



# BUY(Upgrade)

목표주가: 850,000원  
주가(3/19): 661,000원  
시가총액: 454,534억원

## 전기전자/가전

Analyst 김지산

(02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

### Stock Data

KOSPI (3/19)		3,039.53pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	805,000원	183,000원	
등락률	-17.9%	261.2%	
수익률	절대	상대	
	1M	-14.2%	-12.2%
	6M	45.9%	15.8%
	1Y	261.2%	73.2%

### Company Data

발행주식수	68,765 천주
일평균 거래량(3M)	498천주
외국인 지분율	43.2%
배당수익률(21E)	0.2%
BPS(21E)	200,860원
주요 주주	삼성전자 외 20.6%

### 투자지표

(억원, IFRS)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	100,974	112,948	136,986	156,937
영업이익	4,622	6,713	10,252	12,980
EBITDA	13,182	17,548	23,445	27,559
세전이익	5,646	8,034	13,523	16,938
순이익	4,024	6,310	11,120	13,859
지배주주지분순이익	3,565	5,747	10,898	13,582
EPS(원)	5,066	8,166	15,483	19,297
증감률(%YoY)	-49.1	61.2	89.6	24.6
PER(배)	46.6	76.9	42.8	34.3
PBR(배)	1.35	3.41	3.30	2.99
EV/EBITDA(배)	14.4	26.4	21.0	17.9
영업이익률(%)	4.6	5.9	7.5	8.3
ROE(%)	2.9	4.5	8.0	9.1
순부채비율(%)	18.3	16.8	17.9	16.4

자료: 키움증권

### Price Trend



# 삼성SDI (006400)

## 과도한 우려는 기회



Volkswagen이 대규모 배터리 내재화 계획을 발표했지만, 양산기술 미검증, 대규모 설비 투자 및 영업손실 리스크, 에너지 밀도 및 원가 격차 등을 감안하면 결코 달성하기 어려운 목표일 것이다. 과도한 우려로 인해 Valuation 부담이 완화됐다고 판단된다. 투자 의견을 'Outperform'에서 'BUY'로 상향한다. 실적은 1분기 예상치를 충족시키고, 2분기 중대형전지 흑자전환과 함께 하반기 가파르게 개선될 전망이다.

### >>> Volkswagen 배터리 내재화 우려 과도, 각형 경쟁력 탁월

Volkswagen의 대규모 배터리 생산능력 내재화 계획에 대한 우려가 과도하다고 판단된다. 실적은 1분기에 시장 예상치를 충족시키고, 2분기 중대형전지 흑자전환을 계기로 하반기 가파르게 개선될 전망이다. Valuation 부담이 완화됐다는 판단과 함께 투자 의견을 'BUY'로 상향하고, 목표주가 85만원을 유지한다.

Volkswagen이 'Power Day' 행사에서 2030년까지 240GWh 용량의 배터리 생산능력을 자체적으로 갖추겠다고 발표했는데, 1) Northvolt 등 신규 협력사의 양산 기술이 검증되지 않았고, 2) 후발 주자가 대규모 투자 금액과 영업손실을 감당하면서 에너지 밀도 등 품질 경쟁력과 원가 대응력을 확보하기는 어려울 것이라는 점에서 실제 달성 가능한 목표가 아니라 선언적 의미로 봐야 할 것이다. 전기차 배터리 업계도 이미 상위 5~6개사 위주로 경쟁력 쏠림이 심화되면서 구조조정이 빨라지고 있다. 유럽에서 가장 앞선 행보를 보였던 Bosch도 배터리 사업을 포기한 바 있다. 오히려 Volkswagen을 비롯한 유럽 OEM들의 각형 선호 경향을 확인한 점이 우호적이다.

삼성SDI는 각형 전지에서 가장 앞선 기술력과 양산능력을 보유하고 있으며, 하반기에 NCA High-Ni 기술을 적용해 밀도를 20% 향상시키고 원가를 20% 낮춘 5세대 전지를 양산함으로써 2위권 업체들과 기술 격차를 벌릴 계획이다. Moduleless Pack 기술로 원가 절감을 시도하는 한편, 차세대 전고체전지 개발에서도 앞서 갈 것으로 기대된다.

