

삼성 SDI

| Bloomberg Code (006400 KS) | Reuters Code (006400.KS)

2024년 1월 18일

이해하기 힘든 저평가

[2차전지]

정용진 연구위원
☎ 02-3772-1591
✉ yjjung86@shinhan.com

최민기 연구원
☎ 02-3772-3734
✉ minki.choi@sinhan.com



매수
(유지)



현재주가 (1월 17일)
379,000 원



목표주가
500,000 원 (하향)



상승여력
31.9%

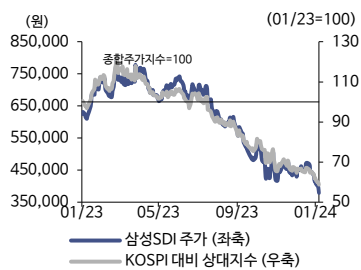
- ◆ 4Q23 OP 3,893억원(-21% YoY, -22% QoQ)으로 부진할 전망
- ◆ EV 수요 둔화의 여파는 브랜드별로 차별화
- ◆ 상대적으로 양호한 실적 대비 지나친 주가 하락



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

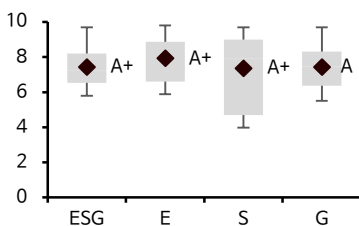
시가총액	26,061.8십억원
발행주식수	68.8백만주
유동주식수	50.5백만주(73.4%)
52 주 최고가/최저가	793,000 원/379,000 원
일평균 거래량 (60 일)	342,678 주
일평균 거래액 (60 일)	152,986백만원
외국인 지분율	44.19%
주요주주	
삼성전자 외 4 인	20.52%
국민연금공단	7.88%
절대수익률	
3개월	-27.7%
6개월	-45.5%
12개월	-38.5%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	-27.0%
6개월	-41.4%
12개월	-39.9%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



4Q23 OP 3,893억원(-21% YoY, -22% QoQ)으로 부진할 전망

4Q23 실적은 매출 5.9조원(-2% YoY, -2% QoQ), 영업이익 3,893억원(-21% YoY, -22% QoQ)으로 전망한다. 시장 기대치(OP 4,798억원) 대비 19% 하회하는 수치다. 상대적으로 주요 고객사들의 EV 수요는 견조했다. 연말까지 리비안/BMW의 전기차 판매는 계획대로 진행돼 전지 수요를 견인해줬으나 스텔란티스의 부진 및 전반적인 판가 하락의 영향으로 수익성 훼손은 불가피할 전망이다.

중대형 전지 실적은 매출 3.6조원(+17% YoY, -0% QoQ), 영업이익 1,931억원(+70% YoY, -20% QoQ)으로 수익성이 소폭 낮아질 것으로 예상된다. 소형 전지 실적도 매출 1.7조원(-27% YoY, -4% QoQ), 영업이익 1,169억원(-52% YoY, -31% QoQ)으로 전망한다.

EV 수요 둔화의 여파는 브랜드별로 차별화

핵심 전방 수요인 EV 수요 둔화에 대한 우려가 여전히 지속되고 있다. 연초부터 테슬라는 중국과 독일에서 가격 인하를 이어가고 있고, 전반적인 소비 여력에 대한 우려도 여전하다.

다만 지난해 하반기에서 확인된 점은 EV 내에서도 차별화된 수요다. 레거시 OEM 중 범용 차종 중심의 브랜드들은 ICE의 경우 대형 차종 중심의 판매로 ASP를 상승시켜왔지만 EV 판매에서는 테슬라와 가격 경쟁을 해야했다. 1년 이상 지속된 테슬라의 가격 인하 여파로 EV 신차 판촉이 사실상 실패했다. 반면 럭셔리 브랜드들의 경우 코어 고객층을 중심으로 견조한 판매를 이어가고 있다. 올해도 BMW/리비안 등의 EV 판매는 목표치를 달성할 것으로 전망한다.

