

삼성SDI(006400)

매수(유지)

목표주가: 186,000원(상향)

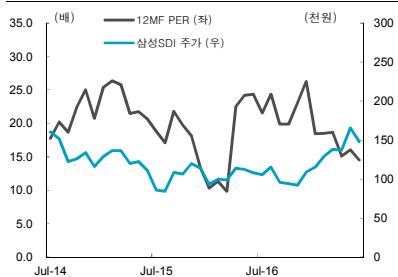
Stock Data

KOSPI(6/12)	2,358
주가(6/12)	148,000
시가총액(십억원)	10,177
발행주식수(백만)	69
52주 최고/최저가(원)	165,500/89,300
일평균거래대금(6개월, 백만원)	33,991
유동주식비율/외국인지분율(%)	74.7/38.9
주요주주(%)	삼성전자 외 6인 20.5
	국민연금 8.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.3)	53.7	33.9
상대주가(%p)	(6.4)	37.4	17.1

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

그림 계열사의 확실한 지원 사격

적정 지분가치 반영, 추가 상승여력 충분

목표주가를 186,000원으로 13% 상향한다. 삼성디스플레이의 지분가치 산출 기간을 2017년(기존 2016년)으로 변경해 전체 자산가치를 6조 3,968억원으로 기존대비 14% 상향했다. 2차전지 및 전자재료의 영업가치 산출 구간을 2Q17~1Q18(기존 2017년)으로 변경해 전체 영업가치가 5조 16억원으로 기존대비 5% 상향됐다. 또한 소형전지 및 전자재료 판매와 제품믹스가 예상보다 좋아 2017년 전사 영업이익을 317억원(OPM 0.5%)으로 기존 대비 113% 상향했다. 과거 PBR 밴드(0.5~1.4배)를 고려하면 추가 상승여력은 충분하다.

삼성디스플레이 지분가치에 재조명 필요

최근 2분기 실적 부진에 대한 우려로 동사의 주가는 조정 받고 있지만 전사 실적 개선 방향성에는 변화가 없고 하반기에는 전자재료 출하가 본격화된다. 하반기 삼성디스플레이의 영업이익도 상반기대비 91% 증가하는 만큼 삼성디스플레이 지분가치가 부각될 것이다. 삼성디스플레이에 따른 2017년 지분법이익을 전년대비 256% 증가한 8,812억원으로 전망하고 목표주가 산출을 위한 지분가치는 4조 5,043억원으로 가정했다(30% 할인 적용).

상반기에는 삼성전자가 끌어주는 소형 2차전지

2분기 중대형 2차전지 사업내 특별한 변화는 없지만 소형 2차전지는 기존대비 좋다. 삼성전자가 갤럭시S8내 동사의 점유율도 전년대비 20%p 상승한 것으로 추정되고 갤럭시S8의 2분기 출하량도 20백만대로 전분기대비 큰 폭으로 증가하면서 2분기 폴리머전지 매출액은 전분기대비 63% 늘어난다. 삼성전자는 7월부터 2017년형 J시리즈를, 8월부터는 하반기 flagship 모델 생산을 시작해 SDI의 3분기 폴리머전지 매출액은 전분기대비 22% 증가할 것이다. 또한 노트북용 원형전지에서 공급부족 현상이 나타나고 있어 추가적인 물량증가가 기대된다. 이에 따라 2분기 소형전지 영업이익은 194억원(OPM 3%)으로 전분기대비 흑자 전환하고 전사 영업이익도 31억원(OPM 0.2%)으로 흑자 전환할 것이다(표1).