### >>> 1분기 실적 추정치 상향, 원형전지와 편광필름 양호

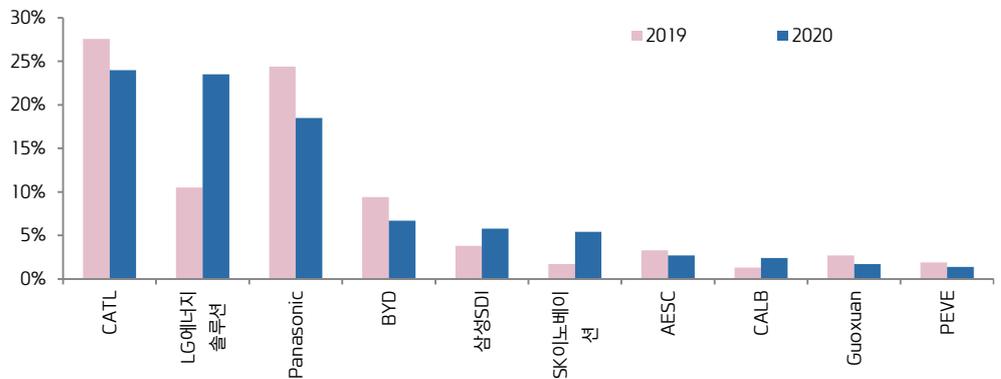
1분기 영업이익 추정치를 1,232억원에서 1,461억원(QoQ -41%, YoY 171%)으로 상향한다. 비수기 영향을 딛고 원형전지와 전자재료가 예상보다 호조를 보일 것이다. 원형전지는 전동공구와 마이크로 모빌리티 수요가 우호적이고, 전자재료 중에서는 편광필름이 TV 수요 강세에 힘입어 판가와 수익성이 양호할 것이다. 이에 비해 ESS는 물류 차질 영향으로 일부 실적이 이월될 것이다. 올해 영업이익은 53% 증가한 1조 252억원으로 추정된다. 중대형전지가 흑자전환과 함께 실적 개선을 주도하고, 원형전지는 추가 증설을 통해 파워 디바이스, 전기차, 코인셀 수요에 적극 대응할 계획이다. 전자재료는 반도체 호황 사이클과 함께 반도체소재가 실적을 뒷받침할 것이다.

삼성SDI 분기별 실적 전망 (단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	YoY	2021E	YoY	2022E	YoY
<b>매출액</b>	<b>23,975</b>	<b>25,586</b>	<b>30,872</b>	<b>32,514</b>	<b>30,157</b>	<b>32,052</b>	<b>35,725</b>	<b>39,052</b>	<b>112,948</b>	<b>11.9%</b>	<b>136,986</b>	<b>21.3%</b>	<b>156,937</b>	<b>14.6%</b>
소형전지	8,275	9,278	12,014	10,926	10,875	11,050	12,430	11,650	40,494	-7.5%	46,005	13.6%	49,591	7.8%
중대형전지	9,656	9,902	11,804	15,369	13,433	14,673	16,243	20,752	46,731	40.3%	65,102	39.3%	80,097	23.0%
전자재료	6,020	6,381	7,037	6,222	5,848	6,328	7,052	6,650	25,660	7.9%	25,879	0.9%	27,250	5.3%
<b>영업이익</b>	<b>540</b>	<b>1,038</b>	<b>2,674</b>	<b>2,462</b>	<b>1,461</b>	<b>1,949</b>	<b>3,100</b>	<b>3,742</b>	<b>6,713</b>	<b>45.3%</b>	<b>10,252</b>	<b>52.7%</b>	<b>12,980</b>	<b>26.6%</b>
소형전지	302	639	1,460	1,257	906	950	1,300	1,156	3,657	-30.0%	4,312	17.9%	4,791	11.1%
중대형전지	-521	-539	-77	-88	-50	208	610	1,256	-1,224	적지	2,024	흑전	4,054	100.3%
전자재료	756	930	1,292	1,292	606	791	1,190	1,329	4,271	13.2%	3,916	-8.3%	4,134	5.6%
<b>영업이익률</b>	<b>2.3%</b>	<b>4.1%</b>	<b>8.7%</b>	<b>7.6%</b>	<b>4.8%</b>	<b>6.1%</b>	<b>8.7%</b>	<b>9.6%</b>	<b>5.9%</b>	<b>1.4%p</b>	<b>7.5%</b>	<b>1.5%p</b>	<b>8.3%</b>	<b>0.8%p</b>
소형전지	3.6%	6.9%	12.2%	11.5%	8.3%	8.6%	10.5%	9.9%	9.0%	-2.9%p	9.4%	0.3%p	9.7%	0.3%p
중대형전지	-5.4%	-5.4%	-0.7%	-0.6%	-0.4%	1.4%	3.8%	6.1%	-2.6%	10.9%p	3.1%	5.7%p	5.1%	2.0%p
전자재료	12.6%	14.6%	18.4%	20.8%	10.4%	12.5%	16.9%	20.0%	16.6%	0.8%p	15.1%	-1.5%p	15.2%	0.0%p

