

삼성 SDI (006400/KS)

예상보다 깊은 골

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 480,000 원(하향)

현재주가: 330,500 원

상승여력: 45.2%



Analyst
박형우

hyungwoo@sk.com
02-3773-9035



Analyst
권민규

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

Company Data

발행주식수	6,876 만주
시가총액	22,727 십억원
주요주주	
삼성전자(외4)	20.52%
국민연금공단	7.88%

Stock Data

주가(24/07/30)	330,500 원
KOSPI	2,738.19 pt
52주 최고가	670,000 원
52주 최저가	330,500 원
60일 평균 거래대금	124 십억원

주가 및 상대수익률



24년 2분기 리뷰: 수요 부진과 재고조정

2분기 영업이익은 2,802억원(-38%, 이하 YoY)을 기록했다. 컨센서스(3,320억원)을 다소 하회하는 실적이나, 최근 낮아진 시장 눈높이 수준에 부합했다. 전기차 중대형 배터리는 분기 초 예상과 반대로 Q가 25% 감소했고, ASP는 12% 상승했다. 고객사의 EV 수요가 부진한 가운데 재고조정이 본격화되며 반등 시점이 지연된다. ASP 상승은 출하량 감소 환경에서 PHEV와 배터리팩의 판매 비중이 높아졌기 때문이다. 매출이 부진한 가운데 고객사의 보상금으로 영업이익은 전분기대비 소폭 증가했다.

3분기 전망: 컨센서스 하회 예상

3분기 영업이익은 1,474억원(-70%)로 전망된다. 시장 컨센서스(OP: 4,179억원)의 절반이 안 되는 이익규모다. ① 2분기에 존재했던 일회성 보상금이 사라진다. ② EV 배터리 가격 하락세가 지속된다. 전기차 중대형 배터리는 3분기에 Q가 전분기대비 14% 증가하고, ASP 12% 하락한다고 추산했다. ③ ESS는 지난분기에 이어 20%대 성장이 지속될 전망이다. 다만, 전사 매출내 비중이 15% 수준이 업황에 기여는 제한적이다. ④ 전자재료는 편광필름, 반도체, OLED 소재 모두 견조하다.

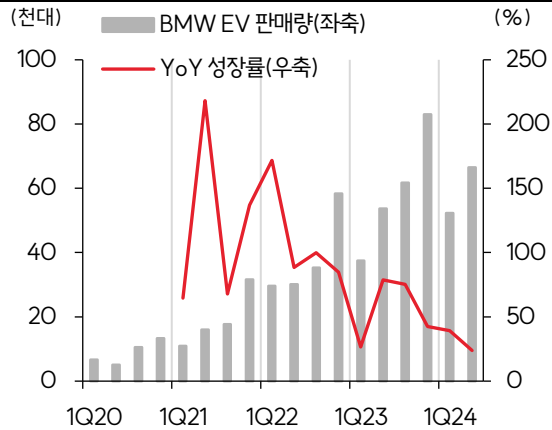
목표주가 480,000 원으로 하향, '매수' 의견 유지

목표주가를 480,000 원으로 하향한다. 24년 예상 BPS에 과거 9년 평균 PBR 1.68 배를 반영했다. 상대적으로, 역사적으로도 저평가 구간에 위치하고 있다. 불황의 골이 생각보다 깊다. 그러나 동사의 재무구조를 고려하면 우려는 주가에 상당부분 반영돼 있다고 판단한다. ① 현 주가는 24F PER 18.3 배다. 25F 14.3 배다. 2차전지가 아닌 IT 대형주와 비교해도 저평가 수준이다. ② 24F PBR은 1.1 배다. 동종업계 기업들의 PBR은 2~15 배인 점을 고려하면 상대적 매력도가 부각된다. ③ 중장기적으로는 동사의 각형과 전고체 배터리 기술을 주목해야 한다. ④ 과거에는 비판받던 보수적인 주주/증설 전략이 현재는 재무 안정성으로 나타나고 있다. 25년을 주목한다.

