

# 삼성SDI (006400)

## 실적으로 확인되는 원형전지 가치

### 3Q21 Review : 원형전지 매출 증가 및 수익성 향상 동반

3분기 실적은 매출 3.4조원(YoY +11%, QoQ +3%), 영업이익 3,735억원(YoY +40%, QoQ +27%)로 컨센서스 상회했다(컨센서스 영업이익 3,494억원). 1) 중대형전지(매출 비중 40%) 부문은 전기차 및 ESS 배터리 수요 증가 지속되며 부문 매출 YoY +20% 증가했다. 다만, 3분기 QoQ 매출 증가 기대했으나 반도체 공급 부족에 따른 전기차 생산 차질로 인해 전기차 배터리 매출 성장 정체되며 매출 QoQ -10% 감소했다. 주가의 swing factor인 전기차 배터리 부문 수익성 역시 2분기 한자릿수 초반의 영업이익률 대비 추가적인 개선은 없었던 것으로 추정된다. 2) 소형 전지(매출 비중 40%)의 경우, 전동 공구 및 e-bike 향 원형 전지 수요 강세와 전기차향 원형전지 신규 매출 증가로 부문 매출 YoY +12%, QoQ +16% 증가했다. 이 과정에서 고마진 셀 매출 비중 상승하며 수익성 향상 동반됐다. 3) 전자재료(매출 비중 20%)의 경우 3분기 세트 수요 감소에 따른 패널 수요 둔화가 편광필름 단가 하락으로 이어지며 부문 매출 YoY -2% 감소했으나, 아이폰 13 출시 앞두고 OLED 소재 수요 크게 증가하며 매출 QoQ +12% 증가했다.

### 4분기에도 원형전지 가파른 성장 지속

4분기 실적은 매출 4.2조원(YoY +28%, QoQ +21%), 영업이익 4,265억원(YoY +73%, QoQ +14%)으로 가파른 이익 성장 전망된다. 중대형전지는 반도체 공급 부족으로 인한 전기차 배터리 매출 성장 정체 불가피하나 연말 ESS 프로젝트 매출 반영으로 부문 매출 YoY +27%, QoQ +40% 증가 전망된다. 전기차 배터리 수익성은 단기 성장 정체로 개선 어렵지만 흑자 구조 유지 가능할 전망이다. 2022년에는 고객사 생산 차질의 정도가 점차 완화되는 국면에서 그동안 PHEV 위주이던 매출 포트폴리오가 BEV로 재편되며 매출 증가 본격화될 전망이다. 특히, 리비안, BMW 등으로 EV 원형전지 매출 본격화되며 매출 성장 및 수익성 향상 동반될 것으로 전망한다. 이에 따라 2022년 실적은 매출 16.5조원(YoY +19%), 영업이익 1.6조원(YoY +32%), 지배순이익 1.5조원(YoY +24%)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.

### 목표주가 120만원으로 상향

원형전지 부문의 매출 증가 및 수익성 개선세가 예상보다 가파르다. 일반적으로 4분기는 원형전지 매출 성장 정체되는 분기임에도 4분기 QoQ +20% 매출 성장 가능할 정도로 전기차, e-bike 등 신규 모빌리티향 매출 증가세 가파르다. 이 과정에서 믹스 개선에 따른 마진 추가 상승 예상된다. 이에 따라 2022년 실적 추정치 상향 반영해 목표주가를 120만원으로 상향한다. 전기차 배터리 부문 수익성 향상 과정에서 50%에 달하는 CATL과의 Valuation Gap도 점차 축소될 것으로 판단한다.

### 기업분석(Report)

**BUY**

| TP(12M): 1,200,000원(상향) | CP(11월02일): 731,000원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,013.49
52주 최고/최저(원)	817,000/ 440,000
시가총액(십억원)	50,266.9
시가총액비중(%)	2.29
발행주식수(천주)	68,764.5
60일 평균 거래량(천주)	278.1
60일 평균 거래대금(십억원)	207.3
21년 배당금(예상, 원)	1,000
21년 배당수익률(예상, %)	0.14
외국인지분율(%)	45.19
주요주주 지분율(%)	
삼성전자 외 5인	20.55
국민연금공단	8.54
추가상승률	1M 6M 12M
절대	3.4 11.8 66.1
상대	3.6 16.8 26.8

#### Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	13,858.7	16,615.5
영업이익(십억원)	1,169.7	1,578.2
순이익(십억원)	1,188.3	1,478.2
EPS(원)	15,928	19,925
BPS(원)	212,666	234,160

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	10,097.4	11,294.8	13,910.0	16,529.9	18,557.3
영업이익	십억원	462.2	671.3	1,228.4	1,621.8	1,976.9
세전이익	십억원	564.6	803.4	1,746.0	2,152.6	2,571.8
순이익	십억원	356.5	574.7	1,225.6	1,515.9	1,812.2
EPS	원	5,066	8,166	17,414	21,538	25,747
증감율	%	(49.15)	61.19	113.25	23.68	19.54
PER	배	46.59	76.90	41.98	33.94	28.39
PBR	배	1.31	3.32	3.44	3.14	2.84
EV/EBITDA	배	14.43	26.40	20.68	15.76	12.86
ROE	%	2.94	4.54	8.89	9.90	10.71
BPS	원	180,017	189,291	212,251	232,838	257,634
DPS	원	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000



Analyst 김현수  
02-3771-7503  
hyunsoo@hanafn.com

RA 위경재  
02-3771-7699  
kyungjae.wee@hanafn.com

표 1. 삼성SDI 실적 추이 및 전망

(단위 : 십억원)

		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2차전지	1,793	1,904	2,375	2,629	2,387	2,711	2,743	3,478	8,701	11,319	13,982	15,903
	소형	816	923	1,217	1,099	1,080	1,166	1,357	1,541	4,055	5,145	5,997	6,726
	중대형	977	982	1,157	1,530	1,306	1,545	1,385	1,936	4,646	6,173	7,985	9,177
	EV	715	663	875	1,155	1,023	1,120	1,042	1,053	3,407	4,238	5,846	6,802
	ESS	262	319	283	375	283	426	343	884	1,238	1,935	2,140	2,375
	소재	605	654	713	622	576	623	697	695	2,594	2,591	2,548	2,655
	전자재료	605	654	713	622	576	623	697	695	2,594	2,591	2,548	2,655
	합계	2,397	2,559	3,087	3,251	2,963	3,334	3,440	4,173	11,295	13,910	16,530	18,557
	YoY	4%	6%	20%	15%	24%	30%	11%	28%	12%	23%	19%	12%
	영업이익	2차전지	-11	0	148	117	47	181	203	303	254	734	1,144
소형		28	60	148	131	83	145	201	230	366	660	781	928
중대형		-38	-59	0	-14	-36	36	2	72	-111	74	362	538
EV		-21	-64	-1	-22	-21	26	21	24	-108	50	296	446
ESS		-17	4	1	8	-15	9	-19	48	-4	24	67	92
소재		65	104	119	129	86	114	170	124	417	495	478	511
전자재료		65	104	119	129	86	114	170	124	417	495	478	511
합계		54	104	267	246	133	295	373	427	671	1,228	1,622	1,977
YoY		-55%	-34%	61%	1123%	147%	184%	40%	73%	45%	83%	32%	22%
OPM		2차전지	-0.6%	0.0%	6.2%	4.5%	2.0%	6.7%	7.4%	8.7%	2.9%	6.5%	8.2%
	소형	3.4%	6.5%	12.2%	11.9%	7.7%	12.4%	14.8%	14.9%	9.0%	12.8%	13.0%	13.8%
	중대형	-3.9%	-6.1%	0.0%	-0.9%	-2.8%	2.3%	0.2%	3.7%	-2.4%	1.2%	4.5%	5.9%
	EV	-3.0%	-9.6%	-0.1%	-1.9%	-2.1%	2.4%	2.0%	2.3%	-3%	1%	5%	7%
	ESS	-6.5%	1.3%	0.3%	2.3%	-5.2%	2.2%	-5.4%	5.5%	0%	1%	3%	4%
	소재	10.7%	15.9%	16.8%	20.7%	14.9%	18.4%	24.4%	17.8%	16.1%	19.1%	18.8%	19.2%
	전자재료	10.7%	15.9%	16.8%	20.7%	14.9%	18.4%	24.4%	17.8%	16.1%	19.1%	18.8%	19.2%
	합계	2.3%	4.1%	8.7%	7.6%	4.5%	8.9%	10.9%	10.2%	5.9%	8.8%	9.8%	10.7%
	Cf.(삼성디스플레이 영업이익)	-290	320	473	1,750	360	1,280	1,490	1,408	2,250	4,538	4,590	4,832
	지분법 이익	-31	35	55	192	51	164	190	180	249	582	586	648
삼성SDI 지배지분 순이익	-10	43	223	318	134	275	395	421	575	1,226	1,516	1,812	

