



**BUY (유지)**

목표주가(12M) 810,000원  
현재주가(3.11) 413,500원

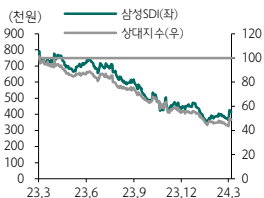
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,659.84
52주 최고/최저(원)	778,000/347,500
시가총액(십억원)	28,434.1
시가총액비중(%)	1.31
발행주식수(천주)	68,764.5
60일 평균 거래량(천주)	377.3
60일 평균 거래대금(십억원)	152.2
외국인지분율(%)	42.55
주요주주 지분율(%)	
삼성전자 외 4인	20.52
국민연금공단	7.88

#### Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	23,944.4	
영업이익(십억원)	1,763.9	
순이익(십억원)	1,941.6	
EPS(원)	26,624	
BPS(원)	305,491	

#### Stock Price



#### Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	13,553.2	20,124.1	22,708.3	24,104.7
영업이익	1,067.6	1,808.0	1,633.4	1,575.2
세전이익	1,663.3	2,652.3	2,486.2	2,304.9
순이익	1,169.8	1,952.1	2,009.2	1,760.6
EPS	16,621	27,736	28,547	25,015
증감율	103.54	66.87	2.92	(12.37)
PER	39.41	21.31	16.53	17.03
PBR	3.06	2.47	1.74	1.44
EV/EBITDA	20.80	13.41	10.69	7.98
ROE	8.45	12.52	11.40	8.98
BPS	213,823	239,134	271,543	295,578
DPS	1,000	1,030	1,030	1,030



Analyst 김현수 hyunsoo@hanafn.com  
RA 위경재 kyungjae.wee@hanafn.com

**하나증권 리서치센터**

2024년 03월 12일 | 기업분석\_Update

## 삼성SDI (006400)

### 히든 밸류

#### non-Battery cell 가치만 14조원

삼성SDI 기업가치 도출 시 배터리 셀 외의 사업 가치를 고려해야 한다 : 1) 양극재, 2) 삼성디스플레이 등 자회사, 3) 전자재료. 1) 100% 연결 자회사인 STM은 양극재 매출 1조원을 넘어섰으며, 현재 양극재 CAPA는 약 3만톤 수준으로 추정된다. 진행 중인 증설 계획에 따르면, 장기적으로 약 7만톤 CAPA 확보가 예상된다. 이를 고려한 STM의 장기 가치는 약 2.8조원으로 도출된다(양극재 기업 평균 ASP 및 OPM, Target P/E 20배 적용). 한편, 에코프로BM과의 양극재 합작사인 에코프로EM 역시 지분율 40% 보유하고 있으므로, 장기 CAPA 12.6만톤을 통해 향유할 수 있는 가치는 약 2조원이다. 따라서, 삼성SDI가 향유할 수 있는 양극재 기업가치는 약 4.8조원이다. 2) 삼성디스플레이 등 관계 기업 자회사의 현재 장부가는 약 10조원이며 이를 보수적으로 50% 할인하면, 약 4.9조원을 삼성SDI가 향유할 수 있다고 판단한다. 3) 전자재료 사업부의 경우 2025년 예상 순익에 IT 소재 기업 평균 P/E 적용할 때 약 4.3조원의 가치가 도출된다. 종합하면, non-Battery cell 가치가 약 14조원이다.

