

(Analyst) 김철중 chuljoong.kim@miraeeasset.com
(RA) 최유진 choi.yoojin@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

006400 · 배터리

삼성SDI

전염병 시절의 밸류에이션

(유지)

매수

목표주가

650,000원 ▼

상승여력

52.8%

현재주가(23/10/31)

425,500원

KOSPI	2,277.99	시가총액(십억원)	29,259	발행주식수(백만주)	69	외국인 보유비중(%)	46.6
-------	----------	-----------	--------	------------	----	-------------	------

Report summary

목표주가 65만원으로 하향 조정

글로벌 EV 수요 전망치 하향 조정 등을 반영, 24년 예상 영업이익 -26% 하향 조정

Peer Valuation 하락 및 단기 업황 둔화 사이클 반영 Target EV/EBITDA 15배 → 10.5배로 하향 조정

실적 추정치 하향 감안해도, 현 주가는 COVID 저점 수준의 밸류에이션

12개월 선행 P/E 13배, EV/EBITDA 7배, P/B 1.3배, P/S 1.1배 수준까지 하락

안정적인 분기 실적 및 재무 구조. 리튬 가격의 하방을 확인하며 점진적 분할 매수로 대응

4Q23 EV 배터리 출하 +17% 증가 예상. 전방 Order 상황이 견조한 유일한 배터리 셀 메이커

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-16.9	-38.4	-42.3
상대주가	-10.1	-32.4	-41.9

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	13,553	20,124	23,307	26,284	35,046
영업이익 (십억원)	1,068	1,808	1,857	2,268	3,683
영업이익률 (%)	7.9	9.0	8.0	8.6	10.5
순이익 (십억원)	1,170	1,952	2,265	2,763	4,009
EPS (원)	16,621	27,736	32,176	39,262	56,967
ROE (%)	8.5	12.5	12.6	13.4	16.7
P/E (배)	39.4	21.3	13.2	10.8	7.5
P/B (배)	3.1	2.5	1.5	1.3	1.1
배당수익률 (%)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

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

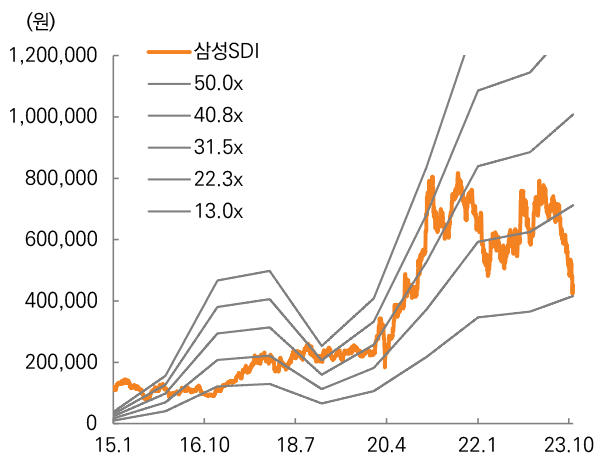
모든 밸류에이션 지표. 20년 저점 수준까지 하락

밸류에이션 지표, 20년 COVID 저점 수준까지 하락

12MF P/E 13배, EV/EBITDA 7배, P/B 1.3배, P/S 1.1배 수준

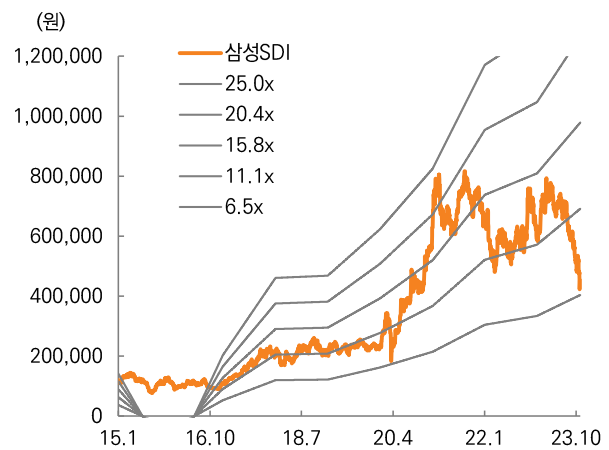
글로벌 EV 수요 전망치 하향 조정에 따라 당사의 24년, 25년 예상 실적 추정치를 하향 조정하지만, 실적 하향 조정을 감안하더라도 최근의 주가 하락은 과도하다는 판단이다. 동사의 주가는 현재 12개월 선행 P/E 13배, EV/EBITDA 7배, P/B 1.3배, P/S 1.1배 수준까지 하락하였다. 모든 밸류에이션 지표들이 COVID가 확산되었던 20년 3월 점 수준까지 하락하였다. 단기 수요에 영향을 줄 수 있는 리튬 가격의 하방을 확인하며 점진적 분할 매수로 대응해야 하는 구간이라고 판단한다.

