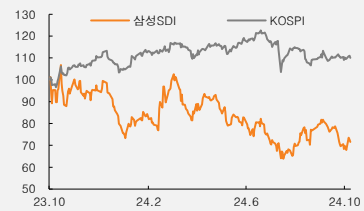


| 투자의견(유지) | 매수 |
|----------------|----------|
| 목표주가(유지) | 530,000원 |
| 현재주가(24/10/30) | 339,000원 |
| 상승여력 | 56.3% |

| | |
|-------------------------|----------|
| 영업이익(24F,십억원) | 736 |
| Consensus 영업이익(24F,십억원) | 945 |
| EPS 성장률(24F,%) | -49.9 |
| MKT EPS 성장률(24F,%) | 75.3 |
| P/E(24F,x) | 23.7 |
| MKT P/E(24F,x) | 10.6 |
| KOSPI | 2,593.79 |
| 시가총액(십억원) | 23,311 |
| 발행주식수(백만주) | 69 |
| 유동주식비율(%) | 73.6 |
| 외국인 보유비중(%) | 38.4 |
| 베타(12M) 일간수익률 | 1.73 |
| 52주 최저가(원) | 303,000 |
| 52주 최고가(원) | 506,000 |

| (%) | 1M | 6M | 12M |
|------|-------|-------|-------|
| 절대주가 | -10.4 | -21.9 | -25.0 |
| 상대주가 | -10.5 | -18.9 | -33.2 |



[디스플레이/배터리]

김철중
chuljoong.kim@miraeasset.com강민희
minhui.kang@miraeasset.com

삼성SDI

갈 길 간다

목표주가 53만원 유지.

삼성SDI에 대한 목표주가 53만원을 유지한다. 4분기 실적은 기존 예상대비 하향 조정하였으나, 25년 예상 실적은 기존 전망을 유지하였다. Target EV/EBITDA는 글로벌 경쟁사 평균 11배이다. 25년 영업이익은 1.7조원(AMPC 6,030억원)으로 예상한다. AMPC 예상 금액을 기존 대비 +28% 상향 조정하였는데, 이는 최근 발표된 AMPC 지급 기준에서 '모듈'이 포함된 점을 반영하여 Gwh 당 수령 금액을 \$35 → \$45로 상향 조정함에 기인한다.

올해까지는 충분히 예상되었던 실적 부진이다. 중요한 것은 다음 주 진행되는 미국 대선 결과이다. 미국 대선 결과에 따라 단기 주가 변동성 확대가 예상되나, 당사는 현실적으로 IRA의 단기 폐지 가능성은 낮다고 판단한다. 대선 전후 주가 하락 시 매수 전략을, P/B 1.0배 수준의 주가에서는 부담없는 바닥 매수를 권고한다.

예상되었던 단기 실적 부진 속 급성장하는 ESS

삼성SDI의 3Q24 매출액은 3.9조원(-4% QoQ), 영업이익은 1,299억원(-46% QoQ)을 기록하였다. 당사 예상치에 부합하는 영업이익을 기록하였다. EV 및 ESS는 견조하였고, 소형 배터리 부진(OPM -2%)은 지속되었다.

특히 ESS 사업부는 전분기 대비 +25% 매출 증가하며 영업이익률 역시 7%를 기록한 것으로 추정한다. ESS 사업부 호조는 4분기에도 지속될 것으로 예상된다. ESS 4분기 매출액은 9,030억원(+55% QoQ), 영업이익률 12%를 기록하며 사업부 최대 분기 실적을 기록할 것으로 전망한다. 글로벌 ESS 수요의 구조적 성장과 미국 시장 내 ESS 중국 배터리 관세 정책 등을 감안 시, Nextera Energy 이후 추가 수주에 대한 기대도 유효하다.