#### 배터리 cell 부문 디스카운트 논리 점진적 해소 전망

즉, 현 시가총액 29조원과 상기 non-Battery cell 가치 14조원간의 차이인 15조원이 현재 삼성SDI가 부여 받고 있는 배터리 cell 가치다. 삼성SDI의 2026-2028년 예상 CAPA는 약 200GWh다. 200GWh CAPA 계획으로 약 15조원의 가치를 부여 받고 있는 샘인데, LG에너지솔루션이 약 500GWh의 계획으로 93조원의 가치 부여 받고 있는 것 감안하면, GWh당 경쟁사 대비 약 -60%의 할인율을 적용 받고 있는 상황이다. 그동안은 나름 할인의 논리가 있었다. 배터리 투자가 보수적이었기 때문이다. 2021년-2023년까지 삼성SDI의 연평균 투자 금액은 LG에너지솔루션의 44% 수준이었으며, 2023년은 약 37%에 불과했다. 그동안은 보수적인 투자가 삼성SDI의 Valuation discount 논리로 연결됐으나, 2024년터는 할인율이 점진적으로 축소될 전망이다. 삼성SDI의 2024년, 2025년 예상 투자금액은 각각 6.7조원, 8.7조원으로, LG에너지솔루션의 연간 투자 금액 대비 약 80% 수준까지 늘어날 전망이다. 할인 논리의 해소를 고려하여, LG에너지솔루션과 유사한 규모의 GWh당 가치를 적용할 때 삼성SDI의 배터리 cell 가치는 약 37조원으로 도출된다. 이에 따라, 장기적으로 삼성SDI는 약 51.2조원의 가치가 있다고 판단하며, 현 주가 수준에서 상승 여력 충분하다고 판단한다.

#### 목표주가 81만원 유지

1분기 실적은 매출 5.2조원(YoY -3%, QoQ -7%), 영업이익 2,079억원(YoY -45%, QoQ -33%)의 기존 전망치를 유지한다. 단기적으로 실적 부진 불가피하나, Valuation discount 논리 해소되며 장기적으로 시가 총액 50조원까지의 상승 여력 있다고 판단한다. 투자 의견 BUY, 목표주가 81만원을 유지한다.

도표 1. 삼성SDI 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2차전지	4,798	5,270	5,338	4,998	4,639	5,138	5,418	6,472	17,567	20,405	21,667	26,859
	소형전지	2,002	2,065	2,009	1,729	1,612	1,948	2,080	2,267	7,479	7,805	7,908	10,101
	중대형전지	2,796	3,205	3,329	3,269	3,026	3,190	3,337	4,205	10,088	12,599	13,759	16,758
	전기차배터리	2,296	2,592	2,787	2,794	2,651	2,663	2,820	3,553	7,639	10,469	11,687	14,074
	ESS	500	613	543	475	376	527	517	652	2,449	2,130	2,072	2,683
	소재	557	570	610	566	536	594	650	658	2,557	2,304	2,438	2,516
	전자재료	557	570	610	566	536	594	650	658	2,557	2,304	2,438	2,516
	합계	5,355	5,841	5,948	5,565	5,175	5,732	6,068	7,130	20,124	22,708	24,105	29,375
	YoY	32%	23%	11%	-7%	-3%	-2%	2%	28%	48%	13%	6%	22%
영업이익	2차전지	316	388	412	226	161	321	373	421	1,254	1,342	1,277	1,858
	소형전지	158	205	152	59	37	137	182	180	749	573	536	874
	중대형전지	159	184	260	167	124	184	191	241	505	769	740	983
	전기차배터리	153	173	254	165	134	178	189	216	362	743	717	910
	ESS	6	11	6	3	-11	6	3	25	143	26	23	73
	소재	59	62	84	86	47	75	86	91	554	291	299	309
	전자재료	59	62	84	86	47	75	86	91	554	291	299	309
	합계	375	450	496	312	208	395	460	512	1,808	1,633	1,575	2,167
	YoY	16%	5%	-12%	-36%	-45%	-12%	-7%	64%	69%	-10%	-4%	38%
영업이익률	2차전지	6.6%	7.4%	7.7%	4.5%	3.5%	6.2%	6.9%	6.5%	7.1%	6.6%	5.9%	6.9%
	소형전지	7.9%	9.9%	7.6%	3.4%	2.3%	7.0%	8.7%	7.9%	10.0%	7.3%	6.8%	8.7%
	중대형전지	5.7%	5.7%	7.8%	5.1%	4.1%	5.8%	5.7%	5.7%	5.0%	6.1%	5.4%	5.9%
	전기차배터리	6.6%	6.7%	9.1%	5.9%	5.1%	6.7%	6.7%	6.1%	5%	7%	6%	6%
	ESS	1.2%	1.8%	1.1%	0.6%	-2.8%	1.2%	0.5%	3.9%	6%	1%	1%	3%
	소재	10.6%	10.9%	13.8%	15.1%	8.7%	12.6%	13.3%	13.8%	21.7%	12.6%	12.3%	12.3%
	전자재료	10.6%	10.9%	13.8%	15.1%	8.7%	12.6%	13.3%	13.8%	21.7%	12.6%	12.3%	12.3%
	합계	7.0%	7.7%	8.3%	5.6%	4.0%	6.9%	7.6%	7.2%	9.0%	7.2%	6.5%	7.4%
SDC 영업이익		780	840	1,875	1,762	728	717	1,931	1,917	5,800	5,480	5,293	5,354
지분법이익		138	176	348	320	145	184	366	336	1040	983	1032	1083
순이익		439	460	613	496	218	393	568	582	1,952	2,009	1,761	2,095

