



# 삼성SDI (006400)

2차전지 과매도로 현저히 저평가된 기업

▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

**Buy (유지)**

목표주가(하향): 700,000원

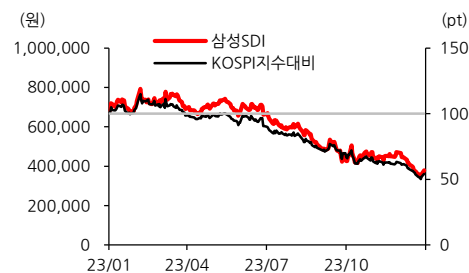
현재 주가(1/30)	374,500원
상승여력	▲ 86.9%
시가총액	257,523억원
발행주식수	68,765천주
52 주 최고가 / 최저가	793,000 / 347,500원
90 일 일평균 거래대금	1,507.06억원
외국인 지분율	43.5%
주주 구성	
삼성전자 (외 5 인)	20.5%
국민연금공단 (외 1 인)	7.9%
BlackRockFundAdvisors (외)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-20.7	-17.1	-43.5	-45.5
상대수익률(KOSPI)	-14.8	-25.3	-39.3	-47.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	20,124	22,708	23,531	28,907
영업이익	1,808	1,633	1,784	2,634
EBITDA	3,271	3,361	4,031	5,439
지배주주순이익	1,952	2,009	2,073	2,750
EPS	28,366	30,683	31,659	42,009
순차입금	2,039	3,798	5,957	7,158
PER	20.8	25.4	11.8	8.9
PBR	2.5	3.0	1.3	1.1
EV/EBITDA	13.2	17.2	8.0	6.1
배당수익률	0.2	0.1	0.3	0.3
ROE	12.5	11.5	10.7	12.6

## 주가 추이



삼성 SDI 의 4 분기 실적은 컨센서스를 하회했으나, 상대적으로는 실적 방어를 잘한 것으로 판단합니다. 배터리 가격 하락으로 1 분기에도 감익은 불가피하나, 출하량은 꾸준히 증가할 전망입니다. 1) 실적 안전성, 2) 전고체 기대감, 3) 밸류에이션 매력도, 최선희주 의견을 유지합니다.

## 4분기: 컨센서스 하회했으나, 상대적 안전성 부각

삼성SDI의 4분기 실적은 매출액 5.6조 원, 영업이익 3,118억 원(OPM 5.6%)으로 당사 전망치를 소폭 하회했다. ESS 및 전동공구 수요 부진과 더불어 배터리 가격 하락으로 인해 수익성이 악화됐기 때문이다. 다만, 각형 배터리 출하량이 꾸준히 증가하고 있는 점이 긍정적이다. 4Q23 2차전지 업종 전반적으로 부진한 실적을 기록하고 있는 것과 비교하면, 당사는 상대적으로 실적을 잘 방어한 모습이다.

## 1분기: 감익은 불가피하나 Q 증가 지속

동사의 1분기 실적은 매출액 5.1조 원, 영업이익 2,120억 원으로 감익이 불가피할 것으로 전망한다. 배터리 가격은 2Q24까지 하락할 것으로 전망되며, 그 하락폭은 1Q24에 가장 가팔라 수익성이 악화되는 구간이기 때문이다. 1Q24에도 전분기와 마찬가지로 ESS/소형전지 출하는 부진할 것으로 예상되나, 각형 배터리는 견조한 출하량 증가세를 기록할 것으로 전망한다. 전방 수요 부진에도 불구하고 프리미엄 전기차 수요는 견조하기 때문이다. 한편, 전자재료 부문은 수익성 높은 OLED 소재 매출이 하락하며 전반적으로 수익성이 악화될 것으로 전망된다.

## 목표주가 70만 원으로 하향, 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 70만 원으로 하향한다. 수요 둔화와 투자 지연을 고려하여 실적 추정치를 하향했고, 낮아진 업종 밸류에이션을 반영했다. 당사는 전방 수요 부진에도 프리미엄 모델향 출하 비중이 높아 Q 방어가 잘되고 있다. 특히 2024년부터 IRA 보조금 대상 모델이 축소됐음에도 여전히 동사가 납품하는 차종은 대부분 보조금 지급 대상이며, 독일도 지난 12월 보조금 지급을 중단했으나 애초에 동사가 납품하는 차종은 가격대가 높아 대부분 보조금 지급 대상이 아니었다. 올해 신규 P6 배터리까지 양산하며 수익성도 개선될 것으로 전망한다. 지난 12월 전고체전지 샘플도 고객사에 납품했으며, 테스트 결과에 따라 새로운 성장 모멘텀이 될 것으로 기대된다. 최선희주 의견을 유지한다.