남들이 주춤할 때 지속되는 신규 수주 기반 투자

유럽 신생 경쟁자 포함 글로벌 경쟁자들의 투자가 축소되는 중에도 당사는 안정적인 신규 수주를 바탕으로 계획했던 증설을 지속하고 있다. ESS, 4680셀, 폴리머→ 각형 전환 프로젝트 건들을 지속 수주하고 있는 것으로 파악하며, 과거 벌여졌던 점유율 갭은 중장기 관점에서 축소되기 시작할 것으로 판단한다. 중장기 관점에서의 타픽 의견을 유지한다.

| 결산기 (12월) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 (십억원) | 13,553 | 20,124 | 22,708 | 17,768 | 19,673 |
| 영업이익 (십억원) | 1,068 | 1,808 | 1,633 | 736 | 1,704 |
| 영업이익률 (%) | 7.9 | 9.0 | 7.2 | 4.1 | 8.7 |
| 순이익 (십억원) | 1,170 | 1,952 | 2,009 | 1,006 | 1,760 |
| EPS (원) | 16,621 | 27,736 | 28,547 | 14,299 | 25,009 |
| ROE (%) | 8.5 | 12.5 | 11.5 | 5.2 | 8.4 |
| P/E (배) | 39.4 | 21.3 | 16.5 | 23.7 | 13.6 |
| P/B (배) | 3.1 | 2.5 | 1.8 | 1.2 | 1.1 |
| 배당수익률 (%) | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 |

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

표 1. 삼성SDI 밸류에이션 Table

(십억원, 배)

| | 25년 EBITDA | 적용 EV/EBITDA | EV | Note |
|------------------------------|------------|--------------|---------|-----------------|
| 소형 배터리 | 759 | 11.0 | 8,348 | AMPC 6,030억원 포함 |
| 중대형 배터리 | 2,843 | 11.0 | 31,276 | |
| 전자재료 | 362 | 10.0 | 3,619 | |
| 영업 가치 (A) | | | 43,243 | |
| Net borrowings (C) | | | 6,456 | |
| Equity value (A)-(C)+(D) | | | 36,787 | |
| Number of outstanding shares | | | 68,765 | |
| Value per share | | | 534,969 | |

자료: 삼성SDI, 미래에셋증권 리서치센터

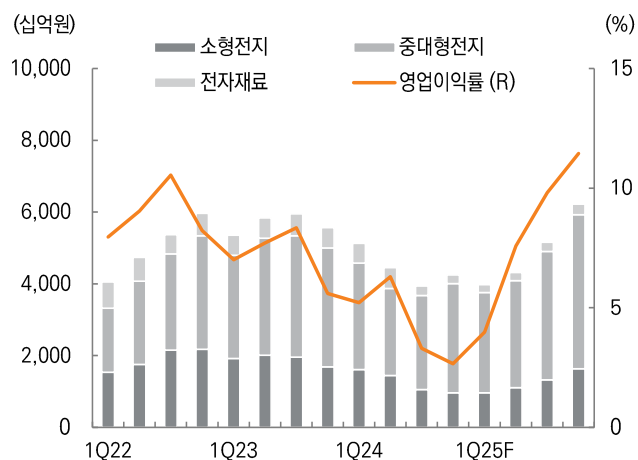
표 2. 삼성SDI 연결 기준 영업 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