그림 1. 삼성SDI 12개월 선행 P/E



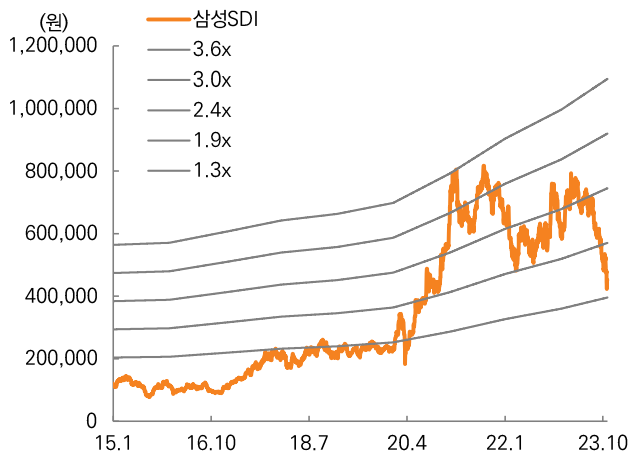
자료: 쿼티와이즈, 미래에셋증권 리서치센터 (10월 31일 종가 기준)

그림 2. 삼성SDI 12개월 선행 EV/EBITDA



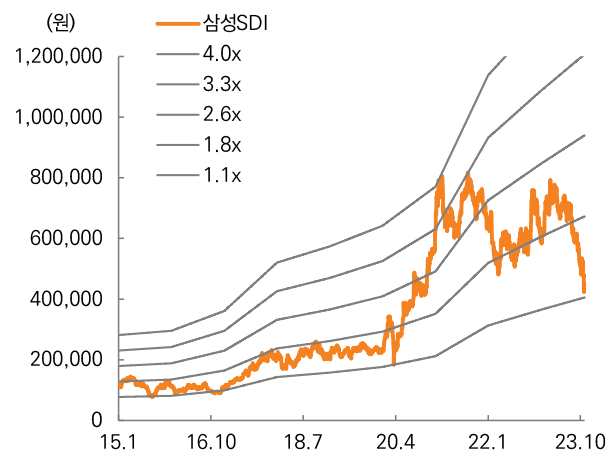
자료: 쿼티와이즈, 미래에셋증권 리서치센터 (10월 31일 종가 기준)

그림 3. 삼성SDI 12개월 선행 P/B



자료: 쿼티와이즈, 미래에셋증권 리서치센터 (10월 31일 종가 기준)

그림 4. 삼성SDI 12개월 선행 P/S



자료: 쿼티와이즈, 미래에셋증권 리서치센터 (10월 31일 종가 기준)

실적 추정치 및 목표주가 하향 조정

24년 실적 추정치 및 Target 멀티플 하향 조정

삼성SDI의 24년 예상 매출액은 26조원(+13% YoY), 영업이익은 2.3조를 기록할 것으로 전망한다. 기존 예상치 대비 각각 -14%, -26% 하향 조정하였다. 금리 상승 및 글로벌 주요 OEM들의 EV 전략 수정을 반영하여 24년 글로벌 EV 수요 전망치를 기존 대비 -10% 하향 조정하였으며(10월 30일 보고서 참조), IT 원통형 수요 부진 지속, IT 수요 부진 지속에 따른 전자재료 사업부 실적 추정치 역시 하향 조정하였다.

배터리 사업부문 Target EV/EBITDA를 10.5배로 기존 15배 대비 -30% 하향 조정하였다. Peer Valuation 하락 및 업황 단기 부진 사이클 반영 Target 멀티플을 하향 조정하였다. 실적 추정치 및 Target 멀티플 하향 조정을 반영, 동사에 대한 목표주가를 65만원으로 하향 조정한다.

