

삼성 SDI (006400/KS)

2차전지 섹터 최선후주

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 570,000 원(하향)

현재주가: 374,500 원

상승여력: 52.2%



Analyst
박형우

hyungwou@sk.com
02-3773-9035



Analyst
권민규

mk.kwon@sk.com
02-3773-8578

Company Data

발행주식수	6,876 만주
시가총액	25,752 십억원
주요주주	
삼성전자(외4)	20.52%
국민연금공단	7.88%

Stock Data

주가(24/01/30)	374,500 원
KOSPI	2,498.81pt
52주 최고가	793,000 원
52주 최저가	347,500 원
60일 평균 거래대금	148 십억원

주가 및 상대수익률



4분기 리뷰: 가격 하락 본격화

4분기 영업이익은 3,118 억원(-36%, 이하 YoY)을 기록했다. 컨센서스(4,400 억원)를 다소 하회하는 실적이나, 지금까지 4분기 실적을 발표한 2차전지 기업들 중에서는 상대적으로 경미하다. IT 용, 전동공구용, ESS 용 배터리와 전자재료가 모두 부진한 가운데 중대형 전기차용 배터리 부문이 견조했다. 전기차용 중대형 배터리 부문은 판가(P)가 약 5% 하락했고, 출하량(Q)이 약 6% 증가했다고 추정된다.

24년 1분기 전망: 컨센서스 하회하겠으나, 2차전지 중 가장 견조

1분기 영업이익은 2,059 억원(-45%)으로 전망된다. 시장 컨센서스(OP: 4,175 억원)의 절반 수준의 이익규모다. 그러나 경쟁사들과 2차전지 서플라이체인 내 기업들의 1분기와 비교하면 가장 견조한 수준이다. ① 가격 하락세가 본격화될 전망이다. 1분기의 중대형 전기차 배터리 가격은 QoQ 10% 하락이 예상된다. ② 생산 가동률은 산업 내 전반적인 재고조정이 예상되나, 지금까지의 보수적인 증설과 모바일 신제품 출시 효과로 유사한 수준이 지속될 전망이다. ③ ESS, 디스플레이 전자재료 등은 계절적 비수기에 진입한다.

섹터 내 최선후주, '매수' 의견 유지

목표주가를 570,000 원으로 하향했다. 23년 예상 BPS 과거 6년 평균 PBR 2.11배를 반영했다. 상대적으로, 역사적으로도 저평가 구간에 위치하고 있다. ① 현 주가는 23F PER 16.5 배다. 2차전지가 아닌 IT 대형주와 비교해도 저평가 받고 있다. ② 23F PBR은 1.7 배, 24F는 1.3 배다. 동종업계 기업들의 PBR은 2.5~15 배다. ③ 중장기적으로는 동사의 각형과 전고체 배터리 기술을 주목해야 한다. ④ 과거에는 비판받던 보수적인 수주/증설 전략이 현재는 재무 안정성으로 나타나고 있다. 높은 가동률에도 삼성 SDI의 본격적인 캐파(Capa.) 증설 반영 시기는 2025년이다. 25년에는 본격적인 실적 도약이 예상된다. 비관적인 업황에서도 저점에 대한 고민이 필요하다.

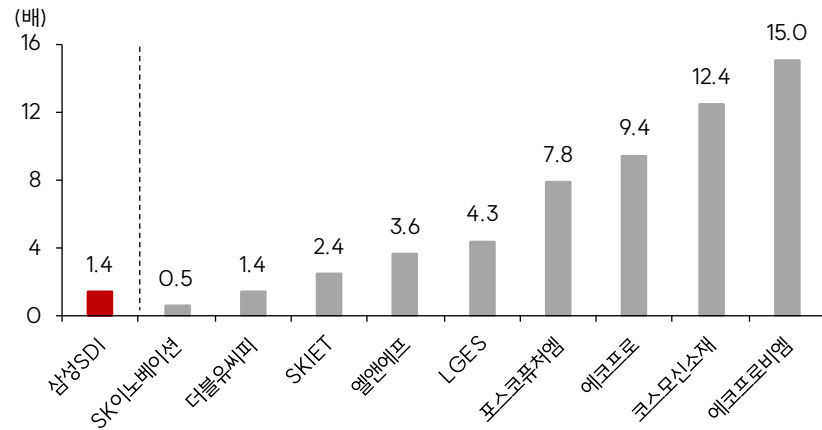
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	11,295	13,553	20,124	22,708	23,884	34,138
영업이익	십억원	671	1,068	1,808	1,633	1,498	2,914
순이익(지배주주)	십억원	575	1,170	1,952	2,010	1,664	2,773
EPS	원	8,166	16,621	27,736	28,562	23,638	39,401
PER	배	76.9	39.4	21.3	16.5	15.8	9.5
PBR	배	3.3	3.1	2.5	1.7	1.3	1.1
EV/EBITDA	배	26.4	20.8	13.4	10.7	8.7	5.9
ROE	%	4.5	8.5	12.5	11.4	8.5	12.8

