



# 삼성SDI (006400)

## 성장에 대한 의구심 불식

▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 830,000원

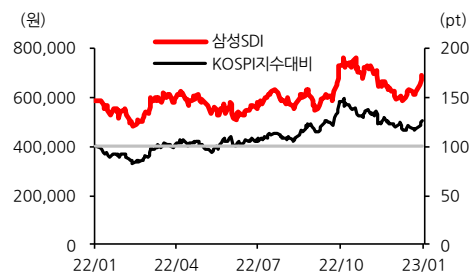
현재 주가(1/30)	687,000원
상승여력	▲ 20.8%
시가총액	472,412억원
발행주식수	68,765천주
52 주 최고가 / 최저가	760,000 / 481,000원
90 일 일평균 거래대금	1,657.53억원
외국인 지분율	47.7%
주주 구성	
삼성전자 (외 6 인)	20.5%
국민연금공단 (외 1 인)	8.5%
BlackRockFundAdvisors (외)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	16.2	-5.5	20.7	17.6
상대수익률(KOSPI)	6.7	-13.5	20.8	25.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	13,553	20,124	23,677	28,409
영업이익	1,068	1,808	2,202	2,730
EBITDA	2,320	3,271	3,926	4,835
지배주주순이익	1,170	1,952	2,165	2,554
EPS	16,990	29,811	33,070	39,006
순차입금	2,160	957	421	1,068
PER	38.6	19.7	20.8	17.6
PBR	3.1	2.5	2.6	2.3
EV/EBITDA	20.6	12.8	12.3	10.1
배당수익률	0.2	0.2	0.1	0.1
ROE	8.5	12.5	12.3	12.8

### 주가 추이



삼성 SDI의 4분기 실적은 컨센서스에 부합했습니다. 1분기 실적은 컨센서스를 하회할 전망이지만, 자동차전지 부문 성장은 지속될 것입니다. 동사는 중장기 캐파 가이드를 제공하지 않는 점이 밸류에이션 할인 요인이었으나, CAPEX 및 소재 업체들과의 공급계약 감안 시 26~27년까지 최소 200GWh 이상의 캐파를 확보할 것으로 예상됩니다.

### 4분기 실적 컨센서스 부합

동사의 4분기 실적은 매출액 6.0조 원, 영업이익 4,908억 원을 기록했습니다. 일회성 ESS 충당금 제외 시 전분기와 동등한 수준(5,659억 원)입니다. 자동차전지 내 GEN5 출하가 증가했고, 미주 전력용 중심으로 ESS 판매가 확대되며 매출 성장을 기록했습니다. 소형전지 부문은 전동공구용 판매는 부진했지만, EV용 판매가 확대되며 매출은 소폭 감소하는데 그쳤습니다. 에너지솔루션 부문 전체적으로 매출은 증가했으나, 11월부터 하락한 환율과 성과급 비용 등으로 수익성은 감소했습니다. 전자재료 부문은 견조한 OLED 소재 수익성은 재차 20%대를 회복했습니다.

### 1분기 영업이익 3,826억 원 전망

1분기 실적은 매출액 5.3조 원, 영업이익 3,826억 원으로 컨센서스(4,636억 원)를 하회할 것으로 전망한다. 1) 하락하고 있는 환율과, 2) 전동공구 수요 감소, 3) ESS 및 디스플레이의 계절적 비수기가 겹쳤기 때문이다. 한편, 자동차전지 부문은 1분기에 헝가리 신규 라인이 가동을 시작한다. BMW 및 Audi의 신차 출시로 GEN5 판매 비중도 지속 상승하며 자동차전지 수익성은 개선될 전망이다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 83만 원 유지

동사는 경쟁사와 달리 공격적인 캐파 증설이나 신규 JV 발표가 부재했던 점이 투자자로 하여금 성장에 의구심을 들게 했다. 한편, 동사의 23년 CAPEX는 22년(2.5조 원) 대비 40% 증가하며 지속적인 캐파 증설이 진행 중이다. 더욱이, 전일 포스코케미칼은 삼성SDI와 10년간 40조 원의 양극재 공급계약을 공시했다. 양극재 77만 톤, 배터리 550GWh에 해당하는 규모다. 에코프로이엠 캐파(연 9만 톤), 에코프로비엠이 건설 예정인 헝가리 공장까지만 고려해도 삼성SDI는 26~27년까지 최소 연 200GWh 이상의 캐파는 확보할 것으로 추정된다. 고객사 확보만 가시화되면 셀 업체 중 가장 좋은 주가 흐름을 보일 것으로 예상된다.