[표1] 삼성 SDI의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>5,355</b>	<b>5,841</b>	<b>5,948</b>	<b>5,565</b>	<b>5,147</b>	<b>5,594</b>	<b>6,197</b>	<b>6,593</b>	<b>20,124</b>	<b>22,707</b>	<b>23,531</b>	<b>28,907</b>
에너지솔루션	4,798	5,269	5,340	4,998	4,609	5,000	5,527	6,033	17,566	20,405	21,170	26,398
중대형	2,927	3,319	3,418	3,349	3,076	3,381	3,691	4,030	10,027	13,012	14,179	18,319
EV	2,399	2,634	2,830	2,839	2,690	2,788	3,042	3,353	7,829	10,702	11,873	15,690
ESS	528	685	587	510	386	593	649	678	2,197	2,310	2,306	2,629
소형	1,871	1,949	1,922	1,649	1,533	1,619	1,836	2,003	7,539	7,392	6,991	8,079
전자재료	557	571	608	567	538	594	669	560	2,558	2,302	2,361	2,509
<b>영업이익</b>	<b>375</b>	<b>450</b>	<b>496</b>	<b>312</b>	<b>212</b>	<b>394</b>	<b>571</b>	<b>608</b>	<b>1,808</b>	<b>1,633</b>	<b>1,784</b>	<b>2,634</b>
에너지솔루션	316	388	412	226	165	325	488	512	1,254	1,342	1,489	2,318
AMPC								24			24	397
전자재료	59	62	84	86	47	69	83	96	554	291	295	315
<b>영업이익률</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.7%</b>	<b>8.3%</b>	<b>5.6%</b>	<b>4.1%</b>	<b>7.0%</b>	<b>9.2%</b>	<b>9.2%</b>	<b>9.0%</b>	<b>7.2%</b>	<b>7.6%</b>	<b>9.1%</b>
에너지솔루션	6.6%	7.4%	7.7%	4.5%	3.6%	6.5%	8.8%	8.5%	7.1%	6.6%	7.0%	8.8%
AMPC								0.4%			0.1%	1.5%
전자재료	10.6%	10.9%	13.8%	15.1%	8.8%	11.7%	12.3%	17.1%	21.7%	12.6%	12.5%	12.6%
<b>EBITDA</b>	<b>793</b>	<b>879</b>	<b>918</b>	<b>771</b>	<b>708</b>	<b>934</b>	<b>1,154</b>	<b>1,236</b>	<b>3,271</b>	<b>3,361</b>	<b>4,031</b>	<b>5,439</b>
EBITDA 마진율	14.8%	15.1%	15.4%	13.9%	13.7%	16.7%	18.6%	18.7%	16.3%	14.8%	17.1%	18.8%

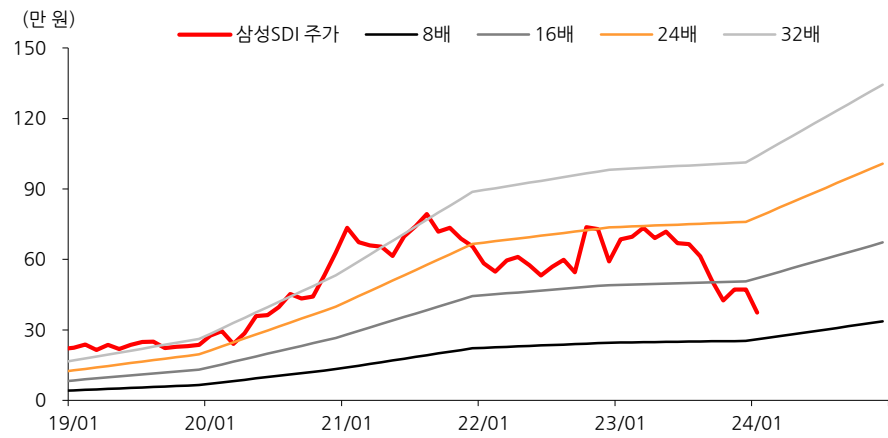
자료: 삼성SDI, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 삼성 SDI의 SOTP 밸류에이션

	25E EBITDA	배수	적정가치 (십억 원)	비고
<b>영업가치</b>			<b>51,288</b>	
에너지솔루션	4,922	10	49,222	Peer 평균 차기년도 예상 EV/EBITDA
전자재료	495	4	1,982	24년 EBITDA에 Peer EV/EBITDA 적용
<b>투자자산가치</b>			<b>4,118</b>	
삼성디스플레이			3,386	장부가액 30% 할인
상장사 가치			732	상장사 지분 30% 할인
우선주 시가총액			340	우선주 시가총액
순차입금			7,158	2025년 말 기준
<b>적정 시가총액</b>			<b>47,824</b>	
발행주식수(천 주)			68,765	
주당 Value			695,481	
<b>목표주가</b>			<b>700,000</b>	
현재주가			374,500	
상승여력			86.9%	

