

# 삼성SDI (006400)

## 견조한 실적 성장과 가격 매력

### 1Q22 Preview : 전년 동기 대비 큰 폭 성장

1분기 예상 실적은 매출 3.9조원(YoY +31%, QoQ +2%), 영업이익 2,836억원(YoY +113%, QoQ +7%)로 기존 추정치를 유지한다. 반도체 공급 부족 및 러시아-우크라이나 전쟁에 따른 전기차 배터리 출하 감소 우려 있었으나 기존의 보수적 전망 대비 크게 악화되지 않은 것으로 추정된다. 1) 중대형전지(매출 비중 46%)는 전기차 배터리 수요 성장 지속되며 부문 매출 YoY +35%, QoQ +2% 증가 전망된다. 다만, 반도체 공급 부족에 따른 전기차 생산 차질로 인해 배터리 출하 증가율이 예상보다 정체되는 상황 속에서, 증설 라인 가동에 따른 감가상각비 증가 부담으로 부문 수익성은 전분기와 유사한 수준인 한자릿수 초반 % 영업이익률에 머물 전망이다. 주가 swing factor인 전기차 배터리 부문 예상 마진을 역시 한자릿수 초반%의 영업이익률로, 수익성 개선 속도는 여전히 더딘 상황이다. 2) 소형 전지(매출 비중 37%)는 전동 공구 수요 강세 및 전기차향 원형전지 매출 증가 지속되며 부문 매출 YoY +32%, QoQ +4% 증가 전망된다. 원형 전지 내 전기차 배터리 매출 성장세 지속되며 부문 수익성은 전분기 대비 소폭 개선될 전망이다. 3) 전자재료(매출 비중 18%) 역시 하이엔드 TV 및 모바일 향 편광필름 매출 증가 지속되며 부문 매출 YoY +30% 증가 전망되나, OLED 소재 비수기 진입하며 전분기 대비해서는 매출 -2% 감소 전망한다. 부문 수익성은 전분기와 유사한 수준 유지 가능할 전망이다.

### 2022년 전기차 관련 매출 7조원 전망

현재 전기차 배터리 계약 구조는 니켈, 리튬 등 주요 광물 자원 가격 상승을 자동차 OEM 고객사로부터 보전 받는 구조다. 최근의 원자재 가격 상승 리스크로 인한 수익성 훼손 우려는 과도하다고 판단한다. 다만, 반도체 공급 부족에 따른 고정비 부담 증가는 지속해서 수익성 개선 속도를 제한하는 요소다. 향후 Infineon, Renesas 등 차량용 반도체 기업들이 공급 개선 시그널을 어떻게 주느냐 여부가 삼성SDI 추가 측면에서도 중요한 요소다. 한편, 전기차 보조금 12,500달러 지원을 포함하고 있는 미국 BBB 법안 통과 여부 역시 삼성SDI의 추가 반등 트리거로 작용할 전망이다. 상기한 반도체 공급 부족 및 미국 시장 개화 속도 지연 반영한 2022년 예상 실적은 매출 17.1조원(YoY +26%), 영업이익 1.6조원(YoY +48%), 지배순이익 1.5조원(YoY +27%)이다. 전기차 배터리 및 ESS 수익성 개선, 원형 전지 고부가 제품 mix 개선 영향으로 전사 마진 상승하며 이익 레버리지 확대될 전망이다. 한편, 원형전지 전기차 배터리 포함한 전사 전기차 배터리 실적은 2022년 매출 7.1조원, 영업이익 3,600억원으로 매출 성장 및 수익성 개선 본격화될 전망이다.

### 목표 시가 총액 75조원

EV/EBITDA 기준 적정 시총 92조원, P/E 기준 적정 시총 57조원의 평균인 목표 시가총액 75조원, 목표주가 108만원을 유지한다. 향후 반도체 공급 부족 해소에 따른 전기차 배터리 매출 성장세 회복 및 전기차 배터리 마진 개선, 미국 BBB 법안 통과 여부가 주가 상승의 트리거가 될 것으로 판단한다. 현재 2023년 실적 기준 EV/EBITDA 10배로, 경쟁사 대비 1/2 수준에 불과하다. 현 가격 수준 감안할 때, 향후 반도체 및 미국 정책 변수가 긍정적으로 전개될 경우 주가 상승 강도는 셀 메이커 중 가장 강할 것으로 판단한다.

