

# 삼성SDI (006400)

## Double check (feat. 수익성과 증설)

### 2Q21 Review : 기다렸던 전기차 배터리 흑자 전환

2분기 실적은 매출 3.3조원(YoY +30%, QoQ +12%), 영업이익 2,952억원(YoY +184%, QoQ +122%)로 컨센서스 상회했다(컨센서스 영업이익 2,561억원). 1) 중대형전지(매출 비중 46%)의 경우 전기차 및 ESS 배터리 수요 증가 지속되며 부문 매출 YoY +38% 증가했다. 주가 swing factor인 전기차 배터리 부문 수익성은 2분기 한자릿수 초반의 영업이익률 달성한 것으로 추정되며, 이에 따라 사실상 첫 분기 흑자 전환에 성공했다. 2) 소형 전지(매출 비중 35%)의 경우, 전동 공구 및 e-bike 등 원형 전지 수요 강세 지속되며 부문 매출 YoY +26% 증가했다. 이 과정에서 고마진 셀 매출 비중 상승하며 매출 증가 및 수익성 개선 동반됐다. 3) 전자재료(매출 비중 19%)의 경우 2분기 세트 수요 peak-out 우려 있었으나 글로벌 TV 수요 강세 지속되며 부문 매출은 QoQ +8% 증가했다. YoY -5% 감소했는데, 2020년 2분기에는 태양광 소재 매출이 포함되어 있기 때문이다(태양광 소재 부문 2021년 초 매각).

### 수익성 개선세 뚜렷

3분기 실적은 매출 3.5조원(YoY +14%, QoQ +5%), 영업이익 3,119억원(YoY +17%, QoQ +6%)으로 성장세 지속될 전망이다. 중대형전지 부문은 유럽 전기차 수요 강세 지속 및 Gen.5 등 신규 프로젝트 본격화 영향으로 매출 YoY +38% 증가 전망된다. 전기차 배터리 부문은 신규 라인 가동에 따른 매출 증가 및 수익성 높은 신제품 비중 상승하며 한자릿수 중반 수준의 영업이익률로 본격적인 흑자 구조 진입 전망이다. 이에 따라 2021년 실적은 2021년 실적은 매출 13.5조원(YoY +19%), 영업이익 1.1조원(YoY +63%), 지배순이익 1.1조원(YoY +88%)으로 매출 성장 대비 이익 증가 폭 확대될 전망이다. 전기차 배터리 및 ESS 수익성 개선, 원형 전지 고부가 제품 mix 개선 영향으로 전사 마진 상승하며 이익 레버리지 확대될 전망이다.

### EV 원형 전지 매출 증가와 미국 증설 가속화 기대

배터리 업체들의 향후 실적 및 주가 흐름에서 제일 중요한 것은 장기 적자 부문이었던 전기차 배터리 부문의 수익성 개선 여부다. 2분기를 시작으로 흑자 구조 진입하는 상황에서 이미 10% 가까운 OPM 발생하고 있는 원형 전지 부문의 전기차 배터리 매출 본격화는 전체 전기차 배터리 부문 수익성 개선 속도를 가속화 시켜줄 수 있는 요인이다. 글로벌 원형 전지 시장 점유율 1위 업체로서 하반기 리비안을 시작으로 전기차 배터리를 원형 전지 매출 가파르게 증가할 것으로 전망되며, 이는 향후 실적 및 Valuation Factor 모두 상승 견인할 요소라고 판단한다. 이번 컨퍼런스 콜에서 미국 시설 투자에 대한 가시성을 높여주며 향후 수익성 방어에만 함몰되지 않겠다는 전략을 확인시켜 준 것 역시 긍정적이다. 수익성 개선으로 2022년 전지 부문 EBITDA 추정치를 상향함에 따라 목표주가를 1,130,000원으로 상향한다.

### 기업분석(Report)

**BUY**

| TP(12M): 1,130,000원(상향) | CP(7월27일): 760,000원

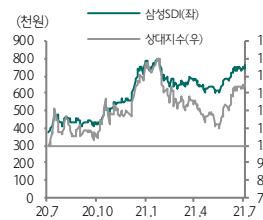
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,232.53
52주 최고/최저(원)	805,000/378,000
시가총액(십억원)	52,261.0
시가총액비중(%)	2.30
발행주식수(천주)	68,764.5
60일 평균 거래량(천주)	286.7
60일 평균 거래대금(십억원)	192.8
21년 배당금(예상, 원)	1,000
21년 배당수익률(예상, %)	0.14
외국인지분율(%)	43.39
주요주주 지분율(%)	
삼성전자 외 5인	20.54
국민연금공단	8.54
주가상승률	1M 6M 12M
절대	10.5 (3.7) 101.1
상대	12.9 (7.0) 37.9

#### Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	13,962.5	16,650.6
영업이익(십억원)	1,125.1	1,478.8
순이익(십억원)	1,147.9	1,448.0
EPS(원)	15,146	19,179
BPS(원)	208,661	228,086

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	10,097.4	11,294.8	13,456.5	15,539.9	17,000.4
영업이익	십억원	462.2	671.3	1,093.0	1,445.5	1,630.1
세전이익	십억원	564.6	803.4	1,531.5	1,827.8	2,080.8
순이익	십억원	356.5	574.7	1,082.8	1,306.1	1,487.7
EPS	원	5,066	8,166	15,384	18,558	21,137
증감율	%	(49.15)	61.19	88.39	20.63	13.90
PER	배	46.59	76.90	49.40	40.95	35.96
PBR	배	1.31	3.32	3.68	3.39	3.11
EV/EBITDA	배	14.43	26.40	22.10	17.77	15.27
ROE	%	2.94	4.54	7.97	8.81	9.21
BPS	원	180,017	189,291	206,653	224,259	244,445
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	1Q21	2Q21A	3Q21	4Q21F	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2차전지	1,793	1,904	2,375	2,629	2,387	2,711	2,868	3,056	8,701	11,022	13,158	14,592
	소형	816	923	1,217	1,099	1,080	1,166	1,270	1,140	4,055	4,656	5,173	5,668
	중대형	977	982	1,157	1,530	1,306	1,545	1,598	1,916	4,646	6,366	7,985	8,925
	EV	715	663	875	1,155	1,023	1,120	1,213	1,418	3,407	4,774	5,983	6,815
	ESS	262	319	283	375	283	426	385	498	1,238	1,592	2,002	2,110
	소재	605	654	713	622	576	623	640	595	2,594	2,434	2,382	2,408
	전자재료	605	654	713	622	576	623	640	595	2,594	2,434	2,382	2,408
	합계	2,397	2,559	3,087	3,251	2,963	3,334	3,508	3,651	11,295	13,456	15,540	17,000
	YoY	4%	6%	20%	15%	24%	30%	14%	12%	12%	19%	15%	9%
	영업이익	2차전지	-11	0	148	117	47	181	207	253	254	688	1,020
소형		28	60	148	131	83	145	165	142	366	535	577	651
중대형		-38	-59	0	-14	-36	36	42	111	-111	153	443	552
EV		-21	-64	-1	-22	-21	26	39	71	-108	115	326	422
ESS		-17	4	1	8	-15	9	3	40	-4	38	117	129
소재		65	104	119	129	86	114	105	100	417	405	426	427
전자재료		65	104	119	129	86	114	105	100	417	405	426	427
합계		54	104	267	246	133	295	312	353	671	1,093	1,445	1,630
YoY		-55%	-34%	61%	1123%	147%	184%	17%	43%	45%	63%	32%	13%
OPM		2차전지	-0.6%	0.0%	6.2%	4.5%	2.0%	6.7%	7.2%	8.3%	2.9%	6.2%	7.8%
	소형	3.4%	6.5%	12.2%	11.9%	7.7%	12.4%	13.0%	12.5%	9.0%	11.5%	11.1%	11.5%
	중대형	-3.9%	-6.1%	0.0%	-0.9%	-2.8%	2.3%	2.6%	5.8%	-2.4%	2.4%	5.6%	6.2%
	EV	-3.0%	-9.6%	-0.1%	-1.9%	-2.1%	2.4%	3.2%	5.0%	-3%	2%	5%	6%
	ESS	-6.5%	1.3%	0.3%	2.3%	-5.2%	2.2%	0.9%	8.0%	0%	2%	6%	6%
	소재	10.7%	15.9%	16.8%	20.7%	14.9%	18.4%	16.4%	16.7%	16.1%	16.6%	17.9%	17.7%
	전자재료	10.7%	15.9%	16.8%	20.7%	14.9%	18.4%	16.4%	16.7%	16.1%	16.6%	17.9%	17.7%
	합계	2.3%	4.1%	8.7%	7.6%	4.5%	8.9%	8.9%	9.7%	5.9%	8.1%	9.3%	9.6%
	Cf.(삼성디스플레이 영업이익)	-290	320	473	1,750	360	1,259	1,200	1,061	2,250	3,880	3,393	3,757
	지분법 이익	-31	35	55	192	51	161	153	135	249	501	433	501
삼성SDI 지배지분 순이익	-10	43	223	318	134	275	331	343	575	1,083	1,306	1,488	