하반기에는 삼성디스플레이가 밀어주는 전자재료

하반기에는 편광필름과 신규 Green Host재료에 주목할 시기이다. 편광필름은 2016년말 capa 증설 이후 가동률이 빠르게 상승하고 있어 4분기에는 full-cap에 도달할 것으로 전망되고 고객사내 동사의 점유율은 전년대비 10%p 상승할 것이다. 이에 따라 2017년 편광필름 매출은 1조 1,134억원으로 전년대비 60% 증가할 것이다. 또한 OLED 발광체인 Green Host는 하반기에 해외 세트업체향 제품으로 공급이 예정되어있어 Green Host를 포함한 2017년 OLED 소재 매출은 1,927억원으로 전년대비 150% 증가할 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	4,955	(267)	54	766	NM	396	148.8	20.3	0.7	0.5	0.9
2016A	5,201	(926)	219	3,133	309.0	(471)	34.8	NM	0.7	2.0	0.9
2017F	6,245	32	734	10,962	249.9	586	13.5	16.3	0.9	6.7	0.7
2018F	6,980	268	1,247	18,627	69.9	857	7.9	11.2	0.8	10.5	0.7
2019F	7,495	324	1,248	18,627	0.0	987	7.9	9.6	0.7	9.6	0.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

박기흥 3276-4130
kiheung.park@truefriend.com

조민영 3276-6169
minyoung@truefriend.com

<표 1> 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q17F			3Q17F			2017F		
	변경전	변경후	변경률	변경전	변경후	변경률	변경전	변경후	변경률
매출액	1,464.8	1,477.9	0.9	1,657.2	1,695.3	2.3	6,150.8	6,244.8	1.5
소형전지	639.8	652.8	2.0	724.1	755.7	4.4	2,699.0	2,780.5	3.0
중대형전지	291.7	291.7	-	322.2	322.2	-	1,243.8	1,243.8	-
전자재료	533.3	533.3	-	610.9	617.3	1.0	2,208.0	2,220.5	0.6
영업이익	1.9	3.1	63.1	28.4	45.0	58.6	14.8	31.7	113.4
소형전지	18.2	19.4	6.7	22.1	28.7	29.6	50.1	55.6	11.0
중대형전지	(72.2)	(72.2)	-	(58.5)	(58.5)	-	(262.0)	(262.0)	-
전자재료	55.9	55.9	-	64.7	74.8	15.6	226.7	238.0	5.0
영업이익률	0.1	0.2	0.1	1.7	2.7	0.9	0.2	0.5	0.3
소형전지	2.8	3.0	0.1	3.1	3.8	0.7	1.9	2.0	0.1
중대형전지	(24.7)	(24.7)	-	(18.1)	(18.1)	-	(21.1)	(21.1)	-
전자재료	10.5	10.5	-	10.6	12.1	1.5	10.3	10.7	0.5
순이익	126.9	127.3	0.3	192.4	197.2	2.5	726.9	734.4	1.0
순이익률	8.7	8.6	(0.1)	11.6	11.6	-	11.8	11.8	(0.1)

주: K-IFRS(연결) 기준, 순이익은 지배주주지분 기준
자료: 삼성SDI, DataGuide, 한국투자증권

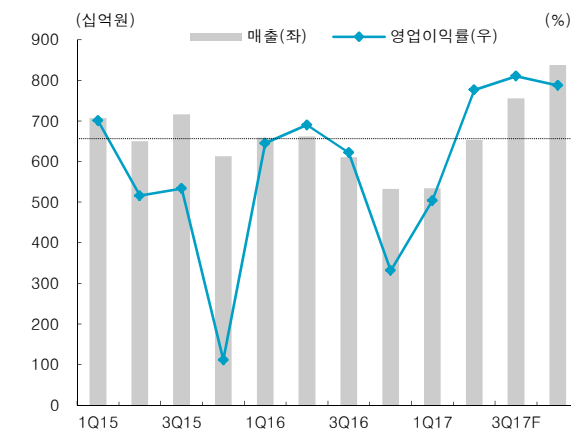
<표 2> 사업부문별 실적 - 2분기부터 7개 분기 만에 전사 영업이익 흑자전환

