



하나금융그룹

2021년 03월 10일 | Equity Research

삼성SDI (006400)

비수기를 기회로

1Q21 Preview : 비수기 QoQ 이익 감소, YoY는 큰 폭 성장

삼성SDI 1분기 실적 전망은 기존 영업이익 1,422억원(YoY +164%)을 유지한다. 1) 전기차 배터리 부문 매출은 QoQ 13% 감소할 전망이다. 유럽 전기차 판매가 연말 Pull-in 수요 집중 이후 1분기 QoQ 감소 예상되는 상황에서 삼성SDI 부문 매출 역시 QoQ 감소 불가피하다. 다만 YoY 증가율은 +64%로 성장세 유지될 전망이다. 수익성은 BEP에 가까운 소폭 적자로 시장 기대치 부합 전망되며, 2분기 흑자 전환을 전망한다. ESS 합산한 중대형전지 부문 매출은 YoY +55%, 영업적자 11억원으로 YoY 적자 유지 불가피하나, 적자 폭은 대폭 축소(YoY +339억원) 전망된다. 2) 소형전지 부문 매출은 QoQ -4%, YoY +29%, OPM은 한자릿수 후반 수준으로 비수기 불구 견조한 실적 전망된다. 전동공구 수요 회복, 전기자전거 시장 확대, ESS 및 EV로의 수요처 확대로 계절적 변동성 축소되며 성장세 이어갈 전망이다. 3) 전자재료 부문 매출은 QoQ -16%, YoY -13%로 다소 부진할 전망이다. 가장 큰 비중 차지하는 편광필름 부문이 전방 수요 호조 불구 CAPA 축소 영향으로 매출 감소 불가피하다. 다만 OLED 비중 상승으로 수익성은 YoY 소폭 개선될 전망이다.

2021년 매출 성장 17%, 순이익 성장 59% 전망

2021년 실적은 매출 13.2조원(YoY +17%), 영업이익 1조원(YoY +50%), 지배순이익 0.9조원(YoY +59%)으로 매출 성장 대비 이익 증가폭 확대될 전망이다. 전기차 배터리 및 ESS 수익성 개선, 원형 전지 고부가 제품 mix 개선 영향으로 전사 마진 상승하며 이익 레버리지 확대될 전망이다. 분기 실적 추이는 1분기를 저점으로 매분기 QoQ 증의 전망된다.

변동성 확대 불가피, 중장기 100만원 주가 방향성 확고

가파른 전방 수요 증가 가정하에 2~3년 후 실적을 현재 가치화하고 있는 2차전지 섹터 입장에서 장기 금리 상승으로 인한 주가 변동성 확대는 불가피하다. 금리 추이에 따라 시장은 자신 있게 2023년 이후 실적을 당겨오기도 하고 2022년을 반영하는 것도 조심스러워하는 국면을 반복할 것으로 전망한다. 결국은 실적에 집중할 수밖에 없다. Q의 성장성은 의심할 필요가 없다. 현재 실적 추정치는 전지 부문 매출 연평균 20% 성장을 가정한 것으로 보수적이다 (중대형 전지는 25% 성장 가정). 강한 수요가 지속 확인되면, 최근 원통형전지처럼 신규 증설에 따른 매출 추정치 추가 상향 여력 발생할 수 있고 그러한 상황 지속 전개될 가능성이 높다. 역시 관건은 수익성이다. 중대형전지 BEP 도달한 현 시점에서 연평균 매출 증가율 25%, P 하락률 5~8% 가정 하에서 1%p 수준의 연평균 OPM 상승 전망에 무리 없다고 판단한다. 2019년부터 감가상각 연한을 5년으로 단축한 이후 2년 사이 손익분기점까지 도달했다는 점을 상기한다면 향후 OPM 상승 속도는 예상보다 가파를 수 있다. 목표주가 105만원을 유지하며, 단기 실적 리스크 부각되는 1~2분기 구간이 다시 한번 매수 기회를 부여하고 있다고 판단한다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 1,050,000원 | CP(3월10일): 636,000원

