



# Outperform(Downgrade)

목표주가: 900,000원(상향)

주가(7/27): 760,000원

시가총액: 522,610억원

## 전기전자/가전

Analyst 김지산

(02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

### Stock Data

KOSPI (7/27)		3,232.53pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	805,000원	378,000원
등락률	-5.6%	101.1%
수익률	절대	상대
1M	10.5%	12.9%
6M	-3.7%	-7.0%
1Y	101.1%	37.9%

### Company Data

발행주식수	68,765 천주
일평균 거래량(3M)	287천주
외국인 지분율	43.4%
배당수익률(21E)	0.1%
BPS(21E)	203,703원
주요 주주	삼성전자 외 20.5%

### 투자지표

(억원, IFRS)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	100,974	112,948	137,432	157,869
영업이익	4,622	6,713	11,447	14,078
EBITDA	13,182	17,548	24,640	29,110
세전이익	5,646	8,034	16,705	19,776
순이익	4,024	6,310	13,371	16,426
지배주주지분순이익	3,565	5,747	12,898	16,098
EPS(원)	5,066	8,166	18,326	22,872
증감률(%YoY)	-49.1	61.2	124.4	24.8
PER(배)	46.6	76.9	40.2	32.2
PBR(배)	1.35	3.41	3.62	3.24
EV/EBITDA(배)	14.4	26.4	22.1	18.8
영업이익률(%)	4.6	5.9	8.3	8.9
ROE(%)	2.9	4.5	9.4	10.6
순부채비율(%)	18.3	16.8	18.6	17.2

자료: 키움증권

### Price Trend



# 삼성SDI (006400)

## 마침내 결실 맺은 자동차전지



2분기는 깜짝 실적이었다. 자동차전지가 마침내 흑자 전환에 성공했고, 원형전지가 선전했으며, 편광필름을 앞세운 전자재료의 수익성이 기대 이상이었다. 하반기는 자동차전지의 이익 기여가 본격화되며 우상향 이익 추세가 예상된다. 다만, 3분기 눈높이를 낮추는 대신, 4분기를 높일 필요가 있어 보인다. 자동차전지의 미국 시장 진출 계획, 원형전지 EV 고객 다변화, 전자재료 신규 사업 성과를 주목하자.

### >>> 2분기 자동차전지 흑자 전환, 전자재료 수익성 기대 이상

2분기 영업이익은 2,952억원(QoQ 122%, YoY 184%)으로 시장 예상치(2,561억원)를 크게 상회했다. 무엇보다 자동차전지가 유럽형 공급이 확대되며 흑자 전환에 성공한 점이 고무적이었고, 편광필름을 앞세운 전자재료의 수익성이 기대 이상이었으며, 원형전지가 우호적인 판가를 바탕으로 선전했다.

원형전지는 빠듯한 수급 여건 속에서 신규 EV 프로젝트 매출이 시작됐다. ESS는 물류 차질 여파가 있었지만, 미주 전력용 중심으로 매출이 크게 증가했고, 재차 흑자 전환했다. 참고로 상반기 글로벌 전기차 시장과 유럽 전기차 시장은 각각 158%, 137% 성장했다. 전자재료는 전부분이 개선됐는데, 편광필름은 대형 LCD TV 수요 강세, 반도체 소재는 웨이퍼 투입량 증가, OLED소재는 스마트폰 수요 증가에 따른 결과였다.

### >>> 하반기 자동차전지 이익 기여 확대

하반기는 자동차전지의 이익 기여가 본격화되며 우상향 이익 추세가 예상된다. 3분기에 대한 기대치를 낮추되, 4분기는 높여 잡을 필요가 있어 보인다. 3분기 영업이익은 3,140억원(QoQ 6%, YoY 17%)으로 추정된다. 자동차전지는 수익성이 높은 Gen 3 이상 프로젝트 매출이 확대돼 제품 Mix가 개선되고, 헝가리 거점에서 Gen 5 배터리 공급이 시작될 것이다. 미국 시장 진출 계획이 구체화되길 기대한다.

ESS는 매출 인식 스케줄 상 3분기 일시적 감소가 예상된다. 다만, 글로벌 친환경 정책 및 재생에너지 확산에 따른 우호적 환경 속에서 북미 이외에 유럽, 아시아 등으로 공급처를 확대해 갈 계획이다.

소형전지는 EV형 원형 매출이 본격적으로 증가하고, 상대적으로 모멘텀이 부족한 파워치도 신규 Flagship 출시 효과가 예정돼 있다.