영업실적 및 투자지표

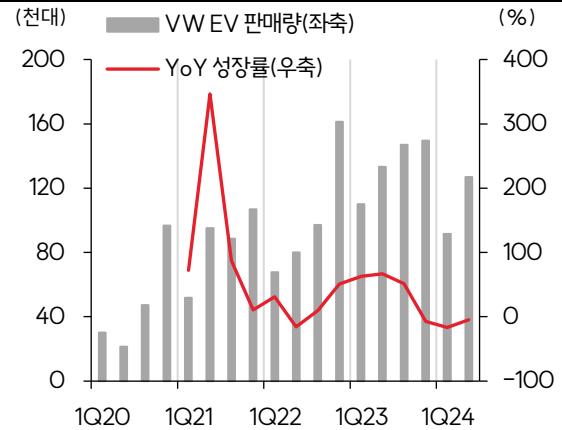
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	13,553	20,124	22,708	19,403	23,963	32,687
영업이익	십억원	1,068	1,808	1,633	1,031	1,551	2,524
순이익(지배주주)	십억원	1,170	1,952	2,009	1,275	1,624	2,214
EPS	원	16,621	27,736	28,547	18,109	23,079	31,461
PER	배	39.4	21.3	16.5	18.3	14.3	10.5
PBR	배	3.1	2.5	1.8	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	20.8	13.4	11.3	9.8	7.7	6.4
ROE	%	8.5	12.5	11.5	6.6	7.9	9.8

BMW 전기차 출하량, 성장률 추이



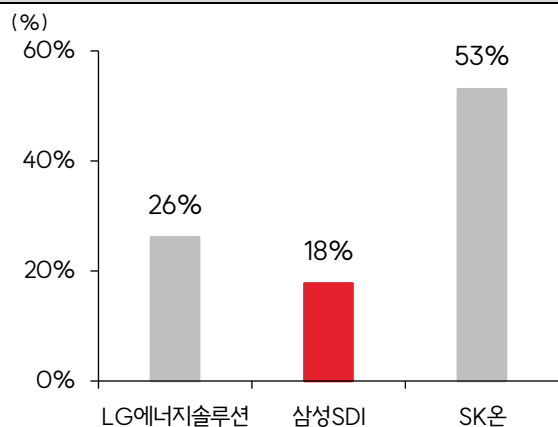
자료: Marklines, SK 증권 / 주: 중국 판매 제외

Volkswagen 전기차 출하량, 성장률 추이



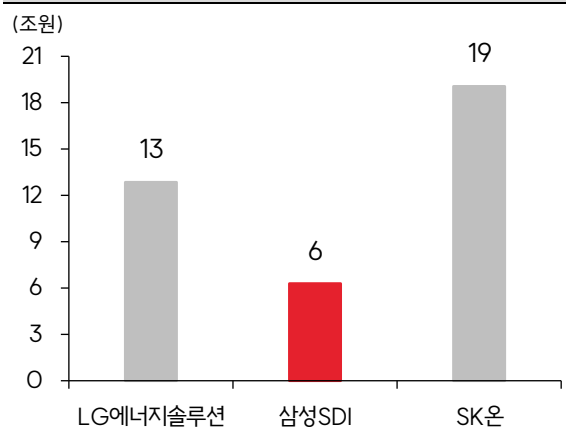
자료: Marklines, SK 증권 / 주: 중국 판매 제외

배터리 셀 3사 비교: 차입금 의존도 (1Q24 기준)



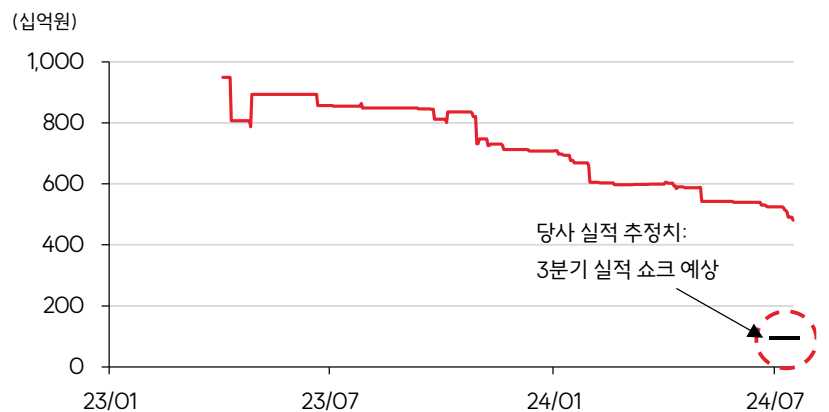
자료: QuantiWise, Dart, SK 증권

배터리 셀 3사 비교: 총차입금액 (1Q24 기준)



