

삼성SDI(006400)

빨라지는 증설 속도, 이제 저평가 이유 없다

자이든 타이든, 결론은 공격적으로 바뀐 수주 전략

수주 행보가 공격적으로 바뀌었다. 내실(수익성) 위주의 수주전략으로 보수적인 성장 전략을 펼쳐왔었지만, 2022년 하반기부터 자이든, 타이든 수주 행보가 공격적으로 변했다. 전략 변화의 배경에는 1) IRA로 2차전지 회사들의 협상력이 제고돼 수주 타겟 영업이익률이 10% 이상으로 높아졌고, 2) EBITDA보다 낮은 CAPEX를 진행해왔기 때문에 경쟁사들 대비 상대적으로 자금 여력도 있으며, 3) 차세대 모델 개발(원통형 46파이 전지, 중대형 Gen 6 전지)로 수주 물량을 확보해야 하는 필요성도 높다.

증설 속도, 이제는 남들만큼 빨라질 것

2026년 예상 capa(원통형+중대형)를 기존 170GWh에서 230GWh로 상향한다. 이는 22년말부터 연평균 30%(기존 21%)가 늘어나는 것이다. 기존대비 60GWh 추가 상향의 근거는 최근 언론에 보도된 것처럼 GM(MOU 체결 가능성), Volvo(수주 논의 중), BMW 등으로부터 올해 추가 수주 가능성이 높기 때문이다. 현재 수주 시 설비 가동 시작 시점은 2026년이 될 것이다. 향후 4년간의 생산설비 CAGR은 주요 2차전지 회사들(LG에너지솔루션, CATL, SK온) 추정 평균인 29%와 유사하다. 느린 성장에 대한 우려가 빠르게 해소될 것이다.

목표주가 105만원으로 상향, 이제는 상대적 저평가 이유 없다

목표주가를 105만원(SoTP, 표1)으로 23.5% 올린다. 수주모멘텀을 근거로 2차전지 사업부에 적용한 EV/EBITDA multiple을 기존 17.5배에서 21.8배(LG에너지솔루션, CATL의 평균 multiple)로 상향했다. 삼성SDI를 포함한 국내 회사들은 향후 5년간 가장 빠르게 성장하는 미국 2차전지 시장의 최대 수혜가 예상된다. 참고로 중국 시장이 가파르게 성장하던 2018~2021년 CATL의 12MF EV/EBITDA multiple은 평균 20.3배(13~43배)였다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2021A	13,553	1,068	1,170	17,492	103.6	2,320	37.4	20.7	3.1	8.5	0.2
2022A	20,124	1,808	1,952	29,191	66.9	3,271	20.2	13.3	2.5	12.5	0.2
2023F	23,810	2,076	2,290	34,188	17.1	3,815	22.1	14.5	2.8	13.0	0.1
2024F	28,558	2,870	2,938	43,865	28.3	4,905	17.2	11.4	2.4	14.6	0.1
2025F	35,441	3,521	3,594	53,651	22.3	5,785	14.1	9.9	2.1	15.4	0.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 1,050,000원(상향)

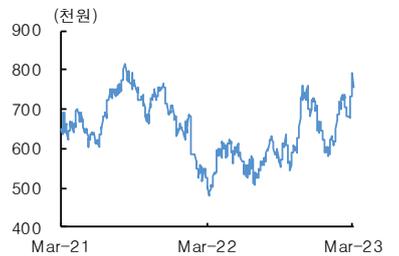
Stock Data

KOSPI(3/8)	2,432
주가(3/8)	754,000
시가총액(십억원)	51,848
발행주식수(백만)	69
52주 최고/최저가(원)	793,000/481,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	179,773
유동주식비율/외국인지분율(%)	73.1/49.1
주요주주(%)	삼성전자 외 5인 20.5
	국민연금공단 8.5

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.3	32.0	51.7
KOSPI 대비(%p)	5.4	30.1	59.0