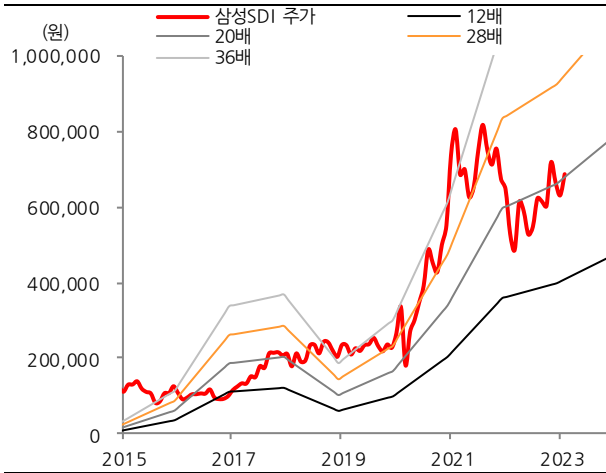
[표1] 삼성 SDI의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>4,049</b>	<b>4,741</b>	<b>5,368</b>	<b>5,966</b>	<b>5,266</b>	<b>5,822</b>	<b>6,296</b>	<b>6,292</b>	<b>13,553</b>	<b>20,124</b>	<b>23,677</b>	<b>28,409</b>
에너지솔루션	3,319	4,072	4,834	5,342	4,734	5,258	5,600	5,582	10,947	17,566	21,174	25,732
중대형	1,803	2,304	2,662	3,258	2,892	3,112	3,371	3,500	5,942	10,027	12,875	15,458
EV	1,404	1,776	2,112	2,537	2,364	2,451	2,594	2,675	4,447	7,829	10,084	12,571
ESS	399	528	550	721	528	661	777	825	1,495	2,197	2,791	2,888
소형	1,516	1,768	2,172	2,083	1,843	2,145	2,230	2,081	5,005	7,539	8,299	10,274
전자재료	730	669	534	624	532	565	696	711	2,606	2,558	2,503	2,677
<b>영업이익</b>	<b>322</b>	<b>429</b>	<b>566</b>	<b>491</b>	<b>386</b>	<b>532</b>	<b>671</b>	<b>613</b>	<b>1,068</b>	<b>1,808</b>	<b>2,202</b>	<b>2,730</b>
에너지솔루션	165	245	485	359	312	434	505	461	538	1,254	1,712	2,178
전자재료	157	184	81	132	74	99	165	152	530	554	490	552
<b>영업이익률</b>	<b>8.0%</b>	<b>9.0%</b>	<b>10.5%</b>	<b>8.2%</b>	<b>7.3%</b>	<b>9.1%</b>	<b>10.7%</b>	<b>9.7%</b>	<b>7.9%</b>	<b>9.0%</b>	<b>9.3%</b>	<b>9.6%</b>
에너지솔루션	5.0%	6.0%	10.0%	6.7%	6.6%	8.2%	9.0%	8.3%	4.9%	7.1%	8.1%	8.5%
전자재료	0.8%	2.6%	8.2%	5.4%	5.7%	6.8%	7.4%	6.9%	0.2%	4.7%	6.7%	7.2%
<b>EBITDA</b>	<b>673</b>	<b>785</b>	<b>943</b>	<b>871</b>	<b>783</b>	<b>949</b>	<b>1,112</b>	<b>1,082</b>	<b>2,320</b>	<b>3,271</b>	<b>3,926</b>	<b>4,835</b>
EBITDA 마진율	16.6%	16.6%	17.6%	14.6%	14.9%	16.3%	17.7%	17.2%	17.1%	16.3%	16.6%	17.0%