자료: QuantiWise, Dart, SK 증권

삼성 SDI 3분기 OP 컨센서스 추이

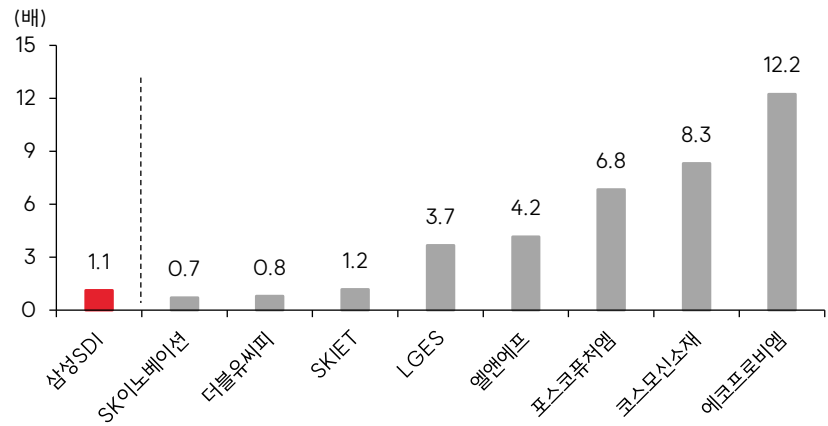


자료: QuantiWise, SK 증권

삼성 SDI, 부문별 실적 추정											
(단위: 억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	53,548	58,406	59,481	55,648	51,309	44,501	45,247	52,971	227,083	194,028	239,628
에너지솔루션	47,978	52,701	53,399	49,983	45,818	38,729	39,186	47,023	204,061	170,756	215,658
중대형	29,267	32,938	34,709	32,489	28,407	25,174	27,013	32,416	129,403	113,011	144,399
EV	23,270	26,351	28,835	27,491	24,284	19,365	19,752	23,702	105,946	87,102	115,629
ESS	5,997	6,588	5,874	4,998	4,124	5,809	7,262	8,714	23,457	25,909	28,770
소형	18,712	19,763	18,690	17,494	17,411	13,555	12,173	14,607	74,658	57,746	71,259
전자재료	5,570	5,705	6,082	5,665	5,491	5,772	6,061	5,948	23,022	23,272	23,970
매출비중	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
에너지솔루션	90%	90%	90%	90%	89%	87%	87%	89%	90%	88%	90%
중대형	55%	56%	58%	58%	55%	57%	60%	61%	57%	58%	60%
EV	43%	45%	48%	49%	47%	44%	44%	45%	47%	45%	48%
ESS	11%	11%	10%	9%	8%	13%	16%	16%	10%	13%	12%
소형	35%	34%	31%	31%	34%	30%	27%	28%	33%	30%	30%
전자재료	10%	10%	10%	10%	11%	13%	13%	11%	10%	12%	10%
매출 성장률, YoY (%)	32%	23%	11%	-7%	-4%	-24%	-24%	-5%	13%	-15%	24%
에너지솔루션	45%	29%	10%	-6%	-5%	-27%	-27%	-6%	16%	-16%	26%
중대형	65%	44%	30%	1%	-3%	-24%	-22%	0%	30%	-13%	28%
EV	67%	47%	36%	10%	4%	-27%	-32%	-14%	36%	-18%	33%
ESS	57%	32%	9%	-31%	-31%	-12%	24%	74%	9%	10%	11%
소형	21%	11%	-14%	-17%	-7%	-31%	-35%	-17%	-2%	-23%	23%
전자재료	-24%	-15%	14%	-9%	-1%	1%	5%	5%	-10%	1%	3%
영업이익 with APMC	3,754	4,502	4,960	3,118	2,674	2,802	1,474	3,363	16,334	10,312	15,508
에너지솔루션	3,163	3,881	4,118	2,261	2,145	2,080	686	2,470	13,423	7,381	12,249
중대형	1,853	1,806	2,623	1,824	1,173	1,007	774	2,032	8,105	4,986	8,228
EV	1,629	1,541	2,476	1,724	1,214	949	593	1,422	7,370	4,178	6,524
ESS	224	264	147	100	-41	58	182	610	735	808	1,704
소형	1,310	2,075	1,495	437	972	1,073	-88	438	5,317	2,395	4,021
전자재료	591	621	842	857	529	722	788	892	2,911	2,931	3,259
AMPC	0	0	0	0	467	79	75	100	0	721	3,006
영업이익률	7%	8%	8%	6%	5%	6%	3%	6%	7%	5%	6%
에너지솔루션	7%	7%	8%	5%	5%	5%	2%	5%	7%	4%	6%
중대형	6%	5%	8%	6%	4%	4%	3%	6%	6%	4%	6%
EV	7%	6%	9%	6%	5%	5%	3%	6%	7%	5%	6%
ESS	4%	4%	3%	2%	-1%	1%	3%	7%	3%	3%	6%
소형	7%	11%	8%	3%	6%	8%	-1%	3%	7%	4%	6%
전자재료	11%	11%	14%	15%	10%	13%	13%	15%	13%	13%	14%

