

(Analyst) 김철중 chuljoong.kim@miraeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

006400 · 2차전지

삼성SDI**배수의 진(背水之陣)**

(유지)

매수

목표주가

520,000원 ▼

상승여력

38.9%

현재주가(24/1/30)

374,500원

KOSPI	2,498.81	시가총액(십억원)	25,752	발행주식수(백만주)	69	외국인 보유비중(%)	43.5
-------	----------	-----------	--------	------------	----	-------------	------

Report summary**목표주가 52만원으로 하향 조정. 더 이상 물러날 곳이 없는 밸류에이션**

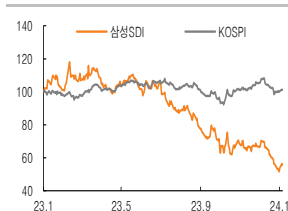
24년 예상 EBITDA -19% 하향 조정. 연말 연초 메탈 가격 추가 하락에 따른 1H24 실적 추정치 하향
24년 예상 실적 기준 P/B 1.2배, 25년 1.1배. 우려가 충분히 반영된 역사적 저점 밸류에이션

EV 배터리, AMPC 없이 6% 이상의 견조한 수익성 지속. 1분기 분기 실적 바닥 통과 예상

1) 상대적으로 견조한 전방 고객사(BMW, Audi 등) 수요, 2) P4 → P5 → P6로의 제품 믹스 개선 지속되며, 글로벌 경쟁사 대비 견조한 EV 배터리 실적 지속 중

24년 CAPEX 6.3조원 예상(+46% QoQ). 드디어 유의미한 투자 시작. 25년 M/S 확대 전망

업황 둔화기. 경쟁사 CAPEX 확대 제한적인 구간. 동사는 CAPEX 집행 규모 확대. 점유율 회복의 시작

Key data**Price performance**

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-20.7	-43.5	-45.5
상대주가	-15.7	-41.0	-46.5

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	13,553	20,124	22,708	23,968	30,197
영업이익 (십억원)	1,068	1,808	1,633	1,824	3,062
영업이익률 (%)	7.9	9.0	7.2	7.6	10.1
순이익 (십억원)	1,170	1,952	2,007	2,195	3,021
EPS (원)	16,621	27,736	28,513	31,186	42,924
ROE (%)	8.5	12.5	11.3	10.8	13.3
P/E (배)	39.4	21.3	16.6	12.0	8.7
P/B (배)	3.1	2.5	1.7	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

목표주가 52만원으로 하향. 배수의 진(背水之陣)

목표주가 52만원으로 하향 조정

연말 연초 메탈 가격 추가 하락에 따른 1) 평가 예상치 추가 하향 조정, 2) 원통형 수요 개선 지연을 반영하여, 24년 연간 예상 EBITDA를 -19% 하향 조정하였다. 실적 추정치 하향 조정을 반영하여 목표주가를 52만원(기존 65만원)으로 하향 조정하였다.

단, 동사의 분기 실적은 1Q24를 바닥으로 점진적 회복 구간에 진입할 것으로 전망하며, 하반기 스프레드 개선이 시작되며 분기 이익 개선이 가속화될 것으로 예상한다. 1) 24년, 25년 각각 P/B 1.2배, 1.1배까지 하락한 역사적 저점 밸류에이션, 2) 경쟁사 대비 뒤쳐졌던 CAPEX 확대 본격화 및 중장기 시장 점유율 상승을 감안 시, 매수로 대응해야 하는 주가 수준이라고 판단한다.