자료: 삼성SDI, 하나증권

도표 2. 삼성SDI P/E Valuation

(단위: 십억원)

		23F	24F	25F	비고
영업이익	소형전지	573	536	874	
	중대형전지	769	740	983	
	전자재료	291	299	309	
	영업이익 Total	1,633	1,575	2,167	
NOPLAT (유효법인세율 22% 가정)	소형전지	447.0	418.2	682.1	
	중대형전지	600.0	577.5	766.9	
	전자재료	227.0	233.0	241.1	
	지배지분순이익 Total	1,274.0	1,228.7	1,690.1	
P/E	소형전지		-10	23	이익 증가율, PEG=0.8
	중대형전지		19	12	이익 증가율, PEG=0.9
	전자재료		15	18	IT 소재 평균 PER
	전사 합산 실적 기준		12	20	
주주가치	소형전지		-4,377	15,454	
	중대형전지		11,217	8,909	
	전자재료		3,495	4,340	
	SDC 등 비상장 자회사 (장부가 50% 할인)		4,864	4,864	
	총 기업가치		15,198	33,567	
우선주	우선주 시총		400.0	500.0	
주주가치	목표 시총		14,798	33,067	
	목표주가(원)		215,199	480,873	

자료: 하나증권

도표 3. 삼성SDI EV/EBITDA Valuation

		Fair Value	2025년 (1)	Multiple (2)	산출 기준 (1) x (2)
영업가치	전자재료	6,333	469	13.5	(1) 2025년 추정 EBITDA (2) 반도체/디스플레이 소재 업체 평균 EV/EBITDA
	소형전지	21,085	1,687	12.5	(1) 2025년 추정 EBITDA (2) LGES 및 CATL EV/EBITDA 평균 30% 할인
	중대형전지	50,092	4,007	12.5	(1) 2025년 추정 EBITDA (2) LGES 및 CATL EV/EBITDA 평균 30% 할인
	<b>Total</b>	<b>77,510</b>			
비영업가치	삼성디스플레이 등	4,864			관계기업 장부가 총합 50% 할인
	<b>Total</b>	<b>4,864</b>			
총기업가치(십억원)		82,373			
순차입금(십억원)		3,230			
우선주 시총		650			
적정시가총액(십억원)		78,493			
발행주식수(천주)		68,765			
<b>적정 주당가치(원)</b>		<b>1,141,472</b>			

자료: 하나증권

도표 4. 삼성SDI Valuation

	P/E	EV/EBITDA	평균
평균 목표 시총(십억원)	33,067	78,493	55,780
최종 목표주가(원)	480,873	1,141,472	811,173

자료: 하나증권

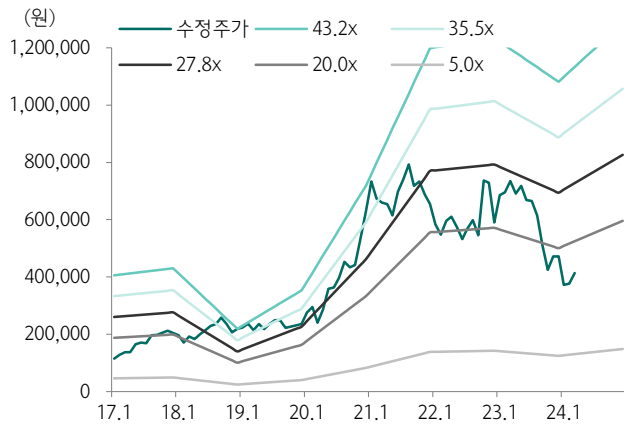
도표 5. CAPA 기준 Valuation 요약

(단위 : 십억원)