전자재료 중 편광필름은 언택트 수요 둔화와 판가 하락이 불가피하겠지만, 반도체와 OLED소재가 높은 수익성을 방어할 것이다. 향후 QD 잉크, OLED 편광필름, EUV 공정 소재, 반도체 포토레지스트 등 신사업의 성과가 더해지는 과정에서 성장성이 부각될 것이다.

목표주가를 90만원으로 상향하나, 상승 여력을 감안해 투자 의견을 'Outperform'으로 조정한다.

삼성SDI 2분기 실적 요약

(단위: 억원)

	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
<b>매출액</b>	<b>25,586</b>	<b>30,872</b>	<b>32,514</b>	<b>29,632</b>	<b>33,343</b>	<b>12.5%</b>	<b>30.3%</b>	<b>33,736</b>	<b>-1.2%</b>
소형전지	9,278	12,014	10,926	10,625	11,465	7.9%	23.6%	11,465	0.0%
중대형전지	9,902	11,804	15,369	13,245	15,653	18.2%	58.1%	15,717	-0.4%
전자재료	6,381	7,037	6,222	5,762	6,225	8.0%	-2.4%	6,156	1.1%
<b>영업이익</b>	<b>1,038</b>	<b>2,674</b>	<b>2,462</b>	<b>1,332</b>	<b>2,952</b>	<b>121.7%</b>	<b>184.4%</b>	<b>2,522</b>	<b>17.0%</b>
영업이익률	4.1%	8.7%	7.6%	4.5%	8.9%	4.4%p	4.8%p	7.5%	-1.4%p
세전이익	856	2,982	4,293	2,053	3,961	92.9%	362.8%	2,755	43.8%
세전이익률	3.3%	9.7%	13.2%	6.9%	11.9%	5.0%p	8.5%p	8.2%	-3.7%p
순이익	434	2,230	3,179	1,342	2,748	104.7%	533.5%	2,125	29.3%

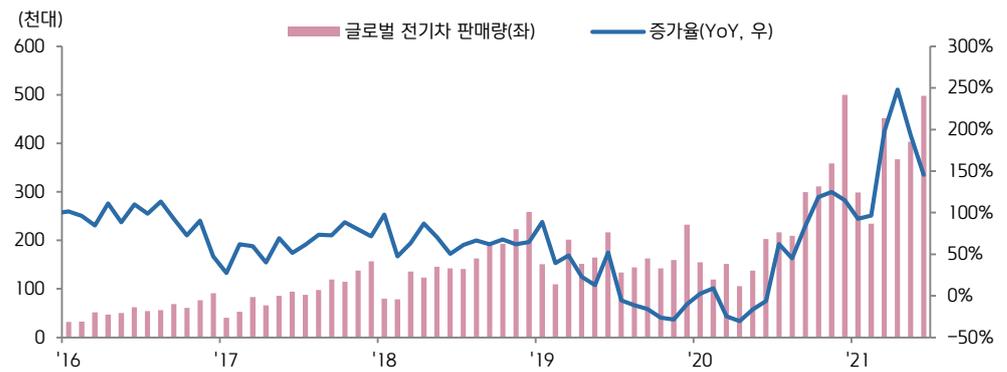
자료: 삼성SDI, 키움증권

삼성SDI 분기별 실적 전망 (단위: 억원)

