

삼성SDI (006400)

원형 전지 가치 여전히 저평가

1Q21 Review : 중대형전지 비수기 불구 수익성 방어

1분기 실적은 매출 3조원(YoY +24%, QoQ -8%), 영업이익 1,332억원(YoY +147%, QoQ -45%), 지배순이익 1,342억원(YoY 흑전, QoQ -58%)로 영업이익 기준 컨센서스 소폭 하회했다. 1) 중대형전지(매출 비중 44%)의 경우 연말 유럽 전기차 pull-in 수요 집중 이후 1분기 일시 부진 및 미국 ESS 프로젝트 지연으로 부문 매출은 QoQ 15% 감소했으나 전방 시장 확장세 지속되며 YoY 기준 매출은 34% 증가했다. 완성차 업체 내재화 추진 및 메탈 가격 상승 국면에서 더욱 중요해진 전기차 배터리 부문 수익성은 소폭 적자 유지하며 비수기 불구 수익성 방어한 것으로 추정된다. 2) 소형 전지(매출 비중 36%)의 경우, 갤럭시 S21 판매 부진에 따른 파우치 전지 매출 QoQ 감소 영향으로 부문 매출 QoQ 2% 감소했으나 원형 전지 신규 수요처 확대(무선이어폰, e-mobility 등) 및 전동공구 수요 강세 지속되며 YoY 기준 매출은 32% 증가했다. 3) 전자재료(매출 비중 20%)의 경우 OLED 소재 계절적 비수기(연말 재고 축적 이후 연초 수요 감소) 영향으로 부문 매출은 QoQ 8% 감소했다. 1분기 중 매각한 태양광 소재 법인 매각 매출 발생하던 시기였으므로 YoY 기준 매출 역시 5% 감소 불가피했다.

2021년 전기차 배터리 부문 흑자 전환 전망

2분기 실적은 매출 3.4조원(YoY +32%, QoQ +14%), 영업이익 2,554억원(YoY +146%, QoQ +92%)으로 성장세 지속될 전망이다. 중대형전지 부문은 유럽 전기차 수요 성장률 회복 및 미국 ESS 프로젝트 본격화 영향으로 매출 YoY 47%, QoQ 17% 증가 전망된다. 전기차 배터리 부문은 2분기 물량 증가에 따른 고정비 부담 감소로 소폭 흑자 전환 예상하며, 하반기부터는 신규 라인 가동에 따른 매출 증가 및 고 에너지밀도 신제품 비중 상승하며 본격적인 흑자 구조 진입할 것으로 전망한다. 이에 따라 2021년 실적은 2021년 실적은 매출 13.4조원(YoY +19%), 영업이익 1조원(YoY +51%), 지배순이익 9,667억원(YoY +68%)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.

고 마진 원형전지 부문의 전기차 비중 상승에 주목

배터리 업체들의 향후 실적 및 주가 흐름에서 제일 중요한 것은 장기 적자 부문이었던 전기차 배터리 부문의 수익성 개선 여부다. 올해 중대형 전지 전기차 배터리 부문 흑자 전환 예상되는 상황에서 이미 10% 가까운 OPM 발생하고 있는 원형전지 부문에서도 전기차 배터리 매출 본격화되는 현 상황은 Total 전기차 배터리 부문 수익성 개선 속도를 가속화 시켜줄 수 있는 요인이다. 글로벌 원형전지 시장 점유율 1위 업체로서 최근 전기차 배터리를 원형 전지 신규 고객사 증가 추이는 향후 실적 및 Valuation Factor 상승 요인이라고 판단한다. 목표주가 1,050,000원을 유지한다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 1,050,000원 | CP(4월27일): 685,000원

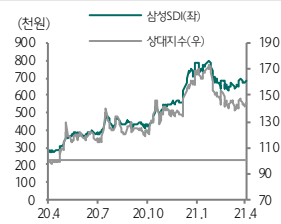
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,215.42
52주 최고/최저(원)	805,000/277,000
시가총액(십억원)	47,103.7
시가총액비중(%)	2.10
발행주식수(천주)	68,764.5
60일 평균 거래량(천주)	392.5
60일 평균 거래대금(십억원)	272.2
21년 배당금(예상, 원)	1,000
21년 배당수익률(예상, %)	0.15
외국인지분율(%)	42.87
주요주주 지분율(%)	
삼성전자 외 5인	20.55
국민연금공단	9.35
주가상승률	1M 6M 12M
절대	5.9 59.3 145.5
상대	0.1 15.5 46.8