표 1. 삼성SDI 연결 기준 영업 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

구분	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F	2025F
매출액	5,355	5,841	5,948	6,163	5,155	5,782	6,884	8,463	23,307	26,284	35,046
전지	4,798	5,270	5,340	5,492	4,622	5,234	6,299	7,798	20,900	23,952	32,537
소형전지(IT)	1,923	2,009	1,961	1,817	1,687	1,858	2,248	2,531	7,709	8,324	10,536
중대형전지(EV, ESS)	2,875	3,261	3,379	3,675	2,936	3,376	4,051	5,266	13,190	15,629	22,001
전자재료	557	570	608	671	533	548	585	665	2,407	2,332	2,510
영업이익	375	450	496	535	358	492	623	795	1,857	2,268	3,683
전지	316	388	412	415	285	408	509	666	1,531	1,869	2,655
소형전지(IT)	143	199	160	143	134	154	221	247	645	756	995
중대형전지(EV, ESS)	173	189	252	272	152	254	289	418	886	1,112	1,659
전자재료	59	62	84	120	72	84	114	130	326	400	461
기타									0	0	567
영업이익률	7.0	7.7	8.3	8.7	6.9	8.5	9.0	9.4	8.0	8.6	10.5
전지	6.6	7.4	7.7	7.6	6.2	7.8	8.1	8.5	7.3	7.8	8.2
소형전지(IT)	7.5	9.9	8.2	7.9	7.9	8.3	9.8	9.8	8.4	9.1	9.4
중대형전지(EV, ESS)	6.0	5.8	7.5	7.4	5.2	7.5	7.1	7.9	6.7	7.1	7.5
전자재료	10.6	10.9	13.8	17.9	13.6	15.4	19.4	19.5	13.5	17.1	18.4

자료: 삼성SDI, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 삼성SDI 밸류에이션 Table

(십억원, 배)

	24년 EBITDA	적용 EV/EBITDA	EV	Note
소형 배터리	1,343	10.5	14,102	Target EV/EBITDA 30% 하향(15배 → 10.5배)
중대형 배터리	2,712	10.5	28,481	
전자재료	568	10.0	5,683	
영업 가치 (A)			48,266	
Net borrowings (C)			3,430	2024년 말 예상
Equity value (A)+(B)-(C)+(D)			44,836	
Number of outstanding shares			68,765	
Value per share			652,024	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

상대적으로 안정적: 분기 실적 and 재무 구조

안정적인 분기 실적 흐름 전망

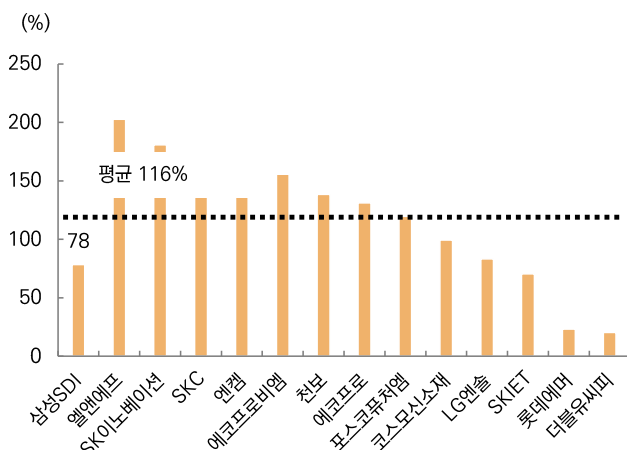
동사는 타 경쟁사 대비 안정적인 분기 실적 흐름을 지속할 것으로 전망하는데 이는 1) 하이엔드(BMW, 아우디 등)에 집중되어 있는 전방 EV 고객사 상황 때문이다. 특히, 최근 중장기 EV 전략을 유의미하게 수정한 고객사(GM, Ford 등) 노출도가 없으며, 하이엔드 중심의 포트폴리오로 중저가 차량 내 LFP 배터리 점유율 확대에 따른 리스크도 상대적으로 적다고 판단한다. 아이러니하게 과거 경쟁사 대비 공격적이지 않았던 행보가 극단적인 매크로 불확실성 확대 구간, 분기 실적의 안전핀 역할을 하고 있다고 판단한다.

