



하나금융그룹

2021년 01월 24일 | Equity Research

# 삼성SDI (006400)

## 숨겨진 가치 반영

### 전지 부문 매출 성장성 Valuation에 반영

전기차, ESS, 물류시스템, 드론 등으로 배터리의 수요처가 확장되고 해당 시장 내 침투율이 가파르게 상승하는 국면에서 매출 증가에 따른 레버리지 효과를 아직 가늠하기 어려운 점을 감안, 매출 성장성을 가치 평가에 반영하기 위해 EV/Sales를 Valuation에 활용하였다. CATL의 현재 Enterprise Value는 167조원 수준이다(시가총액 162조원 및 순차입금 5조원). 2021년 기준 컨센서스 매출은 약 12조원으로, CATL의 EV/Sales는 약 13.9배 수준이다. 현재 삼성SDI Enterprise Value는 약 57조원이다(시가총액 54조원 및 순차입금 2.3조원, 우선주 0.8조원). 매도가능금융자산(1.1조원)과 삼성디스플레이 등 지분가치(5조원), 전자재료 가치(6조원)를 합산하면 총 12조원 수준이다. 57조원에서 12조원을 차감해 도출한 현재 삼성SDI의 전지 부문 가치는 약 45조원이다. 2021년 기준 2차 전지 부문 예상 매출이 약 11조원 이므로, 전지 부문의 EV/Sales는 4배 수준이다. CATL 14배 대비 극도의 저평ガ다. 이에 2021년 전지 예상 매출에 CATL의 EV/Sales를 60% 할인한 6배를 부여하여 전지 부문 가치 64조원을 도출하였다. 2차전지 부문의 절반을 차지하는 소형 전지 부문이 그동안 전동공구 및 스마트폰형 전방수요에만 국한되어 상대적으로 성장성 부각되지 못했으나 2021년부터 원통형 전지의 전기차 및 ESS 향 매출이 본격화되며 기업가치 상승 견인할 전망이다.

### 소형 전지 전기차 및 ESS 매출 본격화

삼성SDI의 경우 그동안 GWh로 표현되는 중대형 전지 부문에 대해서만 전기차 멀티플을 부여받아 실질적인 디스카운트 받아왔으나 볼보 및 재규어형 원통형 전지와 테슬라 ESS형 원통형 전지 사업이 본격화되고 있는 점 감안, 소형전지 부문의 성장성 디스카운트 받을 이유 없다고 판단한다.

### 매출 성장성과 함께 수익성 개선 동반

소형 전지 부문 성장성을 밸류에이션에 반영하여 목표주가를 105만원으로 상향한다. 상기한 매출 성장성과 함께 수익성 개선 역시 동반되며 고 멀티플 정당화 시켜줄 것으로 판단한다. 소형 전지 부문은 이미 영업이익률 10% 이상 유지하고 있는 가운데, 장기간 적자 사업부였던 전기차 배터리 부문이 4분기부터 2~3%대 영업이익률 시현하며 흑자 구조 진입 예상된다. ESS 부문 역시 북미 재생에너지 사업 개화 과정에서 4분기부터 재차 흑자 구조 진입하며 중대형전지 부문 수익성 개선 가속화될 전망이다.

### 기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 1,050,000원(상향) | CP(1월22일): 792,000원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	3,140.63		
52주 최고/최저(원)	792,000/183,000		
시가총액(십억원)	54,461.5		
시가총액비중(%)	2.51		
발행주식수(천주)	68,764.5		
60일 평균 거래량(천주)	529,783.4		
60일 평균 거래대금(십억원)	310.2		
20년 배당금(예상,원)	1,000		
20년 배당수익률(예상, %)	0.23		
외국인지분율(%)	44.68		
주요주주 지분율(%)			
삼성전자 외 6 인	20.56		
국민연금공단	9.99		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	42.7 104.1 176.9		
상대	24.2 44.9 99.9		

Stock Price	
(천원)	삼성SDI(좌) 상대지수(우)
20.1 20.4 20.7 20.10 21.1	230 210 190 170 150 130 110 90 70