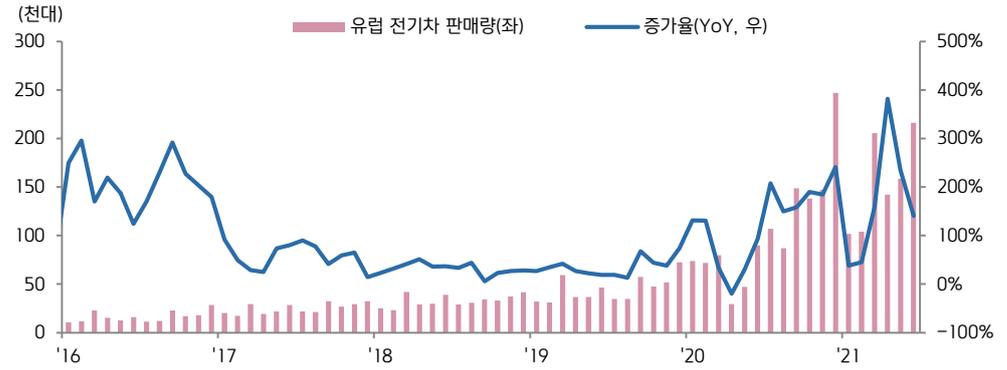
	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	YoY	2021E	YoY	2022E	YoY
<b>매출액</b>	<b>29,632</b>	<b>33,343</b>	<b>35,087</b>	<b>39,370</b>	<b>35,115</b>	<b>37,844</b>	<b>40,198</b>	<b>44,713</b>	<b>112,948</b>	<b>11.9%</b>	<b>137,432</b>	<b>21.7%</b>	<b>157,869</b>	<b>14.9%</b>
소형전지	10,625	11,465	12,451	12,190	11,325	12,659	13,435	13,169	40,494	-7.5%	46,732	15.4%	50,589	8.3%
중대형전지	13,245	15,653	16,287	20,613	17,643	18,643	19,956	24,613	46,731	40.3%	65,797	40.8%	80,854	22.9%
전자재료	5,762	6,225	6,349	6,567	6,147	6,541	6,807	6,931	25,660	7.9%	24,903	-2.9%	26,426	6.1%
<b>영업이익</b>	<b>1,332</b>	<b>2,952</b>	<b>3,140</b>	<b>4,023</b>	<b>2,404</b>	<b>3,402</b>	<b>3,766</b>	<b>4,505</b>	<b>6,713</b>	<b>45.3%</b>	<b>11,447</b>	<b>70.5%</b>	<b>14,078</b>	<b>23.0%</b>
소형전지	885	1,271	1,518	1,447	1,001	1,310	1,561	1,528	3,657	-30.0%	5,121	40.0%	5,400	5.5%
중대형전지	-416	416	459	1,168	415	880	989	1,525	-1,247	적지	1,628	흑전	3,810	134.1%
전자재료	863	1,265	1,163	1,408	987	1,212	1,217	1,452	4,300	14.0%	4,699	9.3%	4,868	3.6%
<b>영업이익률</b>	<b>4.5%</b>	<b>8.9%</b>	<b>9.0%</b>	<b>10.2%</b>	<b>6.8%</b>	<b>9.0%</b>	<b>9.4%</b>	<b>10.1%</b>	<b>5.9%</b>	<b>1.4%p</b>	<b>8.3%</b>	<b>2.4%p</b>	<b>8.9%</b>	<b>0.6%p</b>
소형전지	8.3%	11.1%	12.2%	11.9%	8.8%	10.3%	11.6%	11.6%	9.0%	-2.9%p	11.0%	1.9%p	10.7%	-0.3%p
중대형전지	-3.1%	2.7%	2.8%	5.7%	2.4%	4.7%	5.0%	6.2%	-2.7%	11.9%p	2.5%	5.1%p	4.7%	2.2%p
전자재료	15.0%	20.3%	18.3%	21.4%	16.1%	18.5%	17.9%	20.9%	16.8%	0.9%p	18.9%	2.1%p	18.4%	-0.4%p

자료: 삼성SDI, 키움증권

글로벌 전기차 판매량 추이



유럽 전기차 판매량 추이



자료: MarkLines, 키움증권

삼성SDI 목표주가 산출 근거 (단위: 억원, 배)

Sum-of-the-Parts	6개월 Forward	비고
영업가치	564,124	Target EV/EBITDA
소형전지	78,805	8.0 Peer 그룹 평균
중대형전지	431,444	60.9 CATL 대비 10% 할인
전자재료	53,876	7.0 Peer 그룹 평균
매도가능금융자산	10,270	
관계기업투자	55,379	삼성디스플레이 등
순차입금	23,831	
적정주주가치	605,942	
수정발행주식수	66,873	자사주 차감, 우선주 포함
목표주가	<b>906,114</b>	

자료: 키움증권

삼성SDI 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	3Q21E	2021E	2022E	3Q21E	2021E	2022E	3Q21E	2021E	2022E
매출액	36,482	138,974	158,434	35,087	137,432	157,869	-3.8%	-1.1%	-0.4%
영업이익	3,305	10,955	13,805	3,140	11,447	14,078	-5.0%	4.5%	2.0%
세전이익	4,881	15,412	18,545	4,725	16,705	19,776	-3.2%	8.4%	6.6%
순이익	4,016	12,203	14,952	3,904	12,898	16,098	-2.8%	5.7%	7.7%
EPS(원)		17,338	21,245		18,326	22,872		5.7%	7.7%
영업이익률	9.1%	7.9%	8.7%	9.0%	8.3%	8.9%	-0.1%p	0.4%p	0.2%p
세전이익률	13.4%	11.1%	11.7%	13.5%	12.2%	12.5%	0.1%p	1.1%p	0.8%p
순이익률	11.0%	8.8%	9.4%	11.1%	9.4%	10.2%	0.1%p	0.6%p	0.8%p