Key Data		Consensus Data	
		2021	2022
KOSPI 지수 (pt)	2,958.12		
52주 최고/최저(원)	805,000/183,000	매출액(십억원)	13,813.4 16,563.4
시가총액(십억원)	43,734.2	영업이익(십억원)	1,126.9 1,457.6
시가총액비중(%)	2.14	순이익(십억원)	1,066.3 1,330.5
발행주식수(천주)	68,764.5	EPS(원)	14,199 17,645
60일 평균 거래량(천주)	480.3	BPS(원)	206,150 224,993
60일 평균 거래대금(십억원)	335.2		
21년 배당금(예상,원)	1,000		
21년 배당수익률(예상,%)	0.16		
외국인지분율(%)	43.56		
주요주주 지분율(%)			
삼성전자 외 6 인	20.55		
국민연금공단	9.35		
주가상승률	1M 6M 12M		
(전체)	(18.8) 47.9 116.7		
상대	(14.9) 19.8 43.8		

Stock Price	
(천원)	삼성SDI(좌) 상대지수(우)

Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	십억원	9,158.3	10,097.4	11,294.8	13,169.0	15,094.0
영업이익	십억원	715.0	462.2	671.3	1,008.5	1,298.2
세전이익	십억원	1,036.2	564.6	803.4	1,320.2	1,705.1
순이익	십억원	701.2	356.5	574.7	913.7	1,179.9
EPS	원	9,962	5,066	8,166	12,983	16,765
증감율	%	6.68	(49.15)	61.19	58.99	29.13
PER	배	21.98	46.59	76.90	48.99	37.94
PBR	배	1.26	1.31	3.32	3.16	2.93
EV/EBITDA	배	13.20	14.43	26.40	19.72	16.71
ROE	%	6.05	2.94	4.54	6.82	8.20
BPS	원	174,463	180,017	189,291	201,322	217,136
DPS	원	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000



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

표 1. 삼성SDI 실적 추이 및 전망

(단위 : 십억원)

		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F	
매출액	2차전지	1,793	1,904	2,375	2,629	2,394	2,617	2,805	3,099	7,739	8,701	10,915	12,716	
		소형	816	923	1,217	1,099	1,052	1,072	1,150	1,143	4,334	4,055	4,417	4,749
		중대형	977	982	1,157	1,530	1,341	1,545	1,656	1,956	3,405	4,646	6,498	7,968
		EV	715	663	875	1,155	1,005	1,118	1,212	1,447	2,317	3,407	4,782	5,943
		ESS	262	319	283	375	336	427	444	509	1,088	1,238	1,716	2,024
	소재	605	654	713	622	524	517	591	621	2,359	2,594	2,254	2,378	
		전자재료	605	654	713	622	524	517	591	621	2,359	2,594	2,254	2,378
	합계	2,397	2,559	3,087	3,251	2,918	3,134	3,397	3,720	10,097	11,295	13,169	15,094	
	YoY	4%	6%	20%	15%	22%	22%	10%	14%	10%	12%	17%	15%	
영업이익	2차전지	-11	0	148	117	82	147	172	219	116	254	619	833	
		소형	28	60	148	131	83	112	120	123	554	366	438	504
		중대형	-38	-59	0	-14	-1	35	51	96	-437	-111	181	329
		EV	-21	-64	-1	-22	-5	17	29	55	-169	-108	96	217
		ESS	-17	4	1	8	4	18	22	41	-268	-4	86	112
	소재	65	104	119	129	60	79	118	132	346	417	389	465	
		전자재료	65	104	119	129	60	79	118	132	346	417	389	465
	합계	54	104	267	246	142	226	289	351	462	671	1,008	1,298	
	YoY	-55%	-34%	61%	1123%	164%	117%	8%	43%	-35%	45%	50%	29%	
OPM	2차전지	-0.6%	0.0%	6.2%	4.5%	3.4%	5.6%	6.1%	7.1%	1.5%	2.9%	5.7%	6.6%	
		소형	3.4%	6.5%	12.2%	11.9%	7.9%	10.4%	10.5%	10.7%	12.8%	9.0%	9.9%	10.6%
		중대형	-3.9%	-6.1%	0.0%	-0.9%	-0.1%	2.3%	3.1%	4.9%	-12.8%	-2.4%	2.8%	4.1%
		EV	-3.0%	-9.6%	-0.1%	-1.9%	-0.5%	1.5%	2.4%	3.8%	-7%	-3%	2%	4%
		ESS	-6.5%	1.3%	0.3%	2.3%	1.1%	4.2%	5.0%	8.2%	-25%	0%	5%	6%
	소재	10.7%	15.9%	16.8%	20.7%	11.5%	15.3%	19.9%	21.3%	14.7%	16.1%	17.3%	19.6%	
		전자재료	10.7%	15.9%	16.8%	20.7%	11.5%	15.3%	19.9%	21.3%	14.7%	16.1%	17.3%	19.6%
	합계	2.3%	4.1%	8.7%	7.6%	4.9%	7.2%	8.5%	9.4%	4.6%	5.9%	7.7%	8.6%	
	Cf.(삼성디스플레이 영업이익)	-290	320	473	1,750	463	280	1,440	1,182	1,579	2,250	3,365	3,487	
	지분법 이익	-31	35	55	192	51	31	150	130	179	249	363	461	
	삼성SDI 지배지분 순이익	-10	43	223	318	121	163	302	327	357	575	914	1,180	

