

삼성SDI (006400)

디스플레이

김광진



02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	900,000원 (U)
현재주가 (1/11)	730,000원
상승여력	23%

시가총액	509,585억원
총발행주식수	70,382,426주
60일 평균 거래대금	2,593억원
60일 평균 거래량	477,900주
52주 고	739,000원
52주 저	183,000원
외인지분율	44.32%
주요주주	삼성전자 외 6인 20.56%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	31.3	64.0	193.2
상대	15.5	24.6	105.5
절대(달러환산)	31.4	73.6	212.4

중대형 전지부문 이익기여 시작

4Q20 Preview : 중대형 전지부문 이익 기여 본격화

4Q20 예상실적은 매출액 3.58조원(+16.0% QoQ), 영업이익 3,258억원(+21.8% QoQ) 전망. 계절적 비수기 진입에 따른 고객사 재고조정 영향으로 소형전지 및 전자재료 부문 소폭 역성장 예상. 반면, 중대형 전지부문이 +49.7% 성장하며 전사 실적 견인 전망(EV +48.5% QoQ, ESS +53.2% QoQ). 이에 따라 중대형 전지 부문 매출비중도 3Q 38% 수준에서 49%로 증가. EV, ESS 동시 이익 발생하는 첫 분기가 될 것으로 판단. 중대형 전지 부문의 이익 기여 본격화되기 시작

중대형 전지 성장 지속. 단기 노이즈보다 중장기 성장가치에 집중

올해 예상실적은 중대형 전지 부문 성장을 기반으로 매출액 14.3조원(+22.8% YoY), 영업이익 1.27조원(+68.7% YoY) 전망. 중대형 전지 부문의 합산 전사 실적 기여도는 EV 및 ESS 향 공급 모두 확대됨에 따라 매출 기준 49%, 영업이익 기준 30%에 육박할 것으로 기대

단기적으로 총당금 반영 및 수주 기대치 하회와 같은 악재성 이벤트 발생할 수 있으나 일시적 노이즈일 뿐 배터리 산업의 중장기 성장 가치에 집중할 필요. 글로벌 주요국들의 친환경 정책 강화로 EV 시장의 성장은 예상대비 가속화되고 있으며, 특히 환경 규제가 가장 강력하게 적용되고 있는 유럽 시장의 중요도 상승. 동사는 폭스바겐, BMW 등 주요 유럽 완성차 업체들을 고객사로 확보하고 있으며, 공격적인 헝가리 2공장 증설 진행 중. 또한 이번 정기 인사를 통해 유추해볼 때 동사의 유럽 시장 전략은 더욱 강화될 것으로 전망하며, 공격적인 시장 지배력 확대를 통해 기대치를 상회하는 성장 가능할 것으로 판단

목표주가 90만원으로 상향. 상승여력 충분

목표주가를 기존 61만원에서 90만원으로 47.5% 상향조정. 산출방식은 SOTP Valuation 방식에 근거해 목표 기업가치를 61.8조원(영업가치 56.1조원, 투자자산 가치 9.2조원, 순차입금 3.6조원)으로 산정. 중대형 전지부문(EV+ESS)의 가치는 42.8조원('21~'23년 평균 EBITDA, Target EV/EBITDA 25.X 적용)제시. 최근 단기 급등(11/30 이후 37% 상승)에도 불구하고 중장기 성장성 감안 시 여전히 상승여력 충분

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,580	26.9	16.0	3,544	1.0
영업이익	326	1,518.8	21.8	324	0.4
세전계속사업이익	415	흑전	39.3	468	-11.2
지배순이익	306	흑전	37.4	329	-6.8
영업이익률 (%)	9.1	+8.4 %pt	+0.4 %pt	9.2	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	8.6	흑전	+1.4 %pt	9.3	-0.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	9,158	10,097	11,623	14,273
영업이익	715	462	751	1,267
지배순이익	701	357	563	1,035
PER	21.4	45.5	78.5	49.6
PBR	1.3	1.3	3.4	3.8
EV/EBITDA	12.9	14.1	25.9	22.1
ROE	6.0	2.9	4.5	7.8

자료: 유안타증권

표1. 실적 추정치 변경

(단위 : 십억원, %)