삼성SDI의 4Q23 매출액은 6.2조원(+4% QoQ), 영업이익은 5,350억원(+8% QoQ)를 기록할 것으로 예상된다. 경쟁사들과 달리 EV 배터리 주문에 문제가 없는 상황이다. 4Q23 EV 배터리 매출액은 3.0조원(+7% QoQ)를 예상하는데, 메탈 가격 하락에 따른 판가 하락(-10%)를 감안 시, 전분기 대비 +17% 수준의 출하량 증가를 전망한다. 경쟁사 대비 높은 가동률 수준이 유지되며, EV 배터리 영업이익률 역시 8.0%를 기록할 것으로 판단한다.

안정적인 재무구조

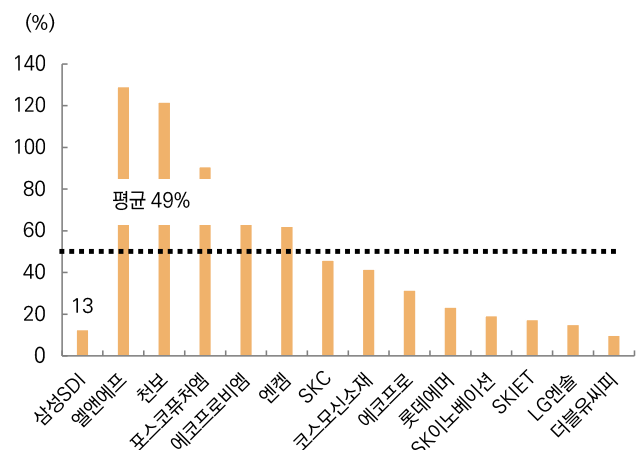
금리 상승 등 매크로 변동성 확대로 지속적인 자금 조달이 필요한 EV 배터리 밸류체인 의 재무적 안정성에도 주목할 필요가 있다. 동사는 상반기 말 기준 부채비율은 78%, 순차입금 비율은 13%로 한국 밸류체인 평균 대비 매우 낮은 상황이다.

그림 5. 한국 배터리 밸류체인 부채비율 (상반기 말 기준)



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 한국 배터리 밸류체인 순차입금비율 (상반기 말 기준)



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

삼성SDI (006400)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	20,124	23,307	26,284	35,046
매출원가	15,903	18,873	21,149	27,971
매출총이익	4,221	4,434	5,135	7,075
판매비와관리비	2,413	2,577	2,867	3,393
조정영업이익	1,808	1,857	2,268	3,683
영업이익	1,808	1,857	2,268	3,683
비영업손익	844	1,064	1,293	1,484
금융손익	-47	-169	-181	-216
관계기업등 투자손익	1,040	1,153	1,352	1,588
세전계속사업손익	2,652	2,921	3,561	5,167
계속사업법인세비용	613	586	712	1,033
계속사업이익	2,039	2,335	2,849	4,133
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	2,039	2,335	2,849	4,133
지배주주	1,952	2,265	2,763	4,009
비지배주주	87	71	85	124
총포괄이익	1,899	2,618	2,849	4,133
지배주주	1,848	2,524	2,782	4,037
비지배주주	51	94	67	97
EBITDA	3,271	3,672	4,624	6,275
FCF	-168	-857	1,650	2,049
EBITDA 마진율 (%)	16.3	15.8	17.6	17.9
영업이익률 (%)	9.0	8.0	8.6	10.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.7	9.7	10.5	11.4

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,641	2,638	5,650	6,049
당기순이익	2,039	2,335	2,849	4,133
비현금수익비용가감	1,284	1,399	1,837	2,200
유형자산감가상각비	1,408	1,749	2,306	2,556
무형자산상각비	55	66	49	36
기타	-179	-416	-518	-392
영업활동으로인한자산및부채의변동	-369	-319	1,808	914
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-673	-226	-433	-917
재고자산 감소(증가)	-678	-201	-544	-1,153
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	851	186	932	999
법인세납부	-279	-672	-712	-1,033
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,946	-3,653	-4,902	-4,488
유형자산처분(취득)	-2,789	-3,486	-4,000	-4,000
무형자산감소(증가)	-3	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-301	-152	-902	-488
기타투자활동	147	-14	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	629	545	942	-57
장단기금융부채의 증가(감소)	552	792	1,011	11
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-69	-69	-69	-69
기타재무활동	146	-178	0	1
현금의 증가	289	919	-395	-600
기초현금	2,326	2,614	3,533	3,138
기말현금	2,614	3,533	3,138	2,538