삼성 SDI, 부문별 실적												
(단위: 억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023P	2024E
매출액	53,548	58,406	59,481	55,648	51,838	58,331	62,792	65,876	135,532	201,241	227,083	238,838
에너지솔루션	47,978	52,701	53,399	49,983	46,463	52,341	56,406	59,928	109,469	175,662	204,061	215,138
중대형	29,267	32,938	34,709	32,489	30,192	32,253	33,807	34,818	60,149	99,592	129,403	131,070
EV	23,270	26,351	28,835	27,491	26,108	26,652	27,740	28,284	44,959	78,118	105,946	108,784
ESS	5,997	6,588	5,874	4,998	4,084	5,601	6,068	6,534	15,189	21,473	23,457	22,286
소형	18,712	19,763	18,690	17,494	16,271	20,088	22,599	25,110	49,320	76,071	74,658	84,068
전자재료	5,570	5,705	6,082	5,665	5,375	5,990	6,386	5,948	26,063	25,578	23,022	23,700
매출비중	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
에너지솔루션	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	91%	81%	87%	90%	90%
중대형	55%	56%	58%	58%	58%	55%	54%	53%	44%	49%	57%	55%
EV	43%	45%	48%	49%	50%	46%	44%	43%	33%	39%	47%	46%
ESS	11%	11%	10%	9%	8%	10%	10%	10%	11%	11%	10%	9%
소형	35%	34%	31%	31%	31%	34%	36%	38%	36%	38%	33%	35%
전자재료	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	9%	19%	13%	10%	10%
매출 성장률, YoY (%)	32%	23%	11%	-7%	-3%	0%	6%	18%	20%	48%	13%	5%
에너지솔루션	45%	29%	10%	-6%	-3%	-1%	6%	20%	25%	60%	16%	5%
중대형	65%	44%	30%	1%	3%	-2%	-3%	7%	28%	66%	30%	1%
EV	67%	47%	36%	10%	12%	1%	-4%	3%	33%	74%	36%	3%
ESS	57%	32%	9%	-31%	-32%	-15%	3%	31%	17%	41%	9%	-5%
소형	21%	11%	-14%	-17%	-13%	2%	21%	44%	22%	54%	-2%	13%
전자재료	-24%	-15%	14%	-9%	-4%	5%	5%	5%	2%	-2%	-10%	3%
영업이익	3,754	4,502	4,960	3,118	2,059	3,242	4,851	4,826	10,676	18,080	16,334	14,978
에너지솔루션	3,163	3,881	4,118	2,261	1,656	2,463	3,893	3,934	5,376	12,538	13,423	11,946
중대형	1,853	1,806	2,623	1,824	1,493	1,860	2,763	2,176	38	4,567	8,105	8,293
EV	1,629	1,541	2,476	1,724	1,697	1,692	2,521	1,915	11	3,352	7,370	7,825
ESS	224	264	147	100	-204	168	243	261	27	1,215	735	468
소형	1,310	2,075	1,495	437	163	603	1,130	1,758	5,338	7,971	5,317	3,653
전자재료	591	621	842	857	403	779	958	892	5,300	5,542	2,911	3,032
영업이익 with AMPC	3,754	4,502	4,960	3,118	2,059	3,242	4,851	4,826	10,676	18,080	16,334	14,978
AMPC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익률	7%	8%	8%	6%	4%	6%	8%	7%	8%	9%	7%	6%
에너지솔루션	7%	7%	8%	5%	4%	5%	7%	7%	5%	7%	7%	6%
중대형	6%	5%	8%	6%	5%	6%	8%	6%	0%	5%	6%	6%
EV	7%	6%	9%	6%	7%	6%	9%	7%	0%	4%	7%	7%
ESS	4%	4%	3%	2%	-5%	3%	4%	4%	0%	6%	3%	2%
소형	7%	11%	8%	3%	1%	3%	5%	7%	11%	10%	7%	4%
전자재료	11%	11%	14%	15%	8%	13%	15%	15%	20%	22%	13%	13%