	4Q20E			1Q20E			2020E			2021E		
	기준	실적	차이	기준	변경	차이	기준	변경	차이	기준	변경	차이
매출	3,468	3,580	3.2	3,116	3,170	1.7	11,511	11,623	1.0	14,177	14,273	0.7
영업이익	282	326	15.6	204	228	11.8	707	751	6.2	1,176	1,267	7.7
지배순이익	276	306	10.9	139	176	26.6	533	563	5.6	963	1,035	7.5

자료: 유안타증권 리서치센터

표2. 삼성 SDI 분기별 실적 추이(연결)

(단위 : 십억원, %)

	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	Y2020E	Y2021E	Y2022E
매출액	2,397.5	2,558.6	3,087.2	3,579.9	3,169.6	3,377.7	3,860.8	3,864.6	11,623.2	14,272.6	17,077.0
에너지솔루션	1,795.5	1,920.9	2,383.5	2,890.0	2,552.0	2,708.1	3,099.8	3,125.1	8,989.9	11,484.9	14,018.2
중대형 전지	970.6	991.4	1,168.3	1,748.7	1,528.9	1,639.1	1,849.1	1,918.1	4,879.0	6,935.3	9,101.7
EV	718.0	658.3	878.9	1,305.4	1,129.6	1,230.2	1,364.2	1,403.7	3,560.5	5,127.7	6,769.0
ESS	252.6	333.1	289.4	443.3	399.3	408.9	485.0	514.4	1,318.5	1,807.6	2,332.7
소형전지	824.9	929.5	1,215.1	1,141.4	1,023.0	1,069.0	1,250.6	1,206.9	4,110.9	4,549.6	4,916.5
전자재료	602.0	637.7	703.7	689.8	617.6	669.6	761.0	739.5	2,633.3	2,787.8	3,058.7
YoY%	4.1%	6.6%	20.3%	27.0%	32.2%	32.0%	25.1%	8.0%	15.2%	22.8%	19.6%
에너지솔루션	3.8%	5.6%	22.1%	30.9%	42.1%	41.0%	30.1%	8.1%	16.6%	27.8%	22.1%
중대형 전지	60.3%	51.1%	32.0%	44.0%	57.5%	65.3%	58.3%	9.7%	45.1%	42.1%	31.2%
EV	66.1%	44.7%	51.0%	47.8%	57.3%	86.9%	55.2%	7.5%	51.3%	44.0%	32.0%
ESS	45.8%	65.6%	-4.5%	33.8%	58.0%	22.7%	67.6%	16.0%	30.7%	37.1%	29.0%
소형전지	-26.7%	-20.1%	13.9%	14.9%	24.0%	15.0%	2.9%	5.7%	-5.5%	10.7%	8.1%
전자재료	5.2%	9.7%	14.6%	13.0%	2.6%	5.0%	8.1%	7.2%	10.7%	5.9%	9.7%
매출총이익	376.2	484.2	601.0	578.7	531.1	530.5	571.1	582.5	2,569.5	3,446.4	4,346.2
YoY%	74.6%	80.5%	83.4%	63.3%	41.1%	9.6%	-5.0%	0.7%	16.0%	34.1%	26.1%
매출총이익율%	15.7%	18.9%	19.5%	16.2%	16.8%	15.7%	14.8%	15.1%	22.1%	24.1%	25.5%
영업이익	54.0	103.8	267.4	325.8	227.8	276.1	378.6	384.0	751.0	1,266.5	1,706.4
YoY%	-54.6%	-34.0%	61.1%	1519.1%	322.1%	165.8%	41.6%	17.9%	62.5%	68.7%	34.7%
영업이익율%	2.3%	4.1%	8.7%	9.1%	7.2%	8.2%	9.8%	9.9%	6.5%	8.9%	10.0%

자료: 유안타증권 리서치센터

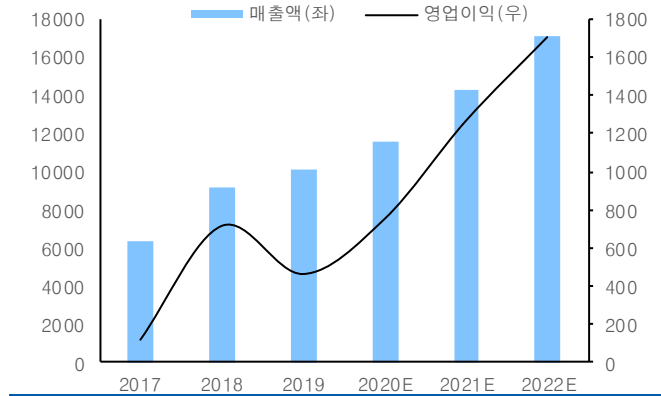
표3. 목표주가 산정 (SOTP Valuation)