자료: 삼성SDI, 하나금융투자

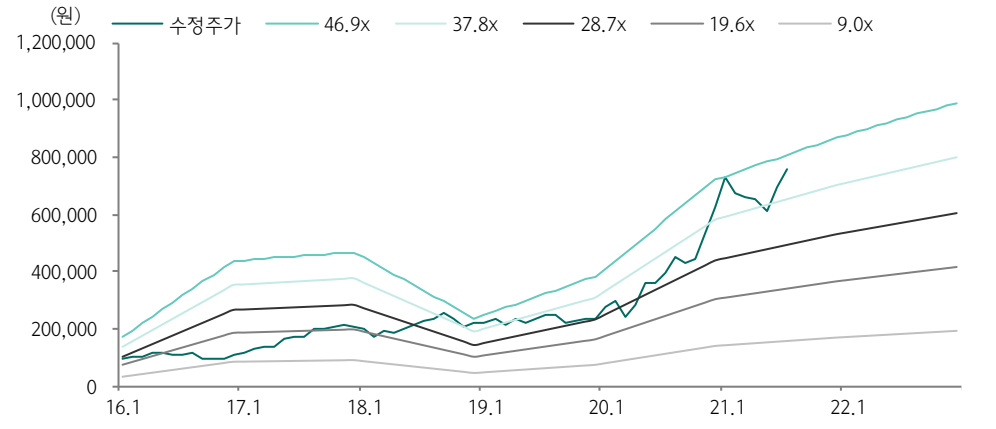
표 2. 삼성SDI Valuation Table

(단위 : 십억원)

	Fair Value	2022년 (1)	Multiple (2)	산출 기준 (1) x (2)
영업가치	전자재료	6,734	586	11.5 (1) 2022년 추정 EBITDA (2) SK머티리얼즈 EV/EBITDA
	소형전지	24,978	961	26.0 (1) 2022년 추정 EBITDA (2) CATL EV/EBITDA 40% 할인
	중대형전지	43,158	1,269	34.0 (1) 2022년 추정 EBITDA (2) CATL EV/EBITDA 20% 할인
	Total	74,870		
비영업가치	상장 지분 증권	694		장부가 30% 할인
	삼성디스플레이	4,931		장부가 30% 할인
	Total	5,625		
총기업가치(십억원)	80,495			
순차입금(십억원)	2,290			
우선주 시총	640			
적정시가총액(십억원)	77,565			
발행주식수(천주)	68,765			
적정 주당가치(원)	1,127,969			