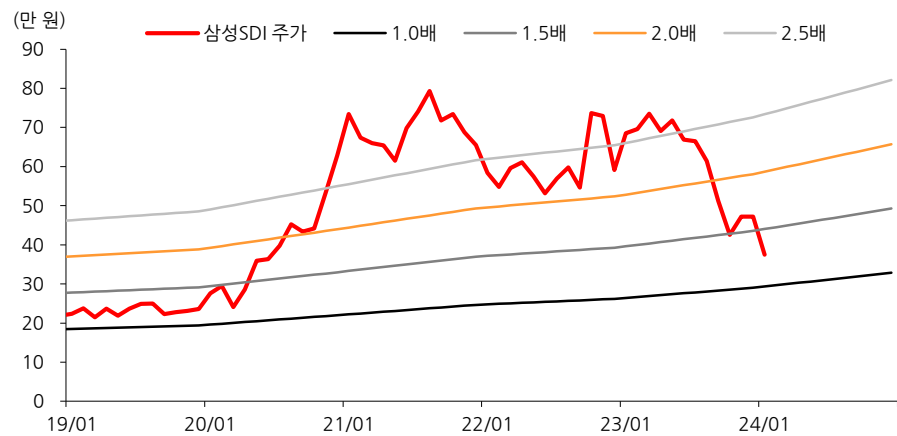
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 삼성 SDI 12M Fwd PER band chart



자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 삼성 SDI 12M Fwd PBR band chart



자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

### 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	13,553	20,124	22,708	23,531	28,907
매출총이익	3,078	4,221	3,839	3,953	5,297
영업이익	1,068	1,808	1,633	1,784	2,634
EBITDA	2,320	3,271	3,361	4,031	5,439
순이자손익	-33	-34	-200	-192	-192
외화관련손익	16	-42	-13	-147	-147
지분법손익	530	1,040	851	1,002	1,003
세전계속사업손익	1,663	2,652	2,486	2,603	3,453
당기순이익	1,250	2,039	2,066	2,139	2,837
지배주주순이익	1,170	1,952	2,009	2,073	2,750
증가율(%)					
매출액	20.0	48.5	12.8	3.6	22.8
영업이익	59.0	69.4	-9.7	9.2	47.6
EBITDA	32.2	41.0	2.8	19.9	34.9
순이익	98.2	63.1	1.3	3.5	32.7
이익률(%)					
매출총이익률	22.7	21.0	16.9	16.8	18.3
영업이익률	7.9	9.0	7.2	7.6	9.1
EBITDA 이익률	17.1	16.3	14.8	17.1	18.8
세전이익률	12.3	13.2	10.9	11.1	11.9
순이익률	9.2	10.1	9.1	9.1	9.8

### 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금흐름	2,176	2,641	2,451	3,409	4,451
당기순이익	1,250	2,039	2,066	2,139	2,837
자산상각비	1,252	1,463	1,728	2,246	2,805
운전자본증감	-25	-369	-268	2	-195
매출채권 감소(증가)	-283	-673	10	-255	-730
재고자산 감소(증가)	1	-678	109	-280	-767
매입채무 증가(감소)	310	851	-323	245	1,073
투자현금흐름	-1,950	-2,946	-4,710	-5,547	-5,633
유형자산처분(취득)	-2,244	-2,789	-4,239	-6,449	-6,533
무형자산 감소(증가)	-1	-3	-13	-24	-24
투자자산 감소(증가)	0	0	-12	-48	-50
재무현금흐름	583	629	533	1,731	1,431
차입금의 증가(감소)	624	507	458	1,800	1,500
자본의 증가(감소)	-69	-69	-69	-69	-69
배당금의 지급	69	69	69	69	69
총현금흐름	2,438	3,323	3,127	3,408	4,646
(-)운전자본증감(감소)	-429	337	-473	-2	195
(-)설비투자	2,255	2,809	4,249	6,449	6,533
(+)자산매각	10	17	-3	-24	-24
Free Cash Flow	623	194	-653	-3,064	-2,106
(-)기타투자	159	186	1,187	-974	-974
잉여현금	464	8	-1,840	-2,090	-1,132
NOPLAT	803	1,390	1,357	1,466	2,164
(+) Dep	1,252	1,463	1,728	2,246	2,805
(-)운전자본투자	-429	337	-473	-2	195
(-)Capex	2,255	2,809	4,249	6,449	6,533
OpFCF	229	-293	-691	-2,735	-1,759