### 기업분석(Report)

**BUY**

| TP(12M): 1,080,000원 | CP(3월24일): 531,000원

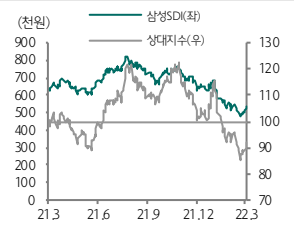
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,729.66
52주 최고/최저(원)	817,000/481,000
시가총액(십억원)	36,514.0
시가총액비중(%)	1.70
발행주식수(천주)	68,764.5
60일 평균 거래량(천주)	331.0
60일 평균 거래대금(십억원)	191.1
22년 배당금(예상, 원)	1,000
22년 배당수익률(예상, %)	0.15
외국인지분율(%)	43.15
주요주주 지분율(%)	삼성전자 외 5인 20.54
국민연금공단	8.54
주가상승률	1M 6M 12M
절대	2.9 (26.9) (16.4)
상대	(0.1) (16.3) (8.2)

#### Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)	16,801.6	20,271.1
영업이익(십억원)	1,539.0	1,985.0
순이익(십억원)	1,568.9	1,931.9
EPS(원)	20,891	25,727
BPS(원)	239,551	267,779

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	11,294.8	13,553.2	17,117.7	20,509.2	24,572.7
영업이익	십억원	671.3	1,067.6	1,576.1	2,007.9	1,458.0
세전이익	십억원	803.4	1,663.3	2,117.2	2,615.8	2,149.0
순이익	십억원	574.7	1,169.7	1,488.8	1,840.6	1,510.4
EPS	원	8,166	16,620	21,154	26,152	21,460
증감율	%	61.19	103.53	27.28	23.63	(17.94)
PER	배	76.90	39.41	24.58	19.88	24.23
PBR	배	3.32	3.04	2.21	2.00	1.85
EV/EBITDA	배	26.40	20.36	15.09	12.05	7.66
ROE	%	4.54	8.42	9.60	10.76	8.07
BPS	원	189,291	215,156	235,359	260,560	281,068
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

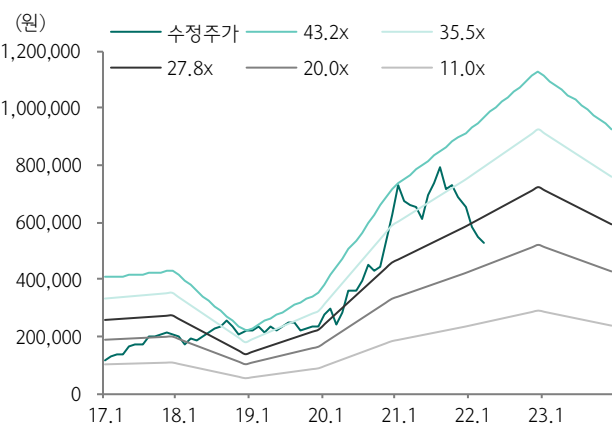
표 1. 삼성SDI 실적 추이 및 전망

(단위 : 십억원)