| 구분 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24P | 4Q24F | 1Q25F | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F | 2023 | 2024F | 2025F |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 매출액 | 5,131 | 4,450 | 3,936 | 4,251 | 3,977 | 4,313 | 5,159 | 6,223 | 22,708 | 17,767 | 19,673 |
| 전지 | 4,582 | 3,873 | 3,672 | 4,010 | 3,758 | 4,086 | 4,902 | 5,924 | 20,406 | 16,136 | 18,671 |
| 소형전지(IT) | 1,610 | 1,446 | 1,050 | 965 | 961 | 1,106 | 1,326 | 1,632 | 7,580 | 5,071 | 5,025 |
| 중대형전지(EV, ESS) | 2,972 | 2,427 | 2,622 | 3,045 | 2,798 | 2,980 | 3,576 | 4,292 | 12,826 | 11,065 | 13,646 |
| 전자재료 | 549 | 577 | 264 | 241 | 218 | 227 | 257 | 299 | 2,302 | 1,631 | 1,002 |
| 영업이익 | 267 | 280 | 130 | 113 | 158 | 327 | 506 | 713 | 1,633 | 791 | 1,704 |
| 전지 | 168 | 59 | 63 | 58 | 60 | 159 | 271 | 407 | 1,342 | 347 | 897 |
| 소형전지(IT) | 73 | -17 | -18 | -75 | -18 | 34 | 69 | 102 | 538 | -37 | 187 |
| 중대형전지(EV, ESS) | 95 | 76 | 81 | 133 | 78 | 125 | 202 | 305 | 805 | 385 | 710 |
| 전자재료 | 53 | 72 | 66 | 35 | 38 | 47 | 54 | 65 | 291 | 227 | 204 |
| 기타 | 47 | 149 | 1 | 20 | 60 | 121 | 181 | 241 | 0 | 216 | 603 |
| 영업이익률 | 5.2 | 6.3 | 3.3 | 2.7 | 4.0 | 7.6 | 9.8 | 11.5 | 7.2 | 4.4 | 8.7 |
| 전지 | 3.7 | 1.5 | 1.7 | 1.4 | 1.6 | 3.9 | 5.5 | 6.9 | 6.6 | 2.2 | 4.8 |
| 소형전지(IT) | 4.5 | -1.2 | -1.7 | -7.8 | -1.9 | 3.1 | 5.2 | 6.2 | 7.1 | -0.7 | 3.7 |
| 중대형전지(EV, ESS) | 3.2 | 3.1 | 3.1 | 4.4 | 2.8 | 4.2 | 5.6 | 7.1 | 6.3 | 3.5 | 5.2 |
| 전자재료 | 9.6 | 12.5 | 25.2 | 14.7 | 17.5 | 20.8 | 21.1 | 21.5 | 12.6 | 13.9 | 20.4 |

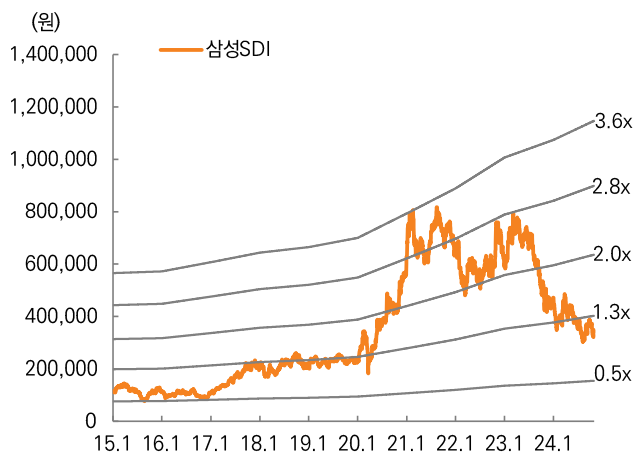
자료: 삼성SDI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 삼성SDI 분기 실적 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 삼성SDI 12개월 선행 P/B 밴드 차트



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

삼성SDI (006400)

예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원) | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 20,124 | 22,708 | 17,768 | 19,673 |
| 매출원가 | 15,903 | 18,726 | 14,345 | 14,859 |
| 매출총이익 | 4,221 | 3,982 | 3,423 | 4,814 |
| 판매비와관리비 | 2,413 | 2,349 | 2,686 | 3,109 |
| 조정영업이익 | 1,808 | 1,633 | 736 | 1,704 |
| 영업이익 | 1,808 | 1,633 | 736 | 1,704 |
| 비영업손익 | 844 | 853 | 398 | 502 |
| 금융손익 | -47 | -191 | -317 | -403 |
| 관계기업등 투자손익 | 1,040 | 1,017 | 792 | 872 |
| 세전계속사업손익 | 2,652 | 2,486 | 1,134 | 2,206 |
| 계속사업법인세비용 | 613 | 420 | 189 | 353 |
| 계속사업이익 | 2,039 | 2,066 | 999 | 1,853 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 2,039 | 2,066 | 999 | 1,853 |
| 지배주주 | 1,952 | 2,009 | 1,006 | 1,760 |
| 비지배주주 | 87 | 57 | -7 | 93 |
| 총포괄이익 | 1,899 | 2,132 | 1,511 | 1,853 |
| 지배주주 | 1,848 | 2,095 | 1,406 | 1,774 |
| 비지배주주 | 51 | 37 | 106 | 79 |
| EBITDA | 3,271 | 3,361 | 2,613 | 3,964 |
| FCF | -168 | -1,945 | -5,250 | 391 |
| EBITDA 마진율 (%) | 16.3 | 14.8 | 14.7 | 20.1 |
| 영업이익률 (%) | 9.0 | 7.2 | 4.1 | 8.7 |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 9.7 | 8.8 | 5.7 | 8.9 |

