

# 삼성SDI (006400)

디스플레이



김광진

02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>900,000원 (M)</b>
현재주가 (3/29)	<b>651,000원</b>
상승여력	<b>38%</b>

시가총액	454,792억원
총발행주식수	70,382,426주
60일 평균 거래대금	3,581억원
60일 평균 거래량	504,489주
52주 고	805,000원
52주 저	231,000원
외인지분율	43.15%
주요주주	삼성전자 외 5인 20.55%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.4)	8.3	162.5
상대	(4.1)	0.6	48.5
절대(달러환산)	(4.1)	4.5	180.8

## 국내 유일 각형 배터리 업체로서 가치 부각될 것

### 1Q21 Preview : 역성장 불가피하나 일시적 요인

1Q21 예상실적은 매출액 3.0조원(-7.1% QoQ), 영업이익 1,528억원(-37.9% QoQ)로 지난 4Q20 대비 역성장 불가피. 소형전지 부문의 경우 원통형 전지 수요 강세 영향으로 실적 방어 가능할 것으로 예상되나, 중대형 전지(EV+ESS) 부문과 전자재료 부문은 계절적 비수기 진입 영향으로 실적 훼손 불가피. 이에 따라 기대했던 중대형 전지 부문의 분기 흑자전환 시점도 2Q21 이후로 미뤄질 전망이다. 전방 시장 수요 감소에 따른 매출 감소로 인한 고정비 상승 효과와 해상운임 상승 등으로 인한 비용 상승 영향에 기인. 그러나 모두 일시적 요인들로 2Q21부터는 실적 반등 가능할 것

### 국내 유일 각형 배터리 생산업체로서 다른 접근 필요

최근 국내 이차전지 업종 주가 약세 지속의 가장 큰 원인은 폭스바겐 파워데이 영향. 지난해 전기차(BEV+PHEV) 판매량 2위(42만대)를 기록한 폭스바겐 그룹의 배터리 내재화 발표와 각형 Unified Cell 적용은 국내 배터리 업계에 분명한 악재. 그러나 동사에게는 MEB플랫폼 적용으로 축소되었던 폭스바겐 내 입지가 재 확대 될 가능성 충분하며, 국내 유일의 각형 배터리 업체로서 재평가 필요할 것으로 판단

동사의 입지 확대를 전망하는 가장 큰 이유는 미국 시장 때문. 미국은 글로벌 전기차 수요를 이끄는 Top 3 시장 중 하나('20년 M/S 12%)로 완성차 업체들이 놓칠 수 없는 시장. 폭스바겐의 각형 Cell은 차세대 전기차 플랫폼인 MPE플랫폼이 양산되는 '24년부터 본격 채용될 것으로 예상되며 이를 위한 미국 내 배터리 신규 협력사 필요할 것으로 판단. '24년 노스볼트의 예상 Capa는 40GWh로 충분하지 못하며, 추가 증설 계획이 모두 유럽 지역 내에 집중되어 있는 점, 중국 각형 배터리 업체들의 미국 투자 가능성이 사실상 희박한 점 등을 감안하면 가장 현실적인 대안은 동사가 유일

올해 동사의 신규 증설은 1) 헝가리(각형), 2) 중국(원통형)에서 진행될 예정으로 미국 셀 Capa 투자는 내부 논의 단계 수준인 것으로 파악되나 '24년 미국 내 셀 생산을 위해 신규 투자 결정 유인은 충분한 것으로 판단. 소요 기간 감안 시 연내 결정 가능성 높을 것으로 판단되며, 중장기 성장 잠재력 훼손되었다 볼 수 없음. 투자 의견 BUY, 목표주가 90만원 유지

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,019	25.9	-7.1	2,984	1.2
영업이익	153	183.1	-37.9	159	-3.7
세전계속사업이익	184	흑전	-57.1	195	-5.5
지배순이익	132	흑전	-58.5	131	0.6
영업이익률 (%)	5.1	+2.8 %pt	-2.5 %pt	5.3	-0.2 %pt
지배순이익률 (%)	4.4	흑전	-5.4 %pt	4.4	0