		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021	2022F	2023F
매출액	2차전지	2,387	2,711	2,743	3,107	3,195	3,323	3,495	4,441	8,701	10,948	14,454	17,789
	소형	1,080	1,166	1,357	1,368	1,426	1,459	1,622	1,536	4,055	4,972	6,044	7,102
	중대형	1,306	1,545	1,385	1,740	1,768	1,863	1,873	2,905	4,646	5,977	8,410	10,687
	EV	1,023	1,120	1,042	1,181	1,226	1,463	1,470	2,281	3,407	4,366	6,439	8,390
	ESS	283	426	343	559	543	401	403	625	1,238	1,610	1,971	2,297
	소재	576	623	697	709	691	631	677	665	2,594	2,605	2,664	2,721
	전자재료	576	623	697	709	691	631	677	665	2,594	2,605	2,664	2,721
<b>합계</b>	<b>2,963</b>	<b>3,334</b>	<b>3,440</b>	<b>3,816</b>	<b>3,886</b>	<b>3,954</b>	<b>4,172</b>	<b>5,106</b>	<b>11,295</b>	<b>13,553</b>	<b>17,118</b>	<b>20,509</b>	
YoY	24%	30%	11%	17%	31%	19%	21%	34%	12%	20%	26%	20%	
영업이익	2차전지	47	181	203	120	153	261	315	353	254	551	1,083	1,501
	소형	83	145	201	113	133	190	229	189	366	543	741	925
	중대형	-36	36	2	7	20	72	87	164	-111	9	342	576
	EV	-21	26	21	-24	11	56	69	133	-108	2	268	464
	ESS	-15	9	-19	31	10	16	18	31	-4	7	74	112
	소재	86	114	170	145	131	114	123	126	417	516	493	507
	전자재료	86	114	170	145	131	114	123	126	417	516	493	507
<b>합계</b>	<b>133</b>	<b>295</b>	<b>373</b>	<b>266</b>	<b>284</b>	<b>375</b>	<b>439</b>	<b>479</b>	<b>671</b>	<b>1,068</b>	<b>1,576</b>	<b>2,008</b>	
YoY	147%	184%	40%	8%	113%	27%	17%	80%	45%	59%	48%	27%	
OPM	2차전지	2.0%	6.7%	7.4%	3.9%	4.8%	7.9%	9.0%	7.9%	2.9%	5.0%	7.5%	8.4%
	소형	7.7%	12.4%	14.8%	8.3%	9.3%	13.0%	14.1%	12.3%	9.0%	10.9%	12.3%	13.0%
	중대형	-2.8%	2.3%	0.2%	0.4%	1.1%	3.8%	4.6%	5.6%	-2.4%	0.1%	4.1%	5.4%
	EV	-2.1%	2.4%	2.0%	-2.0%	0.9%	3.8%	4.7%	5.8%	-3%	0%	4%	6%
	ESS	-5.2%	2.2%	-5.4%	5.5%	1.8%	4.0%	4.5%	4.9%	0%	0%	4%	5%
	소재	14.9%	18.4%	24.4%	20.5%	18.9%	18.1%	18.2%	18.9%	16.1%	19.8%	18.5%	18.6%
	전자재료	14.9%	18.4%	24.4%	20.5%	18.9%	18.1%	18.2%	18.9%	16.1%	19.8%	18.5%	18.6%
<b>합계</b>	<b>4.5%</b>	<b>8.9%</b>	<b>10.9%</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.3%</b>	<b>9.5%</b>	<b>10.5%</b>	<b>9.4%</b>	<b>5.9%</b>	<b>7.9%</b>	<b>9.2%</b>	<b>9.8%</b>	
Cf.(삼성디스플레이 영업이익)	360	1,280	1,490	1,320	458	1,216	1,515	1,401	2,250	4,450	4,590	4,832	
지분법 이익	48	164	190	170	58	155	193	179	293	572	586	648	
<b>삼성SDI 지배지분 순이익</b>	<b>134</b>	<b>275</b>	<b>395</b>	<b>366</b>	<b>231</b>	<b>364</b>	<b>438</b>	<b>455</b>	<b>575</b>	<b>1,170</b>	<b>1,489</b>	<b>1,841</b>	