자료: 삼성SDI, 하나금융투자

표 2. 삼성SDI Valuation Table

(단위 : 십억원)

영업이익	소형전지 중대형전지 전자재료 영업이익 Total	19	20	21F	22F	23F	24F	비고
		554 (437) 346 462	366 (111) 417 671	438 181 389 1,008	504 329 465 1,298	630 529 535 1,694	788 735 615 2,138	
NOPLAT (유효법인세율 22% 가정)	소형전지	19	20	21F	22F	23F	24F	CATL PER 60% 할인 CATL PER 50% 할인 IT 소자 업체 평균 PER
	중대형전지	432.0	285.3	341.5	393.4	491.8	614.7	
	전자재료	(341.2)	(87.0)	141.5	256.3	412.3	573.1	
	SDC 지분법 이익 등	269.7	325.3	303.6	362.9	417.3	479.9	
	지배지분순이익 Total	265.7	376.4	422.1	516.0	619.2	743.0	
P/E(배)	소형전지	356.5	574.7	905.1	1,165.7	1,940.5	2,410.7	CATL PER 60% 할인 CATL PER 50% 할인 IT 소자 업체 평균 PER
	중대형전지				22F	23F	24F	
	전자재료				35	35	35	
	SDC 지분법 이익 등				45	45	45	
	전사 합산 실적 기준				20	20	20	
기업가치	소형전지				15	15	15	CATL PER 60% 할인 CATL PER 50% 할인 IT 소자 업체 평균 PER
	중대형전지				36	29	29	
	전자재료							
	SDC 등 자회사							
	총 기업가치				23F	23F	24F	
채권자 가치	순차입금				13,769	17,212	21,515	CATL PER 60% 할인 CATL PER 50% 할인 IT 소자 업체 평균 PER
					11,535	18,551	25,791	
주주 가치	우선주 시총				7,258	8,346	9,598	CATL PER 60% 할인 CATL PER 50% 할인 IT 소자 업체 평균 PER
	목표 시총				7,739	9,287	11,145	
	목표주가(원)				40,301	53,397	68,049	

자료: 하나금융투자

표 3. 삼성SDI Valuation Table

		Fair Value	2021년 (1)	Multiple (2)	산출 기준 (1) x (2)
영업가치(십억원)	전자재료	5,838	531	11.0	(1) 2021년 추정 EBITDA (2) SK마티리얼즈 EV/EBITDA 20% 할인
	전지(소형+중대형)	65,492	10,915	6.0	(1) 2021년 추정 매출 (2) CATL EV/Sales 60% 할인
	Total	71,331			
비영업가치(십억원)	상장 지분 증권	551			장부가 30% 할인
	삼성디스플레이	3,361			2022년 예상 NOPLAT x PER 12배 x 지분율(15.3%) x NAV 할인율 적용(30%)
	Total	3,912			
총기업가치(십억원)		75,243			
순차입금(십억원)		2,243			2020년 4분기말 현재
우선주 시총(십억원)		945			
주주가치 (십억원)		71,800			
발행주식수(천주)		68,765			
적정 주당가치(원)		1,044,131			