자료: 삼성SDI, 하나금융투자

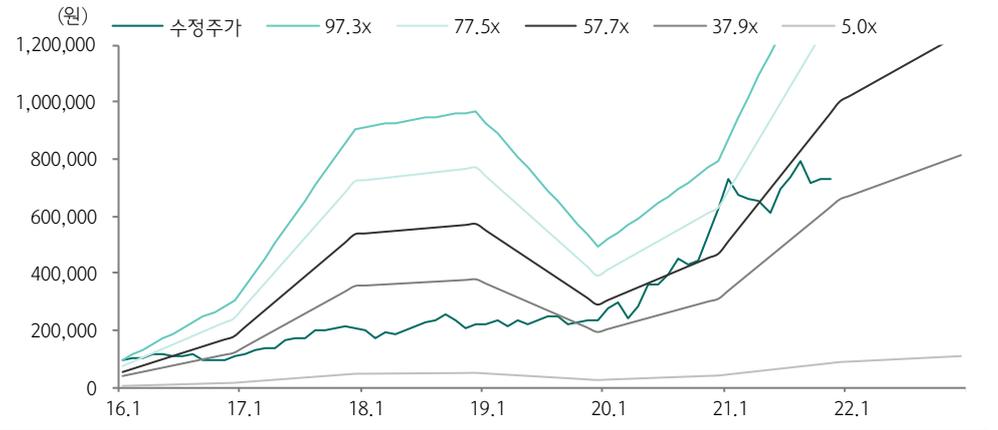
표 2. 삼성SDI Valuation Table

(단위 : 십억원)

	Fair Value	2022년 (1)	Multiple (2)	산출 기준 (1) x (2)
영업가치	전자재료	7,335	638	11.5 (1) 2022년 추정 EBITDA (2) SK머티리얼즈 EV/EBITDA
	소형전지	32,868	1,264	26.0 (1) 2022년 추정 EBITDA (2) CATL EV/EBITDA 40% 할인
	중대형전지	40,410	1,189	34.0 (1) 2022년 추정 EBITDA (2) CATL EV/EBITDA 20% 할인
	Total	80,614		
비영업가치	상장 지분 증권	694		장부가 30% 할인
	삼성디스플레이	4,931		장부가 30% 할인
	Total	5,625		
총기업가치(십억원)	86,239			
순차입금(십억원)	2,290			
우선주 시총	640			
적정시가총액(십억원)	83,309			
발행주식수(천주)	68,765			
적정 주당가치(원)	1,211,506			