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	9,158.3	10,097.4	11,595.2	13,264.3	15,266.7
영업이익	십억원	715.0	462.2	730.1	1,080.5	1,322.7
세전이익	십억원	1,036.2	564.6	821.8	1,439.0	1,695.3
순이익	십억원	701.2	356.5	552.9	949.3	1,117.5
EPS	원	9,962	5,066	7,856	13,487	15,877
증감율	%	6.68	(49.15)	55.07	71.68	17.72
PER	배	21.98	46.59	79.94	58.72	49.88
PBR	배	1.26	1.31	3.36	3.97	3.69
EV/EBITDA	배	13.20	14.43	18.82	14.16	12.44
ROE	%	6.05	2.94	4.40	7.16	7.86
BPS	원	174,463	180,017	187,025	199,561	214,487
DPS	원	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000



Analyst 김현수  
02-3771-7503  
hyunsoo@hanafn.com

표 1. 삼성SDI Valuation Table

		Fair Value	2021년 (1)	Multiple (2)	산출 기준 (1) x (2)
영업가치(십억원)	전자재료	6,270	570	11.0	(1) 2021년 추정 EBITDA (2) SK마티리얼즈 EV/EBITDA 20% 할인
	전지(소형+중대형)	63,737	10,623	6.0	(1) 2021년 추정 매출 (2) CATL EV/Sales 60% 할인
	Total	70,007			
비영업가치(십억원)	상장 지분 증권	551			장부가 30% 할인
	삼성디스플레이	4,704			장부가 30% 할인
	Total	5,255			
총기업가치(십억원)		75,262			
순차입금(십억원)		2,350			
우선주 시총(십억원)		793			
적정시가총액(십억원)		72,119			
발행주식수(천주)		68,765			
적정 주당가치(원)		1,048.772			

자료: 하나금융투자

표 2. 삼성SDI 실적 추이 및 전망

(단위 : 십억원)

		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21	4Q21F	2018	2019	2020F	2021F	
매출액	2차전지	1,793	1,904	2,375	2,891	2,257	2,549	2,783	3,034	7,014	7,739	8,963	10,623	
		소형	816	923	1,217	1,143	922	979	1,129	1,121	4,123	4,334	4,098	4,151
		중대형	977	982	1,157	1,748	1,335	1,570	1,654	1,913	2,891	3,405	4,864	6,472
		EV	715	663	875	1,270	991	1,173	1,244	1,448	1,386	2,317	3,523	4,856
		ESS	262	319	283	478	344	397	410	465	1,505	1,088	1,341	1,616
	소재	605	654	713	661	614	628	685	715	2,144	2,359	2,632	2,641	
		전자재료	605	654	713	661	614	628	685	715	2,144	2,359	2,632	2,641
	합계	2,397	2,559	3,087	3,552	2,871	3,177	3,468	3,749	9,158	10,097	11,595	13,264	
	YoY	4%	6%	20%	26%	20%	24%	12%	6%	44%	10%	15%	14%	
	영업이익	-11	0	148	198	106	142	194	229	435	116	335	671	
영업이익	2차전지	소형	28	60	148	124	84	101	144	141	541	554	359	469
		증대형	-38	-59	0	74	22	41	50	88	-106	-437	-24	201
		EV	-21	-64	-1	32	5	18	30	55	-226	-169	-54	107
		ESS	-17	4	1	42	17	23	20	33	120	-268	30	94
		소재	65	104	119	107	90	94	108	117	280	346	395	410
	전자재료	65	104	119	107	90	94	108	117	280	346	395	410	
		합계	54	104	267	305	196	236	302	346	715	462	730	1,081
	YoY	-55%	-34%	61%	1415%	264%	127%	13%	14%	512%	-35%	58%	48%	
	OPM	2차전지	-0.6%	0.0%	6.2%	6.8%	4.7%	5.6%	7.0%	7.5%	6.2%	1.5%	3.7%	6.3%
	2차전지	소형	3.4%	6.5%	12.2%	10.8%	9.1%	10.3%	12.7%	12.5%	13.1%	12.8%	8.8%	11.3%
		증대형	-3.9%	-6.1%	0.0%	4.2%	1.7%	2.6%	3.0%	4.6%	-3.7%	-12.8%	-0.5%	3.1%
		EV	-3.0%	-9.6%	-0.1%	2.5%	0.5%	1.5%	2.4%	3.8%	-16%	-7%	-2%	2%
		ESS	-6.5%	1.3%	0.3%	8.8%	5.0%	5.8%	5.0%	7.1%	8%	-25%	2%	6%
Cf.(삼성디스플레이 영업이익)	소재	10.7%	15.9%	16.8%	16.3%	14.7%	15.0%	15.8%	16.4%	13.1%	14.7%	15.0%	15.5%	
	전자재료	10.7%	15.9%	16.8%	16.3%	14.7%	15.0%	15.8%	16.4%	13.1%	14.7%	15.0%	15.5%	
	합계	2.3%	4.1%	8.7%	8.6%	6.8%	7.4%	8.7%	9.2%	7.8%	4.6%	6.3%	8.1%	
	지분법 이익	-290	320	473	1,246	407	202	1,410	1,308	2,617	1,579	1,749	3,327	
	삼성SDI 지배지분 순이익	-10	43	223	296	150	158	315	327	701	357	553	949	