목표주가 500,000원으로 하향, 투자 의견 매수 유지

목표주가를 500,000원으로 17% 하향하고, 투자 의견 매수를 유지한다. EV 수요 둔화 우려로 2차전지 섹터 전반의 조정이 이어짐에 따라 목표 밸류에이션을 하향 조정했다. 다만 상대적으로 가장 안정적인 사업 환경에도 주가 하락이 과도하게 반영됐다고 판단한다. 2차전지 업종 중 Top pick 의견을 유지한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2021	13,553.2	1,067.6	1,169.8	16,599	208,920	39.5	20.8	3.1	8.5	14.2
2022	20,124.1	1,808.0	1,952.1	27,714	234,231	21.3	13.4	2.5	12.5	11.8
2023F	22,994.7	1,710.9	1,941.7	27,566	264,701	17.1	10.5	1.8	11.1	10.4
2024F	25,057.0	2,165.7	2,234.7	31,728	295,471	11.9	8.0	1.3	11.3	11.0
2025F	32,644.1	3,104.4	3,017.4	42,849	337,363	8.8	7.7	1.1	13.5	22.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

목표주가 산정 테이블

(십억원, 배, %)	2023F	2024F	2025F	비고
영업가치	28,461	27,001	26,654	A = B * C
EBITDA	3,426	3,703	4,312	B (25년 예상치 기준)
목표 EV/EBITDA	8.3	7.3	6.2	C
(+) 자산가치	8,768	10,586	14,125	D (25년 예상치)
(-) 순차입금	2,038	2,396	5,587	E (25년 예상치)
사업가치	35,191	35,191	35,191	F = A + D - E
목표주가 (원)	500,000	500,000	500,000	2024-01-17
Upside	31.9	31.9	31.9	

자료: 신한투자증권 추정

수익 예상 변경

(십억원, %)	변경전			변경후			변경률		
	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F
매출액	23,164	25,409	32,560	22,995	25,057	32,644	(0.7)	(1.4)	0.3
영업이익	1,991	2,361	3,342	1,711	2,166	3,104	(14.1)	(8.3)	(7.1)
세전이익	2,199	2,089	2,983	2,452	2,822	3,804	11.5	35.1	27.5
순이익	1,689	1,579	2,254	1,942	2,235	3,017	14.9	41.5	33.9
EPS	23,982	22,409	32,007	27,566	31,728	42,849	14.9	41.6	33.9
영업이익률	8.6	9.3	10.3	7.4	8.6	9.5			

자료: 신한투자증권 추정

글로벌 경쟁사 밸류에이션 비교

(십억원, x, %)	시가총액	2023F				2024F			
		PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
LG에너지솔루션	91,260	58.1	4.4	22.1	8.0	39.1	4.0	14.3	10.9
LG화학	28,837	17.5	0.9	7.4	5.6	10.4	0.9	5.2	8.7
삼성SDI	26,062	13.2	1.4	8.5	11.1	12.0	1.2	6.9	10.9
SK이노베이션	11,867	18.6	0.5	8.1	3.0	7.2	0.5	5.8	7.2
CATL	125,178	15.3	3.3	9.8	22.8	12.3	2.6	7.8	22.7
BYD	100,163	17.9	3.9	7.6	22.9	13.3	3.0	5.8	24.0
파나소닉	31,094	15.7	1.0	6.4	6.3	7.8	0.8	5.0	11.5
포스코퓨처엠	22,348	179.7	8.7	84.1	4.9	85.6	8.0	39.1	10.0
에코프로비엠	27,580	149.7	18.1	66.3	12.7	92.1	15.3	41.9	16.8
엘앤에프	7,286	70.7	5.5	103.1	7.8	31.6	4.6	22.4	14.7
유미코아	7,532	11.7	1.4	6.6	11.6	12.4	1.3	6.5	10.2
SMM	10,831	7.1	0.7	7.6	10.7	19.0	0.6	13.0	3.4
닝보 산산	5,107	11.7	1.1	9.4	8.8	9.2	1.0	7.8	10.4