구분	부문 상세	가치	비고
양극재	STM	2,800	장기 7만톤 CAPA 전망
	EcoproEM	2,016	장기 12.6만톤 CAPA 및 지분율 40%
관계기업	삼성디스플레이 등	4,864	비상장 관계기업 장부가 총합 50% 할인
전자재료	전자재료 Total	4,340	2025년 예상 수익 및 IT 소재 평균 P/E 적용
non-Battery Cell 가치 합산		14,020	
Battery Cell 가치	원통형 및 각형 합산	37,200	경쟁사 GWh당 가치 반영
<b>삼성SDI 총 가치</b>		<b>51,220</b>	

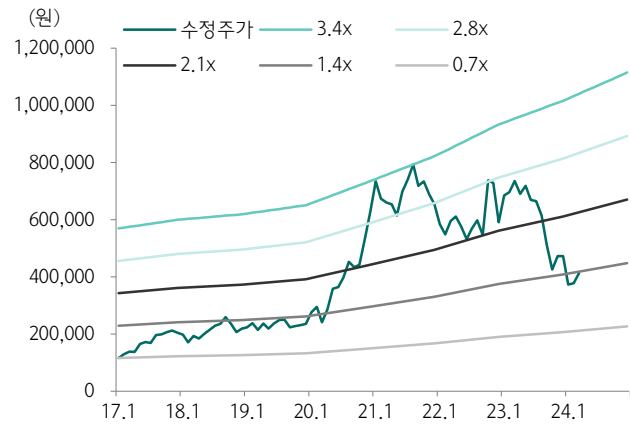
자료: 하나증권

도표 6. 삼성SDI 12M Fwd P/E



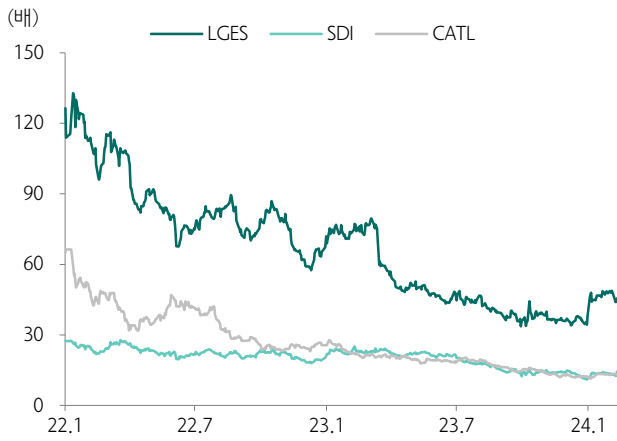
자료: 하나증권

도표 7. 삼성SDI 12M Fwd P/B



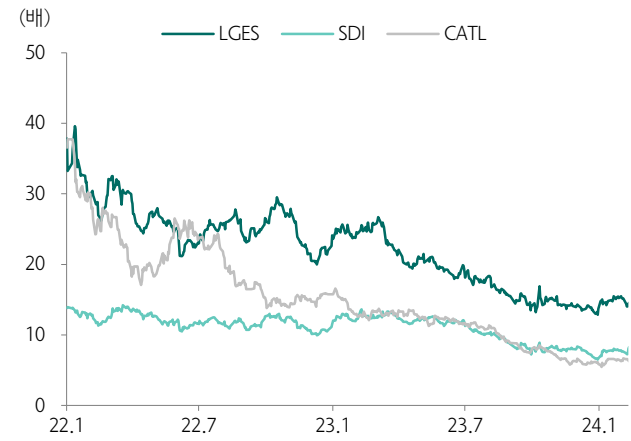
자료: 하나증권

도표 8. Cell Maker 3사 12M Fwd P/E 추이



자료: 하나증권

도표 9. Cell Maker 3사 12M Fwd EV/EBITDA 추이



자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	13,553.2	20,124.1	22,708.3	24,104.7	29,374.9
매출원가	10,475.6	15,903.3	18,653.0	19,337.3	23,322.8
매출총이익	3,077.6	4,220.8	4,055.3	4,767.4	6,052.1
판매비	2,010.0	2,412.7	2,421.9	3,192.1	3,885.3
영업이익	1,067.6	1,808.0	1,633.4	1,575.2	2,166.8
금융손익	107.1	(52.1)	(161.0)	(302.0)	(465.2)
종속/관계기업손익	530.0	1,039.7	982.6	1,031.7	1,083.3
기타영업외손익	(41.4)	(143.3)	31.3	0.0	0.0
세전이익	1,663.3	2,652.3	2,486.2	2,304.9	2,784.8
법인세	412.9	612.9	420.2	431.9	556.2
계속사업이익	1,250.4	2,039.4	2,066.0	1,873.0	2,228.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,250.4	2,039.4	2,066.0	1,873.0	2,228.6
비지배주주지분 손이익	80.6	87.2	56.8	112.4	133.7