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	13,659.0	16,397.9
영업이익(십억원)	1,081.0	1,424.9
순이익(십억원)	1,035.7	1,321.3
EPS(원)	13,870	17,694
BPS(원)	206,282	224,245

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	10,097.4	11,294.8	13,416.1	15,278.8	16,587.5
영업이익	십억원	462.2	671.3	1,016.8	1,261.4	1,423.3
세전이익	십억원	564.6	803.4	1,362.2	1,667.4	1,916.5
순이익	십억원	356.5	574.7	966.7	1,184.3	1,361.7
EPS	원	5,066	8,166	13,735	16,827	19,348
증감율	%	(49.15)	61.19	68.20	22.51	14.98
PER	배	46.59	76.90	49.87	40.71	35.40
PBR	배	1.31	3.32	3.39	3.14	2.90
EV/EBITDA	배	14.43	26.40	21.07	17.80	15.28
ROE	%	2.94	4.54	7.20	8.20	8.71
BPS	원	180,017	189,291	202,075	217,951	236,347
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	1Q21A	2Q21F	3Q21	4Q21F	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2차전지	1,793	1,904	2,375	2,629	2,387	2,804	2,813	3,067	8,701	11,071	12,949	14,244
	소형	816	923	1,217	1,099	1,080	1,199	1,158	1,151	4,055	4,589	4,964	5,319
	중대형	977	982	1,157	1,530	1,306	1,604	1,656	1,916	4,646	6,483	7,985	8,925
	EV	715	663	875	1,155	1,023	1,179	1,212	1,418	3,407	4,832	5,973	6,798
	ESS	262	319	283	375	283	426	444	498	1,238	1,651	2,012	2,127
	소재	605	654	713	622	576	586	580	603	2,594	2,345	2,330	2,344
	전자재료	605	654	713	622	576	586	580	603	2,594	2,345	2,330	2,344
	합계	2,397	2,559	3,087	3,251	2,963	3,389	3,393	3,671	11,295	13,416	15,279	16,587
	YoY	4%	6%	20%	15%	24%	32%	10%	13%	12%	19%	14%	9%
	영업 이익	2차전지	-11	0	148	117	47	161	180	220	254	608	823
소형		28	60	148	131	83	122	126	132	366	463	516	554
중대형		-38	-59	0	-14	-36	39	54	88	-111	145	307	405
EV		-21	-64	-1	-22	-21	18	29	54	-108	79	213	301
ESS		-17	4	1	8	-15	21	25	34	-4	66	94	104
소재		65	104	119	129	86	94	111	118	417	409	439	465
전자재료		65	104	119	129	86	94	111	118	417	409	439	465
합계		54	104	267	246	133	255	290	338	671	1,017	1,261	1,423
YoY		-55%	-34%	61%	1123%	147%	146%	9%	37%	45%	51%	24%	13%
OPM		2차전지	-0.6%	0.0%	6.2%	4.5%	2.0%	5.7%	6.4%	7.2%	2.9%	5.5%	6.4%
	소형	3.4%	6.5%	12.2%	11.9%	7.7%	10.2%	10.9%	11.4%	9.0%	10.1%	10.4%	10.4%
	중대형	-3.9%	-6.1%	0.0%	-0.9%	-2.8%	2.4%	3.3%	4.6%	-2.4%	2.2%	3.8%	4.5%
	EV	-3.0%	-9.6%	-0.1%	-1.9%	-2.1%	1.5%	2.4%	3.8%	-3%	2%	4%	4%
	ESS	-6.5%	1.3%	0.3%	2.3%	-5.2%	5.0%	5.6%	6.9%	0%	4%	5%	5%
	소재	10.7%	15.9%	16.8%	20.7%	14.9%	16.1%	19.1%	19.5%	16.1%	17.4%	18.8%	19.8%
	전자재료	10.7%	15.9%	16.8%	20.7%	14.9%	16.1%	19.1%	19.5%	16.1%	17.4%	18.8%	19.8%
	합계	2.3%	4.1%	8.7%	7.6%	4.5%	7.5%	8.6%	9.2%	5.9%	7.6%	8.3%	8.6%
	Cf.(삼성디스플레이 영업이익)	-290	320	473	1,750	463	280	1,440	1,182	2,250	3,365	3,487	5,000
	지분법 이익	-31	35	55	192	51	31	150	130	249	363	461	547
삼성SDI 지배지분 순이익	-10	43	223	318	134	188	311	326	575	959	1,184	1,362	