자료: Bloomberg Consensus, 신한투자증권

분기 실적 요약

(십억원, %)	4Q23F	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	신한(기준)	컨센서스
매출액	5,851	5,966	(2)	5,948	(2)	6,022	6,026
영업이익	389	491	(21)	496	(22)	566	480
세전이익	547	803	(32)	760	(28)	507	647
순이익	429	601	(29)	613	(30)	380	468
영업이익률	6.7	8.2		8.3		9.4	8.0
순이익률	7.3	10.1		10.3		6.3	7.8

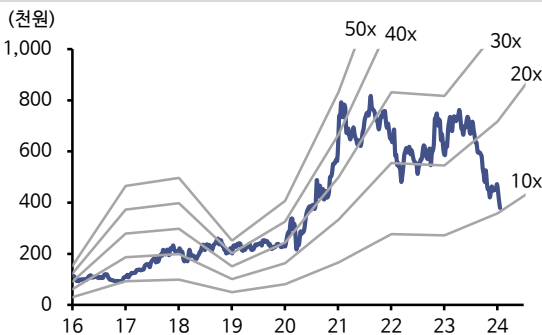
자료: 회사 자료, FnGuide, 신한투자증권 추정 / 주: 순이익은 지배주주 기준

실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F	2025F
환율 원/달러	1,276	1,316	1,313	1,320	1,280	1,260	1,250	1,250	1,290	1,306	1,260	1,258
환율 원/유로	1,369	1,432	1,429	1,426	1,408	1,411	1,413	1,413	1,358	1,414	1,411	1,408
Capa (백만)	24	24	24	24	24	24	24	24	81	97	97	143
소형(원통)	10	10	10	10	10	10	10	10	40	40	40	46
중대형(각형)	14	14	14	14	14	14	14	14	41	57	57	97
매출	5,355	5,841	5,947	5,851	5,732	5,809	6,452	7,064	20,124	22,993	25,057	32,644
에너지솔루션	4,798	5,270	5,340	5,251	5,145	5,282	5,809	6,424	17,566	20,659	22,660	30,098
전자재료	557	570	608	600	587	527	643	640	2,558	2,336	2,397	2,546
매출 증감 (YoY)	32	23	11	(2)	7	(1)	8	21	48	14	9	30
에너지솔루션	45	29	10	(2)	7	0	9	22	60	18	10	33
전자재료	(24)	(15)	14	(4)	5	(8)	6	7	(2)	(9)	3	6
영업이익	375	450	600	389	493	501	586	586	1,808	1,815	2,166	3,104
에너지솔루션	316	388	412	310	405	430	481	487	1,254	1,426	1,802	2,715
전자재료	59	62	84	79	88	71	105	98	554	285	363	389
영업이익 증감 (YoY)	16	5	6	(21)	31	11	(2)	50	69	0	19	43
에너지솔루션	92	58	(15)	(14)	28	11	17	57	133	14	26	51
전자재료	(63)	(66)	4	(40)	50	15	25	24	5	(49)	28	7
영업이익률	7	8	10	7	9	9	9	8	9	8	9	10
에너지솔루션	7	7	8	6	8	8	8	8	7	7	8	9
전자재료	11	11	14	13	15	14	16	15	22	12	15	15

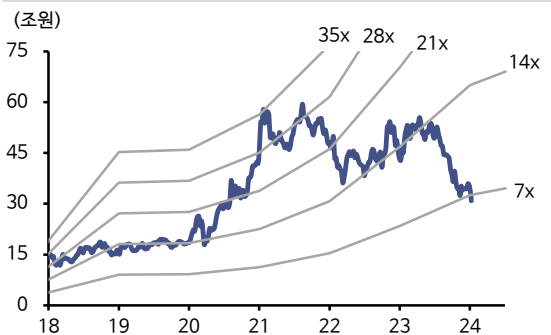
자료: 신한투자증권 추정

12개월 선행 PER 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권

12개월 선행 EV/EBITDA 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권

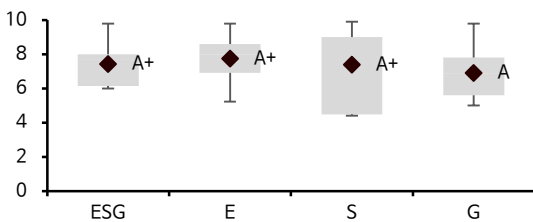
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 공정 스크랩 및 폐배터리 재활용 순환 체계 구축, 사업장 폐기물 매립 최소화 통한 폐기물 환경 인증 취득
- ◆ 안전환경 전담 조직 구성 및 안전담당 C-Level 직위 신설해 안전사고 예방체계 강화
- ◆ 22년부터 3년간 기본 배당금 1,000원에 매년 FCF의 5~10% 추가 배당하는 주주환원정책 수립

