



삼성SDI (006400)

자동차 OEM들의 견제에 대한 우려는 과도

▶ Analyst 이순학 soonhak@hanwha.com 3772-7472 / RA 이용욱 yw.lee@hanwha.com 3772-7635

Buy (유지)

목표주가(유지): 860,000원

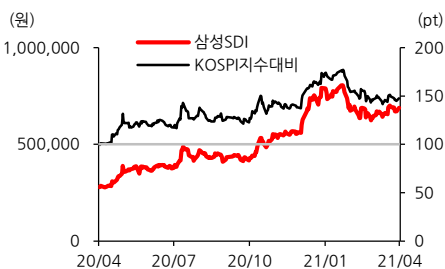
현재 주가(4/27)	685,000원
상승여력	▲ 25.5%
시가총액	471,037억원
발행주식수	68,765천주
52 주 최고가 / 최저가	805,000 / 277,000원
90 일 일평균 거래대금	2,786.46억원
외국인 지분율	42.9%
주주 구성	
삼성전자 (외 6인)	20.6%
국민연금공단 (외 1인)	9.4%
BlackRockFundAdvisors (외)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.9	-13.2	59.3	145.5
상대수익률(KOSPI)	0.1	-16.2	21.4	78.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020	2021E
매출액	9,158	10,097	11,295	13,841
영업이익	715	462	671	1,022
EBITDA	1,297	1,318	1,755	2,273
지배주주순이익	701	357	575	940
EPS	10,197	5,185	8,333	13,641
순차입금	1,679	2,350	2,312	3,186
PER	21.5	45.5	75.4	50.2
PBR	1.3	1.3	3.4	3.5
EV/EBITDA	13.0	14.2	26.2	22.5
배당수익률	0.5	0.4	0.2	0.2
ROE	6.0	2.9	4.5	7.0

주가 추이



삼성SDI가 시장 기대치 수준의 실적을 발표했습니다. 그동안 동사의 주가는 실적보다는 전기차 업계의 뉴스에 좌우되는 경향이 많았습니다. 최근에는 자동차 고객사들이 배터리 내재화 전략을 선보여 주가에 악영향을 미쳤습니다. 동사가 후실적으로 이런 기우를 잠재울 수 있다면 재차 상승 국면에 진입할 것으로 판단합니다. 매수 의견을 유지합니다.

1분기 실적은 낮아진 시장 기대치에 부합

동사의 1분기 실적은 매출액 2,962억 원, 영업이익 1,332억 원으로 지속적으로 낮아진 컨센서스에 부합했다. 자동차용 전지와 ESS 모두 매출액이 감소했는데, 부품 공급부족보다는 비수기와 국내 REC 가중치 일몰 영향이 컸다고 볼 수 있다. 소형전지에서는 원형전지가 전분기와 유사한 매출을 올릴 만큼 전동공구, Micro Mobility 수요가 좋았고, 폴리머 전지는 해외 고객 물량 감소로 인해 부진했던 것으로 추정된다. 전자재료는 비수기임에도 불구하고, 대형 TV용 편광필름 수요가 강세를 보이면서 기대 이상의 손익을 기록했다.

2분기 실적은 기존 추정치에 부합할 전망

우리는 동사의 2분기 실적으로 매출액 3,340억 원, 영업이익 2,234억 원을 전망한다. 이는 기존 당사 추정치와 시장 기대치에 부합하는 수준이다. 실적 개선은 스마트폰과 노트북용 폴리머 전지 물량 확대, Non-IT형 원형전지 수요 증가, 해외 ESS 매출 급성장에 기인한다. 다만, 자동차 전지의 수익성은 3분기부터 턴어라운드하고, 전자재료 사업도 하반기 성수기에 진입할 것으로 보여 실적 모멘텀은 하반기에 발생할 것으로 판단한다.

투자의견 BUY, 목표주가 86만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 단기적으로 실적 부진과 자동차 OEM들의 배터리 내재화 전략으로 인해 주가가 조정을 겪은 바 있으나, 어느 정도 회복 중에 있다. 특히 자동차 OEM들의 내재화 전략은 2025년 이후의 중장기 계획이고, 지난 20여 년간 배터리 업계의 역사를 봤을 때 단시일 내에 대규모 생산 캐파를 확보해 안정적인 원가와 수율로 생산해내는 것은 쉽지 않다고 판단한다. 하반기에 동사가 자동차용 전지에서 실적 개선을 확인시켜 준다면 주가는 재차 대세 상승 국면에 진입할 것으로 전망한다.