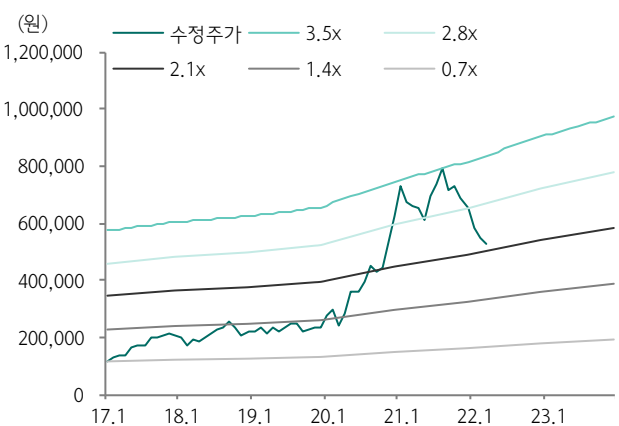
자료: 삼성SDI, 하나금융투자

그림 1. 삼성SDI 12M Fwd P/E 추이



자료: 하나금융투자

그림 2. 삼성SDI 12M Fwd P/B 추이



자료: 하나금융투자

표 2. 삼성SDI P/E Valuation

(단위: 십억원)

		22F	23F	24F	비교
영업이익	소형전지	741	925	1,135	
	중대형전지	342	576	882	
	전자재료	493	507	534	
	<b>영업이익 Total</b>	<b>1,576</b>	<b>2,008</b>	<b>2,551</b>	
NOPLAT (유효법인세율 22% 가정)	소형전지	577.7	721.6	885.6	
	중대형전지	266.9	449.5	687.8	
	전자재료	384.8	395.1	416.2	
	SDC 지분법 이익 등	644.3	708.7	744.1	
	<b>지배지분순이익 Total</b>	<b>1,488.8</b>	<b>2,274.9</b>	<b>2,733.7</b>	
P/E	소형전지			20	이익 증가율, PEG=0.9
	중대형전지			48	이익 증가율, PEG=0.9
	전자재료			15	IT 소재 평균 PER
	SDC 등 자회사			10	IT 평균 PER
	<b>전사 합산 실적 기준</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>21</b>	
기업가치	소형전지	-	-	18,115	
	중대형전지	-	-	32,814	
	전자재료	-	-	6,243	
	자회사(50% 할인)	-	-	3,721	
	<b>총 기업가치</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>60,893</b>	
채권자 가치	순차입금	2,900	2,900	2,900	
우선주	우선주 시총			600	
주주가치	<b>목표 시총</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>57,393</b>	
	<b>목표주가(원)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>834,629</b>	

자료: 하나금융투자

표 3. 삼성SDI EV/EBITDA Valuation

(단위: 십억원)

		Fair Value	2024년 (1)	Multiple (2)	산출 기준 (1) x (2)
영업가치	전자재료	7,976	694	11.5	(1) 2024년 추정 EBITDA (2) 반도체/디스플레이 소재 업체 평균 EV/EBITDA
	소형전지	31,547	1,660	19.0	(1) 2024년 추정 EBITDA (2) CATL 최근 5년 평균 EV/EBITDA 50% 할인
	중대형전지	51,906	2,257	23.0	(1) 2024년 추정 EBITDA (2) CATL 최근 5년 평균 EV/EBITDA 40% 할인
	<b>Total</b>	<b>91,429</b>			
비영업가치	삼성디스플레이 등	3,943			관계기업 장부가 총합 50% 할인
	<b>Total</b>	<b>3,943</b>			
총기업가치		95,372			
순차입금		2,900			
우선주 시총		600			
적정시가총액		91,872			
발행주식수(천주)		68,765			
<b>적정 주당가치(원)</b>		<b>1,336,026</b>			

자료: 하나금융투자

표 4. 삼성SDI Valuation

	P/E Valuation 기준	EV/EBITDA Valuation 기준	평균
평균 목표 시총(십억원)	57,393	91,872	<b>74,632</b>
최종 목표주가(원)	834,629	1,336,026	<b>1,085,327</b>