지배주주순이익	1,169.8	1,952.1	2,009.2	1,760.6	2,094.9
지배주주지분포괄이익	1,793.6	1,848.4	2,335.1	1,827.3	2,174.3
NOPAT	802.5	1,390.2	1,357.3	1,280.1	1,734.0
EBITDA	2,319.7	3,271.3	3,452.8	4,195.9	6,265.5
성장성(%)					
매출액증가율	20.00	48.48	12.84	6.15	21.86
NOPAT증가율	52.22	73.23	(2.37)	(5.69)	35.46
EBITDA증가율	32.19	41.02	5.55	21.52	49.32
영업이익증가율	59.03	69.35	(9.66)	(3.56)	37.56
(지배주주)순이익증가율	103.55	66.87	2.93	(12.37)	18.99
EPS증가율	103.54	66.87	2.92	(12.37)	18.99
수익성(%)					
매출총이익률	22.71	20.97	17.86	19.78	20.60
EBITDA이익률	17.12	16.26	15.21	17.41	21.33
영업이익률	7.88	8.98	7.19	6.53	7.38
계속사업이익률	9.23	10.13	9.10	7.77	7.59

투자지표					
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	16,621	27,736	28,547	25,015	29,765
BPS	213,823	239,134	271,543	295,578	324,364
CFPS	34,641	47,216	50,313	59,616	89,021
EBITDAPS	32,959	46,480	49,058	59,616	89,021
SPS	192,565	285,925	322,642	342,481	417,361
DPS	1,000	1,030	1,030	1,030	1,030
주가지표(배)					
PER	39.41	21.31	16.53	17.03	14.31
PBR	3.06	2.47	1.74	1.44	1.31
PCFR	18.91	12.52	9.38	7.15	4.79
EV/EBITDA	20.80	13.41	10.69	7.98	5.96
PSR	3.40	2.07	1.46	1.24	1.02
재무비율(%)					
ROE	8.45	12.52	11.40	8.98	9.76
ROA	4.94	6.96	6.40	4.89	4.87
ROIC	9.24	13.20	10.28	7.64	8.16
부채비율	69.99	75.74	64.76	83.95	95.79
순부채비율	14.21	11.84	15.72	27.94	41.15
이자보상배율(배)	18.66	20.08	6.18	4.30	3.86