표 1. 삼성SDI 연결 기준 영업 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F	2025F
매출액	5,355	5,841	5,948	5,565	5,095	5,397	6,227	7,250	22,708	23,968	30,197
전지	4,798	5,270	5,340	4,998	4,557	4,846	5,612	6,573	20,406	21,588	27,619
소형전지(IT)	1,923	2,009	1,961	1,688	1,530	1,617	1,981	2,360	7,580	7,488	9,070
중대형전지(EV, ESS)	2,875	3,261	3,379	3,310	3,028	3,230	3,631	4,212	12,826	14,100	18,549
전자재료	557	570	608	567	537	550	615	677	2,302	2,379	2,578
영업이익	375	450	496	312	253	362	525	684	1,633	1,824	3,062
전지	316	388	412	226	205	301	436	586	1,342	1,527	2,114
소형전지(IT)	143	199	160	36	60	83	177	220	538	540	752
중대형전지(EV, ESS)	173	189	252	190	145	217	259	366	805	988	1,362
전자재료	59	62	84	86	48	61	89	98	291	297	381
기타									0	0	567
영업이익률	7.0	7.7	8.3	5.6	5.0	6.7	8.4	9.4	7.2	7.6	10.1
전지	6.6	7.4	7.7	4.5	4.5	6.2	7.8	8.9	6.6	7.1	7.7
소형전지(IT)	7.5	9.9	8.2	2.1	3.9	5.2	8.9	9.3	7.1	7.2	8.3
중대형전지(EV, ESS)	6.0	5.8	7.5	5.8	4.8	6.7	7.1	8.7	6.3	7.0	7.3
전자재료	10.6	10.9	13.8	15.1	8.9	11.2	14.5	14.5	12.6	12.5	14.8

자료: 삼성SDI, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 삼성SDI 밸류에이션 Table

(십억원, 배)

	24년 EBITDA	적용 EV/EBITDA	EV	Note
소형 배터리	1,127	10.5	11,831	24년 예상 EBITDA -19% 하향 조정
중대형 배터리	2,138	10.5	22,449	
전자재료	465	10.0	4,653	
영업 가치 (A)			38,932	
Net borrowings (C)			3,430	2024년 말 예상
Equity value (A)+(B)-(C)+(D)			35,502	
Number of outstanding shares			68,765	
Value per share			516,284	

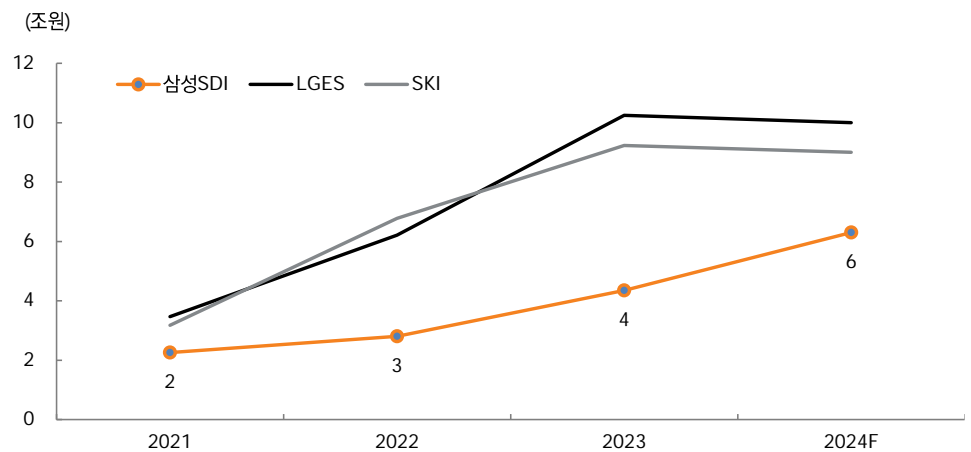
자료: 삼성SDI, 미래에셋증권 리서치센터

점진적 시장 점유율 회복의 서막: CAPEX 비교

EV 수요 예상치 하향 조정이 시작되며, 공격적인 투자 기조가 지속되던 글로벌 경쟁사들의 투자 규모는 주춤하기 시작했다. LG에너지솔루션과 SK이노베이션의 24년 CAPEX는 23년 수준(LGES 10조원, SK이노베이션 10조원)일 것으로 예상된다. 반면, 동사의 24년 CAPEX 규모는 6.3조원(+46% YoY)로 큰 폭 증가할 것으로 예상된다.

고객사 측면에서도 1) GM, 2) 현대/기아차, 3) Volvo 등 기존 경쟁사 단독 공급이던 고객사 물량 확보에 성공했다. 지난 9월 스텔란티스 J/V 2공장 투자까지 확정되며, 중장기 시장점유율 확보의 서막이 시작되었다고 판단한다. 점진적인 밸류에이션 갭 해소를 예상한다.