자료: 삼성SDI, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>		<b>9,158.3</b>	<b>10,097.4</b>	<b>11,595.2</b>	<b>13,264.3</b>	<b>15,266.7</b>
매출원가		7,118.2	7,882.3	9,176.9	10,436.2	11,925.4
매출총이익		2,040.1	2,215.1	2,418.3	2,828.1	3,341.3
판관비		1,325.1	1,753.0	1,688.2	1,747.6	2,018.6
<b>영업이익</b>		<b>715.0</b>	<b>462.2</b>	<b>730.1</b>	<b>1,080.5</b>	<b>1,322.7</b>
금융손익		45.4	(69.3)	(72.1)	(66.3)	(71.6)
종속/관계기업손익		342.2	178.6	218.1	424.8	444.2
기타영업외손익		(66.4)	(6.9)	(54.3)	0.0	0.0
<b>세전이익</b>		<b>1,036.2</b>	<b>564.6</b>	<b>821.8</b>	<b>1,439.0</b>	<b>1,695.3</b>
법인세		291.2	162.3	213.0	414.4	489.1
계속사업이익		745.0	402.4	608.8	1,024.6	1,206.2
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>		<b>745.0</b>	<b>402.4</b>	<b>608.8</b>	<b>1,024.6</b>	<b>1,206.2</b>
비지배주주지분 순이익		43.9	45.8	55.8	75.3	88.7
<b>지배주주순이익</b>		<b>701.2</b>	<b>356.5</b>	<b>552.9</b>	<b>949.3</b>	<b>1,117.5</b>
지배주주지분포괄이익		748.4	493.8	605.9	1,032.9	1,216.0
NOPAT		514.1	329.3	540.8	769.3	941.1
EBITDA		1,297.2	1,318.2	1,763.2	2,322.0	2,705.9
<b>성장성(%)</b>						
매출액증가율		44.30	10.25	14.83	14.39	15.10
NOPAT증가율		463.71	(35.95)	64.23	42.25	22.33
EBITDA증가율		124.90	1.62	33.76	31.69	16.53
영업이익증가율		511.63	(35.36)	57.96	47.99	22.42
(지배주주)순익증가율		6.70	(49.16)	55.09	71.69	17.72
EPS증가율		6.68	(49.15)	55.07	71.68	17.72
<b>수익성(%)</b>						
매출총이익률		22.28	21.94	20.86	21.32	21.89
EBITDA이익률		14.16	13.05	15.21	17.51	17.72
영업이익률		7.81	4.58	6.30	8.15	8.66
계속사업이익률		8.13	3.99	5.25	7.72	7.90