예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원) | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름 | 2,641 | 2,104 | 577 | 6,391 |
| 당기순이익 | 2,039 | 2,066 | 999 | 1,853 |
| 비현금수익비용가감 | 1,416 | 1,498 | 1,711 | 2,021 |
| 유형자산감가상각비 | 1,408 | 1,660 | 1,805 | 2,206 |
| 무형자산상각비 | 55 | 68 | 72 | 54 |
| 기타 | -47 | -230 | -166 | -239 |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동 | -501 | -938 | -1,632 | 3,227 |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가) | -673 | -484 | -133 | -139 |
| 재고자산 감소(증가) | -678 | -134 | -290 | -285 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 851 | -120 | -743 | 692 |
| 법인세납부 | -279 | -398 | -229 | -353 |
| 투자활동으로 인한 현금흐름 | -2,946 | -4,105 | -4,227 | -5,870 |
| 유형자산처분(취득) | -2,789 | -4,037 | -5,817 | -6,000 |
| 무형자산감소(증가) | -3 | -12 | -7 | 0 |
| 장단기금융부채의 감소(증가) | -301 | -77 | 509 | -50 |
| 기타투자활동 | 147 | 21 | 1,088 | 180 |
| 재무활동으로 인한 현금흐름 | 629 | 903 | 2,176 | 942 |
| 장단기금융부채의 증가(감소) | 552 | 578 | 2,310 | 1,009 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | -69 | -72 | -67 | -67 |
| 기타재무활동 | 146 | 397 | -67 | 0 |
| 현금의 증가 | 289 | -1,090 | -1,290 | 1,222 |
| 기초현금 | 2,326 | 2,614 | 1,524 | 234 |
| 기말현금 | 2,614 | 1,524 | 234 | 1,457 |

자료: 삼성SDI, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

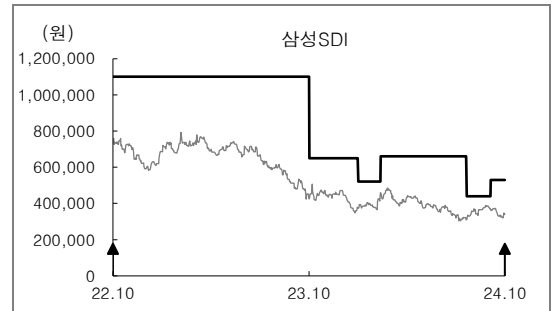
| (십억원) | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 9,652 | 9,187 | 7,602 | 9,344 |
| 현금 및 현금성자산 | 2,614 | 1,524 | 234 | 1,457 |
| 매출채권 및 기타채권 | 2,709 | 3,048 | 2,980 | 3,180 |
| 재고자산 | 3,205 | 3,297 | 3,629 | 3,914 |
| 기타유동자산 | 1,124 | 1,318 | 759 | 793 |
| 비유동자산 | 20,606 | 24,852 | 30,455 | 35,254 |
| 관계기업투자등 | 8,940 | 9,996 | 10,096 | 11,106 |
| 유형자산 | 8,965 | 11,893 | 17,529 | 21,324 |
| 무형자산 | 815 | 859 | 824 | 770 |
| 자산총계 | 30,258 | 34,039 | 38,057 | 44,598 |
| 유동부채 | 8,007 | 8,519 | 10,330 | 12,956 |
| 매입채무 및 기타채무 | 3,447 | 3,480 | 3,144 | 4,603 |
| 단기금융부채 | 2,879 | 2,894 | 4,690 | 4,699 |
| 기타유동부채 | 1,681 | 2,145 | 2,496 | 3,654 |
| 비유동부채 | 5,033 | 5,613 | 5,853 | 7,982 |
| 장기금융부채 | 2,341 | 2,905 | 3,419 | 4,419 |
| 기타비유동부채 | 2,692 | 2,708 | 2,434 | 3,563 |
| 부채총계 | 13,040 | 14,132 | 16,182 | 20,938 |
| 지배주주지분 | 16,486 | 18,511 | 20,140 | 21,833 |
| 자본금 | 357 | 357 | 357 | 357 |
| 자본잉여금 | 5,002 | 5,002 | 5,002 | 5,002 |
| 이익잉여금 | 10,468 | 12,336 | 13,275 | 14,968 |
| 비지배주주지분 | 732 | 1,396 | 1,734 | 1,827 |
| 자본총계 | 17,218 | 19,907 | 21,874 | 23,660 |