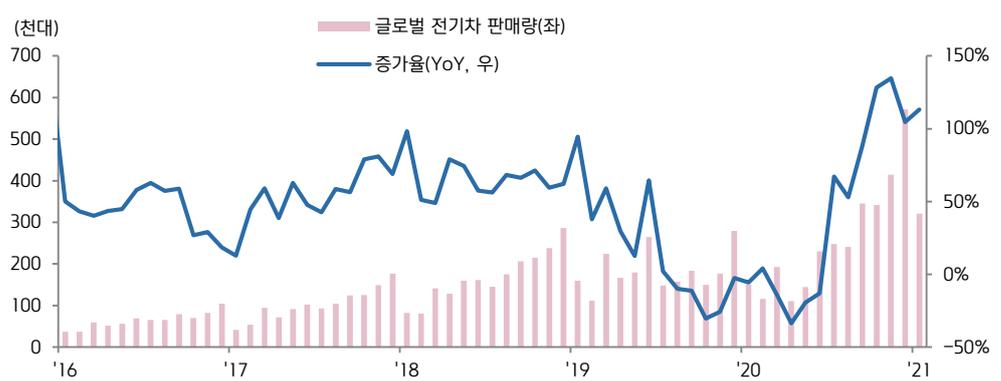
자료: 삼성SDI, 키움증권

전기차 배터리 점유율 변화



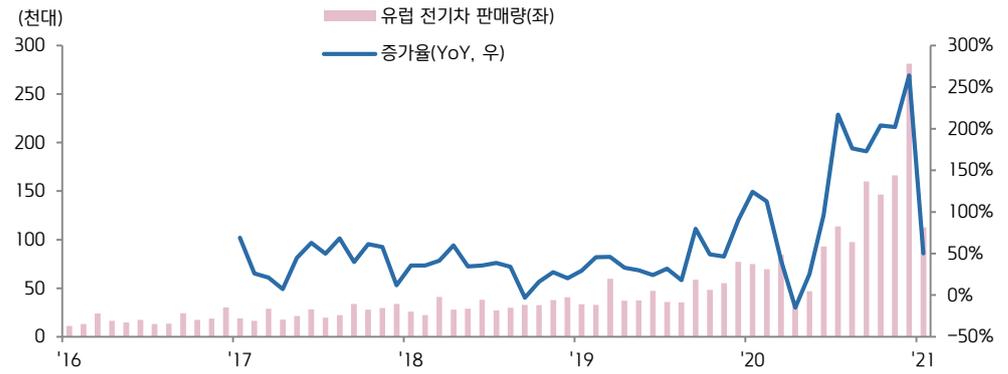
자료 SNE Research

글로벌 전기차 판매량 추이



자료: EV Sales, 키움증권

### 유럽 전기차 판매량 추이



### 삼성SDI 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	1Q21E	2021E	2022E	1Q21E	2021E	2022E	1Q21E	2021E	2022E
매출액	29,685	136,542	151,562	30,157	136,986	156,937	1.6%	0.3%	3.5%
영업이익	1,232	10,141	12,262	1,461	10,252	12,980	18.6%	1.1%	5.9%
세전이익	1,471	13,390	15,691	1,706	13,523	16,938	15.9%	1.0%	7.9%
순이익	1,181	10,799	12,538	1,353	10,898	13,582	14.6%	0.9%	8.3%
EPS(원)		15,344	17,815		15,483	19,297		0.9%	8.3%
영업이익률	4.2%	7.4%	8.1%	4.8%	7.5%	8.3%	0.7%p	0.1%p	0.2%p
세전이익률	5.0%	9.8%	10.4%	5.7%	9.9%	10.8%	0.7%p	0.1%p	0.4%p
순이익률	4.0%	7.9%	8.3%	4.5%	8.0%	8.7%	0.5%p	0.0%p	0.4%p

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	100,974	112,948	136,986	156,937	175,926
매출원가	78,823	89,142	106,231	120,789	135,229
매출총이익	22,152	23,806	30,755	36,148	40,698