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
		2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	9,158.3	10,097.4	11,294.8	13,169.0	15,094.0	
매출원가	7,118.2	7,882.3	8,914.2	10,427.8	11,801.3	
매출총이익	2,040.1	2,215.1	2,380.6	2,741.2	3,292.7	
판관비	1,325.1	1,753.0	1,709.2	1,732.8	1,994.4	
영업이익	715.0	462.2	671.3	1,008.5	1,298.2	
금융손익	45.4	(69.3)	(63.1)	(50.8)	(54.3)	
종속/관계기업손익	342.2	178.6	292.7	362.6	461.1	
기타영업외손익	(66.4)	(6.9)	(97.5)	0.0	0.0	
세전이익	1,036.2	564.6	803.4	1,320.2	1,705.1	
법인세	291.2	162.3	172.4	337.6	436.2	
계속사업이익	745.0	402.4	631.0	982.6	1,268.8	
종단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	745.0	402.4	631.0	982.6	1,268.8	
비자매주주지분 순이익	43.9	45.8	56.2	68.8	88.9	
지배주주순이익	701.2	356.5	574.7	913.7	1,179.9	
지배주주지분포괄이익	748.4	493.8	719.6	950.6	1,227.5	
NOPAT	514.1	329.3	527.2	750.6	966.1	
EBITDA	1,297.2	1,318.2	1,754.8	2,374.2	2,846.4	
성장성(%)						
매출액증가율	44.30	10.25	11.86	16.59	14.62	
NOPAT증가율	463.71	(35.95)	60.10	42.37	28.71	
EBITDA증가율	124.90	1.62	33.12	35.30	19.89	
영업이익증가율	511.63	(35.36)	45.24	50.23	28.73	
(지배주주)순익증가율	6.70	(49.16)	61.21	58.99	29.13	
EPS증가율	6.68	(49.15)	61.19	58.99	29.13	
수익성(%)						
매출총이익률	22.28	21.94	21.08	20.82	21.81	
EBITDA이익률	14.16	13.05	15.54	18.03	18.86	
영업이익률	7.81	4.58	5.94	7.66	8.60	
계속사업이익률	8.13	3.99	5.59	7.46	8.41	

대차대조표		(단위:십억원)				
		2018	2019	2020	2021F	2022F
유동자산		5,519.3	5,181.4	5,657.4	6,815.9	7,430.9
금융자산		1,668.0	1,304.3	1,720.3	2,311.2	1,973.1
현금성자산		1,516.6	1,156.3	1,546.0	2,111.7	1,731.4
매출채권		1,496.4	1,773.0	1,605.7	1,837.2	2,225.9
재고자산		1,745.7	1,707.9	1,810.8	2,071.9	2,510.2
기타유동자산		609.2	396.2	520.6	595.6	721.7
비유동자산		13,830.4	14,670.7	15,876.8	16,488.0	18,389.1
투자자산		8,073.4	8,059.2	8,601.1	8,698.0	10,267.2
금융자산		1,518.7	1,296.0	1,457.7	1,483.2	1,525.9
유형자산		4,608.3	5,426.8	6,128.1	6,766.6	7,222.6
무형자산		866.3	831.4	793.6	669.4	545.3
기타비유동자산		282.4	353.3	354.0	354.0	354.0
자산총계		19,349.7	19,852.1	21,534.2	23,303.9	25,820.0
유동부채		4,012.8	3,741.5	4,983.6	5,344.9	5,951.5
금융부채		1,754.6	1,780.5	2,480.1	2,487.7	2,500.5
매입채무		638.6	611.6	868.9	994.2	1,204.6
기타유동부채		1,619.6	1,349.4	1,634.6	1,863.0	2,246.4
비유동부채		3,111.7	3,450.2	3,191.7	3,684.4	4,392.0
금융부채		1,544.1	1,827.0	1,507.9	1,757.9	2,057.9
기타비유동부채		1,567.6	1,623.2	1,683.8	1,926.5	2,334.1
부채총계		7,124.5	7,191.8	8,175.3	9,029.4	10,343.6
지배주주지분		11,934.0	12,324.9	12,977.6	13,824.5	14,937.5
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	546.0	546.0	546.0
이익잉여금		6,612.5	6,906.9	7,418.1	8,264.9	9,377.9
비지배주주지분		291.2	335.4	381.3	450.1	539.0
자본총계		12,225.2	12,660.3	13,358.9	14,274.6	15,476.5
순금융부채		1,630.7	2,303.3	2,267.7	1,934.5	2,585.3