자료: SK 증권 추정

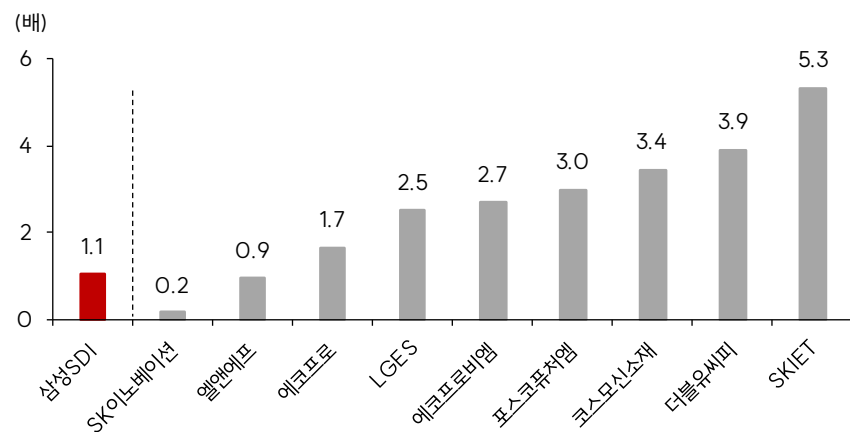
2차전지 주요 기업 PBR 비교 (2024F 기준)



자료: QuantiWise, SK 증권

주: 24/01/30 종가 기준

2차전지 주요 기업 PSR 비교 (2024F 기준)

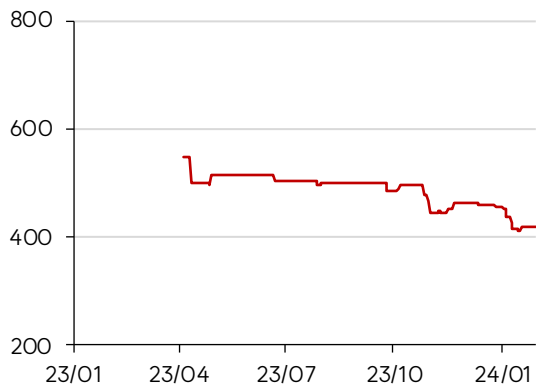


자료: QuantiWise, SK 증권

주: 24/01/30 종가 기준

삼성 SDI 1Q24F 영업이익 컨센서스 추이

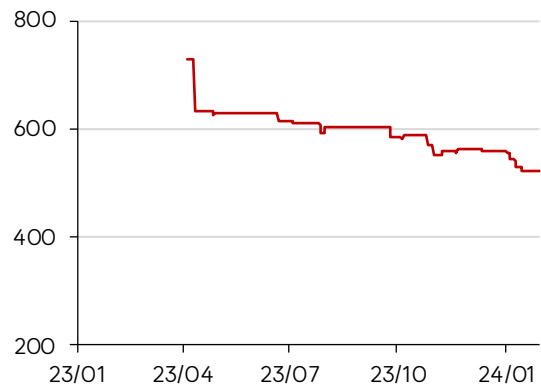
(십억원)