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	10,097	11,295	13,961	16,555
영업이익	462	671	1,092	1,543
지배순이익	357	575	952	1,297
PER	45.5	46.8	48.1	35.3
PBR	1.3	2.1	3.4	3.0
EV/EBITDA	14.1	16.7	21.0	16.9
ROE	2.9	4.5	7.2	9.1

자료: 유안타증권

표1. 실적 추정치 변경

(단위 : 십억원, %)

	1Q21E			2Q21E			2021E			2022E		
	기준	변경	차이	기준	변경	차이	기준	변경	차이	기준	변경	차이
매출	3,170	3,019	-4.8	3,378	3,329	-1.5	14,273	13,961	-2.2	17,077	16,555	-3.1
영업이익	228	153	-32.9	276	232	-15.9	1,267	1,092	-13.8	1,706	1,543	-9.6
지배순이익	176	132	-25.0	206	181	-12.1	1,035	952	-8.0	1,370	1,297	-5.3

자료: 유안타증권 리서치센터

표2. 삼성 SDI 분기별 실적 추이(연결)

(단위 : 십억원, %)

	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20A	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	Y2020E	Y2021E	Y2022E
매출액	2,397.5	2,558.6	3,087.2	3,251.4	3,019.1	3,328.6	3,799.1	3,814.3	11,295.1	13,961.1	16,554.9
에너지솔루션	1,795.5	1,920.9	2,383.5	2,631.3	2,435.1	2,659.0	3,038.1	3,185.0	8,731.2	11,317.3	13,706.8
중대형 전지	970.6	991.4	1,168.3	1,535.1	1,349.6	1,560.3	1,779.9	1,961.0	4,665.4	6,650.7	8,734.2
EV	718.0	658.3	878.9	1,141.0	1,005.4	1,185.4	1,364.2	1,515.1	3,396.2	5,070.1	6,769.0
ESS	252.6	333.1	289.4	394.1	344.2	374.9	415.7	445.8	1,269.2	1,580.6	1,965.2
소형전지	824.9	929.5	1,215.1	1,096.2	1,085.5	1,098.7	1,258.2	1,224.1	4,065.7	4,666.6	4,972.6
전자재료	602.0	637.7	703.7	620.1	584.0	669.6	761.0	629.3	2,563.9	2,643.8	2,848.2
YoY%	4.1%	6.6%	20.3%	15.3%	25.9%	30.1%	23.1%	17.3%	12.0%	23.6%	18.6%
에너지솔루션	3.8%	5.6%	22.1%	19.2%	35.6%	38.4%	27.5%	21.0%	13.2%	29.6%	21.1%
중대형 전지	60.3%	51.1%	32.0%	26.4%	39.0%	57.4%	52.3%	27.7%	38.8%	42.6%	31.3%
EV	66.1%	44.7%	51.0%	29.2%	40.0%	80.1%	55.2%	32.8%	44.4%	49.3%	33.5%
ESS	45.8%	65.6%	-4.5%	18.9%	36.2%	12.5%	43.6%	13.1%	25.8%	24.5%	24.3%
소형전지	-26.7%	-20.1%	13.9%	10.3%	31.6%	18.2%	3.5%	11.7%	-6.5%	14.8%	6.6%
전자재료	5.2%	9.7%	14.6%	1.6%	-3.0%	5.0%	8.1%	1.4%	7.8%	3.1%	7.7%
매출총이익	458.4	519.1	703.0	700.1	598.6	707.7	893.0	909.7	2,380.5	3,109.1	3,994.8
YoY%	-13.7%	-2.2%	23.1%	20.2%	30.6%	36.3%	27.0%	29.9%	7.5%	30.6%	28.5%
매출총이익율%	19.1%	20.3%	22.8%	21.5%	19.8%	21.3%	23.5%	23.9%	21.1%	22.3%	24.1%
영업이익	54.0	103.8	267.4	246.1	152.8	232.4	348.4	358.2	671.3	1,091.8	1,543.1
YoY%	-54.6%	-34.0%	61.1%	1123.1%	183.1%	123.8%	30.3%	45.6%	45.3%	62.6%	41.3%
영업이익율%	2.3%	4.1%	8.7%	7.6%	5.1%	7.0%	9.2%	9.4%	5.9%	7.8%	9.3%