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	11,294.8	13,553.2	17,117.7	20,509.2	24,572.7
매출원가	8,914.2	10,545.5	13,292.7	15,799.2	18,929.5
매출총이익	2,380.6	3,007.7	3,825.0	4,710.0	5,643.2
판매비	1,709.2	1,940.2	2,249.0	2,702.1	4,185.1
영업이익	671.3	1,067.6	1,576.1	2,007.9	1,458.0
금융손익	(63.1)	73.7	(44.9)	(40.4)	(22.1)
중속/관계기업손익	292.7	546.0	586.0	648.2	713.0
기타영업외손익	(97.5)	(24.0)	0.0	0.0	0.0
세전이익	803.4	1,663.3	2,117.2	2,615.8	2,149.0
법인세	172.4	413.0	522.1	643.7	530.8
계속사업이익	631.0	1,250.3	1,595.2	1,972.1	1,618.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	631.0	1,250.3	1,595.2	1,972.1	1,618.3
비배주주지분 손익	56.2	80.6	106.3	131.5	107.9
지배주주순이익	574.7	1,169.7	1,488.8	1,840.6	1,510.4
지배주주지분포괄이익	719.6	1,894.1	1,516.0	1,874.3	1,538.0
NOPAT	527.2	802.5	1,187.5	1,513.8	1,097.9
EBITDA	1,754.8	2,350.4	3,301.0	4,056.4	5,803.9
성장성(%)					
매출액증가율	11.86	20.00	26.30	19.81	19.81
NOPAT증가율	60.10	52.22	47.98	27.48	(27.47)
EBITDA증가율	33.12	33.94	40.44	22.88	43.08
영업이익증가율	45.24	59.03	47.63	27.40	(27.39)
(지배주주)순이익증가율	61.21	103.53	27.28	23.63	(17.94)
EPS증가율	61.19	103.53	27.28	23.63	(17.94)
수익성(%)					
매출총이익률	21.08	22.19	22.35	22.97	22.97
EBITDA이익률	15.54	17.34	19.28	19.78	23.62
영업이익률	5.94	7.88	9.21	9.79	5.93
계속사업이익률	5.59	9.23	9.32	9.62	6.59

대차대조표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	5,657.4	7,332.2	9,357.2	8,692.0	13,948.9
금융자산	1,720.3	2,711.5	3,174.1	4,207.6	8,768.6
현금성자산	1,546.0	2,506.9	2,900.2	4,009.0	8,530.6
매출채권	1,605.7	1,884.5	2,521.7	1,828.9	2,011.8
재고자산	1,810.8	2,125.2	2,843.8	2,062.5	2,471.2
기타유동자산	520.6	611.0	817.6	593.0	697.3
비유동자산	15,876.8	17,427.7	18,893.5	19,656.2	16,896.1
투자자산	8,601.1	9,018.2	9,449.0	9,600.1	11,185.9
금융자산	1,457.7	1,803.3	1,873.4	1,797.2	1,837.1
유형자산	6,128.1	7,293.0	8,452.3	9,188.0	7,663.4
무형자산	793.6	730.4	606.2	482.0	(2,339.3)
기타비유동자산	354.0	386.1	386.0	386.1	386.1
자산총계	21,534.2	24,759.9	28,250.7	28,348.3	30,845.0
유동부채	4,983.6	4,830.6	5,825.0	4,743.8	5,309.3
금융부채	2,480.1	1,800.7	1,821.6	1,798.9	1,810.8
매입채무	868.9	1,019.8	1,364.7	989.7	1,185.8
기타유동부채	1,634.6	2,010.1	2,638.7	1,955.2	2,312.7
비유동부채	3,191.7	4,663.2	5,631.4	4,904.9	5,284.9
금융부채	1,507.9	2,687.1	2,987.1	2,987.1	2,987.1
기타비유동부채	1,683.8	1,976.1	2,644.3	1,917.8	2,297.8
부채총계	8,175.3	9,493.8	11,456.4	9,648.8	10,594.2
지배주주지분	12,977.6	14,798.1	16,219.9	17,993.7	19,437.1
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	546.0	1,263.6	1,263.6	1,263.6	1,263.6
이익잉여금	7,418.1	8,520.9	9,942.8	11,716.5	13,159.9
비지배주주지분	381.3	468.0	574.4	705.8	813.7
자본총계	13,358.9	15,266.1	16,794.3	18,699.5	20,250.8
순금융부채	2,267.7	1,776.3	1,634.7	578.4	(3,970.6)