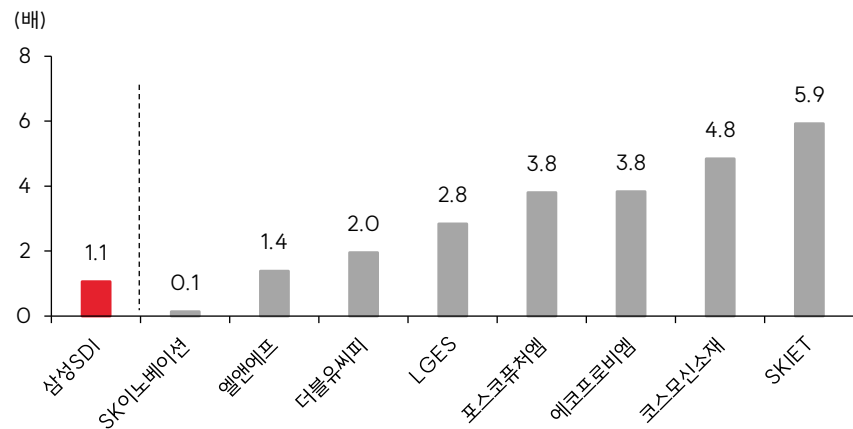
자료: SK 증권 추정

2차전지 주요 기업 PBR 비교 (2024F 기준)



자료: QuantiWise, SK 증권

2차전지 주요 기업 PSR 비교 (2024F 기준)



자료: QuantiWise, SK 증권

삼성 SDI 분기 실적 리뷰 테이블

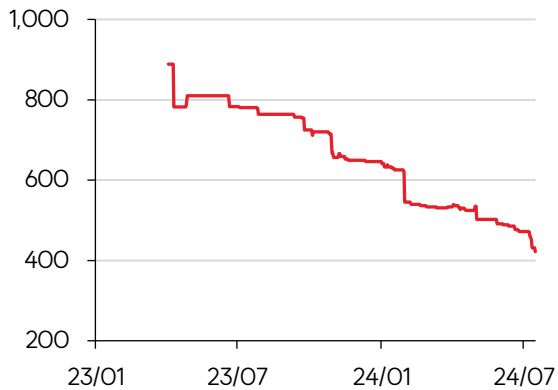
(단위: 십억원)

구분	2Q23	1Q24	2Q24P			3Q24 (E)		2023	2024 (F) 컨센	2025(F) 컨센
			SK	컨센	확정치	컨센	추정치			
매출액	5,840.6	5,130.9	-	5,184.0	4,450.1	5,705.6	4,524.7	22,708.3	22,291.7	26,819.0
영업이익	450.2	220.7	-	332.0	280.2	417.9	147.4	1,633.4	1,491.3	2,587.0
순이익(지배)	460.5	273.1	-	280.9		392.1		2,009.2	1,512.2	2,222.3

자료: Quantiwise, SK 증권 추정

삼성 SDI 3Q24F 영업이익 컨센서스 추이

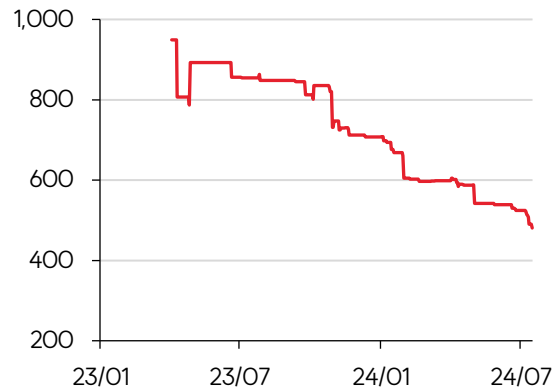
(십억원)