자료: 키움증권

**포괄손익계산서**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	100,974	112,948	137,432	157,869	176,971
매출원가	78,823	89,142	105,419	120,446	134,843
매출총이익	22,152	23,806	32,013	37,423	42,129
판관비	17,530	17,092	20,566	23,346	26,036
영업이익	4,622	6,713	11,447	14,078	16,092
<b>EBITDA</b>	13,182	17,548	24,640	29,110	33,087
영업외손익	1,025	1,321	5,258	5,699	5,147
이자수익	184	120	115	124	115
이자비용	822	690	763	801	788
외환관련이익	2,632	4,783	4,102	3,282	2,625
외환관련손실	2,884	4,671	4,057	3,282	3,282
종속 및 관계기업손익	1,786	2,927	5,678	6,376	6,476
기타	129	-1,148	183	0	1
<b>법인세차감전이익</b>	5,646	8,034	16,705	19,776	21,240
법인세비용	1,623	1,724	3,334	3,350	3,598
계속사업순이익	4,024	6,310	13,371	16,426	17,642
<b>당기순이익</b>	4,024	6,310	13,371	16,426	17,642
<b>지배주주순이익</b>	3,565	5,747	12,898	16,098	17,289
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	10.3	11.9	21.7	14.9	12.1
영업이익 증감율	-35.4	45.2	70.5	23.0	14.3
EBITDA 증감율	1.6	33.1	40.4	18.1	13.7
지배주주순이익 증감율	-49.2	61.2	124.4	24.8	7.4
EPS 증감율	-49.1	61.2	124.4	24.8	7.4
매출총이익율(%)	21.9	21.1	23.3	23.7	23.8
영업이익률(%)	4.6	5.9	8.3	8.9	9.1
EBITDA Margin(%)	13.1	15.5	17.9	18.4	18.7
지배주주순이익률(%)	3.5	5.1	9.4	10.2	9.8

**재무상태표**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	51,814	56,574	60,910	66,826	71,154
현금 및 현금성자산	11,563	15,460	14,639	15,912	14,600
단기금융자산	1,364	1,675	1,726	1,777	1,831
매출채권 및 기타채권	19,070	17,614	20,058	22,252	24,944
재고자산	17,079	18,108	20,659	22,942	25,718
기타유동자산	2,738	3,717	3,828	3,943	4,061
<b>비유동자산</b>	146,707	158,768	172,408	186,992	202,008
투자자산	80,533	85,273	91,366	98,170	105,087
유형자산	54,268	61,281	69,631	77,865	86,221
무형자산	8,314	7,936	7,132	6,678	6,422
기타비유동자산	3,592	4,278	4,279	4,279	4,278
<b>자산총계</b>	198,521	215,342	233,318	253,818	273,162
<b>유동부채</b>	37,415	49,836	52,049	54,351	56,280
매입채무 및 기타채무	14,209	17,852	18,637	19,498	20,973
단기금융부채	17,805	24,514	25,718	26,928	27,144
기타유동부채	5,401	7,470	7,694	7,925	8,163
<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	85,660	89,038	90,043
<b>자본지분</b>	123,249	129,776	143,371	160,165	178,151
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	86,410	101,838	118,457
비지배지분	3,354	3,813	4,286	4,615	4,968
<b>자본총계</b>	126,603	133,589	147,657	164,780	183,119