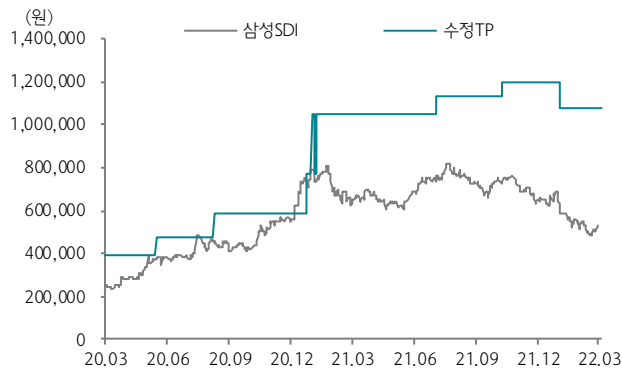
투자지표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	8,166	16,620	21,154	26,152	21,460
BPS	189,291	215,156	235,359	260,560	281,068
CFPS	24,353	35,834	46,901	57,633	82,462
EBITDAPS	24,933	33,394	46,901	57,633	82,462
SPS	160,477	192,565	243,210	291,397	349,131
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	76.90	39.41	24.58	19.88	24.23
PBR	3.32	3.04	2.21	2.00	1.85
PCFR	25.79	18.28	11.09	9.02	6.31
EV/EBITDA	26.40	20.36	15.09	12.05	7.66
PSR	3.91	3.40	2.14	1.78	1.49
재무비율(%)					
ROE	4.54	8.42	9.60	10.76	8.07
ROA	2.78	5.05	5.62	6.50	5.10
ROIC	6.73	9.28	11.87	13.91	12.34
부채비율	61.20	62.19	68.22	51.60	52.31
순부채비율	16.98	11.64	9.73	3.09	(19.61)
이자보상배율(배)	9.74	18.18	25.16	31.14	22.64

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	1,948.8	2,334.1	3,105.7	2,968.2	5,475.5
당기순이익	631.0	1,250.3	1,595.2	1,972.1	1,618.3
조정	93	99	114	140	363
감가상각비	1,083.5	1,282.8	1,724.9	2,048.4	4,345.9
외환거래손익	(32.0)	11.5	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(292.7)	(538.2)	(586.0)	(648.2)	(713.0)
기타	(665.8)	(657.1)	(1,024.9)	(1,260.2)	(3,269.9)
영업활동 자산부채 변동	391.5	90.0	371.6	(404.1)	224.4
투자활동 현금흐름	(1,778.4)	(1,422.5)	(2,674.0)	(2,087.7)	(912.1)
투자자산감소(증가)	(249.2)	122.5	155.2	497.1	(872.8)
자본증가(감소)	(1,718.3)	(2,283.4)	(2,760.0)	(2,660.0)	0.0
기타	189.1	738.4	(69.2)	75.2	(39.3)
재무활동 현금흐름	240.6	254.9	253.9	(89.7)	(55.1)
금융부채증가(감소)	380.5	499.8	320.9	(22.7)	11.9
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(70.7)	(178.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
배당지급	(69.2)	(66.9)	(66.9)	(66.9)	(66.9)
현금의 증감	389.7	934.7	393.4	1,108.8	4,521.6
Unlevered CFO	1,714.0	2,522.1	3,301.0	4,056.4	5,803.9
Free Cash Flow	220.6	43.0	345.7	308.2	5,475.5

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성SDI



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.1.28	BUY	1,080,000		
21.11.3	BUY	1,200,000	-42.67%	-36.42%
21.7.27	BUY	1,130,000	-34.04%	-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%

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	95.51%	4.49%	0.00%	100%

\* 기준일: 2022년 03월 21일

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 2022년 3월 24일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2022년 3월 24일 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.