자료: 삼성SDI, 하나금융투자

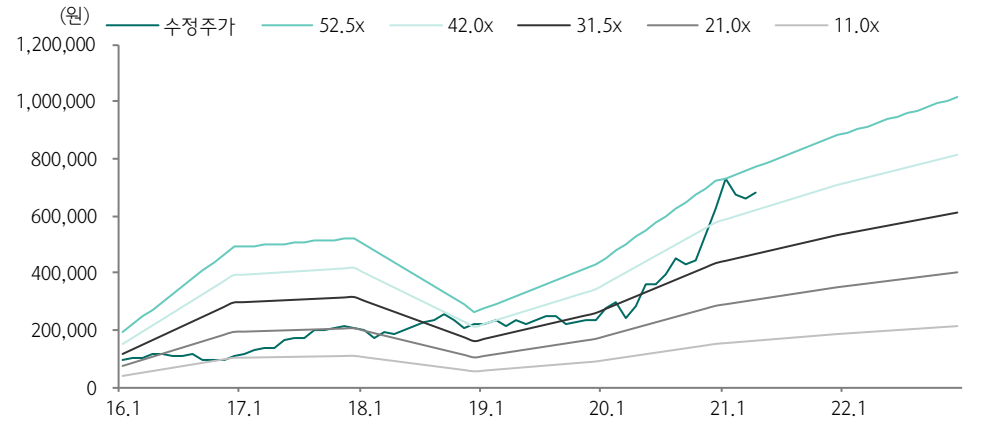
표 2. 삼성SDI Valuation Table

(단위 : 십억원)

		19	20	21F	22F	23F	24F	비고
영업이익	소형전지	554	366	463	516	645	807	
	중대형전지	(437)	(111)	145	307	405	687	
	전자재료	346	417	409	439	504	580	
	영업이익 Total	462	671	1,017	1,261	1,555	2,074	
NOPLAT (유효법인세율 22% 가정)	소형전지	432.0	285.3	361.1	402.7	503.4	629.2	
	중대형전지	(341.2)	(87.0)	113.1	239.1	315.8	536.0	
	전자재료	269.7	325.3	318.9	342.1	393.4	452.4	
	SDC 지분법 이익 등	265.7	376.4	484.4	542.5	651.0	781.2	
	지배지분순이익 Total	356.5	574.7	958.5	1,184.3	1,863.6	2,398.8	
P/E(배)	소형전지			21F	22F	23F	24F	CATL PER 50% 할인 CATL PER 50% 할인 IT 소재 업체 평균 PER
	중대형전지			45	45	45	45	
	전자재료			20	20	20	20	
	SDC 지분법 이익 등			15	15	15	15	
	전사 합산 실적 기준			-	39	31		
기업가치	소형전지			21F	22F	23F	24F	
	중대형전지			11,953	13,769	17,212	21,515	
	전자재료			6,367	11,535	18,551	25,791	
	SDC 등 자회사			16,248	18,122	22,652	28,315	
	총 기업가치			5,088	10,760	14,213	24,119	
채권자 가치	순차입금			21F	22F	23F	24F	
				2,905	2,905	3,196	3,355	
주주 가치	우선주 시총			21F	22F	23F	24F	
	목표 시총			711	711	853	1,024	
	목표주가(원)			669,751	826,589	1,098,410		