자료: 유안타증권 리서치센터

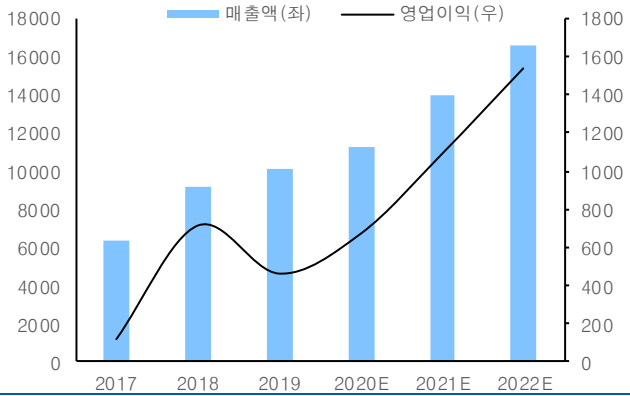
표3. 목표주가 산정 (SOTP Valuation)

(단위 : 십억원, %)

항목	기업가치	비고
1. 사업가치	59,814.3	
중대형 전지(EV) 가치	36,652.7	'21~'23년 평균 EBITDA X Target EV/EBITDA 30.X
중대형 전지(ESS)가치	9,985.7	'21~'23년 평균 EBITDA X Target EV/EBITDA 30.X
소형 전지 가치	7,238.9	'21~'23년 평균 EBITDA X Target EV/EBITDA 10.X
전자재료 가치	5,937.0	'21~'23년 평균 EBITDA X Target EV/EBITDA 10.X
2. 주요 투자자산 가치	5,418.4	
삼성디스플레이(15.2%)	4,837.1	4Q20 장부가치
한화총합화학(4.0%)	116.8	4Q20 장부가치
삼성엔지니어링(11.7%)	223.7	상장사 할인 30%(3/29 종가기준)
에스원(11.0%)	240.8	상장사 할인 30%(3/29 종가기준)
3. 순차입금	3,326.1	'21년 말 기준
4. 총 기업가치	61,906.5	
5. 발행주식총수	68,764,530주	보통주
6. 주당 기업가치	900,268원	
7. 목표주가	900,000원	
8. 현재주가	651,000원	3/29 종가
9. 상승여력	38.2%	