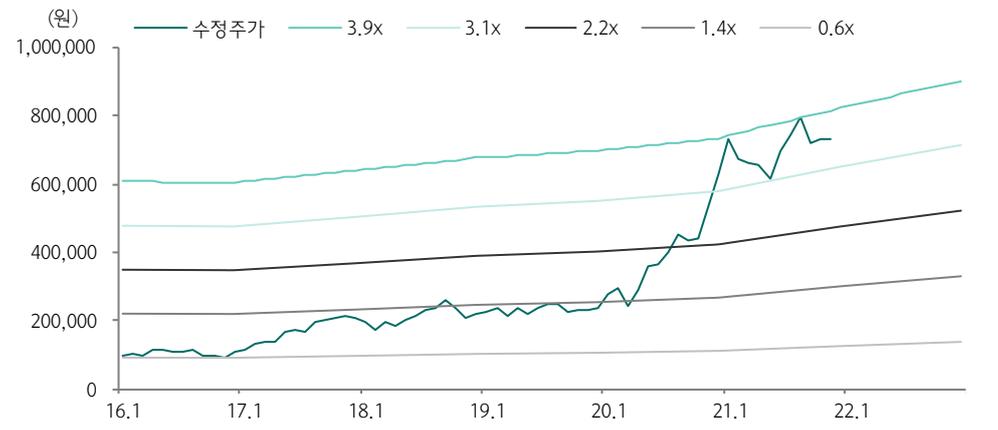
자료: 하나금융투자

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	13,910.0	16,529.9	18,557.3
매출원가	7,882.3	8,914.2	10,741.7	12,739.3	14,143.4
매출총이익	2,215.1	2,380.6	3,168.3	3,790.6	4,413.9
판매비	1,753.0	1,709.2	1,939.9	2,168.8	2,437.0
영업이익	462.2	671.3	1,228.4	1,621.8	1,976.9
금융손익	(69.3)	(63.1)	(27.0)	(55.3)	(53.3)
중속/관계기업손익	178.6	292.7	582.2	586.0	648.2
기타영업외손익	(6.9)	(97.5)	(37.6)	0.0	0.0
세전이익	564.6	803.4	1,746.0	2,152.6	2,571.8
법인세	162.3	172.4	439.1	540.2	644.4
계속사업이익	402.4	631.0	1,306.9	1,612.3	1,927.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	402.4	631.0	1,306.9	1,612.3	1,927.4
비배주주지분 손익	45.8	56.2	81.3	96.4	115.3
지배주주순이익	356.5	574.7	1,225.6	1,515.9	1,812.2
지배주주지분포괄이익	493.8	719.6	1,708.1	1,562.6	1,868.0
NOPAT	329.3	527.2	919.5	1,214.8	1,481.6
EBITDA	1,318.2	1,754.8	2,533.4	3,271.8	3,945.7
성장성(%)					
매출액증가율	10.25	11.86	23.15	18.83	12.27
NOPAT증가율	(35.95)	60.10	74.41	32.12	21.96
EBITDA증가율	1.62	33.12	44.37	29.15	20.60
영업이익증가율	(35.36)	45.24	82.99	32.03	21.90
(지배주주)순이익증가율	(49.16)	61.21	113.26	23.69	19.55
EPS증가율	(49.15)	61.19	113.25	23.68	19.54
수익성(%)					
매출총이익률	21.94	21.08	22.78	22.93	23.79
EBITDA이익률	13.05	15.54	18.21	19.79	21.26
영업이익률	4.58	5.94	8.83	9.81	10.65
계속사업이익률	3.99	5.59	9.40	9.75	10.39

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	5,181.4	5,657.4	8,063.4	9,445.7	10,983.1
금융자산	1,304.3	1,720.3	2,875.0	4,103.1	5,048.7
현금성자산	1,156.3	1,546.0	2,651.2	3,872.6	4,791.9
매출채권	1,773.0	1,605.7	2,060.6	2,123.5	2,364.9
재고자산	1,707.9	1,810.8	2,323.9	2,394.8	2,667.0
기타유동자산	396.2	520.6	803.9	824.3	902.5
비유동자산	14,670.7	15,876.8	16,861.0	17,488.1	18,441.0
투자자산	8,059.2	8,601.1	8,900.1	9,127.2	9,998.9
금융자산	1,296.0	1,457.7	1,685.3	1,692.2	1,718.8
유형자산	5,426.8	6,128.1	6,874.9	7,402.3	7,610.8
무형자산	831.4	793.6	700.9	573.6	446.3
기타비유동자산	353.3	354.0	385.1	385.0	385.0
자산총계	19,852.1	21,534.2	24,924.4	26,933.8	29,424.1
유동부채	3,741.5	4,983.6	5,352.4	5,450.5	5,827.3
금융부채	1,780.5	2,480.1	2,132.6	2,134.6	2,142.5
매입채무	611.6	868.9	1,115.2	1,149.2	1,279.8
기타유동부채	1,349.4	1,634.6	2,104.6	2,166.7	2,405.0
비유동부채	3,450.2	3,191.7	4,518.7	4,884.6	5,137.7
금융부채	1,827.0	1,507.9	2,357.8	2,657.8	2,657.8
기타비유동부채	1,623.2	1,683.8	2,160.9	2,226.8	2,479.9
부채총계	7,191.8	8,175.3	9,871.1	10,335.2	10,965.0
지배주주지분	12,324.9	12,977.6	14,593.7	16,042.5	17,787.8
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	1,003.3	1,003.3	1,003.3
이익잉여금	6,906.9	7,418.1	8,576.8	10,025.7	11,770.9
비지배주주지분	335.4	381.3	459.6	556.1	671.3
자본총계	12,660.3	13,358.9	15,053.3	16,598.6	18,459.1
순금융부채	2,303.3	2,267.7	1,615.4	689.3	(248.3)

