글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋대우

전자재료
Results Comment
2017.11.1

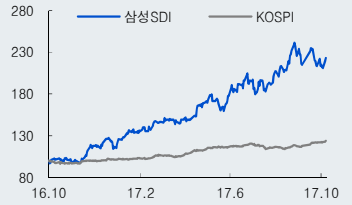
삼성SDI (006400)

4분기도 좋고, 내년은 더 좋다

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M,상향)	▲ 270,000원
현재주가(17/10/31)	206,000원
상승여력	31%

영업이익(17F,십억원)	108
Consensus 영업이익(17F,십억원)	29
EPS 성장률(17F,%)	236.5
MKT EPS 성장률(17F,%)	45.8
P/E(17F,x)	19.6
MKT P/E(17F,x)	10.3
KOSPI	2,523.43
시가총액(십억원)	14,165
발행주식수(백만주)	70
유동주식비율(%)	74.6
외국인 보유비중(%)	41.4
베타(12M) 일간수익률	2.04
52주 최저가(원)	89,800
52주 최고가(원)	223,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.8	49.8	118.5
상대주가	-1.5	30.9	73.8



[디스플레이]

김철중
02-3774-1464
chuljoong.kim@miraeasset.com

3Q17 Review: 시장 예상치 큰 폭 상회

삼성SDI의 3분기 매출액은 1.7조원(+32.4% YoY, +17.4% QoQ), 영업이익은 602억원(흑자전환 YoY, +1,001.8 QoQ)을 기록하였다. 시장 예상 영업 이익이었던 260억원을 큰 폭으로 상회하는 실적을 기록하였다.

전 사업 부문의 매출 성장과 수익성 개선이 지속되었다.

1) 소형 전지: 폴리머 전지 매출액은 전 분기 대비 +30% 증가한 것으로 판단된다. 북미 고객사 향 공급이 본격화되며 출하량이 큰 폭으로 증가하였다. 원통형도 전동공구 등 Non-IT 향 출하량 증가로 매출액이 전 분기 대비 +21% 증가한 것으로 추정된다. 매출액 규모가 증가하며 영업이익률도 2Q17 2.1% → 3Q17 6.0%로 개선되었다.

2) 중대형 전지: 3분기 중대형 전지 부문 매출액은 전 분기 대비 +20% 증가한 것으로 추정된다. ESS 용은 성수기 진입과 함께 전력 및 상업용 판매가 증가하며, 고 수익성 제품으로 믹스가 개선되었다. EV 용의 경우에는 유럽 향 EV 모델 공급 확대로 점진적인 적자폭 축소가 진행 중이다.

3) 전자 재료: 3분기 전자재료 부문 매출액은 5,384억원(+15.3% QoQ), 영업이익은 568억원(+5.5% QoQ)을 기록하였다. 반도체/디스플레이 등 전방 산업 투자 확대 및 라인 가동 본격화로 견조한 매출 성장을 기록하였다.

4분기도 좋고, 내년은 더 좋다

동사의 4Q17 매출액은 2.0조원(+18.7% QoQ), 영업이익은 1,092억원(+81.5% QoQ)을 기록할 것으로 예상된다. 시장보다 높은 영업이익을 예상하는 이유는 ESS 용 중대형 전지 수익성 때문이다. 당사는 연초 산업보고서를 통해 동사의 ESS 사업 적정 영업이익률 8%로 추정하였다. 그러나 **1) 시장 예상보다 빠른 ESS 시장 성장, 2) 각형 전지의 고정비 레버리지 효과**로 인하여 당초 예상보다 높은 수익성을 확보할 수 있을 것으로 예상된다.

동사의 ESS 용 중대형 전지 매출액은 2017년 4,700억원 → 2018년 7,580억원으로 증가할 것으로 예상되며, 2018년 영업이익률 역시 11% 수준을 기록할 것으로 예상된다.

목표주가 270,000원으로 상향, 업종 내 최선호주 유지

삼성SDI에 대한 투자 의견 매수를 유지하며, 목표주가는 270,000원으로 +12.5% 상향한다. 자산가치 9.6조원(삼성디스플레이 지분가치 7.3조원 포함)와 영업가치 9.1조원(중대형 전지 부분 5.1조원)으로 목표주가를 산정하였다. 2018년은 중대형 전지로 돈을 버는 첫 해가 될 것으로 예상된다. 아직까지 **동사의 중대형 전지 부문 가치는 글로벌 경쟁사 대비 저평가**되어 있다고 판단된다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	5,474	4,955	5,201	6,493	8,246	9,818
영업이익 (십억원)	71	-267	-926	108	501	730
영업이익률 (%)	1.3	-5.4	-17.8	1.7	6.1	7.4
순이익 (십억원)	-84	54	219	738	1,142	1,274
EPS (원)	-1,426	765	3,117	10,490	16,227	18,104
ROE (%)	-0.9	0.5	2.0	6.7	9.7	9.9
P/E (배)	-	149.0	35.0	19.6	12.7	11.4
P/B (배)	0.7	0.7	0.7	1.2	1.1	1.0
배당수익률 (%)	0.9	0.9	0.9	0.5	0.5	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 삼성SDI, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 삼성SDI 2017년 3분기 주요 손익 추정 및 컨센서스 (K-IFRS 연결 기준) (십억원, 원, %)