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F
매출액	1,290.7	1,317.2	1,290.0	1,302.9	1,304.8	1,477.9	1,695.3	1,766.9	7,569.3	5,200.8	6,244.8	6,979.9
소형전지	658.9	661.7	610.4	532.8	534.3	652.8	755.7	837.6	2,686.2	2,463.7	2,780.5	3,161.7
중대형전지	205.5	214.0	241.0	306.0	289.5	291.7	322.2	340.3	626.5	966.5	1,243.8	1,467.3
전자재료	426.4	441.6	438.6	464.1	480.9	533.3	617.3	589.0	1,642.1	1,770.7	2,220.5	2,350.9
영업이익	(703.8)	(54.2)	(110.4)	(58.0)	(67.3)	3.1	45.0	50.8	(59.8)	(926.3)	31.7	268.1
소형전지	(1.6)	5.7	(4.9)	(42.0)	(19.7)	19.4	28.7	27.1	(116.6)	(42.7)	55.6	112.6
중대형전지	(100.0)	(95.5)	(50.0)	(63.0)	(93.0)	(72.2)	(58.5)	(38.3)	(287.7)	(308.5)	(262.0)	(199.7)
전자재료	50.8	35.6	39.0	47.0	45.3	55.9	74.8	62.0	203.9	172.4	238.0	242.6
영업이익률	(54.5)	(4.1)	(8.6)	(4.5)	(5.2)	0.2	2.7	2.9	(0.8)	(17.8)	0.5	3.8
소형전지	(0.2)	0.9	(0.8)	(7.9)	(3.7)	3.0	3.8	3.2	(4.3)	(1.7)	2.0	3.6
중대형전지	(48.7)	(44.6)	(20.7)	(20.6)	(32.1)	(24.7)	(18.1)	(11.3)	(45.9)	(31.9)	(21.1)	(13.6)
전자재료	11.9	8.1	8.9	10.1	9.4	10.5	12.1	10.5	12.4	9.7	10.7	10.3
순이익	(715.1)	961.1	(34.1)	7.5	80.8	127.3	197.2	329.1	53.8	219.4	734.4	1,247.5
순이익률	(55.4)	73.0	(2.6)	0.6	6.2	8.6	11.6	18.6	0.7	4.2	11.8	17.9

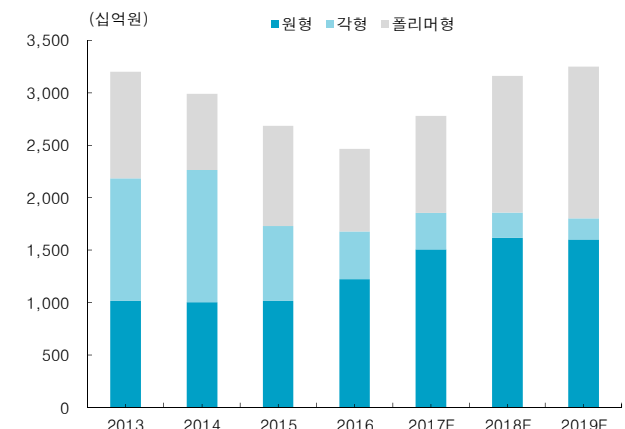
주: K-IFRS(연결) 기준, 순이익은 지배주주지분 기준
자료: 삼성SDI, DataGuide, 한국투자증권

[그림 1] 원형과 폴리머 매출이 동시에 늘어나는 2분기에 흑자전환



주: 분기별 소형 2차전지 실적 추이
자료: 삼성SDI, 한국투자증권

[그림 2] 수익성 좋은 원형과 단가 높은 폴리머가 향후 소형전지 드라이버



주: 분기별 원형, 각종, 폴리머 2차전지의 매출 추이
자료: 삼성SDI, 한국투자증권

<표 3> Sum of the parts, EV/EBITDA에 의한 valuation

(단위: 십억원, 배, 원)