주가추이

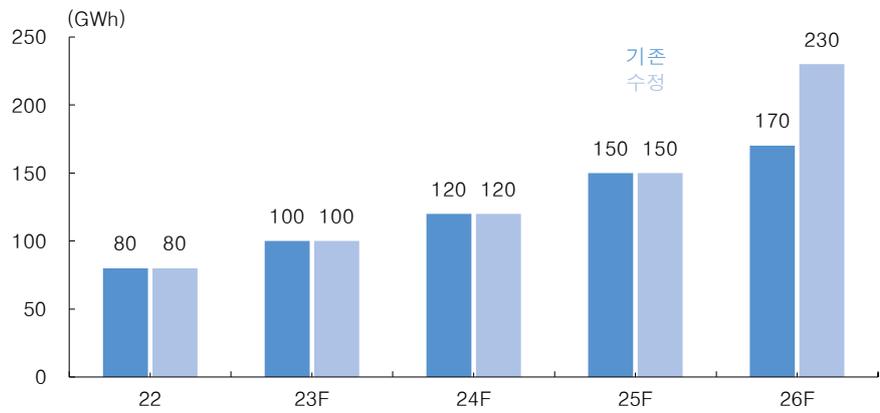


자료: FnGuide

조철희

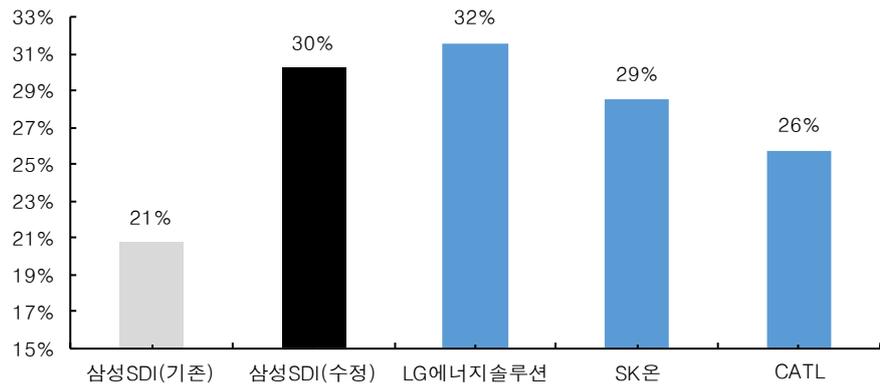
chulhee.cho@koreainvestment.com

[그림 1] 삼성SDI 2차전지(원통형+중대형) 증설 추정



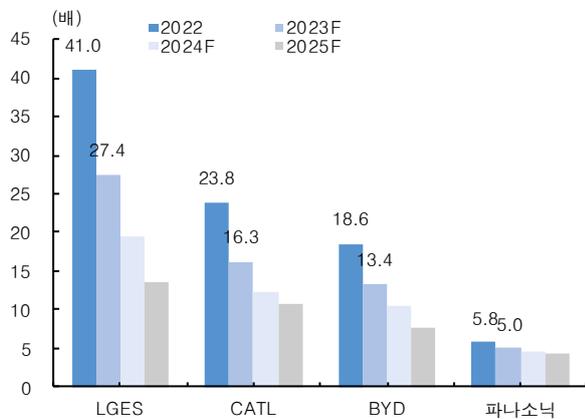
자료: 한국투자증권

[그림 2] 2022~2026년 2차전지 설비 CAGR



자료: 한국투자증권

[그림 3] 주요 2차전지 회사들의 EV/EBITDA multiple



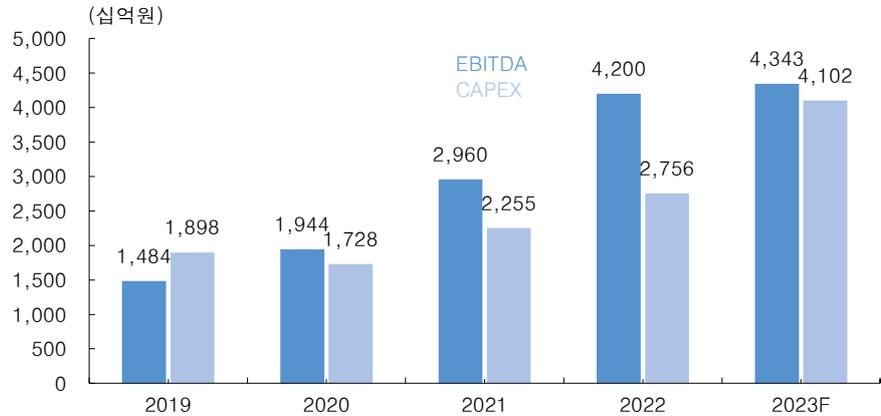
자료: 한국투자증권

[그림 4] CATL 12MF EV/EBITDA multiple



자료: 한국투자증권

[그림 5] EBITDA 내에서 CAPEX 집행해 음. 재무 안정성 돋보임



자료: 한국투자증권

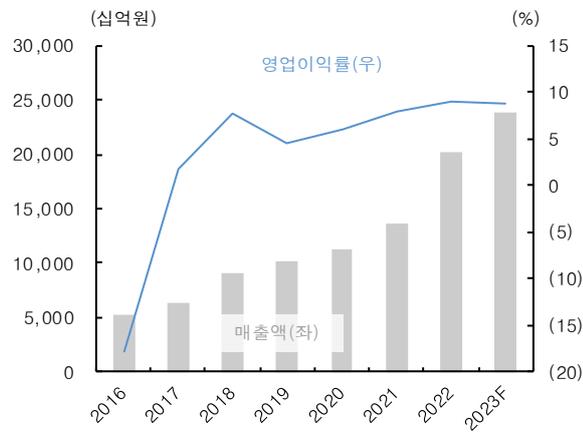
<표 1> Valuation

(단위: 십억원, 배, 원, %)

항목	2023F	비고