(단위 : 십억원, %)

항목	기업가치	비고
1. 사업가치	56,087.1	
중대형 전지(EV) 가치	32,713.8	'21~'23년 평균 EBITDA X Target EV/EBITDA 25.X
중대형 전지(ESS)가치	10,156.0	'21~'23년 평균 EBITDA X Target EV/EBITDA 25.X
소형 전지 가치	7,088.5	'21~'23년 평균 EBITDA X Target EV/EBITDA 10.X
전자재료 가치	6,128.8	'21~'23년 평균 EBITDA X Target EV/EBITDA 10.X
2. 주요 투자자산 가치	9,215.4	
삼성디스플레이(15.2%)	4,837.1	3Q20 장부가치
한화총합화학(4.0%)	116.8	3Q20 장부가치
삼성엔지니어링(11.7%)	1,920.8	상장사 할인 30%(1/11 종가기준)
에스원(11.0%)	2,340.7	상장사 할인 30%(1/11 종가기준)
3. 순차입금	3,602.8	'21년 말 기준
4. 총 기업가치	61,699.7	
5. 발행주식총수	68,764,530주	보통주
6. 주당 기업가치	897,261원	
7. 목표주가	900,000원	
8. 현재주가	730,000원	1/11 종가
9. 상승여력	23.3%	

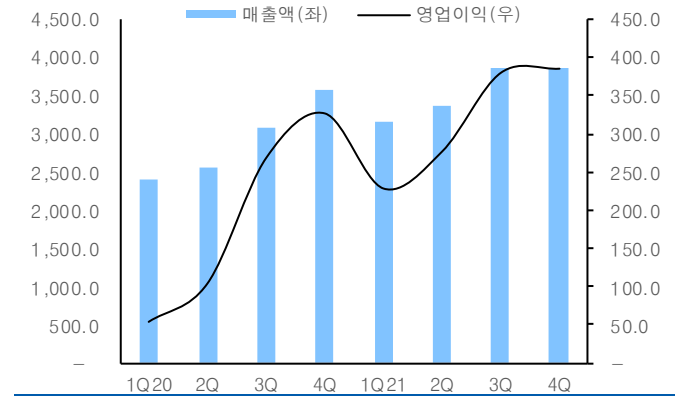
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 1. 삼성 SDI 연도별 매출액 및 영업이익 추이 (단위 : 십억원)



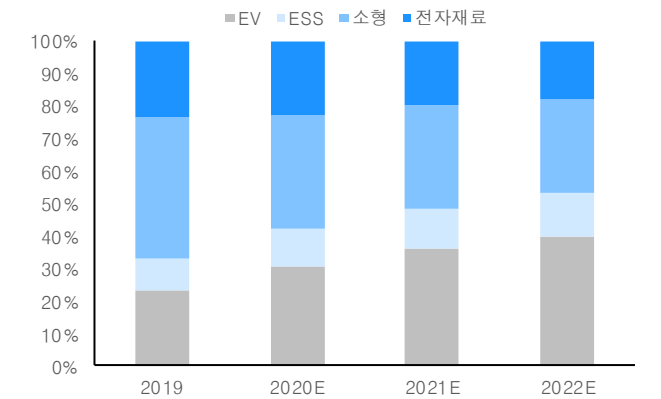
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 2. 삼성 SDI 분기별 매출액 및 영업이익 추이 (단위 : 십억원)



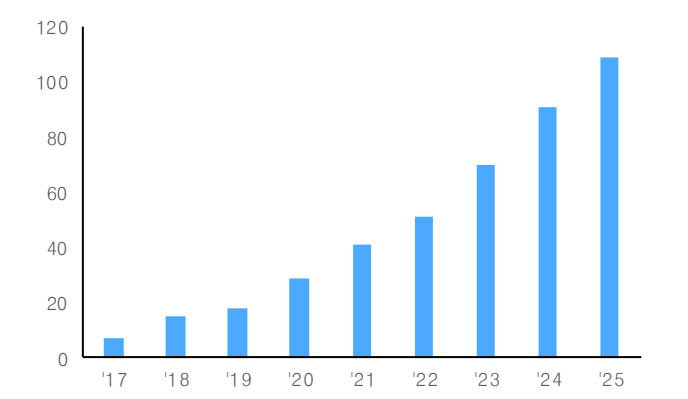
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 3. 삼성 SDI Application 별 매출비중 (단위 : %)