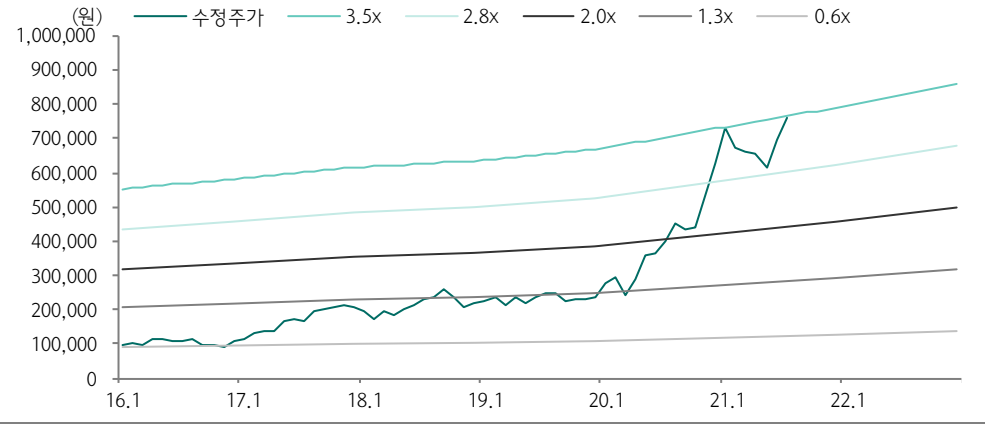
자료: 하나금융투자

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
<b>매출액</b>	<b>10,097.4</b>	<b>11,294.8</b>	<b>13,456.5</b>	<b>15,539.9</b>	<b>17,000.4</b>
매출원가	7,882.3	8,914.2	10,511.4	12,046.1	13,127.6
매출총이익	2,215.1	2,380.6	2,945.1	3,493.8	3,872.8
판매비	1,753.0	1,709.2	1,852.1	2,048.3	2,242.6
<b>영업이익</b>	<b>462.2</b>	<b>671.3</b>	<b>1,093.0</b>	<b>1,445.5</b>	<b>1,630.1</b>
금융손익	(69.3)	(63.1)	(23.1)	(51.0)	(49.9)
중속/관계기업손익	178.6	292.7	497.4	433.2	500.5
기타영업외손익	(6.9)	(97.5)	(35.8)	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>564.6</b>	<b>803.4</b>	<b>1,531.5</b>	<b>1,827.8</b>	<b>2,080.8</b>
법인세	162.3	172.4	386.1	457.1	519.6
계속사업이익	402.4	631.0	1,145.5	1,370.7	1,561.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>402.4</b>	<b>631.0</b>	<b>1,145.5</b>	<b>1,370.7</b>	<b>1,561.2</b>
비배주주지분 손익	45.8	56.2	62.7	64.5	73.5
<b>지배주주순이익</b>	<b>356.5</b>	<b>574.7</b>	<b>1,082.8</b>	<b>1,306.1</b>	<b>1,487.7</b>
지배주주지분포괄이익	493.8	719.6	1,295.1	1,314.6	1,497.3
NOPAT	329.3	527.2	817.5	1,084.0	1,223.1
EBITDA	1,318.2	1,754.8	2,413.7	2,993.6	3,413.2
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	10.25	11.86	19.14	15.48	9.40
NOPAT증가율	(35.95)	60.10	55.06	32.60	12.83
EBITDA증가율	1.62	33.12	37.55	24.03	14.02
영업이익증가율	(35.36)	45.24	62.82	32.25	12.77
(지배주주)순이익증가율	(49.16)	61.21	88.41	20.62	13.90
EPS증가율	(49.15)	61.19	88.39	20.63	13.90
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	21.94	21.08	21.89	22.48	22.78
EBITDA이익률	13.05	15.54	17.94	19.26	20.08
영업이익률	4.58	5.94	8.12	9.30	9.59
계속사업이익률	3.99	5.59	8.51	8.82	9.18

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	<b>5,181.4</b>	<b>5,657.4</b>	<b>7,148.3</b>	<b>8,135.8</b>	<b>9,441.8</b>
금융자산	1,304.3	1,720.3	2,726.9	3,250.2	4,407.4
현금성자산	1,156.3	1,546.0	2,531.1	3,033.8	4,184.4
매출채권	1,773.0	1,605.7	1,803.2	1,992.5	2,053.2
재고자산	1,707.9	1,810.8	2,033.5	2,247.0	2,315.5
기타유동자산	396.2	520.6	584.7	646.1	665.7
<b>비유동자산</b>	<b>14,670.7</b>	<b>15,876.8</b>	<b>16,438.8</b>	<b>17,549.0</b>	<b>17,895.6</b>
투자자산	8,059.2	8,601.1	8,739.4	9,517.7	9,767.3
금융자산	1,296.0	1,457.7	1,524.6	1,545.4	1,552.0
유형자산	5,426.8	6,128.1	6,655.5	7,111.6	7,332.7
무형자산	<b>831.4</b>	<b>793.6</b>	<b>681.7</b>	<b>557.5</b>	<b>433.4</b>
기타비유동자산	<b>353.3</b>	<b>354.0</b>	<b>362.2</b>	<b>362.2</b>	<b>362.2</b>
<b>자산총계</b>	<b>19,852.1</b>	<b>21,534.2</b>	<b>23,587.1</b>	<b>25,684.8</b>	<b>27,337.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>3,741.5</b>	<b>4,983.6</b>	<b>5,306.2</b>	<b>5,601.7</b>	<b>5,696.4</b>
금융부채	1,780.5	2,480.1	2,491.3	2,497.5	2,499.5
매입채무	611.6	868.9	975.8	1,078.3	1,111.1
기타유동부채	1,349.4	1,634.6	1,839.1	2,025.9	2,085.8
<b>비유동부채</b>	<b>3,450.2</b>	<b>3,191.7</b>	<b>3,643.1</b>	<b>4,141.6</b>	<b>4,205.3</b>
금융부채	<b>1,827.0</b>	<b>1,507.9</b>	<b>1,752.3</b>	<b>2,052.3</b>	<b>2,052.3</b>
기타비유동부채	1,623.2	1,683.8	1,890.8	2,089.3	2,153.0
<b>부채총계</b>	<b>7,191.8</b>	<b>8,175.3</b>	<b>8,949.3</b>	<b>9,743.3</b>	<b>9,901.7</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>12,324.9</b>	<b>12,977.6</b>	<b>14,199.5</b>	<b>15,438.8</b>	<b>16,859.5</b>
자본금	<b>356.7</b>	<b>356.7</b>	<b>356.7</b>	<b>356.7</b>	<b>356.7</b>
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	752.1	752.1	752.1
이익잉여금	6,906.9	7,418.1	8,434.0	9,673.1	11,093.9
<b>비지배주주지분</b>	<b>335.4</b>	<b>381.3</b>	<b>438.2</b>	<b>502.7</b>	<b>576.2</b>
<b>자본총계</b>	<b>12,660.3</b>	<b>13,358.9</b>	<b>14,637.7</b>	<b>15,941.5</b>	<b>17,435.7</b>
순금융부채	2,303.3	2,267.7	1,516.7	1,299.6	144.4

