

정신 차려보면 심각한 저평가

매수
(유지)

목표가: 1,300,000원
상승여력: 122.6%

김철중 chuljoong.kim@miraeeasset.com

박준서 park.junseo@miraeeasset.com

목표주가 유지

목표주가 130만원 유지. 단기 수급 이슈 해소 후 정신 차려보면 심각한 저평가 상태

- 최근 주가 하락으로 괴리를 확대 되었음에도 목표주가를 조정하지 않는 이유는
 - 1) 단기 실적 부진에도 중장기 성장성 훼손되지 않았다고 판단하며(4Q21 실적 바닥)
 - 2) 최근 주가 하락의 주된 요인이 LGES 상장에 따른 수급 이슈이기 때문
 - 3) 실적 추정치 소폭 하향 조정 하였음에도 LGES 상장으로 Peer Valuation 상승
- 목표주가 산정에는 배터리 사업 24년 예상 EBITDA(4.3조원)에 EV/EBITDA 20배(LGES와 CATL 평균) 적용. 보유 지분 가치는 목표주가 산정에서 제외
- 22년 배터리 부문 예상 영업이익 1.0조원으로 LGES와 유사할 것으로 전망
- 금번 4Q21 컨퍼런스콜을 통하여 1) EV 용 원통형 배터리 증설과 2) 스텔란티스와의 미국 JV 설립 구체적으로 언급. 해외 증설 점진적으로 진행 중

4Q21 Review

예상치 하회하는 실적 기록. 자동차 용 반도체 Shortage와 성과급 등 일회성 반영

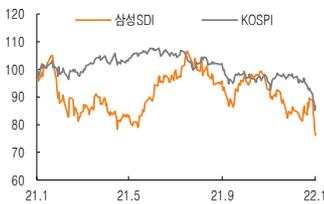
- 영업이익 2,657억원으로 예상치 하회. 1) EV 용 배터리 소폭 적자 전환(자동차용 반도체 Shortage), 2) 경영성과 급 6~700억원 수준 지급
- 4Q21 실적을 바닥으로 연간 실적 우상향 전망. 특히 EV 용 배터리는 과거 계절성에서 벗어나기 시작. 1Q22 EV 매출액 +12% QoQ 증가 전망.

정신 차려보면 심각한 저평가

금리 상승, LGES 상장으로 인한 수급 리밸런싱. 펀더멘탈과 무관한 과도한 주가 하락

- 동사는 보수적인 증설로 Peer 대비 할인을 받아왔으나, 금번 컨퍼런스콜을 통하여 미국 증설 및 원통형 EV 증설 구체적으로 언급. 과거 대비 추가적인 할인을 적용은 제한적
- 22년 기준 P/E 삼성SDI 25배, LGES 114배, CATL 67배
- 22년 기준 EV/EBITDA 삼성SDI 14배, LGES 38배, CATL 37배

Key data



현재주가(22/1/28, 원)	584,000	시가총액(십억원)	40,158
영업이익(21F, 십억원)	1,068	발행주식수(백만주)	70
Consensus 영업이익(21F, 십억원)	1,208	유동주식비율(%)	72.8
EPS 성장률(21F, %)	103.5	외국인 보유비중(%)	44.8
P/E(21F, x)	39.4	베타(12M) 일간수익률	1.08
MKT P/E(21F, x)	10.1	52주 최저가(원)	584,000
KOSPI	2,663.34	52주 최고가(원)	817,000

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.3	-23.1	-23.9
상대주가	1.7	-6.5	-12.3

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액 (십억원)	9,158	10,097	11,295	13,553	17,001	20,727
영업이익 (십억원)	715	462	671	1,068	1,516	1,937
영업이익률 (%)	7.8	4.6	5.9	7.9	8.9	9.3
순이익 (십억원)	701	357	575	1,170	1,663	2,098
EPS (원)	9,962	5,066	8,166	16,620	23,629	29,812
ROE (%)	6.0	2.9	4.5	8.3	10.3	11.7
P/E (배)	22.0	46.6	76.9	39.4	24.7	19.6
P/B (배)	1.3	1.3	3.3	2.9	2.4	2.1
배당수익률 (%)	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2

표 1. 삼성SDI 2021년 4분기 주요 손익 추정 및 컨센서스 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, %, %p)

	4Q20	3Q21	4Q21P			성장률	
			실제치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	3,251	3,440	3,816	4,152	4,041	17.4	10.9
영업이익	246	374	266	473	410	8.1	-28.9
영업이익률	7.6	10.9	7.0	11.4	10.2	-0.6	-3.9
세전이익	429	551	511	570	524	19.1	-7.3
순이익	318	395	366	450	385	15.1	-7.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 삼성SDI, WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