자료: 삼성 SDI, 유안타증권 리서치센터

그림 4. 삼성 SDI 중대형 배터리 생산능력 추이 (단위 : GWh)



자료: 산업자료, 유안타증권 리서치센터

삼성 SDI (006400) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서				(단위: 십억원)	
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	9,158	10,097	11,623	14,273	17,077
매출원가	7,118	7,882	9,054	10,826	12,731
매출총이익	2,040	2,215	2,569	3,446	4,346
판매비	1,325	1,753	1,819	2,180	2,640
영업이익	715	462	751	1,267	1,706
EBITDA	1,297	1,318	1,821	2,481	3,057
영업외손익	321	102	38	165	187
외환관련손익	-45	-25	3	19	25
이자손익	-34	-64	-60	-71	-79
관계기업관련손익	342	179	176	256	277
기타	57	13	-80	-38	-36
법인세비용차감전순손익	1,036	565	789	1,432	1,893
법인세비용	291	162	170	315	415
계속사업순손익	745	402	620	1,117	1,478
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	745	402	620	1,117	1,478
지배지분순이익	701	357	563	1,035	1,370
포괄순이익	796	541	773	1,404	1,765
지배지분포괄이익	748	494	757	1,431	1,798

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	261	923	1,085	1,651	1,351
당기순이익	745	402	620	1,117	1,478
감가상각비	491	763	977	1,152	1,309
외환손익	39	27	-14	-19	-25
중속, 관계기업관련손익	-342	-179	-176	-256	-277
자산부채의 증감	-979	-307	-477	-453	-1,224
기타현금흐름	307	216	155	109	89
투자활동 현금흐름	-1,705	-1,535	-1,843	-2,026	-2,026
투자자산	0	0	-19	-29	-29
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,146	-1,898	-1,831	-2,000	-2,000
유형자산 감소	4	19	5	0	0
기타현금흐름	438	344	3	3	3
재무활동 현금흐름	1,756	239	528	526	327
단기차입금	687	-246	223	200	100
사채 및 장기차입금	1,132	563	384	400	300
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-72	-67	-67	-67	-67
기타현금흐름	9	-11	-12	-7	-6
연결범위변동 등 기타	-4	13	157	-69	463
현금의 증감	308	-360	-74	81	114
기초 현금	1,209	1,517	1,156	1,083	1,164
기말 현금	1,517	1,156	1,083	1,164	1,278
NOPLAT	715	462	751	1,267	1,706
FCF	-2,029	-1,019	-648	-250	-541

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

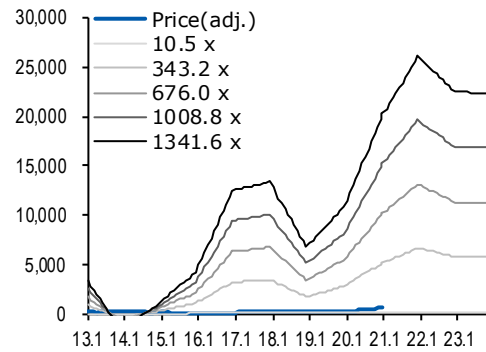
재무상태표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	5,519	5,181	5,943	6,326	7,629
현금및현금성자산	1,517	1,156	1,083	1,164	1,278
매출채권 및 기타채권	1,632	1,954	2,349	2,483	3,009
재고자산	1,746	1,708	2,106	2,273	2,937
비유동자산	13,830	14,671	15,670	16,740	17,696
유형자산	4,608	5,427	6,284	7,132	7,822
관계기업등 지분관련자산	6,555	6,763	7,048	7,333	7,639
기타투자자산	1,519	1,296	1,179	1,179	1,179
자산총계	19,350	19,852	21,614	23,066	25,325
유동부채	4,013	3,742	5,145	5,456	5,979
매입채무 및 기타채무	1,982	1,463	1,819	1,930	2,153
단기차입금	1,490	1,315	1,449	1,649	1,749
유동성장기부채	250	452	1,401	1,401	1,601
비유동부채	3,112	3,450	3,125	3,525	3,625
장기차입금	826	1,213	1,198	1,598	1,698
사채	688	589	220	220	220
부채총계	7,125	7,192	8,270	8,981	9,604
지배지분	11,934	12,325	12,972	13,689	15,279
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	5,038	5,002	5,002	5,002	5,002
이익잉여금	6,613	6,907	7,403	7,834	9,136
비지배지분	291	335	372	396	442
자본총계	12,225	12,660	13,344	14,085	15,721
순차입금	1,616	2,289	3,084	3,603	3,888
총차입금	3,284	3,593	4,302	4,902	5,302