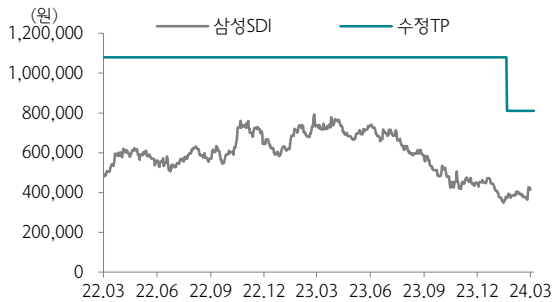
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F	
유동자산	7,444.9	9,651.7	8,454.2	10,546.7	11,338.3	
금융자산	2,509.4	3,182.0	2,419.5	2,814.1	3,070.3	
현금성자산	2,325.7	2,614.3	1,889.9	2,135.5	2,344.8	
매출채권	1,945.7	2,419.2	2,256.5	2,891.4	3,091.6	
재고자산	2,487.3	3,204.5	2,989.0	3,830.1	4,095.2	
기타유동자산	502.5	846.0	789.2	1,011.1	1,081.2	
비유동자산	18,388.3	20,605.8	24,031.8	29,042.4	35,025.9	
투자자산	9,556.2	10,199.1	10,604.3	11,815.7	13,172.9	
금융자산	1,670.8	1,258.8	1,395.9	1,410.1	1,414.6	
유형자산	7,636.0	8,965.5	12,035.3	15,898.2	20,588.0	
무형자산	798.9	814.9	821.7	758.1	694.5	
기타비유동자산	397.2	626.3	570.5	570.4	570.5	
자산총계	25,833.2	30,257.5	32,486.0	39,589.2	46,364.2	
유동부채	6,461.3	8,006.9	7,723.5	9,016.4	9,424.0	
금융부채	2,529.4	2,879.0	2,985.1	2,992.4	2,994.7	
매입채무	1,271.9	2,191.5	2,044.2	2,619.3	2,800.7	
기타유동부채	2,660.0	2,936.4	2,694.2	3,404.7	3,628.6	
비유동부채	4,175.2	5,033.1	5,045.0	9,051.4	13,259.1	
금융부채	2,139.5	2,341.5	2,534.4	5,834.4	9,819.4	
기타비유동부채	2,035.7	2,691.6	2,510.6	3,217.0	3,439.7	
부채총계	10,636.5	13,040.0	12,768.5	18,067.8	22,683.1	
지배주주지분	14,704.3	16,485.7	18,766.8	20,458.4	22,484.4	
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	1,174.2	1,003.8	1,344.4	1,344.4	1,344.4	
이익잉여금	8,516.5	10,468.4	12,408.8	14,100.5	16,126.5	
비지배주주지분	492.4	731.8	950.6	1,063.0	1,196.7	
자본총계	15,196.7	17,217.5	19,717.4	21,521.4	23,681.1	
순금융부채	2,159.4	2,038.5	3,100.0	6,012.6	9,743.7	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	2,176.0	2,641.1	1,697.0	3,815.8	5,355.7
당기순이익	1,250.4	2,039.4	2,066.0	1,873.0	2,228.6
조정	950.2	970.5	929.2	1,589.1	3,015.6
감가상각비	1,252.2	1,463.3	1,819.4	2,620.7	4,098.8
외환거래손익	12.5	36.7	5.6	0.0	0.0
지분법손익	(530.0)	(1,039.7)	(982.6)	(1,031.7)	(1,083.3)
기타	215.5	510.2	86.8	0.1	0.1
영업활동 자산부채 변동	(24.6)	(368.8)	(1,298.2)	353.7	111.5
투자활동 현금흐름	(1,949.5)	(2,946.2)	(3,021.4)	(6,748.6)	(9,045.9)
투자자산감소(증가)	(425.0)	396.8	577.3	(179.6)	(273.9)
자본증가(감소)	(2,244.0)	(2,788.5)	(3,917.9)	(6,420.0)	(8,725.0)
기타	719.5	(554.5)	319.2	(149.0)	(47.0)
재무활동 현금흐름	582.7	628.7	131.9	3,238.3	3,918.4
금융부채증가(감소)	680.8	551.6	299.0	3,307.3	3,987.3
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(28.8)	146.6	(98.1)	0.0	0.1
배당지급	(69.3)	(69.5)	(69.0)	(69.0)	(69.0)
현금의 증감	779.7	288.6	(815.1)	245.7	209.3
Unlevered CFO	2,438.1	3,323.2	3,541.1	4,195.9	6,265.5
Free Cash Flow	(78.7)	(167.8)	(2,231.6)	(2,604.2)	(3,369.3)

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

### 삼성SDI



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.1.31	BUY	810,000	-	-
23.1.28	1년 경과			
22.1.28	BUY	1,080,000	-44.53%	-29.63%

## 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 2024년 3월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2024년 3월 12일 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.

## 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(비중축소)\_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%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.46%	6.07%	0.47%	100%

\* 기준일: 2024년 03월 09일