판매비	17,530	17,092	20,503	23,168	25,803
<b>영업이익</b>	4,622	6,713	10,252	12,980	14,894
<b>EBITDA</b>	13,182	17,548	23,445	27,559	31,056
영업외손익	1,025	1,321	3,271	3,959	3,548
이자수익	184	120	124	139	133
이자비용	822	690	763	801	788
외환관련이익	2,632	4,783	3,245	2,596	2,077
외환관련손실	2,884	4,671	3,245	2,596	2,596
종속 및 관계기업손익	1,786	2,927	3,910	4,621	4,721
기타	129	-1,148	0	0	1
<b>법인세차감전이익</b>	5,646	8,034	13,523	16,938	18,442
법인세비용	1,623	1,724	2,403	3,079	3,353
계속사업손익	4,024	6,310	11,120	13,859	15,090
<b>당기순이익</b>	4,024	6,310	11,120	13,859	15,090
<b>지배주주순이익</b>	3,565	5,747	10,898	13,582	14,788
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	10.3	11.9	21.3	14.6	12.1
영업이익 증감율	-35.4	45.2	52.7	26.6	14.7
EBITDA 증감율	1.6	33.1	33.6	17.5	12.7
지배주주순이익 증감율	-49.2	61.2	89.6	24.6	8.9
EPS 증감율	-49.1	61.2	89.6	24.6	8.9
매출총이익율(%)	21.9	21.1	22.5	23.0	23.1
영업이익률(%)	4.6	5.9	7.5	8.3	8.5
EBITDA Margin(%)	13.1	15.5	17.1	17.6	17.7
지배주주순이익률(%)	3.5	5.1	8.0	8.7	8.4