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
EPS	9,962	5,066	8,002	14,706	19,459	
BPS	169,560	175,114	184,308	194,500	217,080	
EBITDAPS	18,431	18,729	25,874	35,254	43,432	
SPS	130,122	143,465	165,144	202,787	242,631	
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	
PER	21.4	45.5	78.5	49.6	37.5	
PBR	1.3	1.3	3.4	3.8	3.4	
EV/EBITDA	12.9	14.1	25.9	22.1	18.1	
PSR	1.6	1.6	3.8	3.6	3.0	

재무비율				(단위: 배, %)	
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	44.3	10.3	15.1	22.8	19.6
영업이익 증가율 (%)	511.6	-35.4	62.5	68.7	34.7
지배순이익 증가율 (%)	6.7	-49.1	58.0	83.8	32.3
매출총이익률 (%)	22.3	21.9	22.1	24.1	25.5
영업이익률 (%)	7.8	4.6	6.5	8.9	10.0
지배순이익률 (%)	7.7	3.5	4.8	7.3	8.0
EBITDA 마진 (%)	14.2	13.1	15.7	17.4	17.9
ROIC	8.9	4.3	6.7	9.9	11.8
ROA	4.0	1.8	2.7	4.6	5.7
ROE	6.0	2.9	4.5	7.8	9.5
부채비율 (%)	58.3	56.8	62.0	63.8	61.1
순차입금/자기자본 (%)	13.5	18.6	23.8	26.3	25.4
영업이익/금융비용 (배)	13.8	5.6	10.4	15.5	18.9

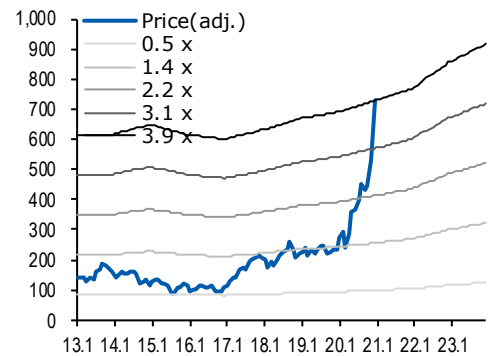
P/E band chart

(천원)



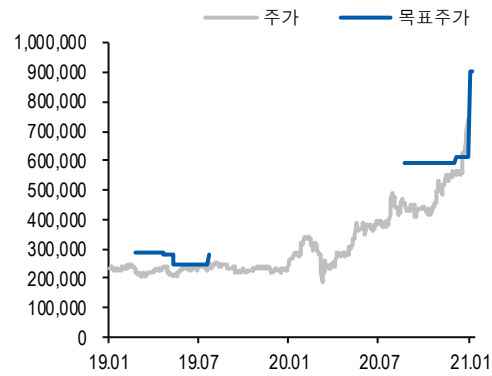
P/B band chart

(천원)



삼성 SDI (006400) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-01-12	BUY	900,000	1년		
2020-12-14	BUY	610,000	1년	1.07	21.15
2020-09-01	BUY	590,000	1년	-19.83	-4.07
2019-12-04	담당자변경				
	Not Rated	-	1년		-
2019-08-01	담당자변경				
	BUY	280,000	1년	-15.92	-8.75
2019-05-22	BUY	250,000	1년	-7.19	-0.40
2019-05-02	BUY	280,000	1년	-20.74	-14.64
2019-03-07	BUY	290,000	1년	-23.96	-18.45

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.2
Buy(매수)	92.9
Hold(중립)	5.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-01-09

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김광진)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.