524	2,754	2,993
사채 및 장기 차입금	7,025	5,666	5,666	5,666	6,166
기타 비유동부채	9,070	9,541	11,903	13,015	14,174
부채 총계	49,721	39,362	47,194	51,110	55,169
자본금	3,567	3,567	3,519	3,519	3,519
주식 발행 초과금	48,386	48,386	48,386	48,386	48,386
이익 잉여금	48,531	49,947	56,150	63,809	71,928
기타 자본	9,636	5,322	5,322	5,322	5,322
지배주주지분자본총계	110,120	107,221	113,376	121,035	129,154
비지배주주지분자본총계	2,412	2,420	2,473	2,541	2,501
자본 총계	112,532	109,641	115,849	123,576	131,654
순차입금	-836	-9,381	-4,865	-3,615	-322
총차입금	17,496	9,505	10,005	10,505	11,005

투자지표

(단위: 원, 배, %)

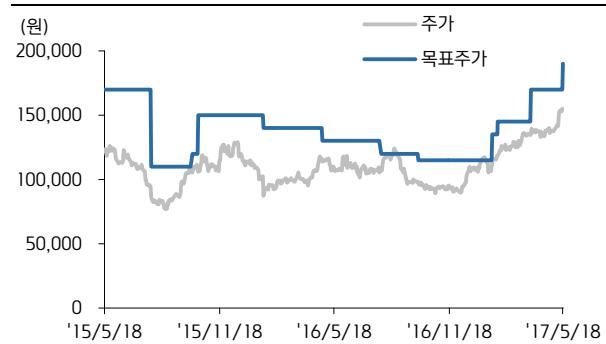
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당 지지율(원)					
EPS	765	3,117	9,754	11,813	13,025
BPS	156,459	152,341	161,086	171,968	183,503
주당 EBITDA	5,626	-6,697	6,317	8,607	8,885
CFPS	9,791	9,464	16,162	18,983	19,174
DPS	1,000	1,000	1,000	1,100	1,700
주가 배수(배)					
PER	149.0	35.0	15.9	13.1	11.9
PBR	0.7	0.7	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	9.4	-13.5	23.4	17.4	17.1
PCFR	11.6	11.5	9.6	8.2	8.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-5.4	-17.8	0.0	1.7	2.7
영업이익률(핵심)	-5.4	-17.8	0.0	1.7	2.7
EBITDA margin	8.0	-9.1	7.4	9.1	8.7
순이익률	0.5	4.1	11.6	12.7	12.7
자기자본이익률(ROE)	0.2	1.9	6.1	7.0	7.2
투하자본이익률(ROIC)	-4.5	-25.7	0.0	2.8	4.4
안정성(%)					
부채비율	44.2	35.9	40.7	41.4	41.9
순차입금비율	-0.7	-8.6	-4.2	-2.9	-0.2
이자 보상 배율(배)	N/A	N/A	0.0	4.4	7.3
활동성(배)					
매출채권 회전율	4.1	4.0	4.2	4.2	4.5
재고자산 회전율	6.5	7.0	7.3	7.2	7.4
매입채무 회전율	3.0	2.8	3.3	3.2	3.2

- 당사는 5월 17일 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)	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
	2017/01/25	BUY(Maintain)	135,000원
	2017/02/03	BUY(Maintain)	145,000원
	2017/03/28	BUY(Maintain)	170,000원
	2017/04/03	BUY(Maintain)	170,000원
	2017/05/02	BUY(Maintain)	170,000원
	2017/05/18	BUY(Maintain)	190,000원

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 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%