자료: 하나금융투자

그림 1. 삼성SDI 12M Forward P/E 추이



자료: 하나금융투자

그림 2. 삼성SDI 12M Forward P/B 추이



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	10,097.4	11,294.8	13,416.1	15,278.8	16,587.5
매출원가	7,882.3	8,914.2	10,636.3	12,001.0	12,971.8
매출총이익	2,215.1	2,380.6	2,779.8	3,277.8	3,615.7
판매비	1,753.0	1,709.2	1,763.0	2,016.5	2,192.4
영업이익	462.2	671.3	1,016.8	1,261.4	1,423.3
금융손익	(69.3)	(63.1)	(50.7)	(55.2)	(53.8)
중속/관계기업손익	178.6	292.7	362.6	461.1	547.0
기타영업외손익	(6.9)	(97.5)	33.6	0.0	0.0
세전이익	564.6	803.4	1,362.2	1,667.4	1,916.5
법인세	162.3	172.4	344.6	420.7	483.0
계속사업이익	402.4	631.0	1,017.6	1,246.6	1,433.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	402.4	631.0	1,017.6	1,246.6	1,433.4
비배주주지분 손익	45.8	56.2	50.9	62.3	71.7
지배주주손익	356.5	574.7	966.7	1,184.3	1,361.7
지배주주지분포괄이익	493.8	719.6	984.5	1,206.1	1,386.8
NOPAT	329.3	527.2	759.5	943.1	1,064.5
EBITDA	1,318.2	1,754.8	2,382.4	2,809.6	3,206.3
성장성(%)					
매출액증가율	10.25	11.86	18.78	13.88	8.57
NOPAT증가율	(35.95)	60.10	44.06	24.17	12.87
EBITDA증가율	1.62	33.12	35.76	17.93	14.12
영업이익증가율	(35.36)	45.24	51.47	24.06	12.83
(지배주주)손익증가율	(49.16)	61.21	68.21	22.51	14.98
EPS증가율	(49.15)	61.19	68.20	22.51	14.98
수익성(%)					
매출총이익률	21.94	21.08	20.72	21.45	21.80
EBITDA이익률	13.05	15.54	17.76	18.39	19.33
영업이익률	4.58	5.94	7.58	8.26	8.58
계속사업이익률	3.99	5.59	7.58	8.16	8.64

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	5,181.4	5,657.4	6,789.6	7,707.8	8,912.5
금융자산	1,304.3	1,720.3	2,345.0	2,882.8	3,980.3
현금성자산	1,156.3	1,546.0	2,148.2	2,669.2	3,761.9
매출채권	1,773.0	1,605.7	1,812.6	1,967.7	2,011.5
재고자산	1,707.9	1,810.8	2,044.2	2,219.1	2,268.4
기타유동자산	396.2	520.6	587.8	638.2	652.3
비유동자산	14,670.7	15,876.8	16,485.3	17,451.6	17,727.4
투자자산	8,059.2	8,601.1	8,695.3	9,329.7	9,508.6
금융자산	1,296.0	1,457.7	1,480.5	1,497.5	1,502.3
유형자산	5,426.8	6,128.1	6,766.6	7,222.6	7,443.7
무형자산	831.4	793.6	669.4	545.3	421.1
기타비유동자산	353.3	354.0	354.0	354.0	354.0
자산총계	19,852.1	21,534.2	23,275.0	25,159.3	26,639.9
유동부채	3,741.5	4,983.6	5,306.7	5,548.7	5,616.9
금융부채	1,780.5	2,480.1	2,486.9	2,492.0	2,493.4
매입채무	611.6	868.9	981.0	1,064.9	1,088.6
기타유동부채	1,349.4	1,634.6	1,838.8	1,991.8	2,034.9
비유동부채	3,450.2	3,191.7	3,658.7	4,121.4	4,167.2
금융부채	1,827.0	1,507.9	1,757.9	2,057.9	2,057.9
기타비유동부채	1,623.2	1,683.8	1,900.8	2,063.5	2,109.3
부채총계	7,191.8	8,175.3	8,965.4	9,670.1	9,784.2
지배주주지분	12,324.9	12,977.6	13,877.4	14,994.8	16,289.5
자본금	356.7	356.7	356.7	356.7	356.7
자본잉여금	5,002.0	5,002.0	5,002.0	5,002.0	5,002.0
자본조정	(345.1)	(345.1)	(345.1)	(345.1)	(345.1)
기타포괄이익누계액	404.5	546.0	546.0	546.0	546.0
이익잉여금	6,906.9	7,418.1	8,317.9	9,435.2	10,730.0
비지배주주지분	335.4	381.3	432.2	494.5	566.2
자본총계	12,660.3	13,358.9	14,309.6	15,489.3	16,855.7
순금융부채	2,303.3	2,267.7	1,899.8	1,667.1	571.0