예상 주당가치 및 valuation (요약)

| | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| P/E (x) | 21.3 | 16.5 | 23.7 | 13.6 |
| P/CF (x) | 12.0 | 9.3 | 8.8 | 6.2 |
| P/B (x) | 2.5 | 1.8 | 1.2 | 1.1 |
| EV/EBITDA (x) | 13.4 | 11.3 | 12.7 | 8.3 |
| EPS (원) | 27,736 | 28,547 | 14,299 | 25,009 |
| CFPS (원) | 49,091 | 50,637 | 38,503 | 55,044 |
| BPS (원) | 239,134 | 267,915 | 291,057 | 315,115 |
| DPS (원) | 1,030 | 1,000 | 1,000 | 1,000 |
| 배당성향 (%) | 3.3 | 3.2 | 6.5 | 3.5 |
| 배당수익률 (%) | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 |
| 매출액증가율 (%) | 48.5 | 12.8 | -21.8 | 10.7 |
| EBITDA증가율 (%) | 41.0 | 2.8 | -22.3 | 51.7 |
| 조정영업이익증가율 (%) | 69.4 | -9.7 | -54.9 | 131.6 |
| EPS증가율 (%) | 66.9 | 2.9 | -49.9 | 74.9 |
| 매출채권 회전율 (회) | 9.2 | 8.6 | 6.2 | 6.7 |
| 재고자산 회전율 (회) | 7.1 | 7.0 | 5.1 | 5.2 |
| 매입채무 회전율 (회) | 9.2 | 8.7 | 7.9 | 8.1 |
| ROA (%) | 7.3 | 6.4 | 2.8 | 4.5 |
| ROE (%) | 12.5 | 11.5 | 5.2 | 8.4 |
| ROIC (%) | 12.9 | 10.2 | 2.8 | 10.8 |
| 부채비율 (%) | 75.7 | 71.0 | 74.0 | 88.5 |
| 유동비율 (%) | 120.5 | 107.8 | 73.6 | 72.1 |
| 순차입금/자기자본 (%) | 11.8 | 18.4 | 35.6 | 32.0 |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 20.1 | 6.0 | 2.0 | 4.0 |

투자의견 및 목표주가 변동추이

| 제시일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 과리율(%) | |
|----------------|----------|-----------|--------|------------|
| | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 삼성SDI (006400) | | | | |
| 2024.10.04 | 매수 | 530,000 | - | - |
| 2024.08.20 | 매수 | 440,000 | -18.24 | -11.93 |
| 2024.03.13 | 매수 | 660,000 | -40.61 | -26.36 |
| 2024.01.31 | 매수 | 520,000 | -24.66 | -11.63 |
| 2023.11.01 | 매수 | 650,000 | -33.26 | -22.15 |
| 2023.04.28 | 1년 경과 이후 | 1,100,000 | -42.81 | -32.55 |
| 2022.04.28 | 매수 | 1,100,000 | -41.60 | -27.91 |



* 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 |
|--------|-----------------|--------|----|
| 82.38% | 10.23% | 7.39% | 0% |

* 2024년 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.