자료: 삼성SDI, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

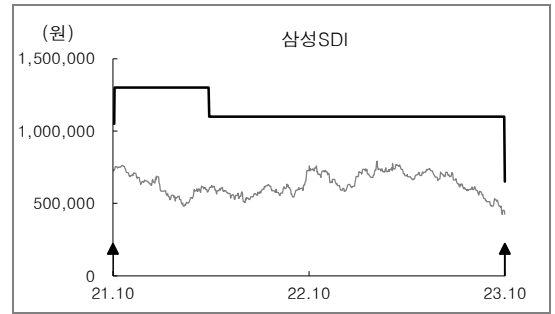
(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	9,652	11,105	12,013	13,998
현금 및 현금성자산	2,614	3,533	3,138	2,538
매출채권 및 기타채권	2,709	3,015	3,560	4,597
재고자산	3,205	3,415	3,959	5,112
기타유동자산	1,124	1,142	1,356	1,751
비유동자산	20,606	23,479	29,472	34,897
관계기업투자등	8,940	9,236	12,682	16,377
유형자산	8,965	11,290	12,984	14,428
무형자산	815	800	750	714
자산총계	30,258	34,584	41,485	48,896
유동부채	8,007	9,237	11,320	13,554
매입채무 및 기타채무	3,447	3,837	5,269	6,805
단기금융부채	2,879	3,682	3,693	3,704
기타유동부채	1,681	1,718	2,358	3,045
비유동부채	5,033	5,111	7,149	8,261
장기금융부채	2,341	2,331	3,331	3,331
기타비유동부채	2,692	2,780	3,818	4,930
부채총계	13,040	14,348	18,469	21,815
지배주주지분	16,486	19,352	22,046	25,987
자본금	357	357	357	357
자본잉여금	5,002	5,002	5,002	5,002
이익잉여금	10,468	12,664	15,359	19,299
비지배주주지분	732	884	970	1,094
자본총계	17,218	20,236	23,016	27,081

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	21.3	13.2	10.8	7.5
P/CF (x)	12.5	8.0	6.4	4.7
P/B (x)	2.5	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA (x)	13.4	8.8	7.3	5.5
EPS (원)	27,736	32,176	39,262	56,967
CFPS (원)	47,216	53,058	66,571	89,985
BPS (원)	239,134	279,855	318,137	374,125
DPS (원)	1,030	1,030	1,030	1,030
배당성향 (%)	3.3	2.9	2.4	1.6
배당수익률 (%)	0.2	0.2	0.2	0.2
매출액증가율 (%)	48.5	15.8	12.8	33.3
EBITDA증가율 (%)	41.0	12.2	25.9	35.7
조정영업이익증가율 (%)	69.4	2.7	22.2	62.4
EPS증가율 (%)	66.9	16.0	22.0	45.1
매출채권 회전율 (회)	9.2	9.1	9.0	9.7
재고자산 회전율 (회)	7.1	7.0	7.1	7.7
매입채무 회전율 (회)	9.2	8.1	7.1	7.1
ROA (%)	7.3	7.2	7.5	9.1
ROE (%)	12.5	12.6	13.4	16.7
ROIC (%)	12.9	11.8	17.4	23.4
부채비율 (%)	75.7	70.9	80.2	80.6
유동비율 (%)	120.5	120.2	106.1	103.3
순차입금/자기자본 (%)	11.8	9.4	14.4	13.9
조정영업이익/금융비용 (x)	20.1	7.1	7.7	11.4

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성SDI (006400)				
2023.10.31	매수	650,000	-	-
2023.04.28	1년 경과 이후	1,100,000	-42.66	-32.55
2022.04.28	매수	1,100,000	-41.60	-27.91
2021.11.03	매수	1,300,000	-52.13	-41.31
2021.04.28	매수	1,050,000	-32.38	-22.19



* 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 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 삼성SDI 을(를) 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.