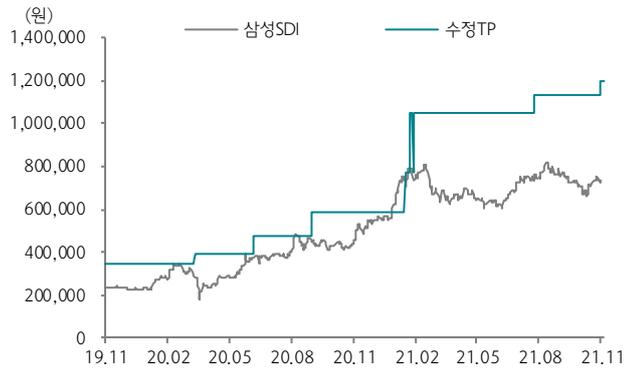
투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	5,066	8,166	17,414	21,538	25,747
BPS	180,017	189,291	212,251	232,838	257,634
CFPS	19,667	24,353	36,618	46,485	56,062
EBITDAPS	18,729	24,933	35,995	46,485	56,062
SPS	143,465	160,477	197,634	234,859	263,664
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	46.59	76.90	41.98	33.94	28.39
PBR	1.31	3.32	3.44	3.14	2.84
PCFR	12.00	25.79	19.96	15.73	13.04
EV/EBITDA	14.43	26.40	20.68	15.76	12.86
PSR	1.65	3.91	3.70	3.11	2.77
재무비율(%)					
ROE	2.94	4.54	8.89	9.90	10.71
ROA	1.82	2.78	5.28	5.85	6.43
ROIC	4.69	6.73	10.92	13.62	16.12
부채비율	56.81	61.20	65.57	62.27	59.40
순부채비율	18.19	16.98	10.73	4.15	(1.35)
이자보상배율(배)	5.62	9.74	19.90	23.45	27.81

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	923.1	1,948.8	1,108.2	2,712.9	3,388.8
당기순이익	402.4	631.0	1,306.9	1,612.3	1,927.4
조정	83	93	88	106	132
감가상각비	856.0	1,083.5	1,305.0	1,649.9	1,968.8
외환거래손익	26.9	(32.0)	6.9	0.0	0.0
지분법손익	(167.0)	(292.7)	(580.9)	(586.0)	(648.2)
기타	(632.9)	(665.8)	(643.0)	(957.9)	(1,188.6)
영업활동 자산부채 변동	(306.5)	391.5	(1,077.2)	36.7	140.8
투자활동 현금흐름	(1,535.1)	(1,778.4)	(1,203.8)	(1,697.8)	(2,299.7)
투자자산감소(증가)	192.8	(249.2)	283.2	359.0	(223.5)
자본증가(감소)	(1,879.0)	(1,718.3)	(1,855.1)	(2,050.0)	(2,050.0)
기타	151.1	189.1	368.1	(6.8)	(26.2)
재무활동 현금흐름	238.9	240.6	444.2	235.1	(59.0)
금융부채증가(감소)	308.8	380.5	502.3	302.1	7.9
자본증가(감소)	(36.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	33.0	(70.7)	8.8	(0.1)	0.0
배당지급	(66.9)	(69.2)	(66.9)	(66.9)	(66.9)
현금의 증감	(360.3)	389.7	1,079.1	1,221.3	919.3
Unlevered CFO	1,384.2	1,714.0	2,577.2	3,271.8	3,945.7
Free Cash Flow	(975.2)	220.6	(751.6)	662.9	1,338.8

자료: 하나금융투자

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성SDI



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.11.2	BUY	1,200,000		
21.7.27	BUY	1,130,000	-34.02%	-27.70%
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%
19.11.19	1년 경과	-	-	-
18.11.19	BUY	350,000	-34.76%	-27.00%

투자등급 관련사항 및 투자이견 비율공시

- 투자이견의 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	94.58%	5.42%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 10월 30일

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 11월 2일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2021년 11월 2일 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.