자료: QuantiWise, SK 증권

삼성 SDI 2Q24F 영업이익 컨센서스 추이

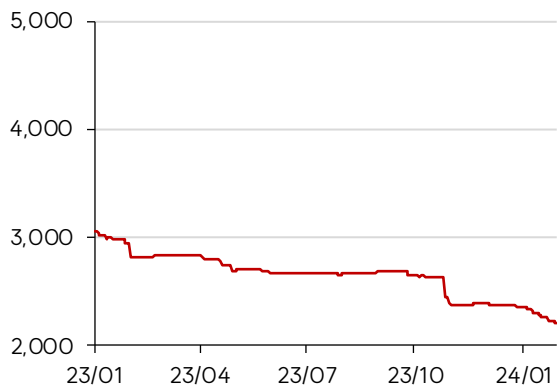
(십억원)



자료: QuantiWise, SK 증권

삼성 SDI 2024년 영업이익 컨센서스 추이

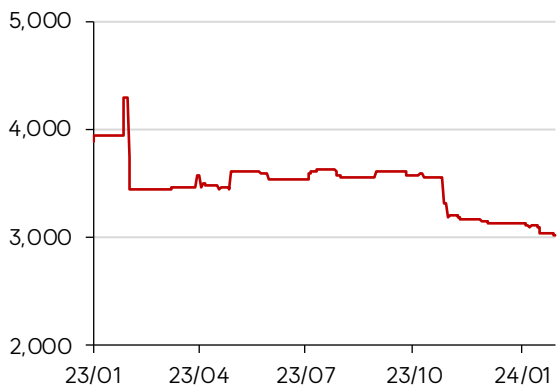
(십억원)



자료: QuantiWise, SK 증권

삼성 SDI 2025년 영업이익 컨센서스 추이

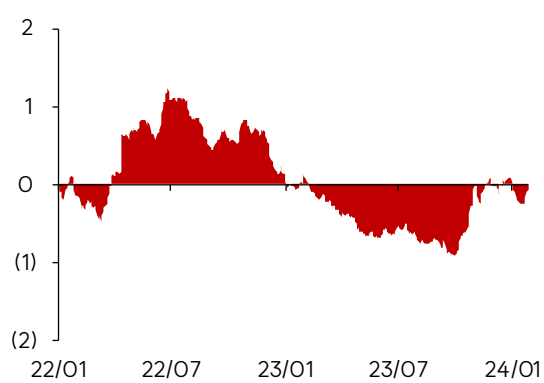
(십억원)



자료: QuantiWise, SK 증권

삼성 SDI 기관 순매수 추이 (2022년 초~)

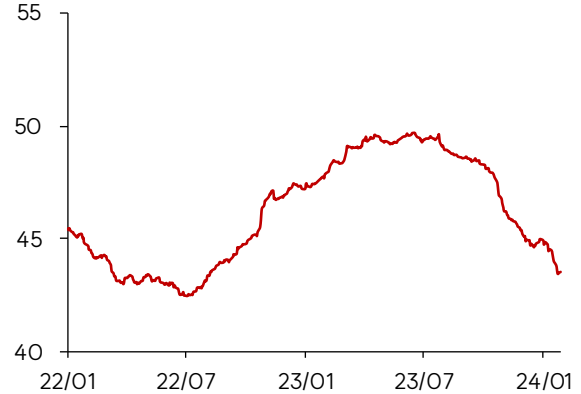
(백만주)



자료: QuantiWise, SK 증권

삼성 SDI 외국인 비중 추이 (2022년 초~)

(%)



자료: QuantiWise, SK 증권

삼성 SDI 분기 실적 리뷰 테이블

(단위: 십억원)

구분	4Q22	3Q23	4Q23P			1Q24 (E) 컨센	2022	2023 (P)	2024 (E) 컨센
			SK	컨센	확정치				
매출액	5,966	5,948	6,144	5,947	5,565	5,657	20,124	22,708	25,506
영업이익	491	496	547	440	312	417	1,808	1,633	2,213
순이익	629	622		457	496	427	2,039	2,066	2,227

자료: 삼성 SDI, SK 증권

삼성 SDI 실적추정 변경표

구분 (단위: 십억원)	변경전		변경후		변경율 (%)	
	2023P	2024F	2023P	2024F	2023F	2024F
매출액	23,288	25,780	22,708	23,884	(2.5)	(7.4)
영업이익	1,868	2,207	1,633	1,498	(12.6)	(32.1)
순이익	2,139	2,529	2,009	1,795	(6.1)	(29.0)
OPM (%)	8.0	8.6	7.2	6.3		
NPM	9.2	9.8	8.8	7.5		