대차대조표		(단위:십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>		<b>5,519.3</b>	<b>5,181.4</b>	<b>6,783.9</b>	<b>7,672.7</b>	<b>8,298.2</b>
금융자산		1,668.0	1,304.3	1,901.2	2,518.6	2,133.3
현금성자산		1,516.6	1,156.3	1,714.8	2,321.9	1,898.0
매출채권		1,496.4	1,819.8	2,291.4	2,418.7	2,893.2
재고자산		1,745.7	1,707.9	2,150.5	2,270.0	2,715.3
기타유동자산		609.2	349.4	440.8	465.4	556.4
<b>비유동자산</b>		<b>13,830.4</b>	<b>14,670.7</b>	<b>15,353.1</b>	<b>15,918.6</b>	<b>17,651.5</b>
투자자산		8,073.4	8,059.2	8,026.4	8,103.5	9,489.6
금융자산		1,518.7	1,296.0	1,195.6	1,204.4	1,237.1
유형자산		4,608.3	5,426.8	6,203.6	6,816.2	7,287.1
무형자산		866.3	831.4	774.7	650.5	526.3
기타비유동자산		282.4	353.3	348.4	348.4	348.5
<b>자산총계</b>		<b>19,349.7</b>	<b>19,852.1</b>	<b>22,137.0</b>	<b>23,591.3</b>	<b>25,949.7</b>
<b>유동부채</b>		<b>4,012.8</b>	<b>3,741.5</b>	<b>4,989.1</b>	<b>5,122.2</b>	<b>5,618.1</b>
금융부채		1,754.6	1,780.5	2,574.7	2,575.7	2,579.3
매입채무		638.6	611.6	770.0	812.9	972.3
기타유동부채		1,619.6	1,349.4	1,644.4	1,733.6	2,066.5
<b>비유동부채</b>		<b>3,111.7</b>	<b>3,450.2</b>	<b>3,935.4</b>	<b>4,299.0</b>	<b>5,022.2</b>
금융부채		1,544.1	1,827.0	1,891.6	2,141.6	2,441.6
기타비유동부채		1,567.6	1,623.2	2,043.8	2,157.4	2,580.6
<b>부채총계</b>		<b>7,124.5</b>	<b>7,191.8</b>	<b>8,924.5</b>	<b>9,421.2</b>	<b>10,640.3</b>
<b>지배주주지분</b>		<b>11,934.0</b>	<b>12,324.9</b>	<b>12,818.2</b>	<b>13,700.4</b>	<b>14,751.0</b>
자본금		356.7	356.7	356.7	356.7	356.7
자본잉여금		5,037.9	5,002.0	5,002.0	5,002.0	5,002.0
자본조정		(345.1)	(345.1)	(345.1)	(345.1)	(345.1)
기타포괄이익누계액		272.0	404.5	411.7	411.7	411.7
이익잉여금		6,612.5	6,906.9	7,392.8	8,275.1	9,325.7
<b>비지배주주지분</b>		<b>291.2</b>	<b>335.4</b>	<b>394.3</b>	<b>469.7</b>	<b>558.4</b>
<b>자본총계</b>		<b>12,225.2</b>	<b>12,660.3</b>	<b>13,212.5</b>	<b>14,170.1</b>	<b>15,309.4</b>
순금융부채		1,630.7	2,303.3	2,565.1	2,198.6	2,887.6