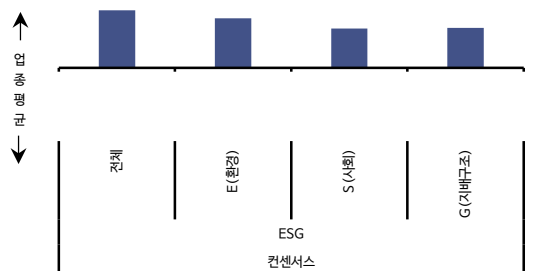
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

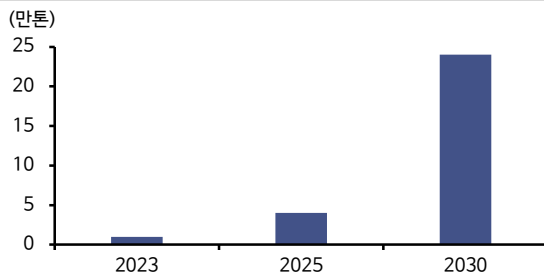
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

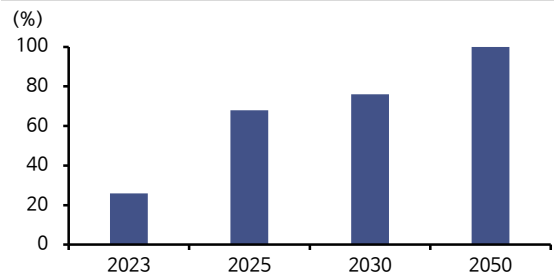
Key Chart

온실가스 직접 배출 저감 목표



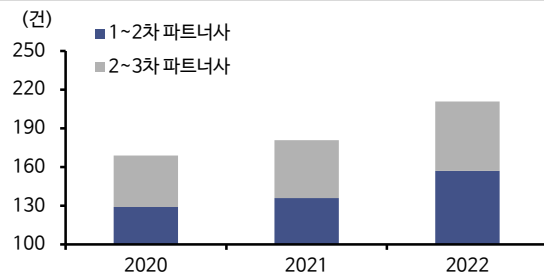
자료: 회사 자료, 신한투자증권

재생에너지 전환율 목표



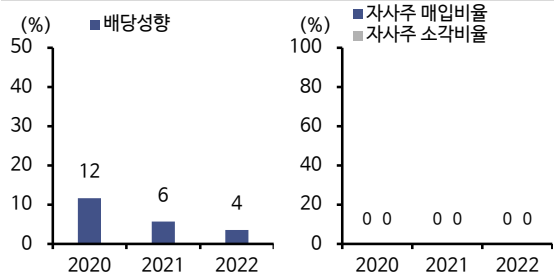
자료: 회사 자료, 신한투자증권

공정거래 협약 건수 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

삼성SDI 배당성향 및 자사주 매입/소각 비율



자료: FnGuide, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	25,833.2	30,257.5	33,280.2	38,074.7	45,173.9
유동자산	7,444.9	9,651.7	10,328.3	12,291.2	12,671.4
현금및현금성자산	2,325.7	2,614.3	3,426.2	3,958.1	1,553.1
매출채권	1,945.7	2,419.2	2,372.7	2,864.6	3,822.0
재고자산	2,487.3	3,204.5	3,142.9	3,794.5	5,062.8
비유동자산	18,388.3	20,605.8	22,951.8	25,783.5	32,502.5
유형자산	7,636.0	8,965.5	11,381.1	12,400.1	15,574.2
무형자산	798.9	814.9	833.4	817.2	802.2
투자자산	9,556.2	10,199.1	10,166.9	11,995.8	15,555.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	10,636.5	13,040.0	13,690.0	16,285.7	20,391.4
유동부채	6,461.3	8,006.9	8,015.8	9,064.1	11,104.6
단기차입금	2,234.8	2,211.2	2,106.1	2,106.1	2,106.1
매출채무	1,271.9	2,191.5	2,149.4	2,595.0	3,462.4
유동성장기부채	275.4	640.0	853.0	853.0	853.0
비유동부채	4,175.2	5,033.1	5,674.2	7,221.5	9,286.8
사채	219.8	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	1,919.7	2,341.5	3,034.4	4,034.4	5,034.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	15,196.7	17,217.5	19,590.2	21,789.1	24,782.5
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
기타자본	(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	12,272.4	14,438.1	17,386.5
자배주주지분	14,704.3	16,485.7	18,630.3	20,795.9	23,744.4
비자배주주지분	492.4	731.8	959.9	993.2	1,038.1
*총차입금	4,668.9	5,220.5	6,020.8	7,026.4	8,037.4
*순차입금(순현금)	2,159.4	2,038.5	2,037.8	2,396.1	5,587.4

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	2,176.0	2,641.1	2,311.9	4,079.4	4,804.2
당기순이익	1,250.4	2,039.4	2,007.8	2,267.9	3,062.3
유형자산상각비	1,173.1	1,408.1	1,660.1	1,520.8	1,192.7
무형자산상각비	79.0	55.2	54.7	16.2	15.0
외환환손실(이익)	12.5	36.7	5.6	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	47.6	114.5	23.2	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(530.0)	(1,039.7)	(662.3)	0.0	0.0