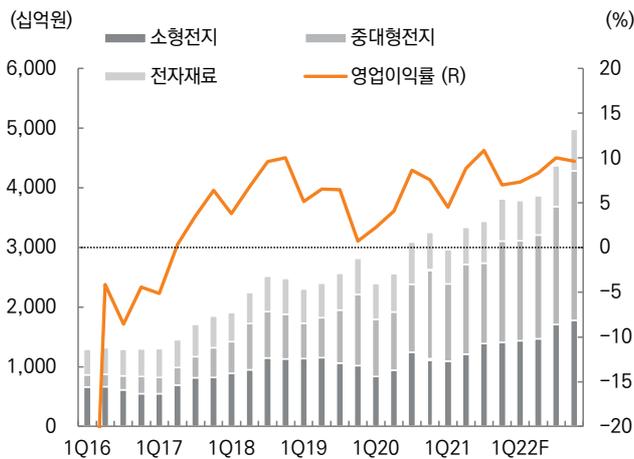
표 2. 삼성SDI 연결 기준 영업 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

구분	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	2,963	3,334	3,440	3,816	3,787	3,869	4,368	4,978	13,553	17,001	20,727
전지	2,387	2,712	2,741	3,107	3,115	3,207	3,688	4,288	10,946	14,298	18,020
소형전지(IT)	1,094	1,212	1,389	1,411	1,436	1,471	1,711	1,780	5,106	6,397	7,638
중대형전지(EV, ESS)	1,293	1,500	1,352	1,696	1,678	1,736	1,978	2,508	5,840	7,900	10,382
전자재료	576	622	699	709	672	662	680	690	2,606	2,704	2,706
영업이익	133	295	374	266	277	321	438	480	1,068	1,516	1,937
전지	47	169	202	120	169	212	308	337	538	1,026	1,439
소형전지(IT)	86	137	200	113	131	165	189	200	536	686	784
중대형전지(EV, ESS)	-39	32	2	7	37	46	119	137	2	340	655
전자재료	86	127	172	145	109	109	130	143	530	491	498
기타									0	0	0
영업이익률	4.5	8.9	10.9	7.0	7.3	8.3	10.0	9.6	7.9	8.9	9.3
전지	2.0	6.2	7.4	3.9	5.4	6.6	8.4	7.9	4.9	7.2	8.0
소형전지(IT)	7.8	11.3	14.4	8.0	9.2	11.2	11.1	11.2	10.5	10.7	10.3
중대형전지(EV, ESS)	-3.0	2.1	0.1	0.4	2.2	2.7	6.0	5.5	0.0	4.3	6.3
전자재료	15.0	20.3	24.6	20.5	16.2	16.4	19.2	20.7	20.3	18.1	18.4

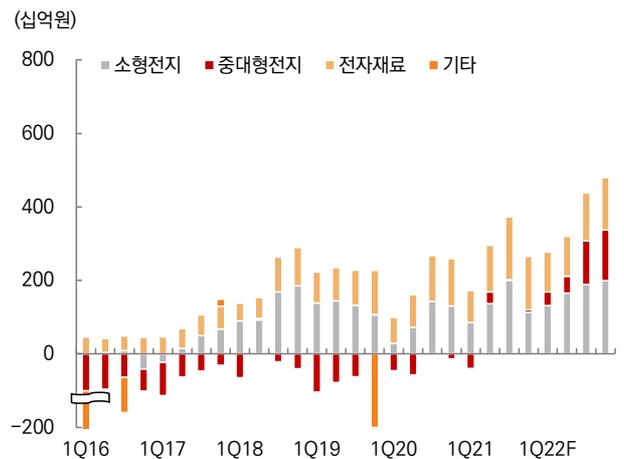
자료: 삼성SDI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 삼성SDI 매출액 및 영업이익률 전망



자료: 삼성SDI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 삼성SDI 사업부문별 영업이익의 전망



자료: 삼성SDI, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 삼성SDI 밸류에이션 Table: 삼성디스플레이 포함 보유 지분가치 목표주가 산정에서 제외

(십억원, 배)

	EBITDA	적용 EV/EBITDA	EV	Note
소형 배터리	1,501	20.0	30,028	24년 예상 EBITDA에 LGES와 CATL 평균 EV/EBITDA 20배 적용
중대형 배터리	2,816	20.0	56,320	
전자재료	675	8.0	5,400	
영업 가치 (A)			91,747	
Net borrowings (C)			1,317	2021년 말 예상
Equity value (A)+(B)-(C)+(D)			90,430	
Number of outstanding shares			68,765	
Value per share			1,315,066	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