1. 영업가치					
1) 삼성 SDI					
	EBIT	EBITDA	Target EV/EBITDA	Value	비고
Existing Business	294	727		4,005	12MF EBITDA
소형 2 차전지	56	339	4.4	1,491	글로벌 peer 대비 20% 할인
전자재료	238	388	6.5	2,514	글로벌 peer 대비 20% 할인
장기성장 사업	(262)	(135)		996	
중대형전지	(262)	(135)		996	DCF-based valuation
소계	32	512		5,002 (A)	
2. 자산가치					
			Book value	Value	
매도가능금융자산(상장)			1,438	1,338	
매도가능금융자산(비상장)			649	454	30% 할인
삼성디스플레이			6,435	4,504	30% 할인
소계			8,522	6,397 (B)	
3. 순부채					
				Value	
순부채				(760) (C)	
4. 적정주가					
삼성 SDI 주식수 (천주)				65,250	
영업가치와 자산가치의 합				12,158 (D)	(D=A+B+C)
목표주가				186,328	

자료: 한국투자증권

기업개요

삼성SDI(006400)는 1970년 1월 설립, 1979년 1월 거래소에 상장. 그 이후 당사는 1) 제일모직과 합병하여 전자재료 사업을 수직계열화(2014년 7월), 2) 기존 PDP(Plasma Panel Display) 부문의 사업중단 결정(2014년 7월), 3) 물적분할한 케미칼 사업부문(SDI케미칼) 지분의 90%를 롯데케미칼로 매각(2016년 4월). 현재 동사의 주요 제품은: IT용 2차전지를 포함한 소형전지, 자동차 2차전지를 포함한 중대형전지, 및 반도체 /디스플레이 소재를 포함한 전자재료. 2016년 주요 사업부문별 매출 비중은: 소형 2차전지(47%), 중대형 2차전지(19%) 및 전자재료(34%).

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	4,774	3,958	4,275	4,728	5,245
현금성자산	1,288	1,012	1,033	1,154	1,301
매출채권및기타채권	1,141	930	1,060	1,185	1,311
재고자산	750	729	770	844	951
비유동자산	11,451	10,942	11,735	12,682	13,323
투자자산	6,480	7,158	7,426	7,859	8,061
유형자산	3,229	2,504	3,001	3,465	3,855
무형자산	1,278	942	929	935	954
자산총계	16,225	14,900	16,010	17,410	18,569
유동부채	3,201	2,213	2,460	2,485	2,367
매입채무및기타채무	2,021	1,477	1,827	1,838	1,875
단기차입금및단기사채	547	184	204	224	244
유동성장기부채	500	200	200	200	200
비유동부채	1,771	1,723	2,014	2,193	2,276
사채	499	299	549	749	849
장기차입금및금융부채	204	286	306	326	346
부채총계	4,972	3,936	4,473	4,679	4,643
지배주주지분	11,012	10,722	11,287	12,468	13,649
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	5,031	5,031	5,031	5,031	5,031
기타자본	(11)	(252)	(252)	(252)	(252)
이익잉여금	4,853	4,995	5,662	6,843	8,023
비지배주주지분	241	242	249	263	277
자본총계	11,253	10,964	11,537	12,731	13,926

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	881	(1,310)	396	263	225
당기순이익	26	211	743	1,262	1,262
유형자산감가상각비	533	360	475	510	581
무형자산상각비	130	95	79	80	81
자산부채변동	624	(1,413)	(16)	(289)	(442)
기타	(432)	(563)	(885)	(1,300)	(1,257)
투자활동현금흐름	115	1,854	(590)	(301)	(137)
유형자산투자	(726)	(833)	(972)	(974)	(971)
유형자산매각	20	79	0	0	0
투자자산순증	81	4	528	880	1,066
무형자산순증	(16)	(9)	(67)	(85)	(100)
기타	756	2,613	(79)	(122)	(132)
재무활동현금흐름	(355)	(819)	215	159	59
자본의증가	51	50	0	0	0
차입금의순증	(295)	(541)	290	240	140
배당금지급	(72)	(73)	(68)	(67)	(67)
기타	(39)	(255)	(7)	(14)	(14)
기타현금흐름	19	(2)	0	0	0
현금의증가	660	(276)	21	122	147