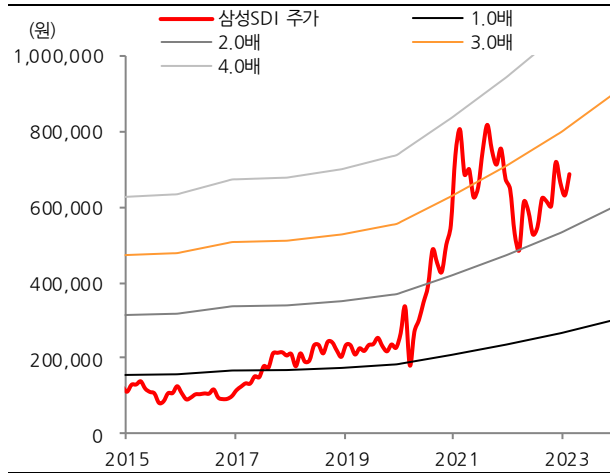
자료: 삼성SDI, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 삼성 SDI의 12개월 Forward PER 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 삼성 SDI의 12개월 Forward PBR 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	11,295	13,553	20,124	23,677	28,409
매출총이익	2,381	3,078	4,221	4,914	5,984
영업이익	671	1,068	1,808	2,202	2,730
EBITDA	1,755	2,320	3,271	3,926	4,835
순이자손익	-45	-33	-25	-39	-39
외화관련손익	11	16	-3	93	93
지분법손익	293	529	740	707	707
세전계속사업손익	803	1,663	2,652	2,943	3,471
당기순이익	631	1,250	2,039	2,268	2,675
지배주주순이익	575	1,170	1,952	2,165	2,554
<b>증가율(%)</b>					
매출액	11.9	20.0	48.5	17.7	20.0
영업이익	45.3	59.0	69.4	21.8	24.0
EBITDA	33.1	32.2	41.0	20.0	23.1
순이익	56.8	98.2	63.1	11.2	17.9
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	21.1	22.7	21.0	20.8	21.1
영업이익률	5.9	7.9	9.0	9.3	9.6
EBITDA 이익률	15.5	17.1	16.3	16.6	17.0
세전이익률	7.1	12.3	13.2	12.4	12.2
순이익률	5.6	9.2	10.1	9.6	9.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	1,949	2,176	3,594	2,599	2,779
당기순이익	631	1,250	2,039	2,268	2,675
자산상각비	1,083	1,252	1,463	1,724	2,105
운전자본증감	392	-25	-417	-664	-1,256
매출채권 감소(증가)	197	-283	-708	-179	-689
재고자산 감소(증가)	293	1	-1,211	-210	-811
매입채무 증가(감소)	297	310	859	-293	224
투자현금흐름	-1,778	-1,950	-2,156	-2,004	-3,367
유형자산처분(취득)	-1,718	-2,244	-2,543	-2,699	-4,061
무형자산 감소(증가)	1	-1	2	16	16
투자자산 감소(증가)	0	0	-2	-8	-8
재무현금흐름	241	583	527	-67	-67
차입금의 증가(감소)	310	624	594	0	0
자본의 증가(감소)	-69	-69	-67	-67	-67
배당금의 지급	69	69	67	67	67
총현금흐름	1,714	2,438	4,247	3,263	4,035
(-)운전자본증가(감소)	-483	-429	929	664	1,256
(-)설비투자	1,728	2,255	2,562	2,699	4,061
(+)자산매각	11	10	21	16	16
Free Cash Flow	480	623	776	-84	-1,267
(-)기타투자	152	159	-899	-687	-687
잉여현금	327	464	1,676	604	-580
NOPLAT	527	803	1,390	1,697	2,104
(+) Dep	1,083	1,252	1,463	1,724	2,105
(-)운전자본투자	-483	-429	929	664	1,256
(-)Capex	1,728	2,255	2,562	2,699	4,061
OpFCF	365	229	-638	59	-1,109