[표1] 삼성SDI의 1분기 실적 요약

(단위: 십억 원, %, %p)

	1분기 실적	YoY	QoQ	당사 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	2,963	23.6	(8.9)	2,996	(1.1)	2,942	0.7
영업이익	133	146.8	(45.9)	129	3.2	141	(5.7)
지배주주순이익	134	흑자전환	(57.8)	143	(5.9)	125	7.4
영업이익률	4.5			4.3	0.2	4.8	(0.3)
순이익률	4.5			4.8	(0.2)	4.2	0.3

자료: Wsefn, 한화투자증권 리서치센터

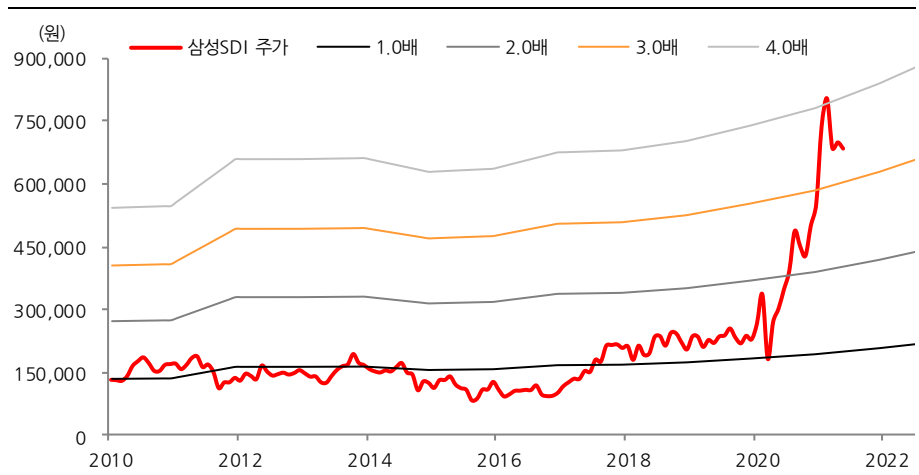
[표2] 삼성 SDI의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액	2,398	2,559	3,087	3,251	2,963	3,344	3,664	3,869	10,097	11,295	13,841
전지	1,795	1,921	2,384	2,629	2,388	2,737	3,001	3,240	7,717	8,729	11,365
소형	820	947	1,233	1,088	1,066	1,167	1,251	1,240	4,393	4,087	4,723
중대형(EV,ESS)	976	974	1,151	1,541	1,322	1,570	1,750	2,000	3,324	4,641	6,642
소재											
전자재료	602	638	704	622	576	608	663	629	2,378	2,566	2,476
영업이익	54	104	267	246	133	223	328	337	462	671	1,022
전지	-20	6	138	117	47	131	220	224	55	241	622
전자재료	74	97	129	129	86	92	108	113	407	430	400
영업이익률	2.3	4.1	8.7	7.6	4.5	6.7	9.0	8.7	4.6	5.9	7.4
전지	(1.1)	0.3	5.8	4.5	2.0	4.8	7.3	6.9	0.7	2.8	5.5
전자재료	12.3	15.3	18.4	20.8	15.0	15.2	16.3	18.0	17.1	16.8	16.2

자료: 삼성SDI, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 삼성 SDI의 12개월 Forward PBR 밴드



자료: Wsefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

12월 결산	2017	2018	2019	2020	2021E
매출액	6,347	9,158	10,097	11,295	13,841
매출총이익	1,166	2,040	2,215	2,381	3,167
영업이익	117	715	462	671	1,022
EBITDA	577	1,297	1,318	1,755	2,273
순이자손익	3	-8	-46	-45	-27
외화관련손익	15	-45	-25	11	25
지분법손익	691	321	167	293	498
세전계속사업손익	824	1,036	565	803	1,383
당기순이익	643	745	402	631	1,045
지배주주순이익	657	701	357	575	940
증가율(%)					
매출액	22.0	44.3	10.3	11.9	22.5
영업이익	흑전	511.6	-35.4	45.3	52.2
EBITDA	흑전	124.9	1.6	33.1	29.5
순이익	204.7	15.8	-46.0	56.8	65.7
이익률(%)					
매출총이익률	18.4	22.3	21.9	21.1	22.9
영업이익률	1.8	7.8	4.6	5.9	7.4
EBITDA 이익률	9.1	14.2	13.1	15.5	16.4
세전이익률	13.0	11.3	5.6	7.1	10.0
순이익률	10.1	8.1	4.0	5.6	7.6

12월 결산	2017	2018	2019	2020	2021E
영업현금흐름	-250	261	923	1,949	1,083
당기순이익	643	745	402	631	1,045
자산상각비	460	582	856	1,083	1,252
운전자본증감	-841	-979	-307	392	-546
매출채권 감소(증가)	-303	-786	7	197	-355
재고자산 감소(증가)	-116	-504	482	293	-224
매입채무 증가(감소)	177	147	-21	297	9
투자현금흐름	89	-1,705	-1,535	-1,778	-1,892
유형자산처분(취득)	-957	-2,142	-1,879	-1,718	-2,019
무형자산 감소(증가)	15	-13	-3	1	-3
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	-5
재무현금흐름	353	1,756	239	241	430
차입금의 증가(감소)	514	1,819	291	310	500
자본의 증가(감소)	-69	-72	-67	-67	-70
배당금의 지급	70	72	67	67	70
총현금흐름	672	1,375	1,384	1,714	1,629
(-)운전자본증가(감소)	497	904	322	-485	530
(-)설비투자	991	2,146	1,898	1,728	2,019
(+)자산매각	49	-9	17	11	-3
Free Cash Flow	-767	-1,684	-820	482	-922
(-)기타투자	-687	-375	-362	155	-118
잉여현금	-80	-1,309	-457	327	-804
NOPLAT	91	514	329	527	772
(+) Dep	460	582	856	1,083	1,252
(-)운전자본투자	497	904	322	-485	530
(-)Capex	991	2,146	1,898	1,728	2,019
OpFCF	-937	-1,954	-1,035	368	-525