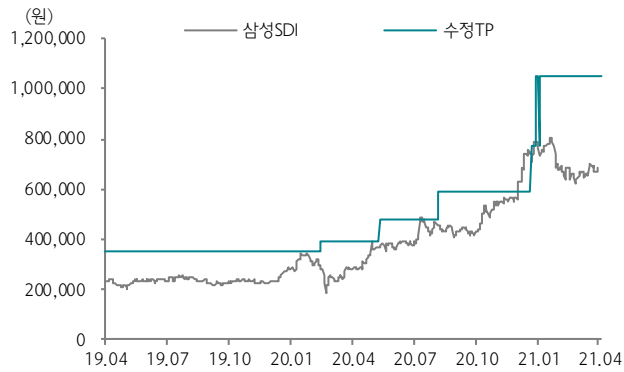
투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	5,066	8,166	13,735	16,827	19,348
BPS	180,017	189,291	202,075	217,951	236,347
CFPS	19,667	24,353	34,327	39,918	45,555
EBITDAPS	18,729	24,933	33,850	39,918	45,555
SPS	143,465	160,477	190,617	217,083	235,677
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	46.59	76.90	49.87	40.71	35.40
PBR	1.31	3.32	3.39	3.14	2.90
PCFR	12.00	25.79	19.96	17.16	15.04
EV/EBITDA	14.43	26.40	21.07	17.80	15.28
PSR	1.65	3.91	3.59	3.16	2.91
재무비율(%)					
ROE	2.94	4.54	7.20	8.20	8.71
ROA	1.82	2.78	4.31	4.89	5.26
ROIC	4.69	6.73	9.05	10.55	11.55
부채비율	56.81	61.20	62.65	62.43	58.05
순부채비율	18.19	16.98	13.28	10.76	3.39
이자보상배율(배)	5.62	9.74	16.17	18.25	20.00

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	923.1	1,948.8	2,141.5	2,424.1	2,695.0
당기순이익	402.4	631.0	1,017.6	1,246.6	1,433.4
조정	83	93	100	109	124
감가상각비	856.0	1,083.5	1,365.7	1,548.1	1,783.0
외환거래손익	26.9	(32.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(167.0)	(292.7)	(362.6)	(461.1)	(547.0)
기타	(632.9)	(665.8)	(903.1)	(978.0)	(1,112.0)
영업활동 자산부채 변동	(306.5)	391.5	120.7	90.5	25.5
투자활동 현금흐름	(1,535.1)	(1,778.4)	(1,634.1)	(2,070.1)	(1,516.6)
투자자산감소(증가)	192.8	(249.2)	268.4	(173.2)	368.1
자본증가(감소)	(1,879.0)	(1,718.3)	(1,880.0)	(1,880.0)	(1,880.0)
기타	151.1	189.1	(22.5)	(16.9)	(4.7)
재무활동 현금흐름	238.9	240.6	189.8	238.1	(65.5)
금융부채증가(감소)	308.8	380.5	256.8	305.1	1.4
자본증가(감소)	(36.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	33.0	(70.7)	(0.1)	(0.1)	0.0
배당지급	(66.9)	(69.2)	(66.9)	(66.9)	(66.9)
현금의 증감	(360.3)	389.7	576.1	521.0	1,092.7
Unlevered CFO	1,384.2	1,714.0	2,416.0	2,809.6	3,206.3
Free Cash Flow	(975.2)	220.6	261.5	544.1	815.0

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성SDI



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
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	94.66%	5.34%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 04월 24일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 4월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2021년 4월 27일 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 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.