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	51,814	56,574	62,125	68,649	73,430
현금 및 현금성자산	11,563	15,460	15,986	18,002	17,175
단기금융자산	1,364	1,675	1,726	1,777	1,831
매출채권 및 기타채권	19,070	17,614	19,993	22,120	24,797
재고자산	17,079	18,108	20,592	22,806	25,566
기타유동자산	2,738	3,717	3,828	3,944	4,061
<b>비유동자산</b>	146,707	158,768	168,911	180,293	192,296
투자자산	80,533	85,273	89,598	94,647	99,809
유형자산	54,268	61,281	67,903	74,689	81,787
무형자산	8,314	7,936	7,132	6,678	6,422
기타비유동자산	3,592	4,278	4,278	4,279	4,278
<b>자산총계</b>	198,521	215,342	231,036	248,942	265,726
<b>유동부채</b>	37,415	49,836	52,019	54,294	56,216
매입채무 및 기타채무	14,209	17,852	18,607	19,441	20,908
단기금융부채	17,805	24,514	25,718	26,928	27,144
기타유동부채	5,401	7,470	7,694	7,925	8,164
<b>비유동부채</b>	34,502	31,917	33,612	34,686	33,763
장기금융부채	18,246	15,079	18,079	19,079	18,079
기타비유동부채	16,256	16,838	15,533	15,607	15,684
<b>부채총계</b>	71,918	81,753	85,631	88,980	89,979
<b>지배지분</b>	123,249	129,776	141,370	155,649	171,133
자본금	3,567	3,567	3,567	3,567	3,567
자본잉여금	50,020	50,020	50,020	50,020	50,020
기타자본	-3,451	-3,451	-3,451	-3,451	-3,451
기타포괄손익누계액	4,045	5,460	6,826	8,192	9,558
이익잉여금	69,069	74,181	84,409	97,322	111,440
비지배지분	3,354	3,813	4,036	4,313	4,614
<b>자본총계</b>	126,603	133,589	145,406	159,962	175,748

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	9,231	19,488	16,430	20,751	23,012
당기순이익	4,024	6,310	11,120	13,859	15,090
비현금항목의 가감	9,818	10,831	12,325	13,700	15,447
유형자산감가상각비	7,626	9,852	12,389	14,126	15,906
무형자산감가상각비	934	983	804	454	256
지분법평가손익	-1,903	-2,927	-3,910	-4,621	-4,721
기타	3,161	2,923	3,042	3,741	4,006
영업활동자산부채증감	-3,065	3,915	-4,108	-3,202	-3,654
매출채권및기타채권의감소	73	1,967	-2,379	-2,127	-2,677
재고자산의감소	4,823	2,933	-2,484	-2,214	-2,760
매입채무및기타채무의증가	-208	2,969	754	834	1,468
기타	-7,753	-3,954	1	305	315
기타현금흐름	-1,546	-1,568	-2,907	-3,606	-3,871
<b>투자활동 현금흐름</b>	-15,351	-17,784	-19,476	-21,391	-23,497
유형자산의 취득	-18,983	-17,283	-19,011	-20,912	-23,003
유형자산의 처분	193	100	0	0	0
무형자산의 순취득	-27	13	0	0	0
투자자산의감소(증가)	1,625	-1,813	-415	-428	-440
단기금융자산의감소(증가)	76	-311	-50	-52	-53
기타	1,765	1,510	0	1	-1
<b>재무활동 현금흐름</b>	2,389	2,406	3,535	1,541	-1,453
차입금의 증가(감소)	3,173	3,307	4,204	2,210	-783
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-669	-692	-669	-669	-669
기타	-115	-209	0	0	-1
기타현금흐름	128	-213	38	1,115	1,112,000
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-3,603	3,897	526	2,015	-826
기초현금 및 현금성자산	15,166	11,563	15,460	15,986	18,002
기말현금 및 현금성자산	11,563	15,460	15,986	18,002	17,175

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	5,066	8,166	15,483	19,297	21,011
BPS	175,114	184,387	200,860	221,147	243,148
CFPS	19,667	24,353	33,311	39,156	43,387
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	46.6	76.9	42.8	34.3	31.5
PER(최고)	50.5	77.2	52.8		
PER(최저)	38.3	22.0	39.6		
PBR	1.35	3.41	3.30	2.99	2.72
PBR(최고)	1.46	3.42	4.07		
PBR(최저)	1.11	0.98	3.05		
PSR	1.64	3.91	3.40	2.97	2.65
PCFR	12.0	25.8	19.9	16.9	15.3
EV/EBITDA	14.4	26.4	21.0	17.9	15.9
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	16.3	10.4	5.9	4.7	4.3
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
ROA	2.1	3.0	5.0	5.8	5.9
ROE	2.9	4.5	8.0	9.1	9.1
ROIC	4.6	7.8	7.8	10.6	11.1
매출채권회전율	5.7	6.2	7.3	7.5	7.5
재고자산회전율	5.8	6.4	7.1	7.2	7.3
부채비율	56.8	61.2	58.9	55.6	51.2
순차입금비율	18.3	16.8	17.9	16.4	14.9
이자보상배율	5.6	9.7	13.4	16.2	18.9
<b>총차입금</b>	36,051	39,593	43,797	46,007	45,224
순차입금	23,124	22,458	26,085	26,228	26,218
NOPLAT	13,182	17,548	23,445	27,559	31,056
FCF	-9,753	4,110	-2,874	1,085	1,691