자료: SK 증권 추정

삼성 SDI 목표주가 밸류에이션 분석

	2023E		비고
목표주가	570,000	원	
23E BPS	271,559	원	23년 BPS
목표 PBR	2.11	배	과거 6년 평균 PBR 2.11배
주당가치	572,519	원	

자료: SK 증권 추정

삼성 SDI PER (12MF)



자료 : QuantiWise, SK 증권 / 빨간 점선은 현재 밸류에이션, 회색 점선은 과거의 저점과 고점

삼성 SDI EV/EBITDA (12MF)



자료 : QuantiWise, SK 증권 / 빨간 점선은 현재 밸류에이션, 회색 점선은 과거의 저점과 고점

삼성 SDI Trailing PBR



자료 : QuantiWise, SK 증권 추정/ 빨간 점선은 현재 밸류에이션, 회색 점선은 과거의 저점과 고점

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	7,445	9,652	9,141	7,804	9,955
현금및현금성자산	2,326	2,614	2,776	269	1,135
매출채권 및 기타채권	2,078	2,735	2,551	3,020	3,567
재고자산	2,487	3,205	2,989	3,538	4,069
비유동자산	18,388	20,606	22,984	27,848	35,989
장기금융자산	1,671	1,431	1,556	1,595	1,699
유형자산	7,636	8,965	11,695	15,038	19,003
무형자산	799	815	823	773	735
자산총계	25,833	30,258	32,125	35,652	45,944
유동부채	6,461	8,007	7,424	8,757	12,599
단기금융부채	2,529	2,879	2,685	3,179	4,769
매입채무 및 기타채무	2,585	3,447	3,972	4,702	6,659
단기충당부채	297	332	309	366	518
비유동부채	4,175	5,033	4,982	5,589	9,350
장기금융부채	2,139	2,341	2,576	2,833	5,656
장기매입채무 및 기타채무	244	653	505	505	505
장기충당부채	55	51	48	57	80
부채총계	10,636	13,040	12,406	14,347	21,949
지배주주지분	14,704	16,486	18,768	20,363	23,067
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	5,002	5,002	5,002	5,002	5,002
기타자본구성요소	-345	-345	-345	-345	-345
자기주식	-345	-345	-345	-345	-345
이익잉여금	8,516	10,468	12,410	14,005	16,709
비지배주주지분	492	732	951	943	929
자본총계	15,197	17,218	19,719	21,305	23,996
부채와자본총계	25,833	30,258	32,125	35,652	45,944

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	2,196	2,676	2,304	4,034	7,945
당기순이익(손실)	1,250	2,039	2,068	1,655	2,759
비현금성항목등	1,188	1,284	1,695	2,931	4,288
유형자산감가상각비	1,173	1,408	1,658	2,157	3,035
무형자산상각비	79	55	65	50	38
기타	-64	-180	-29	723	1,215
운전자본감소(증가)	-25	-369	-987	171	2,112
매출채권및기타채권의감소(증가)	-283	-673	400	-469	-546
재고자산의감소(증가)	1	-678	197	-549	-531
매입채무및기타채무의증가(감소)	310	851	-804	730	1,958
기타	-52	131	-780	459	1,232
법인세납부	-218	-279	-425	-494	-824
투자활동현금흐름	-1,921	-2,900	-2,123	-7,169	-11,277
금융자산의감소(증가)	0	0	641	-97	-63
유형자산의감소(증가)	-2,244	-2,789	-3,483	-5,500	-7,000
무형자산의감소(증가)	-1	-3	-73	0	0
기타	324	-108	792	-1,572	-4,214
재무활동현금흐름	712	358	-236	682	4,344
단기금융부채의증가(감소)	343	-269	-261	494	1,590
장기금융부채의증가(감소)	487	777	240	258	2,823
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-69	-69	-69	-69	-69
기타	-49	-81	-145	-0	0
현금의 증가(감소)	780	289	162	-2,507	866
기초현금	1,546	2,326	2,614	2,776	269
기말현금	2,326	2,614	2,776	269	1,135
FCF	-48	-113	-1,179	-1,466	945