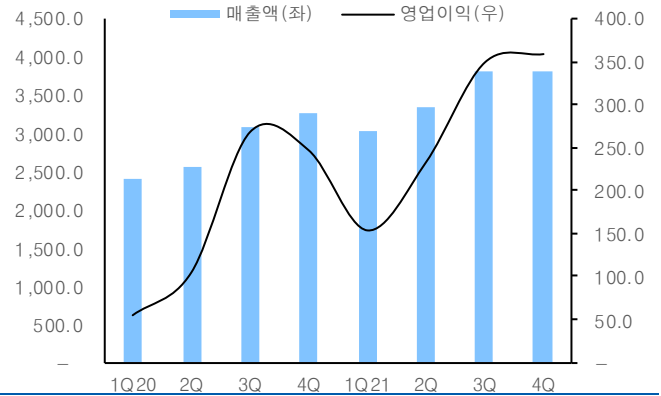
자료: 유안타증권 리서치센터

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



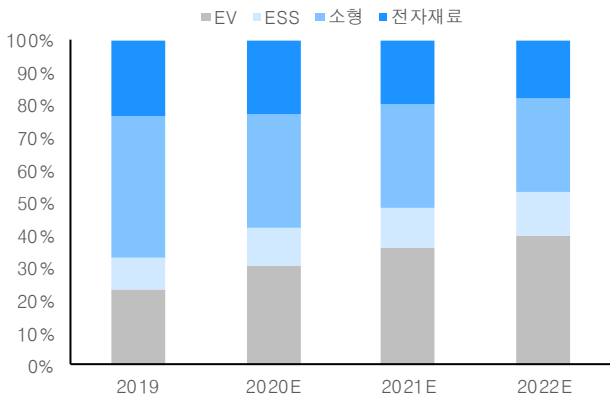
자료: 유안타증권 리서치센터

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



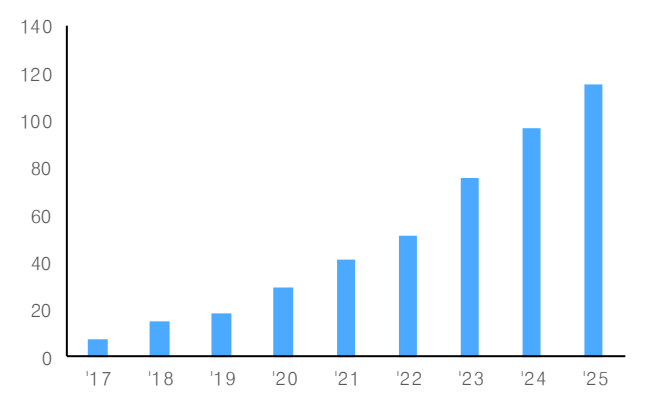
자료: 유안타증권 리서치센터

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



자료: 삼성 SDI, 유안타증권 리서치센터

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



자료: 유안타증권 리서치센터

삼성 SDI (006400) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	10,097	11,295	13,961	16,555	17,723
매출원가	7,882	8,914	10,852	12,560	13,421
매출충이익	2,215	2,381	3,109	3,995	4,302
판매비	1,753	1,709	2,017	2,452	2,519
영업이익	462	671	1,092	1,543	1,784
EBITDA	1,318	1,755	2,329	2,916	3,271
영업외손익	102	132	223	248	371
외환관련손익	-25	11	14	18	-9
이자손익	-64	-57	-63	-70	-69
관계기업관련손익	179	293	295	329	583
기타	13	-115	-22	-29	-134
법인세비용차감전순손익	565	803	1,315	1,791	2,155
법인세비용	162	172	288	393	472
계속사업순손익	402	631	1,026	1,399	1,683
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	402	631	1,026	1,399	1,683
지배지분순이익	357	575	952	1,297	1,561
포괄순이익	541	768	1,245	1,617	1,901
지배지분포괄이익	494	720	1,231	1,596	1,876

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

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	923	1,949	1,210	1,445	2,293
당기순이익	402	631	1,026	1,399	1,683
감가상각비	763	985	1,168	1,330	1,460
외환손익	27	-32	-14	-18	9
중속, 관계기업관련손익	-179	-293	-295	-329	-583
자산부채의 증감	-307	392	-841	-1,081	-406
기타현금흐름	216	266	164	144	129
투자활동 현금흐름	-1,535	-1,778	-2,121	-2,126	-2,127
투자자산	0	-29	-68	-68	-68
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,898	-1,728	-2,000	-2,000	-2,000
유형자산 감소	19	10	0	0	0
기타현금흐름	344	-31	-52	-58	-59
재무활동 현금흐름	239	241	511	311	-189
단기차입금	-246	176	200	100	-100
사채 및 장기차입금	563	155	400	300	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-67	-69	-69	-69	-69
기타현금흐름	-11	-21	-20	-20	-20
연결범위변동 등 기타	13	-21	121	538	499
현금의 증감	-360	390	-279	168	476
기초 현금	1,517	1,156	1,546	1,267	1,435
기말 현금	1,156	1,546	1,267	1,435	1,911
NOPLAT	462	671	1,092	1,543	1,784
FCF	-975	221	-790	-555	293