Compliance Notice

- 당사는 3월 19일 현재 '삼성SDI (006400)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

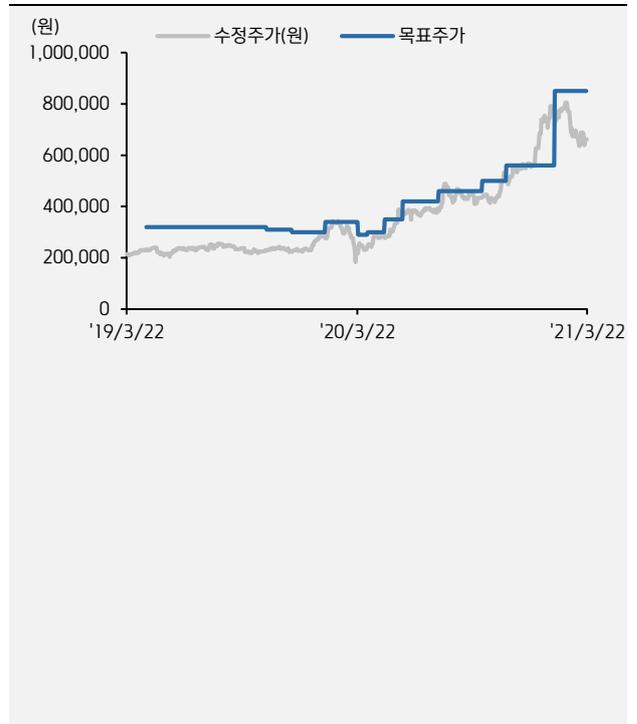
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
삼성SDI (006400)	2019/04/22	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-27.97	-27.19
	2019/04/25	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-28.03	-26.88
	2019/04/30	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-29.71	-25.31
	2019/05/28	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-30.15	-25.31
	2019/06/07	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-28.23	-24.38
	2019/07/23	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-28.11	-24.22
	2019/07/31	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-26.58	-20.16
	2019/09/17	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-27.10	-20.16
	2019/10/30	BUY(Maintain)	310,000원	6개월	-24.26	-21.77
	2019/11/22	BUY(Maintain)	310,000원	6개월	-24.68	-21.77
	2019/12/09	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-17.72	-4.33
	2020/01/31	Outperform (Downgrade)	340,000원	6개월	-11.74	1.03
	2020/03/23	BUY(Upgrade)	290,000원	6개월	-17.29	-11.21
	2020/04/07	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-9.51	-4.50
	2020/05/04	BUY(Maintain)	350,000원	6개월	-8.59	10.86
	2020/06/02	Outperform (Downgrade)	420,000원	6개월	-9.67	-6.19
	2020/07/21	Outperform(Maintain)	420,000원	6개월	-9.57	-6.19
	2020/07/29	Outperform(Maintain)	460,000원	6개월	-4.42	6.09
	2020/10/06	Outperform(Maintain)	500,000원	6개월	-13.65	-10.90
	2020/10/28	Outperform(Maintain)	500,000원	6개월	-9.90	6.60
2020/11/13	Outperform(Maintain)	560,000원	6개월	9.78	41.43	
2021/01/29	Outperform(Maintain)	850,000원	6개월	-15.04	-5.29	
2021/03/22	BUY(Upgrade)	850,000원	6개월			

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2020/01/01~2020/12/31)

매수	중립	매도
99.40%	0.60%	0.00%