자료: QuantiWise, SK 증권

삼성 SDI 4Q24F 영업이익 컨센서스 추이

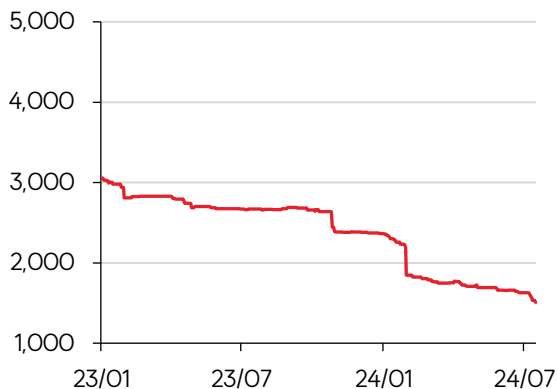
(십억원)



자료: QuantiWise, SK 증권

삼성 SDI 2024년 영업이익 컨센서스 추이

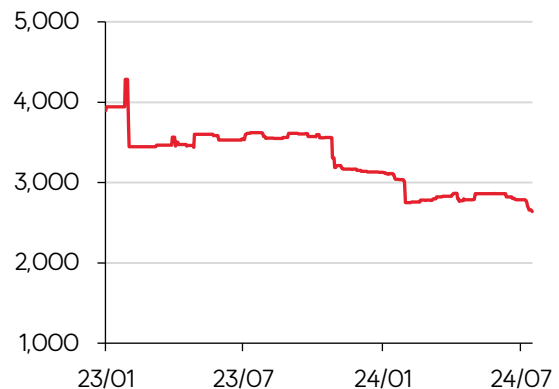
(십억원)



자료: QuantiWise, SK 증권

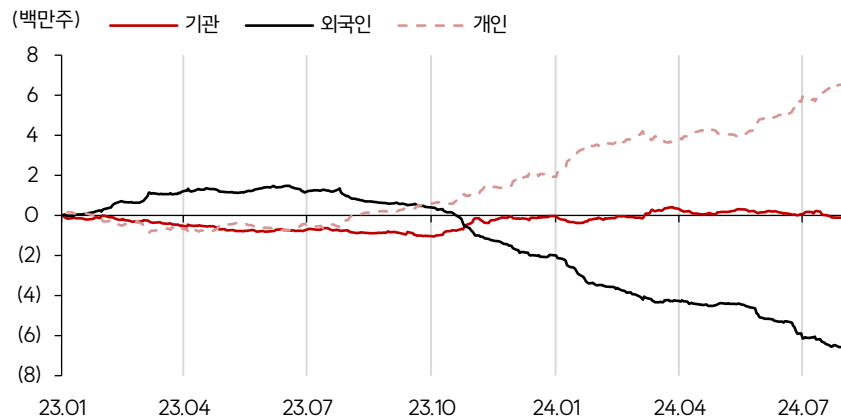
삼성 SDI 2025년 영업이익 컨센서스 추이

(십억원)