그림 1. 배터리 셀 3사 연간 CAPEX 추이 및 전망. 업황 둔화기 오히려 투자 확대

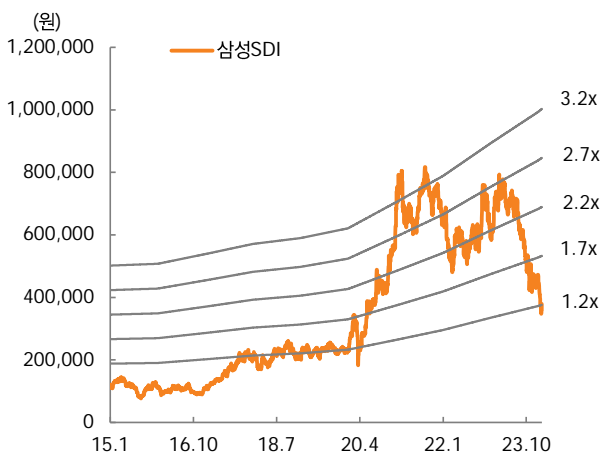


자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

물러날 곳 없는 밸류에이션. 24년 P/B 1.2배, 25년 P/B 1.1배

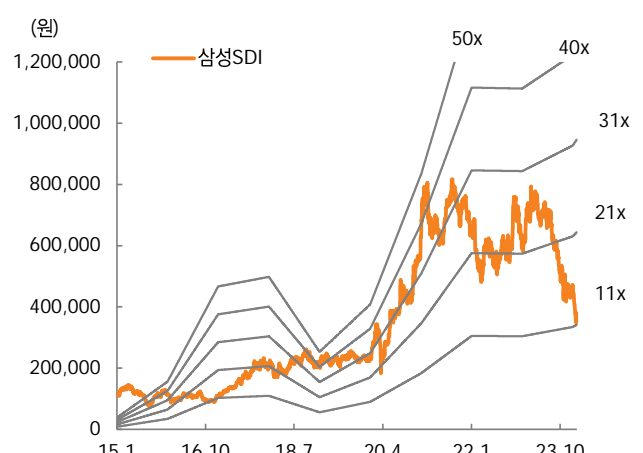
실적 추정치 하향 조정에도 여전히 매력적인 밸류에이션이다. 대부분의 밸류에이션 지표가 공장 문을 닫을 위기에 처했던 20년 3월 COVID 초기 수준이다.

그림 2. 삼성SDI 12개월 선행 P/B 밴드 차트



자료: WiseFn, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 삼성SDI 12개월 선행 P/E 밴드 차트



자료: WiseFn, 미래에셋증권 리서치센터

삼성SDI (006400)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	20,124	22,708	23,968	30,197
매출원가	15,903	18,577	19,043	23,371
매출총이익	4,221	4,131	4,925	6,826
판매비와관리비	2,413	2,498	3,101	3,763
조정영업이익	1,808	1,633	1,824	3,062
영업이익	1,808	1,633	1,824	3,062
비영업손익	844	850	902	914
금융손익	-47	-179	-236	-386
관계기업등 투자손익	1,040	996	1,164	1,339
세전계속사업손익	2,652	2,483	2,726	3,976
계속사업법인세비용	613	420	463	676
계속사업이익	2,039	2,064	2,263	3,300
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	2,039	2,064	2,263	3,300
지배주주	1,952	2,007	2,195	3,021
비지배주주	87	57	68	279
총포괄이익	1,899	2,423	2,263	3,300
지배주주	1,848	2,333	2,208	3,219
비지배주주	51	90	55	80
EBITDA	3,271	3,361	3,730	5,080
FCF	-168	-2,132	-1,292	-948
EBITDA 마진율 (%)	16.3	14.8	15.6	16.8
영업이익률 (%)	9.0	7.2	7.6	10.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.7	8.8	9.2	10.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	9,652	10,123	8,803	10,460
현금 및 현금성자산	2,614	2,733	857	509
매출채권 및 기타채권	2,709	3,177	3,763	4,306
재고자산	3,205	3,126	3,045	4,449
기타유동자산	1,124	1,087	1,138	1,196
비유동자산	20,606	23,742	30,753	37,836
관계기업투자등	8,940	8,339	10,864	13,906
유형자산	8,965	12,546	16,990	21,011
무형자산	815	823	773	735
자산총계	30,258	33,865	39,556	48,296
유동부채	8,007	8,698	10,435	12,528
매입채무 및 기타채무	3,447	3,364	4,383	5,610
단기금융부채	2,879	2,985	2,993	3,002
기타유동부채	1,681	2,349	3,059	3,916
비유동부채	5,033	5,045	6,805	10,221
장기금융부채	2,341	2,534	3,534	6,034
기타비유동부채	2,692	2,511	3,271	4,187
부채총계	13,040	13,743	17,240	22,749
지배주주지분	16,486	19,171	21,298	24,250
자본금	357	357	357	357
자본잉여금	5,002	5,002	5,002	5,002
이익잉여금	10,468	12,406	14,532	17,485
비지배주주지분	732	951	1,018	1,297
자본총계	17,218	20,122	22,316	25,547