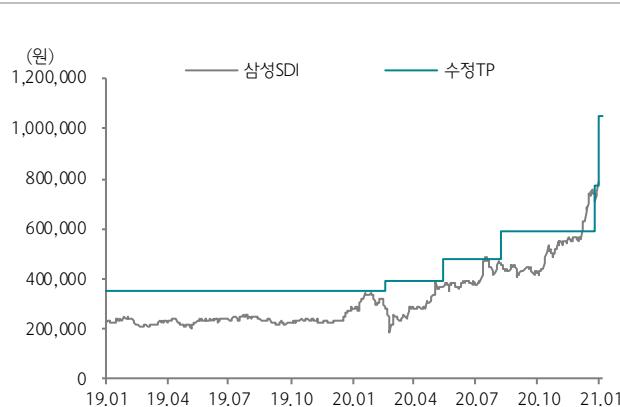
투자지표						
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>						
EPS		9,962	5,066	7,856	13,487	15,877
BPS		174,463	180,017	187,025	199,561	214,487
CFPS		19,533	19,667	24,756	32,992	38,446
EBITDAPS		18,431	18,729	25,052	32,992	38,446
SPS		130,122	143,465	164,746	188,460	216,910
DPS		1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
<b>주가지표(배)</b>						
PER		21.98	46.59	79.94	58.72	49.88
PBR		1.26	1.31	3.36	3.97	3.69
PCFR		11.21	12.00	25.37	24.01	20.60
EV/EBITDA		13.20	14.43	18.82	14.16	12.44
PSR		1.68	1.65	3.81	4.20	3.65
<b>재무비율(%)</b>						
ROE		6.05	2.94	4.40	7.16	7.86
ROA		4.00	1.82	2.63	4.15	4.51
ROIC		8.49	4.11	5.77	7.43	8.43
부채비율		58.28	56.81	67.55	66.49	69.50
순부채비율		13.34	18.19	19.41	15.52	18.86
이자보상배율(배)		13.81	5.62	9.73	13.26	14.91

자료: 하나금융투자

현금흐름표		(단위:십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>		<b>260.6</b>	<b>923.1</b>	<b>1,383.6</b>	<b>1,815.8</b>	<b>2,049.9</b>
당기순이익		745.0	402.4	608.8	1,024.6	1,206.2
조정		49	83	82	82	94
감가상각비		582.2	856.0	1,033.1	1,241.5	1,383.2
외환거래손익		38.7	26.9	23.4	0.0	0.0
지분법손익		(321.1)	(167.0)	(218.1)	(424.8)	(444.2)
기타		(250.8)	(632.9)	(756.4)	(734.7)	(845.0)
영업활동 자산부채 변동		(979.2)	(306.5)	(45.6)	(25.6)	(95.4)
<b>투자활동 현금흐름</b>		<b>(1,704.7)</b>	<b>(1,535.1)</b>	<b>(1,510.3)</b>	<b>(1,392.7)</b>	<b>(2,710.5)</b>
투자자산감소(증가)		277.4	192.8	250.9	347.7	(941.9)
자본증가(감소)		(2,142.4)	(1,879.0)	(1,599.0)	(1,730.0)	(1,730.0)
기타		160.3	151.1	(162.2)	(10.4)	(38.6)
<b>재무활동 현금흐름</b>		<b>1,756.1</b>	<b>238.9</b>	<b>700.3</b>	<b>184.0</b>	<b>236.7</b>
금융부채증가(감소)		1,853.9	308.8	858.7	251.0	303.7
자본증가(감소)		(4.8)	(36.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		(21.3)	33.0	(91.5)	(0.1)	(0.1)
배당지급		(71.7)	(66.9)	(66.9)	(66.9)	(66.9)
<b>현금의 증감</b>		<b>307.6</b>	<b>(360.3)</b>	<b>558.5</b>	<b>607.1</b>	<b>(423.9)</b>
Unlevered CFO		1,374.8	1,384.2	1,742.4	2,322.0	2,705.9
Free Cash Flow		(1,885.5)	(975.2)	(217.4)	85.8	319.9

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

## 삼성SDI



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
21.1.24	BUY	1,050,000		
21.1.17	BUY	770,000	-3.40%	2.86%
20.9.1	BUY	590,000	-13.11%	27.80%
20.6.7	BUY	480,000	-15.67%	1.67%
20.3.12	BUY	390,000	-26.87%	-0.51%
19.10.22	1년 경과		-	-
18.10.22	BUY	350,000	-34.86%	-27.00%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

## 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

## 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.13%	7.87%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 01월 21일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2021년 1월 24일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2021년 1월 24일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.