	3Q16	2Q17	3Q17P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,290.0	1,454.3	**1,708.0**	1,603.3	1,649.1	32.4	17.4
영업이익	-110.4	5.5	**60.2**	32.5	26.1	흑전	1,001.8
영업이익률	-8.6	0.4	**3.5**	2.0	1.6	12.1	3.1
세전이익	-4.9	231.6	**174.9**	212.9	183.6	흑전	-24.5
순이익	-34.1	193.1	**145.7**	168.6	133.9	흑전	-24.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 삼성SDI, WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터,

표 2. 삼성SDI Valuation Table

영업가치	EBITDA	적용 EV/EBITDA	EV	비고
IT	420	4.0	1,679	-
EV/ESS	727	7.0	5,089	2020F EBITDA
EM	395	6.0	2,368	-
영업가치 합계 (A)			9,136	
자산가치 (상장사)			881	시가 총액 30% 할인
자산가치 (비상장사)			8,745	삼성디스플레이 7.3조원
투자자산가치 합계 (B)			9,626	
순차입금 (C)			-212	
EV (A)+(B)-(C)			18,974	
주식수			70,382	
주당가치			269,590	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 삼성SDI 연결 기준 영업 실적 추이 및 전망 (십억원, %)

구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017F	2018F
매출액	**1,305**	**1,454**	**1,707**	**2,027**	**1,992**	**1,948**	**2,090**	**2,215**	**6,493**	**8,246**
전지	823	987	1,169	1,467	1,425	1,345	1,457	1,562	4,447	5,790
소형전지(IT)	551	690	814	945	962	845	907	901	3,000	3,615
중대형전지(EV, ESS)	272	298	355	523	463	501	551	660	1,447	2,175
전자재료	482	467	538	559	567	603	633	653	2,046	2,456
영업이익	**-67**	**6**	**60**	**109**	**110**	**94**	**133**	**165**	**108**	**501**
전지	-114	-48	3	49	47	29	66	96	-110	239
소형전지(IT)	-23	15	49	73	73	43	60	60	114	236
중대형전지(EV, ESS)	-90	-63	-45	-25	-26	-13	6	37	-223	3
전자재료	46	54	57	60	63	65	67	69	218	263
기타									0	0
영업이익률	-5.2	0.4	3.5	5.4	5.5	4.8	6.3	7.5	1.7	6.1
전지	-13.8	-4.9	0.3	3.3	3.3	2.2	4.5	6.2	-2.5	4.1
전자재료	9.6	11.5	10.5	10.8	11.0	10.8	10.5	10.5	10.6	10.7