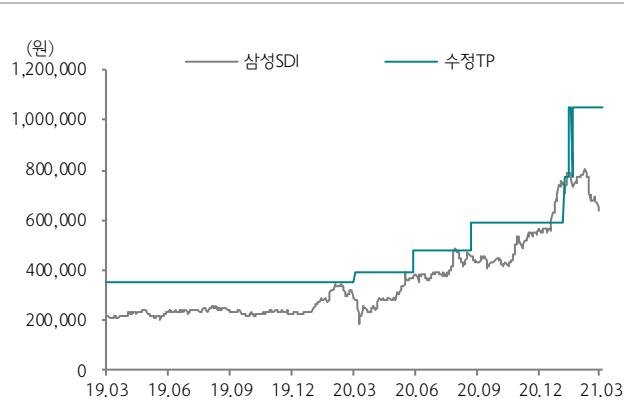
투자지표						
		2018	2019	2020	2021F	2022F
주당지표(원)						
EPS		9,962	5,066	8,166	12,983	16,765
BPS		174,463	180,017	189,291	201,322	217,136
CFPS		19,533	19,667	24,353	33,732	40,441
EBITDAPS		18,431	18,729	24,933	33,732	40,441
SPS		130,122	143,465	160,477	187,107	214,457
DPS		1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)						
PER		21.98	46.59	76.90	48.99	37.94
PBR		1.26	1.31	3.32	3.16	2.93
PCFR		11.21	12.00	25.79	18.85	15.73
EV/EBITDA		13.20	14.43	26.40	19.72	16.71
PSR		1.68	1.65	3.91	3.40	2.97
재무비율(%)						
ROE		6.05	2.94	4.54	6.82	8.20
ROA		4.00	1.82	2.78	4.08	4.80
ROIC		9.60	4.69	6.73	8.93	10.70
부채비율		58.28	56.81	61.20	63.25	66.83
순부채비율		13.34	18.19	16.98	13.55	16.70
이자보상배율(배)		13.81	5.62	9.74	16.04	18.78

자료: 하나금융투자

현금흐름표		(단위:십억원)				
		2018	2019	2020	2021F	2022F
영업활동 현금흐름		260.6	923.1	1,948.8	2,120.7	2,582.5
당기순이익		745.0	402.4	631.0	982.6	1,268.8
조정		49	83	93	100	109
감가상각비		582.2	856.0	1,083.5	1,365.7	1,548.1
외환거래손익		38.7	26.9	(32.0)	0.0	0.0
지분법손익		(321.1)	(167.0)	(292.7)	(362.6)	(461.1)
기타		(250.8)	(632.9)	(665.8)	(903.1)	(978.0)
영업활동 자산부채 변동		(979.2)	(306.5)	391.5	135.0	226.7
투자활동 현금흐름		(1,704.7)	(1,535.1)	(1,778.4)	(1,639.4)	(3,030.3)
투자자산감소(증가)		277.4	192.8	(249.2)	265.7	(1,108.0)
자본증가(감소)		(2,142.4)	(1,879.0)	(1,718.3)	(1,880.0)	(1,880.0)
기타		160.3	151.1	189.1	(25.1)	(42.3)
재무활동 현금흐름		1,756.1	238.9	240.6	190.6	245.8
금융부채증가(감소)		1,853.9	308.8	380.5	257.6	312.7
자본증가(감소)		(4.8)	(36.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		(21.3)	33.0	(70.7)	(0.1)	0.0
배당지급		(71.7)	(66.9)	(69.2)	(66.9)	(66.9)
현금의 증감		307.6	(360.3)	389.7	539.5	(380.3)
Unlevered CFO		1,374.8	1,384.2	1,714.0	2,374.2	2,846.4
Free Cash Flow		(1,885.5)	(975.2)	220.6	240.7	702.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

삼성SDI



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
21.1.31	BUY	1,050,000	-	-
21.1.24	BUY	1,050,000	-25.33%	-24.76%
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 비율공시

- 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	92.69%	7.31%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 03월 07일

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 3월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2021년 3월 10일 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 있으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.