에너지솔루션 (2차전지)	EBITDA 3,194 사업가치 - ㉠ 69,626	Peer 그룹의 평균인 EV/EBITDA 21.8배 적용,
전자재료	EBITDA 558 사업가치 - ㉡ 3,070	Peer 그룹의 평균인 EV/EBITDA 5.5배 적용
사업가치	소계 - ㉠ + ㉡ = 72,697	
지분가치	삼성엔지니어링 435 호텔신라 2 에스원 159 삼성중공업 9 아이마켓코리아 4 상장기업 가치 - ㉢ 608 삼성디스플레이 - ㉣ 3,386	30% 할인 30% 할인 30% 할인 30% 할인 30% 할인 30% 할인 지분율 15%, 장부가 30% 할인
지분가치	소계 ㉢ + ㉣ = 3,994	
순차입금	2,734	
비지배부분	666	
우선주가치	464	우선주 시총
총가치	72,828	보통주 가치
주식수	68,765	보통주
주당 가치	1,059,078	
목표가	1,050,000	
현재가	754,000	3월 8일 종가
상승여력	39.3	

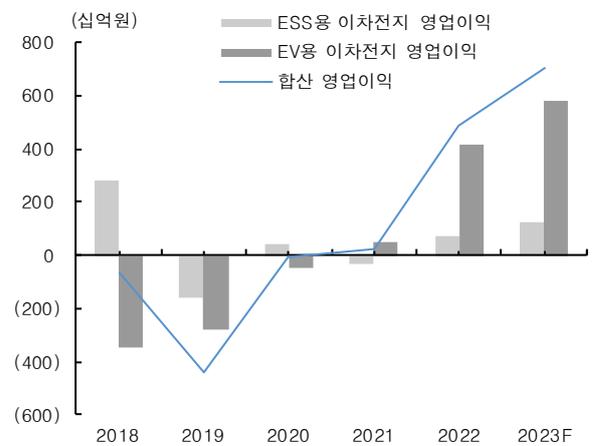
주: Peer 그룹 - 2차전지는 CATL, LG에너지솔루션 / 전자재료는 Nitto Denko, Sumitomo Chemical, Sunnypol, LG 화학 등
자료: 한국투자증권