주: IFRS 연결 기준

12월 결산	2017	2018	2019	2020	2021E
유동자산	3,585	5,519	5,181	5,657	5,864
현금성자산	1,262	1,620	1,257	1,676	1,302
매출채권	1,060	1,585	1,885	1,723	2,078
재고자산	967	1,746	1,708	1,811	2,035
비유동자산	12,157	13,830	14,671	15,877	17,010
투자자산	8,329	8,356	8,412	8,955	9,319
유형자산	2,930	4,608	5,427	6,128	6,981
무형자산	897	866	831	794	711
자산총계	15,742	19,350	19,852	21,534	22,874
유동부채	2,664	4,013	3,742	4,984	5,035
매입채무	1,050	1,640	1,115	1,475	1,484
유동성이자부채	1,079	1,755	1,781	2,480	2,480
비유동부채	1,626	3,112	3,450	3,192	3,752
비유동이자부채	366	1,544	1,827	1,508	2,008
부채총계	4,290	7,125	7,192	8,175	8,787
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	5,043	5,038	5,002	5,002	5,002
이익잉여금	5,601	6,613	6,907	7,418	8,288
자본조정	257	-73	59	201	59
자기주식	-345	-345	-345	-345	-345
자본총계	11,452	12,225	12,660	13,359	14,087

12월 결산	2017	2018	2019	2020	2021E
주당지표					
EPS	9,558	10,197	5,185	8,333	13,641
BPS	159,945	169,560	175,114	184,387	194,732
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,200
CFPS	9,544	19,533	19,667	24,353	23,144
ROA(%)	4.3	4.0	1.8	2.8	4.2
ROE(%)	6.0	6.0	2.9	4.5	7.0
ROIC(%)	2.5	9.9	4.8	7.1	9.5
Multiples(x, %)					
PER	21.4	21.5	45.5	75.4	50.2
PBR	1.3	1.3	1.3	3.4	3.5
PSR	2.3	1.7	1.6	3.9	3.5
PCR	21.4	11.2	12.0	25.8	29.6
EV/EBITDA	25.0	13.0	14.2	26.2	22.5
배당수익률	0.5	0.5	0.4	0.2	0.2
안정성(%)					
부채비율	37.5	58.3	56.8	61.2	62.4
Net debt/Equity	1.6	13.7	18.6	17.3	22.6
Net debt/EBITDA	31.6	129.4	178.3	131.8	140.2
유동비율	134.6	137.5	138.5	113.5	116.5
이자보상배율(배)	5.1	13.8	5.6	9.7	15.6
자산구조(%)					
투하자본	29.4	39.2	43.0	41.3	45.2
현금+투자자산	70.6	60.8	57.0	58.7	54.8
자본구조(%)					
차입금	11.2	21.2	22.2	23.0	24.2
자기자본	88.8	78.8	77.8	77.0	75.8

[Compliance Notice]

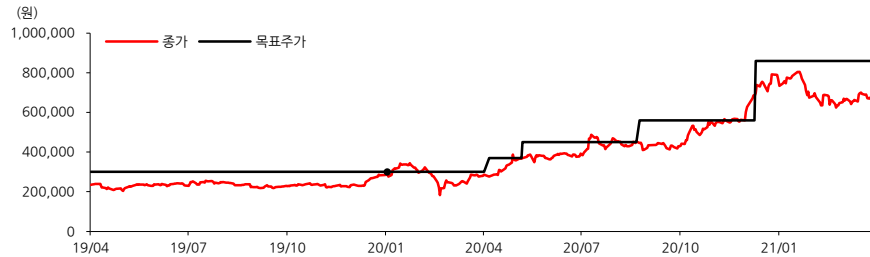
(공표일: 2021년 04월 28일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이순학, 이용욱)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[삼성SDI 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2019.05.02	2019.05.08	2019.06.24	2019.08.12	2019.09.09
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2019.10.04	2019.10.30	2019.11.21	2020.01.31	2020.04.06	2020.05.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	370,000
일 시	2020.06.04	2020.07.08	2020.07.29	2020.09.21	2020.10.28	2020.11.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	450,000	450,000	450,000	560,000	560,000	560,000
일 시	2021.01.07	2021.01.29	2021.03.30	2021.04.28		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	860,000	860,000	860,000	860,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.09.09	Buy	300,000	-15.11	14.50
2020.05.04	Buy	370,000	-11.90	4.86
2020.06.04	Buy	450,000	-8.72	8.44
2020.09.21	Buy	560,000	-10.05	22.50
2021.01.07	Buy	860,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%