**현금흐름표**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	9,231	19,488	16,812	21,910	24,617
당기순이익	4,024	6,310	13,371	16,426	17,642
비현금항목의 가감	9,818	10,831	11,497	12,684	14,789
유형자산감가상각비	7,626	9,852	12,389	14,579	16,739
무형자산감가상각비	934	983	804	454	256
지분법평가손익	-1,903	-2,927	-5,678	-6,376	-6,476
기타	3,161	2,923	3,982	4,027	4,270
영업활동자산부채증감	-3,065	3,915	-4,211	-3,309	-3,679
매출채권및기타채권의감소	73	1,967	-2,444	-2,193	-2,692
재고자산의감소	4,823	2,933	-2,551	-2,283	-2,776
매입채무및기타채무의증가	-208	2,969	784	862	1,475
기타	-7,753	-3,954	0	305	314
기타현금흐름	-1,546	-1,568	-3,845	-3,891	-4,135
<b>투자활동 현금흐름</b>	-15,351	-17,784	-21,205	-23,293	-25,588
유형자산의 취득	-18,983	-17,283	-20,739	-22,813	-25,094
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	-1	0	-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
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-3,603	3,897	-821	1,273	-1,312
기초현금 및 현금성자산	15,166	11,563	15,460	14,639	15,912
기말현금 및 현금성자산	11,563	15,460	14,639	15,912	14,600

자료: 키움증권

**투자지표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	5,066	8,166	18,326	22,872	24,564
BPS	175,114	184,387	203,703	227,564	253,118
CFPS	19,667	24,353	35,334	41,360	46,078
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	46.6	76.9	40.2	32.2	30.0
PER(최고)	50.5	77.2	44.6		
PER(최저)	38.3	22.0	32.7		
PBR	1.35	3.41	3.62	3.24	2.91
PBR(최고)	1.46	3.42	4.02		
PBR(최저)	1.11	0.98	2.95		
PSR	1.64	3.91	3.77	3.29	2.93
PCFR	12.0	25.8	20.9	17.8	16.0
EV/EBITDA	14.4	26.4	22.1	18.8	16.6
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%(보통주, 현금))	16.3	10.4	4.9	4.0	3.7
배당수익률(%(보통주, 현금))	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1
ROA	2.1	3.0	6.0	6.7	6.7
ROE	2.9	4.5	9.4	10.6	10.2
ROIC	4.6	7.8	8.6	11.4	11.7
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	58.0	54.0	49.2
순차입금비율	18.3	16.8	18.6	17.2	15.7
이자보상배율	5.6	9.7	15.0	17.6	20.4
<b>총차입금</b>	36,051	39,593	43,797	46,007	45,224
순차입금	23,124	22,458	27,432	28,317	28,793
NOPLAT	13,182	17,548	24,640	29,110	33,087
FCF	-9,753	4,110	-3,972	603	1,588

Compliance Notice

- 당사는 7월 27일 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 기업의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

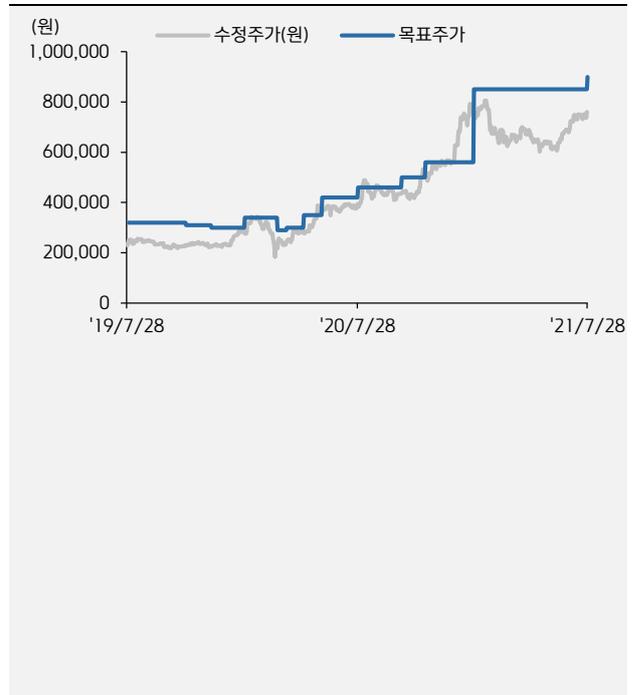
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
삼성SDI (006400)	2019/07/31	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-23.40	-20.16
	2019/09/17	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-26.18	-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	-15.31	-5.29
	2021/03/22	BUY(Upgrade)	850,000원	6개월	-17.93	-5.29
	2021/04/28	BUY(Maintain)	850,000원	6개월	-20.21	-5.29
	2021/06/08	BUY(Maintain)	850,000원	6개월	-20.58	-5.29
	2021/06/18	BUY(Maintain)	850,000원	6개월	-19.37	-5.29
2021/07/28	Outperform (Downgrade)	900,000원	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 (2020/07/01~2021/06/30)

매수	중립	매도
98.10%	1.90%	0.00%