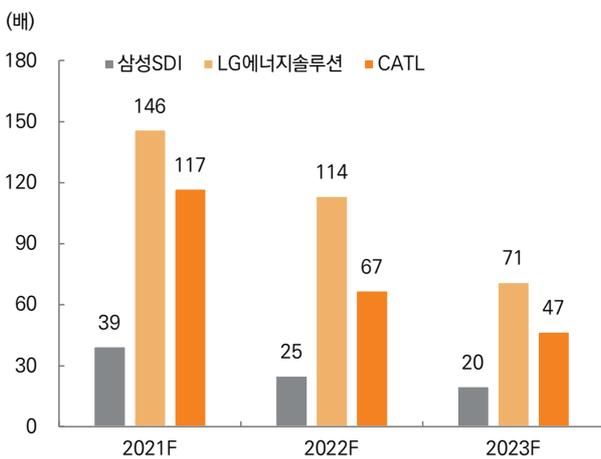
표 4. 글로벌 Peer와 삼성SDI 배터리 사업 EV/EBITDA 비교

(십억원, 배)

	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
삼성SDI 배터리 예상 EBITDA	1,605	2,363	3,194	4,317	5,813
LGES 예상 EBITDA	2,114	2,739	4,085	5,817	7,875
CATL 예상 EBITDA	3,988	7,136	10,264	11,817	12,647
LGES EV/EBITDA	50	38	26	18	13
CATL EV/EBITDA	67	37	26	22	20
CATL과 LGES 평균 EV/EBITDA	58.0	38.0	26.0	20.0	17.0
삼성SDI 배터리 적정 시가총액	93,114	89,781	83,041	86,348	98,823
1tier 대비 20% 할인 적용 시	74,491	71,825	66,433	69,078	79,058

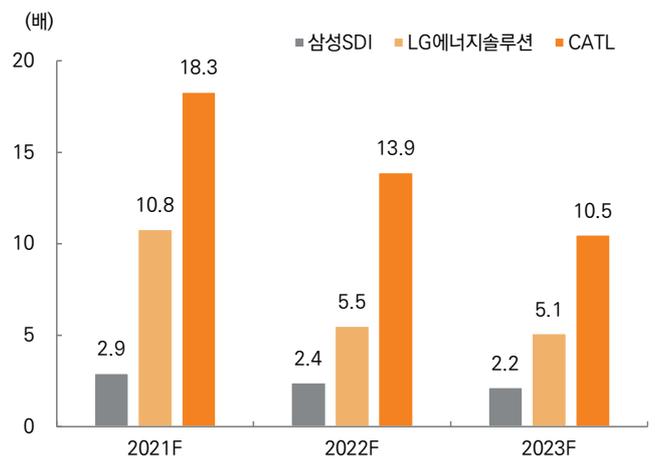
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 글로벌 배터리 셀 업체 P/E 비교



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 글로벌 배터리 셀 업체 P/B 비교



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

삼성SDI (006400)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	11,295	13,553	17,001	20,727
매출원가	8,914	10,476	13,317	16,320
매출총이익	2,381	3,077	3,684	4,407
판매비와관리비	1,709	2,010	2,168	2,470
조정영업이익	671	1,068	1,516	1,937
영업이익	671	1,068	1,516	1,937
비영업손익	132	595	754	927
금융손익	-57	-46	-38	-43
관계기업등 투자손익	293	530	683	793
세전계속사업손익	803	1,663	2,270	2,864
계속사업법인세비용	172	413	488	616
계속사업이익	631	1,250	1,782	2,248
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	631	1,250	1,782	2,248
지배주주	575	1,170	1,663	2,098
비지배주주	56	81	119	150
총포괄이익	768	1,979	1,782	2,248
지배주주	720	1,894	1,694	2,137
비지배주주	48	85	88	112
EBITDA	1,755	2,324	3,041	3,865
FCF	221	-339	464	309
EBITDA 마진율 (%)	15.5	17.1	17.9	18.6
영업이익률 (%)	5.9	7.9	8.9	9.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.1	8.6	9.8	10.1

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,949	1,849	2,864	3,509
당기순이익	631	1,250	1,782	2,248
비현금수익비용가감	1,083	1,264	1,425	1,795
유형자산감가상각비	985	1,177	1,480	1,898
무형자산상각비	98	79	45	30
기타	0	8	-100	-133
영업활동으로인한자산및부채의변동	392	-389	177	118
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	197	-118	-471	-753
재고자산 감소(증가)	293	119	-531	-849
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	297	46	311	425
법인세납부	-125	-254	-488	-616
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,778	-1,964	-2,491	-3,365
유형자산처분(취득)	-1,718	-2,181	-2,400	-3,200
무형자산감소(증가)	1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-77	-61	-83	-158
기타투자활동	16	278	-8	-7
재무활동으로 인한 현금흐름	241	5	452	-41
장단기금융부채의 증가(감소)	381	250	519	26
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-69	-71	-67	-67
기타재무활동	-71	-174	0	0
현금의 증가	390	1,170	1,381	-1,434
기초현금	1,156	1,546	2,716	4,097
기말현금	1,546	2,716	4,097	2,663