[그림 6] 연간 실적 추이 및 전망



자료: 한국투자증권

[그림 7] 중대형 전지 사업부 손익 추정



자료: 한국투자증권

<표 2> 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022	2023F
매출액	2,963	3,334	3,440	3,816	4,049	4,741	5,368	5,966	5,325	5,997	6,328	6,183	13,553	20,124	23,810
에너지솔루션	2,387	2,712	2,741	3,107	3,319	4,072	4,834	5,342	4,668	5,328	5,794	5,527	10,947	17,566	21,317
소형전지	1,058	1,167	1,380	1,393	1,543	1,754	2,125	2,099	1,774	2,193	2,444	2,386	4,998	7,521	8,797
중대형전지	1,329	1,545	1,361	1,714	1,776	2,318	2,709	3,242	2,893	3,135	3,350	3,141	5,949	10,045	12,520
전자재료	576	623	699	709	730	669	534	624	657	669	534	656	2,606	2,558	2,493
영업이익	133	295	374	266	322	429	566	491	358	503	594	621	1,068	1,808	2,076
에너지솔루션	47	169	202	120	165	245	485	359	292	403	461	472	538	1,254	1,627
소형전지	88	134	186	111	139	184	255	174	133	230	293	267	520	752	924
중대형전지	(41)	34	16	9	26	61	230	185	159	172	167	205	18	502	704
전자재료	86	127	172	146	157	184	81	132	66	100	134	149	530	554	449
영업이익률	4.5	8.9	10.9	7.0	8.0	9.0	10.5	8.2	6.7	8.4	9.4	10.0	7.9	9.0	8.7
에너지솔루션	4.5	8.9	10.9	7.0	8.0	9.0	10.5	8.2	6.7	8.4	9.4	10.0	4.9	7.1	7.6
소형전지	8.3	11.5	13.5	8.0	9.0	10.5	12.0	8.3	7.5	10.5	12.0	11.2	10.4	10.0	10.5
중대형전지	(3.1)	2.2	1.1	0.5	1.5	2.6	8.5	5.7	5.5	5.5	5.0	6.5	0.3	5.0	5.6
전자재료	15.0	20.3	24.6	20.5	21.5	27.5	15.2	21.1	10.0	15.0	25.0	22.8	20.3	20.0	18.0

자료: 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	13,553	20,124	23,810	28,558	35,441
매출원가	10,476	15,903	18,879	22,264	27,671
매출총이익	3,078	4,221	4,931	6,294	7,770
판매관리비	2,010	2,413	2,855	3,424	4,249
영업이익	1,068	1,808	2,076	2,870	3,521
영업이익률(%)	7.9	9.0	8.7	10.0	9.9
EBITDA	2,320	3,271	3,815	4,905	5,785
EBITDA Margin(%)	17.1	16.3	16.0	17.2	16.3
영업외수익	595	844	1,035	1,122	1,361
금융수익	548	1,391	177	182	175
금융비용	441	1,443	239	258	276
기타영업외손익	(41)	(143)	0	0	0
관계기업관련손익	530	1,040	1,097	1,197	1,463
세전계속사업이익	1,663	2,652	3,111	3,992	4,882
법인세비용	413	613	719	922	1,128
연결당기순이익	1,250	2,039	2,392	3,069	3,754
지배주주순이익	1,170	1,952	2,290	2,938	3,594
지배주주순이익률(%)	8.6	9.7	9.6	10.3	10.1
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	20.0	48.5	18.3	19.9	24.1
영업이익 증가율	59.0	69.4	14.8	38.2	22.7
지배주주순이익 증가율	103.5	66.9	17.3	28.3	22.3
EPS 증가율	103.6	66.9	17.1	28.3	22.3
EBITDA 증가율	32.2	41.0	16.6	28.6	17.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동현금흐름	2,176	2,641	6,806	NM	NM
당기순이익	1,250	2,039	2,392	3,069	3,754
유형자산감가상각비	1,173	1,408	1,705	2,034	2,311
무형자산상각비	79	55	33	1	(47)
자산부채변동	(25)	(369)	3,653	NM	NM
기타	(301)	(492)	(977)	(5,104)	(6,018)
투자활동현금흐름	(1,950)	(2,946)	(2,570)	(4,754)	(5,614)
유형자산투자	(2,255)	(2,809)	(3,703)	(4,161)	(4,539)
유형자산매각	11	20	20	20	20
투자자산순증	(23)	(22)	997	(856)	(1,514)
무형자산순증	(1)	(3)	294	473	753
기타	318	(132)	(178)	(230)	(334)
재무활동현금흐름	583	629	447	418	389
자본의증가	35	191	0	0	0
차입금의순증	624	507	618	618	618
배당금지급	(69)	(69)	(69)	(69)	(69)
기타	(7)	0	(102)	(131)	(160)
기타현금흐름	(29)	(35)	0	0	0
현금의증가	780	289	4,683	NM	NM
FCF	533	117	3,555	NM	NM