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

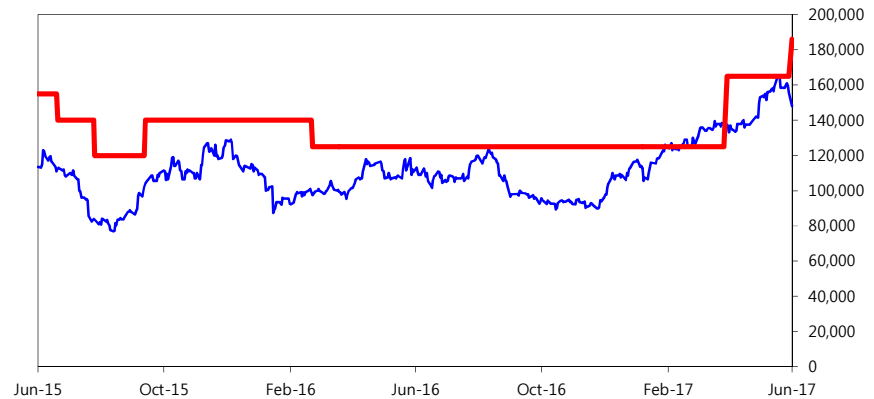
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	4,955	5,201	6,245	6,980	7,495
매출원가	4,115	4,450	5,358	6,085	6,380
매출총이익	840	751	887	895	1,115
판매관리비	1,108	1,677	855	627	790
영업이익	(267)	(926)	32	268	324
금융수익	170	286	348	328	332
이자수익	18	33	34	36	40
금융비용	191	298	383	397	413
이자비용	34	35	29	36	41
기타영업외손익	(161)	(127)	62	116	116
관계기업관련손익	280	245	898	1,313	1,268
세전계속사업이익	(170)	(821)	957	1,628	1,628
법인세비용	(39)	58	215	366	366
연결당기순이익	26	211	743	1,262	1,262
지배주주지분순이익	54	219	734	1,247	1,248
기타포괄이익	(556)	(222)	(103)	0	0
총포괄이익	(530)	(11)	639	1,262	1,262
지배주주지분포괄이익	(503)	21	632	1,247	1,248
EBITDA	396	(471)	586	857	987

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	766	3,133	10,962	18,627	18,627
BPS	156,614	155,915	163,947	180,721	197,495
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(9.5)	5.0	20.1	11.8	7.4
영업이익증가율	NM	NM	NM	746.1	21.0
순이익증가율	NM	307.5	234.7	69.9	0.0
EPS증가율	NM	309.0	249.9	69.9	0.0
EBITDA증가율	(34.4)	NM	NM	46.4	15.1
수익성(%)					
영업이익률	(5.4)	(17.8)	0.5	3.8	4.3
순이익률	1.1	4.2	11.8	17.9	16.6
EBITDA Margin	8.0	(9.1)	9.4	12.3	13.2
ROA	0.2	1.4	4.8	7.5	7.0
ROE	0.5	2.0	6.7	10.5	9.6
배당수익률	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7
배당성향	130.6	30.9	9.1	5.4	5.4
안정성					
순차입금(십억원)	(135)	(976)	(760)	(724)	(833)
차입금/자본총계비율(%)	15.5	8.8	10.9	11.8	11.8
Valuation(X)					
PER	148.8	34.8	13.5	7.9	7.9
PBR	0.7	0.7	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	20.3	NM	16.3	11.2	9.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
삼성 SDI(006400)	2015.07.01	매수	140,000 원
	2015.08.06	매수	120,000 원
	2015.09.24	매수	140,000 원
	2016.03.04	매수	125,000 원
	2017.04.10	매수	165,000 원
	2017.06.12	매수	186,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 6월 12일 현재 삼성SDI 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성SDI 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.