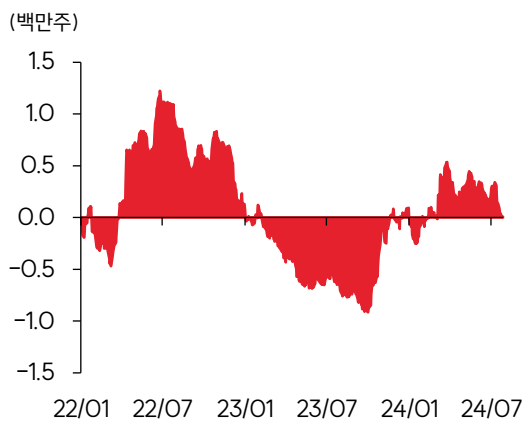
자료: QuantiWise, SK 증권

투자자별 순매수 추이



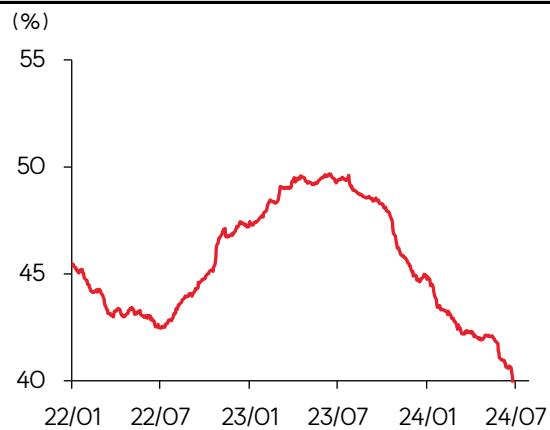
자료: QuantiWise, SK 증권

삼성 SDI 기관 비중 추이 (2022년 초~)



자료: QuantiWise, SK 증권

삼성 SDI 외국인 비중 추이 (2022년 초~)



자료: QuantiWise, SK 증권

삼성 SDI 실적추정 변경표

구분 (단위: 십억원)	변경전		변경후		변경율 (%)	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	23,884	34,138	19,403	23,963	(18.8)	(29.8)
영업이익	1,498	2,914	1,031	1,551	(31.2)	(46.8)
순이익	1,635	2,732	1,275	1,624	(22.0)	(40.6)
OPM (%)	6.3	8.5	5.3	6.5		
NPM	6.8	8.0	6.6	6.8		

자료: SK 증권 추정

삼성 SDI 목표주가 밸류에이션 분석

	2024E	원	비고
목표주가	480,000	원	
24E BPS	287,624	원	24년 BPS
목표 PBR	1.68	배	과거 9년 평균 PBR 1.68 배
주당가치	482,480	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(TTM)



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

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	9,652	9,187	8,036	12,029	14,357
현금및현금성자산	2,614	1,524	1,046	3,932	3,219
매출채권 및 기타채권	2,719	3,145	2,994	3,489	4,802
재고자산	3,205	3,297	3,139	3,610	4,969
비유동자산	20,606	24,852	28,562	34,038	39,900
장기금융자산	1,431	1,652	1,528	1,635	1,798
유형자산	8,965	11,893	15,990	18,298	19,279
무형자산	815	859	802	752	716
자산총계	30,258	34,039	36,597	46,067	54,257
유동부채	8,007	8,519	8,670	12,048	16,548
단기금융부채	2,879	2,894	3,328	4,993	6,873
매입채무 및 기타채무	3,447	3,480	4,296	5,700	7,846
단기충당부채	332	370	352	467	643
비유동부채	5,033	5,613	6,271	10,724	12,158
장기금융부채	2,341	2,905	3,776	7,539	7,915
장기매입채무 및 기타채무	653	487	380	380	380
장기충당부채	51	70	67	88	121
부채총계	13,040	14,132	14,941	22,773	28,706
지배주주지분	16,486	18,511	19,899	21,456	23,603
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	10,468	12,336	13,543	15,101	17,248
비지배주주지분	732	1,396	1,758	1,838	1,948
자본총계	17,218	19,907	21,656	23,294	25,551
부채와자본총계	30,258	34,039	36,597	46,067	54,257

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	2,641	2,104	2,458	5,885	6,383
당기순이익(손실)	2,039	2,066	1,338	1,705	2,324
비현금성항목등	1,416	1,498	2,662	3,680	4,367
유형자산감가상각비	1,408	1,660	2,052	2,691	3,019
무형자산상각비	55	68	68	49	36
기타	-48	-230	542	940	1,312
운전자본감소(증가)	-501	-938	-923	1,439	1,003
매출채권및기타채권의감소(증가)	-673	-484	617	-495	-1,314
재고자산의감소(증가)	-678	-134	172	-471	-1,359
매입채무및기타채무의증가(감소)	851	-120	-807	1,404	2,146
기타	-592	-920	-988	-1,449	-2,006
법인세납부	-279	-398	-370	-509	-694
투자활동현금흐름	-2,946	-4,105	-4,584	-8,275	-9,158
금융자산의감소(증가)	0	0	-219	-58	-240
유형자산의감소(증가)	-2,789	-4,037	-5,055	-5,000	-4,000
무형자산의감소(증가)	-3	-12	-10	0	0
기타	-154	-56	700	-3,217	-4,918
재무활동현금흐름	629	903	1,431	5,360	2,190
단기금융부채의증가(감소)	-269	59	-59	1,664	1,880
장기금융부채의증가(감소)	776	286	1,241	3,763	377
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-69	-72	0	-67	-67
기타	191	629	249	0	-0
현금의 증가(감소)	289	-1,090	-478	2,886	-713
기초현금	2,326	2,614	1,524	1,046	3,932
기말현금	2,614	1,524	1,046	3,932	3,219
FCF	-147	-1,933	-2,596	885	2,383