자료: 삼성SDI, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

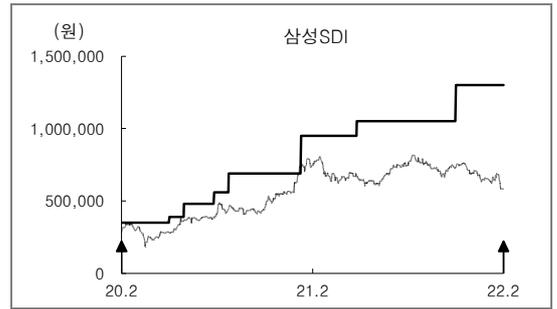
(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	5,657	7,541	10,173	10,680
현금 및 현금성자산	1,546	2,716	4,097	2,663
매출채권 및 기타채권	1,723	2,022	2,535	3,345
재고자산	1,811	2,125	2,656	3,505
기타유동자산	577	678	885	1,167
비유동자산	15,877	17,352	18,320	21,994
관계기업투자등	7,143	7,215	7,287	9,616
유형자산	6,128	7,200	8,120	9,422
무형자산	794	747	702	672
자산총계	21,534	24,893	28,492	32,674
유동부채	4,984	4,739	5,552	6,771
매입채무 및 기타채무	1,392	1,633	2,131	2,812
단기금융부채	2,480	1,801	1,820	1,845
기타유동부채	1,112	1,305	1,601	2,114
비유동부채	3,192	4,312	5,383	6,164
장기금융부채	1,508	2,437	2,937	2,937
기타비유동부채	1,684	1,875	2,446	3,227
부채총계	8,175	9,050	10,935	12,935
지배주주지분	12,978	15,374	16,970	19,001
자본금	357	357	357	357
자본잉여금	5,002	5,002	5,002	5,002
이익잉여금	7,418	8,521	10,117	12,148
비지배주주지분	381	468	587	737
자본총계	13,359	15,842	17,557	19,738

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	76.9	39.4	24.7	19.6
P/CF (x)	25.8	18.3	12.8	10.2
P/B (x)	3.3	2.9	2.4	2.1
EV/EBITDA (x)	26.4	20.4	13.7	11.2
EPS (원)	8,166	16,620	23,629	29,812
CFPS (원)	24,353	35,726	45,566	57,450
BPS (원)	189,291	223,341	246,019	274,880
DPS (원)	1,000	1,000	1,000	1,000
배당성향 (%)	10.4	5.2	3.7	2.9
배당수익률 (%)	0.2	0.2	0.2	0.2
매출액증가율 (%)	11.9	20.0	25.4	21.9
EBITDA증가율 (%)	33.2	32.4	30.9	27.1
조정영업이익증가율 (%)	45.2	59.2	41.9	27.8
EPS증가율 (%)	61.2	103.5	42.2	26.2
매출채권 회전을 (회)	6.7	7.8	8.0	7.6
재고자산 회전을 (회)	6.4	6.9	7.1	6.7
매입채무 회전을 (회)	12.0	11.1	11.3	10.6
ROA (%)	3.0	5.4	6.7	7.4
ROE (%)	4.5	8.3	10.3	11.7
ROIC (%)	6.0	9.6	15.3	17.2
부채비율 (%)	61.2	57.1	62.3	65.5
유동비율 (%)	113.5	159.1	183.2	157.7
순차입금/자기자본 (%)	17.0	8.3	2.2	9.0
조정영업이익/금융비용 (x)	9.7	18.3	25.5	30.4

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성SDI (006400)				
2021.11.03	매수	1,300,000	-	-
2021.04.28	매수	1,050,000	-32.38	-22.19
2021.01.11	매수	950,000	-25.76	-15.26
2020.08.26	매수	690,000	-27.89	7.10
2020.07.29	매수	560,000	-21.02	-12.86
2020.06.01	매수	480,000	-20.86	-17.92
2020.05.04	매수	390,000	-17.49	-0.51
2020.01.30	매수	350,000	-19.25	-1.86



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.48%	10.22%	6.57%	0.73%

* 2021년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 삼성SDI(을) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.