주: IFRS 연결 기준

### 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	7,445	9,652	8,641	8,574	7,445
현금성자산	2,509	3,182	2,122	1,763	2,509
매출채권	2,078	2,735	2,942	3,196	2,078
재고자산	2,487	3,205	3,077	3,356	2,487
비유동자산	18,388	20,606	25,027	29,282	18,388
투자자산	9,953	10,825	11,752	11,779	9,953
유형자산	7,636	8,965	12,431	16,635	7,636
무형자산	799	815	844	868	799
자산총계	25,833	30,258	33,668	37,855	25,833
유동부채	6,461	8,007	8,636	8,929	6,461
매입채무	3,253	4,258	4,452	4,696	3,253
유동성이자부채	2,529	2,879	2,986	2,986	2,529
비유동부채	4,175	5,033	5,653	7,543	4,175
비유동이자부채	2,139	2,341	2,934	4,734	2,139
부채총계	10,636	13,040	14,288	16,472	10,636
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	5,002	5,002	5,002	5,002	5,002
이익잉여금	8,516	10,468	12,409	14,413	8,516
자본조정	829	659	659	659	829
자기주식	-345	-345	-345	-345	-345
자본총계	15,197	17,218	19,380	21,384	15,197

### 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표					
EPS	16,990	28,366	30,683	31,659	42,009
BPS	208,920	234,231	261,801	290,277	328,374
DPS	1,000	1,030	1,030	1,030	1,030
CFPS	34,641	47,216	44,422	48,414	66,011
ROA(%)	4.9	7.0	6.3	5.8	6.8
ROE(%)	8.5	12.5	11.5	10.7	12.6
ROIC(%)	10.6	16.3	12.8	10.3	11.9
Multiples(x, %)					
PER	38.6	20.8	25.4	11.8	8.9
PBR	3.1	2.5	3.0	1.3	1.1
PSR	3.4	2.1	2.4	1.1	0.9
PCR	18.9	12.5	17.5	7.7	5.7
EV/EBITDA	20.6	13.2	17.2	8.0	6.1
배당수익률	0.2	0.2	0.1	0.3	0.3
안정성(%)					
부채비율	70.0	75.7	73.7	77.0	79.7
Net debt/Equity	14.2	11.8	19.6	27.9	29.7
Net debt/EBITDA	93.1	62.3	113.0	147.8	131.6
유동비율	115.2	120.5	100.1	96.0	101.4
이자보상배율(배)	18.7	20.1	5.5	6.6	9.7
자산구조(%)					
투하자본	38.9	39.4	46.6	54.6	59.2
현금+투자자산	61.1	60.6	53.4	45.4	40.8
자본구조(%)					
차입금	23.5	23.3	23.4	26.5	27.7
자기자본	76.5	76.7	76.6	73.5	72.3

[ Compliance Notice ]

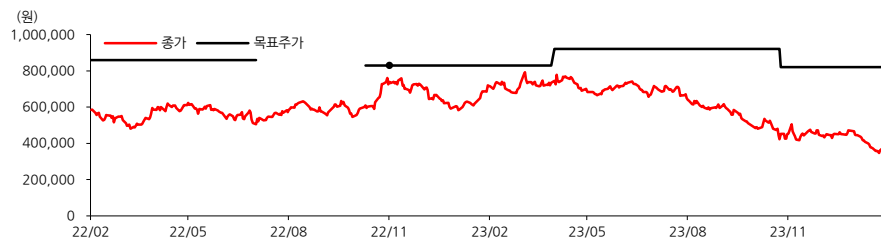
(공표일: 2024년 01월 31일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이용욱)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 삼성SDI 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2022.10.12	2022.10.12	2022.10.27	2023.01.16	2023.01.31
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		이용욱	830,000	830,000	830,000	830,000
일 시	2023.04.03	2023.04.28	2023.05.16	2023.06.30	2023.07.28	2023.09.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	920,000	920,000	920,000	920,000	920,000	920,000
일 시	2023.10.27	2023.11.02	2023.11.14	2023.11.29	2023.12.28	2024.01.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	820,000	820,000	820,000	820,000	820,000	820,000
일 시	2024.01.26	2024.01.31				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	820,000	700,000				

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.10.12	Buy	830,000	-17.34	-4.46
2023.04.03	Buy	920,000	-29.42	-15.43
2023.10.27	Buy	820,000	-46.95	-38.29
2024.01.31	Buy	700,000		

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

## [ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%