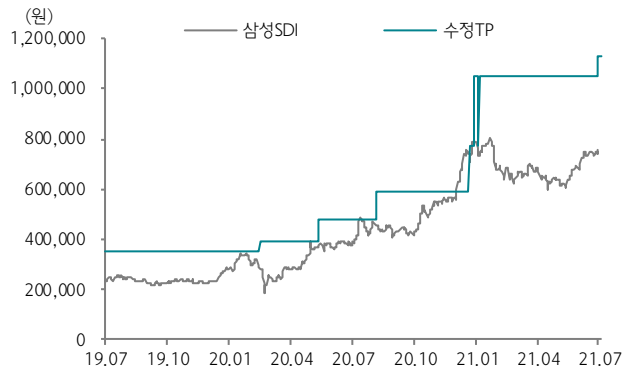
투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	5,066	8,166	15,384	18,558	21,137
BPS	180,017	189,291	206,653	224,259	244,445
CFPS	19,667	24,353	34,016	42,534	48,495
EBITDAPS	18,729	24,933	34,294	42,534	48,495
SPS	143,465	160,477	191,191	220,792	241,543
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
<b>주가지표(배)</b>					
PER	46.59	76.90	49.40	40.95	35.96
PBR	1.31	3.32	3.68	3.39	3.11
PCFR	12.00	25.79	22.34	17.87	15.67
EV/EBITDA	14.43	26.40	22.10	17.77	15.27
PSR	1.65	3.91	3.98	3.44	3.15
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	2.94	4.54	7.97	8.81	9.21
ROA	1.82	2.78	4.80	5.30	5.61
ROIC	4.69	6.73	9.79	12.25	13.38
부채비율	56.81	61.20	61.14	61.12	56.79
순부채비율	18.19	16.98	10.36	8.15	0.83
이자보상배율(배)	5.62	9.74	18.42	22.15	24.26

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>923.1</b>	<b>1,948.8</b>	<b>1,913.8</b>	<b>2,596.0</b>	<b>2,879.1</b>
당기순이익	402.4	631.0	1,145.5	1,370.7	1,561.2
조정	83	93	85	111	128
감가상각비	856.0	1,083.5	1,320.7	1,548.1	1,783.0
외환거래손익	26.9	(32.0)	(1.4)	0.0	0.0
지분법손익	(167.0)	(292.7)	(497.4)	(433.2)	(500.5)
기타	(632.9)	(665.8)	(736.9)	(1,003.9)	(1,154.5)
영업활동 자산부채 변동	(306.5)	391.5	(79.0)	110.4	35.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(1,535.1)</b>	<b>(1,778.4)</b>	<b>(1,085.4)</b>	<b>(2,245.7)</b>	<b>(1,635.6)</b>
투자자산감소(증가)	192.8	(249.2)	359.2	(345.1)	251.0
자본증가(감소)	(1,879.0)	(1,718.3)	(1,663.8)	(1,880.0)	(1,880.0)
기타	151.1	189.1	219.2	(20.6)	(6.6)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>238.9</b>	<b>240.6</b>	<b>238.5</b>	<b>239.3</b>	<b>(65.0)</b>
금융부채증가(감소)	308.8	380.5	255.5	306.2	2.0
자본증가(감소)	(36.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	33.0	(70.7)	49.9	0.0	(0.1)
배당지급	(66.9)	(69.2)	(66.9)	(66.9)	(66.9)
<b>현금의 증감</b>	<b>(360.3)</b>	<b>389.7</b>	<b>959.0</b>	<b>502.7</b>	<b>1,150.6</b>
Unlevered CFO	1,384.2	1,714.0	2,394.1	2,993.6	3,413.2
Free Cash Flow	(975.2)	220.6	246.8	716.0	999.1

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성SDI



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.7.27	BUY	1,130,000		
21.1.31	BUY	1,050,000	-35.00%	-23.33%
21.1.29	BUY	770,000	-100.00%	-100.00%
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	93.75%	6.25%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 07월 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 7월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2021년 7월 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 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.