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

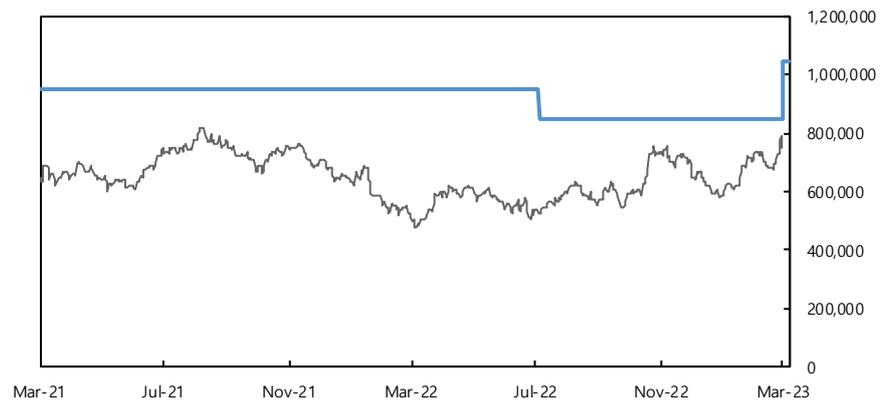
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	25,833	30,258	33,055	36,145	41,438
유동자산	7,445	9,652	10,585	9,839	10,439
현금성자산	2,326	2,614	2,857	2,856	1,772
매출채권및기타채권	2,078	2,735	3,095	1,999	2,481
재고자산	2,487	3,205	3,333	3,427	4,253
비유동자산	18,388	20,606	22,471	26,305	30,999
투자자산	9,556	10,199	10,299	12,353	15,330
유형자산	7,636	8,965	10,943	13,050	15,257
무형자산	799	815	488	14	(691)
부채총계	10,636	13,040	17,954	NM	NM
유동부채	6,461	8,007	12,752	NM	NM
매입채무및기타채무	3,253	4,258	5,000	5,997	7,443
단기차입금및단기사채	2,235	2,211	2,711	3,211	3,711
유동성장기부채	275	640	737	834	931
비유동부채	4,175	5,033	5,203	5,498	6,265
사채	220	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	1,920	2,341	2,354	2,367	2,380
자본총계	15,197	17,218	19,541	22,541	26,226
지배주주지분	14,704	16,486	18,707	21,576	25,100
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	5,002	5,002	5,002	5,002	5,002
기타자본	(345)	(345)	(345)	(345)	(345)
이익잉여금	8,516	10,468	12,689	15,558	19,083
비지배주주지분	492	732	834	965	1,126
순차입금	2,159	2,038	2,310	2,796	4,304

주요 투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	17,492	29,191	34,188	43,865	53,651
BPS	213,823	239,134	270,690	311,454	361,531
DPS	1,000	1,030	1,030	1,030	1,030
수익성(%)					
ROA	5.3	7.3	7.6	8.9	9.7
ROE	8.5	12.5	13.0	14.6	15.4
배당수익률	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
배당성향	5.7	3.5	3.0	2.3	1.9
안정성					
부채비율(x)	70.0	75.7	91.9	NM	NM
차입금/자본총계비율(%)	30.7	30.3	29.9	28.6	27.0
이자보상배율(x)	18.7	20.1	12.5	15.6	17.3
순차입금/EBITDA(x)	0.9	0.6	0.6	0.6	0.7
Valuation(x)					
PER	37.4	20.2	22.1	17.2	14.1
최고	47.3	26.8	23.4	18.3	14.9
최저	34.3	15.8	16.8	13.1	10.7
PBR	3.1	2.5	2.8	2.4	2.1
최고	3.9	3.3	3.0	2.6	2.2
최저	2.8	1.9	2.1	1.8	1.6
PSR	3.4	2.1	2.2	1.9	1.5
EV/EBITDA	20.7	13.3	14.5	11.4	9.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성SDI (006400)	2021.01.08	매수	950,000원	-25.6	-14.0
	2022.01.08	1년경과		-39.8	-27.6
	2022.07.12	매수	850,000원	-24.3	-6.7
	2023.03.08	매수	1,050,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2023년 3월 8일 현재 삼성SDI 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성SDI 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2022. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
86.4%	13.6%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.