운전차분변동	(24.6)	(368.8)	(840.7)	274.5	534.2
(법인세납부)	(217.8)	(278.5)	(448.6)	(554.2)	(741.8)
기타	385.8	674.2	512.1	554.2	741.8
투자활동으로인한현금흐름	(1,949.5)	(2,946.2)	(2,184.3)	(4,484.1)	(8,151.3)
유형자산의증가(CAPEX)	(2,254.7)	(2,808.9)	(3,181.5)	(2,539.8)	(4,366.9)
유형자산의감소	10.7	20.4	10.7	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.5)	(3.5)	(7.3)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(23.3)	(22.3)	965.1	(1,828.9)	(3,559.8)
기타	318.3	(131.9)	28.7	(115.4)	(224.6)
FCF	229.7	(328.4)	(33.3)	397.4	(1,322.3)
재무활동으로인한현금흐름	582.7	628.7	633.2	936.7	942.1
차입금의증가(감소)	648.3	537.4	589.1	1,005.7	1,011.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(69.3)	(69.5)	(68.9)	(69.0)	(69.0)
기타	3.7	160.8	113.0	0.0	0.1
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(29.5)	(35.0)	51.1	0.0	0.0
현금의증가(감소)	779.7	288.6	811.9	532.0	(2,405.1)
기초현금	1,546.0	2,325.7	2,614.3	3,426.2	3,958.1
기말현금	2,325.7	2,614.3	3,426.2	3,958.1	1,553.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	13,553.2	20,124.1	22,994.7	25,057.0	32,644.1
증감률 (%)	20.0	48.5	14.3	9.0	30.3
매출원가	10,475.6	15,903.3	19,080.8	20,664.6	26,638.8
매출총이익	3,077.6	4,220.7	3,914.0	4,392.4	6,005.3
매출총이익률 (%)	22.7	21.0	17.0	17.5	18.4
판매관리비	2,010.0	2,412.7	2,203.1	2,226.7	2,900.9
영업이익	1,067.6	1,808.0	1,710.9	2,165.7	3,104.4
증감률 (%)	59.0	69.4	(5.4)	26.6	43.3
영업이익률 (%)	7.9	9.0	7.4	8.6	9.5
영업외손익	595.8	844.3	740.6	656.4	699.6
금융손익	107.1	(52.1)	(158.6)	(208.8)	(258.2)
기타영업외손익	(41.4)	(143.3)	31.3	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	530.0	1,039.7	867.9	865.2	957.8
세전계속사업이익	1,663.3	2,652.3	2,451.5	2,822.1	3,804.1
법인세비용	412.9	612.9	443.7	554.2	741.8
계속사업이익	1,250.4	2,039.4	2,007.8	2,267.9	3,062.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,250.4	2,039.4	2,007.8	2,267.9	3,062.3
증감률 (%)	98.2	63.1	(1.5)	13.0	35.0
순이익률 (%)	9.2	10.1	8.7	9.1	9.4
(지배주주)당기순이익	1,169.8	1,952.1	1,941.7	2,234.7	3,017.4
(비지배주주)당기순이익	80.6	87.2	66.1	33.3	44.9
총포괄이익	1,879.9	1,899.5	2,367.2	2,267.9	3,062.3
(지배주주)총포괄이익	1,793.6	1,848.4	2,278.2	2,212.7	2,987.7
(비지배주주)총포괄이익	86.3	51.1	89.0	55.3	74.6
EBITDA	2,319.7	3,271.3	3,425.7	3,702.7	4,312.1
증감률 (%)	32.2	41.0	4.7	8.1	16.5
EBITDA 이익률 (%)	17.1	16.3	14.9	14.8	13.2