자료 : 삼성SDI, SK증권 추정

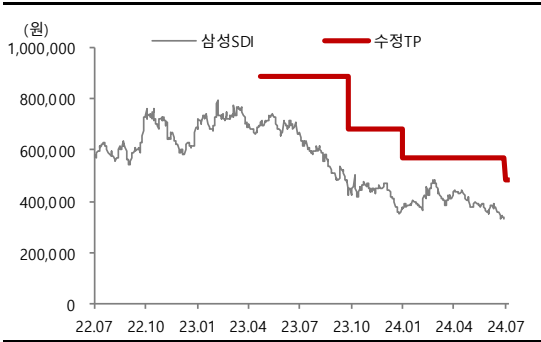
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	20,124	22,708	19,403	23,963	32,687
매출원가	15,903	18,726	16,073	19,830	26,449
매출총이익	4,221	3,982	3,330	4,132	6,238
매출총이익률(%)	21.0	17.5	17.2	17.2	19.1
판매비와 관리비	2,413	2,349	2,345	2,582	3,714
영업이익	1,808	1,633	1,031	1,551	2,524
영업이익률(%)	9.0	7.2	5.3	6.5	7.7
비영업손익	844	853	627	663	494
순금융손익	-47	-191	-256	-430	-618
외환관련손익	-42	16	5	0	0
관계기업등 투자손익	1,040	1,017	935	1,097	1,118
세전계속사업이익	2,652	2,486	1,658	2,214	3,018
세전계속사업이익률(%)	13.2	10.9	8.5	9.2	9.2
계속사업법인세	613	420	321	509	694
계속사업이익	2,039	2,066	1,338	1,705	2,324
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,039	2,066	1,338	1,705	2,324
순이익률(%)	10.1	9.1	6.9	7.1	7.1
지배주주	1,952	2,009	1,275	1,624	2,214
지배주주귀속 순이익률(%)	9.7	8.8	6.6	6.8	6.8
비지배주주	87	57	63	81	110
총포괄이익	1,899	2,132	1,567	1,705	2,324
지배주주	1,848	2,095	1,375	1,497	2,040
비지배주주	51	37	191	208	284
EBITDA	3,271	3,361	3,104	4,291	5,580

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	48.5	12.8	-14.6	23.5	36.4
영업이익	69.4	-9.7	-36.9	50.4	62.8
세전계속사업이익	59.5	-6.3	-33.3	33.5	36.3
EBITDA	41.0	2.8	-7.7	38.3	30.0
EPS	66.9	2.9	-36.6	27.4	36.3
수익성 (%)					
ROA	7.3	6.4	3.8	4.1	4.6
ROE	12.5	11.5	6.6	7.9	9.8
EBITDA마진	16.3	14.8	16.0	17.9	17.1
안정성 (%)					
유동비율	120.5	107.8	92.7	99.8	86.8
부채비율	75.7	71.0	69.0	97.8	112.3
순차입금/자기자본	11.8	18.4	25.3	34.2	41.8
EBITDA/이자비용(배)	36.3	12.3	10.1	8.3	7.6
배당성향	3.5	3.3	5.3	4.1	3.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	27,736	28,547	18,109	23,079	31,461
BPS	239,134	267,915	287,624	309,751	340,261
CFPS	48,527	53,098	48,223	62,018	74,872
주당 현금배당금	1,030	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER	21.3	16.5	18.3	14.3	10.5
PBR	2.5	1.8	1.1	1.1	1.0
PCR	12.2	8.9	6.9	5.3	4.4
EV/EBITDA	13.4	11.3	9.8	7.7	6.4
배당수익률	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.07.31	매수	480,000원	6개월		
2024.01.31	매수	570,000원	6개월	-29.74%	-14.74%
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%
2021.11.29	매수	870,000원	6개월	-32.19%	-18.39%



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 07월 31일 기준)

매수	96.91%	중립	3.09%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------