자료 : 삼성SDI, SK증권 추정

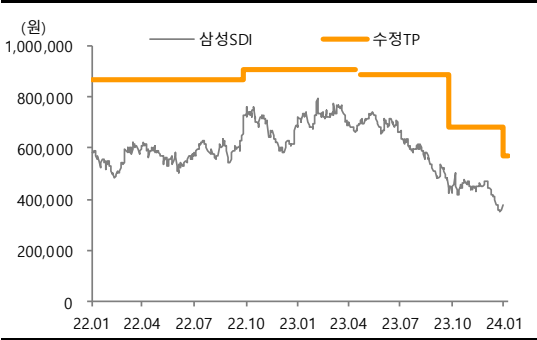
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	13,553	20,124	22,708	23,884	34,138
매출원가	10,476	15,903	18,726	19,000	26,358
매출총이익	3,078	4,221	3,982	4,884	7,780
매출총이익률(%)	22.7	21.0	17.5	20.4	22.8
판매비와 관리비	2,010	2,413	2,349	3,386	4,866
영업이익	1,068	1,808	1,633	1,498	2,914
영업이익률(%)	7.9	9.0	7.2	6.3	8.5
비영업손익	596	844	854	652	670
순금융손익	-45	-47	-177	-229	-391
외환관련손익	16	-42	14	0	0
관계기업등 투자손익	530	1,040	985	937	1,086
세전계속사업이익	1,663	2,652	2,488	2,150	3,584
세전계속사업이익률(%)	12.3	13.2	11.0	9.0	10.5
계속사업법인세	413	613	420	494	824
계속사업이익	1,250	2,039	2,068	1,655	2,759
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,250	2,039	2,068	1,655	2,759
순이익률(%)	9.2	10.1	9.1	6.9	8.1
지배주주	1,170	1,952	2,010	1,664	2,773
지배주주귀속 순이익률(%)	8.6	9.7	8.9	7.0	8.1
비지배주주	81	87	57	-8	-14
총포괄이익	1,880	1,899	2,427	1,655	2,759
지배주주	1,794	1,848	2,337	1,615	2,692
비지배주주	86	51	90	40	67
EBITDA	2,320	3,271	3,357	3,705	5,987

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	20.0	48.5	12.8	5.2	42.9
영업이익	59.0	69.4	-9.7	-8.3	94.6
세전계속사업이익	107.0	59.5	-6.2	-13.6	66.7
EBITDA	32.2	41.0	2.6	10.4	61.6
EPS	103.5	66.9	3.0	-17.2	66.7
수익성 (%)					
ROA	5.3	7.3	6.6	4.9	6.8
ROE	8.5	12.5	11.4	8.5	12.8
EBITDA마진	17.1	16.3	14.8	15.5	17.5
안정성 (%)					
유동비율	115.2	120.5	123.1	89.1	79.0
부채비율	70.0	75.7	62.9	67.3	91.5
순차입금/자기자본	14.2	11.8	9.9	24.0	35.8
EBITDA/이자비용(배)	40.6	36.3	12.8	12.4	13.6
배당성향	5.7	3.5	3.4	4.1	2.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	16,621	27,736	28,562	23,638	39,401
BPS	213,823	239,134	271,559	294,217	332,638
CFPS	34,412	48,527	53,048	55,002	83,067
주당 현금배당금	1,000	1,030	1,030	1,030	1,030
Valuation지표 (배)					
PER	39.4	21.3	16.5	15.8	9.5
PBR	3.1	2.5	1.7	1.3	1.1
PCR	19.0	12.2	8.9	6.8	4.5
EV/EBITDA	20.8	13.4	10.7	8.7	5.9
배당수익률	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.01.31	매수	570,000원	6개월		
2023.10.27	매수	680,000원	6개월	-36.20%	-25.59%
2023.05.23	매수	887,000원	6개월	-29.38%	-16.35%
2022.10.27	매수	910,000원	6개월	-23.23%	-12.86%
2021.02.01	매수	870,000원	6개월	-25.71%	-6.09%



Compliance Notice

작성자(박형우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 31일 기준)

매수	94.83%	중립	5.17%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------