자료: 미래에셋대우 리서치센터

삼성SDI (006400)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	**5,201**	**6,493**	**8,246**	**9,818**
매출원가	**4,450**	**5,271**	**6,620**	**7,896**
매출총이익	**751**	**1,222**	**1,626**	**1,922**
판매비와관리비	**1,677**	**1,115**	**1,124**	**1,192**
조정영업이익	**-926**	**108**	**501**	**730**
영업이익	**-926**	**108**	**501**	**730**
비영업손익	**105**	**752**	**909**	**843**
금융손익	-2	-8	-3	4
관계기업등 투자손익	245	771	911	840
세전계속사업손익	-821	860	1,410	1,573
계속사업법인세비용	58	161	352	393
계속사업이익	-879	698	1,057	1,180
중단사업이익	1,090	0	0	0
당기순이익	**211**	**698**	**1,057**	**1,180**
지배주주	219	738	1,142	1,274
비지배주주	-8	-40	-85	-94
총포괄이익	**-11**	**783**	**1,057**	**1,180**
지배주주	21	800	1,063	1,186
비지배주주	-32	-17	-5	-6
EBITDA	-471	554	991	1,242
FCF	-2,142	-552	385	646
EBITDA 마진율 (%)	-9.1	8.5	12.0	12.7
영업이익률 (%)	-17.8	1.7	6.1	7.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.2	11.4	13.8	13.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	**3,958**	**4,939**	**5,856**	**6,689**
현금 및 현금성자산	1,012	1,827	2,745	3,192
매출채권 및 기타채권	912	925	940	1,041
재고자산	729	1,097	1,061	1,275
기타유동자산	1,305	1,090	1,110	1,181
비유동자산	**10,942**	**11,408**	**11,687**	**12,602**
관계기업투자등	5,526	5,711	5,831	6,563
유형자산	2,504	2,865	3,043	3,182
무형자산	942	888	821	769
자산총계	**14,900**	**16,348**	**17,543**	**19,292**
유동부채	**2,213**	**2,966**	**3,163**	**3,628**
매입채무 및 기타채무	522	698	763	916
단기금융부채	384	848	848	848
기타유동부채	1,307	1,420	1,552	1,864
비유동부채	**1,723**	**1,863**	**1,982**	**2,263**
장기금융부채	586	582	582	582
기타비유동부채	1,137	1,281	1,400	1,681
부채총계	**3,936**	**4,829**	**5,145**	**5,891**
지배주주지분	**10,722**	**11,322**	**12,287**	**13,383**
자본금	357	357	357	357
자본잉여금	5,031	5,031	5,031	5,031
이익잉여금	4,995	5,595	6,669	7,877
비지배주주지분	**242**	**196**	**111**	**17**
자본총계	**10,964**	**11,518**	**12,398**	**13,400**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	**-1,310**	**364**	**985**	**1,246**
당기순이익	211	698	1,057	1,180
비현금수익비용가감	150	-153	-98	31
유형자산감가상각비	360	359	422	460
무형자산상각비	95	88	67	51
기타	-305	-600	-587	-480
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1,413	-21	350	394
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-44	-85	-9	-87
재고자산 감소(증가)	-178	-300	35	-213
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-94	185	49	117
법인세납부	-254	-187	-352	-393
투자활동으로 인한 현금흐름	**1,854**	**-386**	**-680**	**-729**
유형자산처분(취득)	-753	-904	-600	-600
무형자산감소(증가)	-9	17	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-662	277	-80	-129
기타투자활동	3,278	224	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-819**	**226**	**-178**	**-177**
장단기금융부채의 증가(감소)	-780	460	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-73	-138	-68	-67
기타재무활동	34	-96	-110	-110
현금의 증가	**-276**	**816**	**918**	**447**
기초현금	1,288	1,012	1,827	2,745
기말현금	1,012	1,827	2,745	3,192

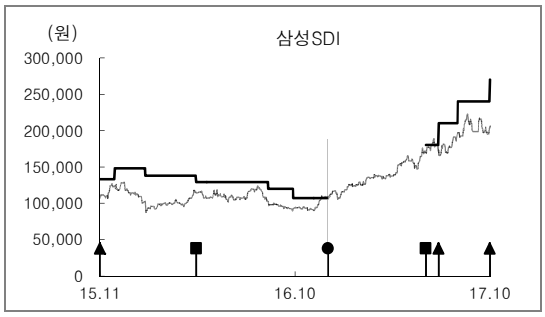
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	35.0	19.6	12.7	11.4
P/CF (x)	21.2	26.6	15.1	12.0
P/B (x)	0.7	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	-	24.3	12.5	9.5
EPS (원)	3,117	10,490	16,227	18,104
CFPS (원)	5,131	7,747	13,636	17,199
BPS (원)	155,915	165,777	181,040	198,193
DPS (원)	1,000	1,000	1,000	1,000
배당성향 (%)	31.4	9.4	6.2	5.5
배당수익률 (%)	0.9	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	5.0	24.8	27.0	19.1
EBITDA증가율 (%)	-	-	78.9	25.3
조정영업이익증가율 (%)	-	-	363.9	45.7
EPS증가율 (%)	307.5	236.5	54.7	11.6
매출채권 회전율 (회)	6.1	7.9	9.6	10.8
재고자산 회전율 (회)	7.0	7.1	7.6	8.4
매입채무 회전율 (회)	12.4	12.1	11.9	12.4
ROA (%)	1.4	4.5	6.2	6.4
ROE (%)	2.0	6.7	9.7	9.9
ROIC (%)	-21.0	2.1	10.8	17.9
부채비율 (%)	35.9	41.9	41.5	44.0
유동비율 (%)	178.9	166.5	185.1	184.4
순차입금/자기자본 (%)	-8.9	-9.1	-16.1	-18.5
조정영업이익/금융비용 (x)	-26.4	4.3	16.4	23.9

자료: 삼성SDI, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성SDI(006400)				
2017.10.31	매수	270,000	-	-
2017.09.01	매수	240,000	-14.63	-7.08
2017.07.27	매수	210,000	-14.33	-6.43
2017.07.03	Trading Buy	180,000	-0.90	5.00
2017.01.01	중립		-	-
2016.12.31	분석 대상 제외		-	-
2016.10.28	Trading Buy	107,000	-9.47	2.80
2016.09.11	Trading Buy	120,000	-20.49	-16.67
2016.04.29	Trading Buy	129,000	-14.00	-3.88
2016.01.25	매수	138,000	-27.51	-14.49
2015.11.29	매수	148,000	-21.72	-12.84
2015.10.01	매수	133,000	-14.91	-4.51



* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상

산업

비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
74.52%	12.50%	12.98%	0.00%

* 2017년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.