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	5,657	7,445	12,179	13,122	13,993
현금성자산	1,720	2,509	4,630	5,167	4,520
매출채권	1,761	2,078	3,269	3,448	4,137
재고자산	1,811	2,487	3,847	4,058	4,869
비유동자산	15,877	18,388	18,946	19,924	21,884
투자자산	8,955	9,953	9,064	9,083	9,103
유형자산	6,128	7,636	9,094	10,068	12,024
무형자산	794	799	788	773	757
<b>자산총계</b>	<b>21,534</b>	<b>25,833</b>	<b>31,124</b>	<b>33,046</b>	<b>35,878</b>
유동부채	4,984	6,461	8,780	8,523	8,785
매입채무	1,785	3,253	4,728	4,435	4,659
유동성이자부채	2,480	2,529	3,165	3,165	3,165
비유동부채	3,192	4,175	5,188	5,268	5,352
비유동이자부채	1,508	2,139	2,423	2,423	2,423
<b>부채총계</b>	<b>8,175</b>	<b>10,636</b>	<b>13,968</b>	<b>13,791</b>	<b>14,136</b>
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	5,002	5,002	5,002	5,002	5,002
이익잉여금	7,418	8,516	10,402	12,500	14,987
자본조정	201	829	829	829	829
자기주식	-345	-345	-345	-345	-345
<b>자본총계</b>	<b>13,359</b>	<b>15,197</b>	<b>17,156</b>	<b>19,255</b>	<b>21,742</b>

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당지표</b>					
EPS	8,336	16,990	29,811	33,070	39,006
BPS	184,387	208,920	235,705	265,520	300,854
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
CFPS	24,353	34,641	60,341	46,363	57,336
ROA(%)	2.8	4.9	6.9	6.7	7.4
ROE(%)	4.5	8.5	12.5	12.3	12.8
ROIC(%)	7.4	10.6	15.9	16.5	16.6
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	75.3	38.6	19.7	20.8	17.6
PBR	3.4	3.1	2.5	2.6	2.3
PSR	3.9	3.4	2.1	2.0	1.7
PCR	25.8	18.9	9.7	14.8	12.0
EV/EBITDA	26.2	20.6	12.8	12.3	10.1
배당수익률	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	61.2	70.0	81.4	71.6	65.0
Net debt/Equity	17.0	14.2	5.6	2.2	4.9
Net debt/EBITDA	129.2	93.1	29.3	10.7	22.1
유동비율	113.5	115.2	138.7	154.0	159.3
이자보상배율(배)	9.7	18.7	27.2	33.5	41.5
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	40.3	38.9	41.0	43.8	51.1
현금+투자자산	59.7	61.1	59.0	56.2	48.9
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	23.0	23.5	24.6	22.5	20.4
자기자본	77.0	76.5	75.4	77.5	79.6

[ Compliance Notice ]

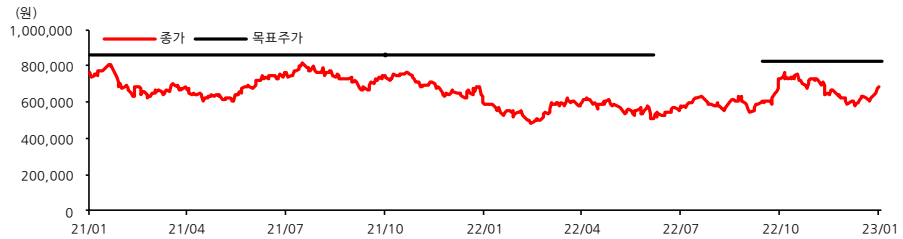
(공표일: 2023년 01월 31일)

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. (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	2021.01.29	2021.03.30	2021.04.28	2021.06.29	2021.07.28
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		860,000	860,000	860,000	860,000	860,000
일 시	2021.10.12	2021.11.03	2022.01.05	2022.01.28	2022.10.12	2022.10.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy
목표가격	860,000	860,000	860,000	860,000	이용욱	830,000
일 시	2022.10.27	2023.01.16	2023.01.31			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	830,000	830,000	830,000			

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.01.29	Buy	860,000	-33.76	-26.28
2022.10.12	Buy	830,000		

[ 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: 2022년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%