자료: 유안타증권

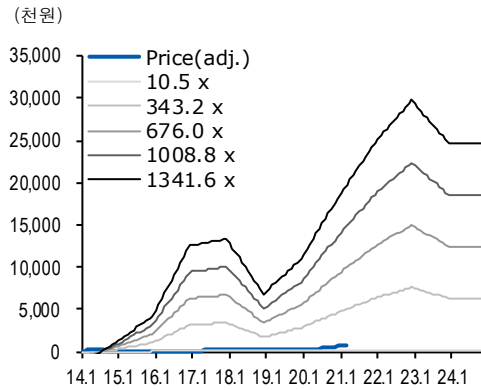
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	5,181	5,657	5,921	6,952	7,455
현금및현금성자산	1,156	1,546	1,267	1,435	1,911
매출채권 및 기타채권	1,907	1,761	1,925	2,317	2,328
재고자산	1,708	1,811	2,244	2,715	2,730
비유동자산	14,671	15,877	17,002	18,026	19,190
유형자산	5,427	6,128	6,960	7,630	8,169
관계기업등 지분관련자산	6,763	7,143	7,506	7,903	8,554
기타투자자산	1,296	1,458	1,458	1,458	1,458
자산총계	19,852	21,534	22,923	24,978	26,644
유동부채	3,742	4,984	5,349	5,813	5,717
매입채무 및 기타채무	1,421	1,785	1,951	2,115	2,119
단기차입금	1,215	1,377	1,577	1,677	1,577
유동성장기부채	552	1,050	1,050	1,250	1,250
비유동부채	3,450	3,192	3,592	3,692	3,692
장기차입금	1,213	1,265	1,665	1,765	1,765
사채	589	220	220	220	220
부채총계	7,192	8,175	8,941	9,505	9,409
지배지분	12,325	12,978	13,584	15,033	16,746
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	5,002	5,002	5,002	5,002	5,002
이익잉여금	6,907	7,418	7,806	9,037	10,531
비지배지분	335	381	398	440	490
자본총계	12,660	13,359	13,982	15,473	17,236
순차입금	2,289	2,215	3,094	3,326	2,750
총차입금	3,593	3,935	4,535	4,935	4,835

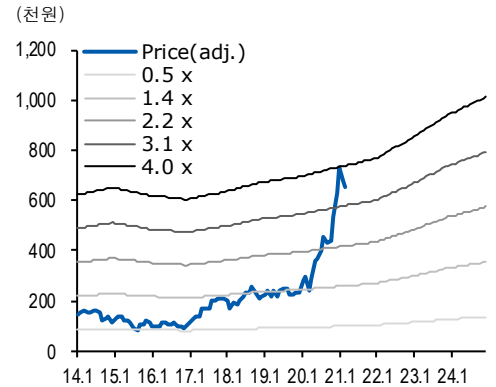
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	5,066	8,166	13,531	18,434	22,179
BPS	175,114	184,387	193,007	213,594	237,927
EBITDAPS	18,729	24,933	33,098	41,437	46,477
SPS	143,465	160,477	198,361	235,214	251,815
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
PER	45.5	46.8	48.1	35.3	29.4
PBR	1.3	2.1	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	14.1	16.7	21.0	16.9	14.9
PSR	1.6	2.4	3.3	2.8	2.6

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	10.3	11.9	23.6	18.6	7.1
영업이익 증가율 (%)	-35.4	45.3	62.6	41.3	15.6
지배순이익 증가율 (%)	-49.1	61.2	65.7	36.2	20.3
매출총이익률 (%)	21.9	21.1	22.3	24.1	24.3
영업이익률 (%)	4.6	5.9	7.8	9.3	10.1
지배순이익률 (%)	3.5	5.1	6.8	7.8	8.8
EBITDA 마진 (%)	13.1	15.5	16.7	17.6	18.5
ROIC	4.3	6.4	9.6	11.9	12.6
ROA	1.8	2.8	4.3	5.4	6.0
ROE	2.9	4.5	7.2	9.1	9.8
부채비율 (%)	56.8	61.2	63.9	61.4	54.6
순차입금/자기자본 (%)	18.6	17.1	22.8	22.1	16.4
영업이익/금융비용 (배)	5.6	9.7	15.0	19.1	21.5

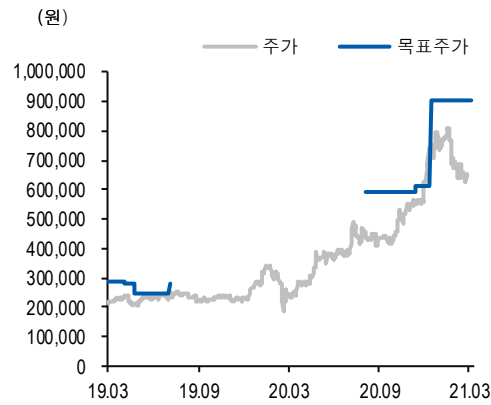
P/E band chart



P/B band chart



삼성 SDI (006400) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-03-30	BUY	900,000	1년		
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

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)	1.1
Buy(매수)	92.0
Hold(중립)	6.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-03-27

※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 투자의사결정은 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.