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,641	2,217	5,008	5,052
당기순이익	2,039	2,064	2,263	3,300
비현금수익비용가감	1,284	1,387	1,499	1,807
유형자산감가상각비	1,408	1,663	1,856	1,979
무형자산상각비	55	65	50	38
기타	-179	-341	-407	-210
영업활동으로인한자산및부채의변동	-369	-694	1,933	995
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-673	-312	-504	-444
재고자산 감소(증가)	-678	60	81	-1,404
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	851	-15	702	845
법인세납부	-279	-425	-463	-676
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,946	-4,384	-6,392	-6,059
유형자산처분(취득)	-2,789	-4,338	-6,300	-6,000
무형자산감소(증가)	-3	-7	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-301	-64	-92	-59
기타투자활동	147	25	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	629	132	939	2,441
장단기금융부채의 증가(감소)	552	299	1,008	2,509
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-69	-69	-69	-69
기타재무활동	146	-98	0	1
현금의 증가	289	119	-1,876	-348
기초현금	2,326	2,614	2,733	857
기말현금	2,614	2,733	857	509

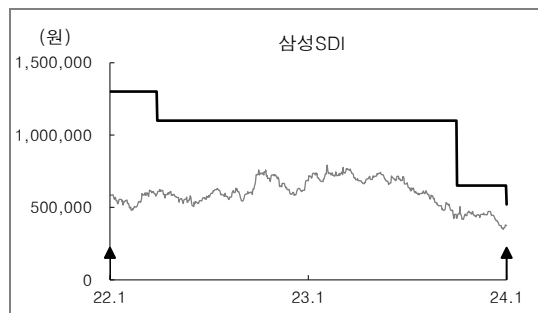
자료: 삼성SDI, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	21.3	16.6	12.0	8.7
P/CF (x)	12.5	9.6	7.0	5.2
P/B (x)	2.5	1.7	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	13.4	10.7	8.6	7.0
EPS (원)	27,736	28,513	31,186	42,924
CFPS (원)	47,216	49,020	53,453	72,557
BPS (원)	239,134	277,292	307,498	349,443
DPS (원)	1,030	1,030	1,030	1,030
배당성향 (%)	3.3	3.3	3.0	2.0
배당수익률 (%)	0.2	0.2	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	48.5	12.8	5.5	26.0
EBITDA증가율 (%)	41.0	2.8	11.0	36.2
조정영업이익증가율 (%)	69.4	-9.7	11.7	67.9
EPS증가율 (%)	66.9	2.8	9.4	37.6
매출채권 회전율 (회)	9.2	8.5	7.6	8.3
재고자산 회전율 (회)	7.1	7.2	7.8	8.1
매입채무 회전율 (회)	9.2	8.2	7.1	6.8
ROA (%)	7.3	6.4	6.2	7.5
ROE (%)	12.5	11.3	10.8	13.3
ROIC (%)	12.9	9.0	12.3	15.7
부채비율 (%)	75.7	68.3	77.3	89.0
유동비율 (%)	120.5	116.4	84.4	83.5
순차입금/자기자본 (%)	11.8	11.0	22.9	31.2
조정영업이익/금융비용 (x)	20.1	6.2	6.2	7.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성SDI (006400)				
2024.01.31	매수	520,000	-	-
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
2021.11.03	매수	1,300,000	-52.13	-41.31



* 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
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 12월 31일 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.