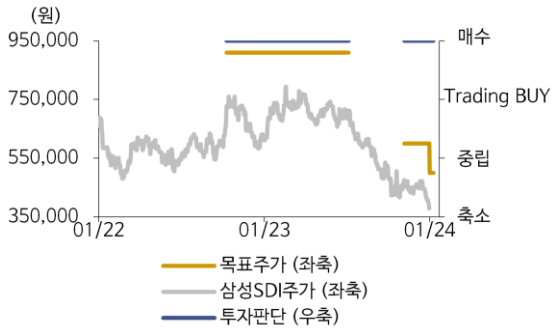
주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	17,744	28,953	28,505	32,201	43,487
EPS (지배순이익, 원)	16,599	27,714	27,566	31,728	42,849
BPS (자본총계, 원)	215,916	244,628	278,339	309,582	352,112
BPS (지배지분, 원)	208,920	234,231	264,701	295,471	337,363
DPS (원)	1,000	1,030	1,030	1,030	1,030
PER (당기순이익, 배)	36.9	20.4	16.6	11.8	8.7
PER (지배순이익, 배)	39.5	21.3	17.1	11.9	8.8
PBR (자본총계, 배)	3.0	2.4	1.7	1.2	1.1
PBR (지배지분, 배)	3.1	2.5	1.8	1.3	1.1
EV/EBITDA (배)	20.8	13.4	10.5	8.0	7.7
배당성향 (%)	5.7	3.5	3.6	3.1	2.3
배당수익률 (%)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	17.1	16.3	14.9	14.8	13.2
영업이익률 (%)	7.9	9.0	7.4	8.6	9.5
순이익률 (%)	9.2	10.1	8.7	9.1	9.4
ROA (%)	5.3	7.3	6.3	6.4	7.4
ROE (지배순이익, %)	8.5	12.5	11.1	11.3	13.5
ROIC (%)	11.3	15.1	10.5	14.6	19.0
안정성					
부채비율 (%)	70.0	75.7	69.9	74.7	82.3
순차입금비율 (%)	14.2	11.8	10.4	11.0	22.5
현금비율 (%)	36.0	32.7	42.7	43.7	14.0
이자보상배율 (배)	18.7	20.1	6.4	6.8	8.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	8.9	13.5	13.9	13.8	14.1
재고자산회수기간 (일)	57.9	51.6	50.4	50.5	49.5
매출채권회수기간 (일)	47.8	39.6	38.0	38.1	37.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

삼성SDI(006400)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 10월 14일		커버리지제외	-	-
2022년 10월 27일	매수	910,000	(23.1)	(12.9)
2023년 07월 24일		커버리지제외	-	-
2023년 11월 23일	매수	600,000	(26.3)	(21.3)
2024년 01월 18일	매수	500,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정용진, 최민기)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 삼성SDI를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 16일 기준)

매수 (매수)	92.59%	Trading BUY (중립)	5.35%	중립 (중립)	2.06%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------