



삼성SDI (006400)

하반기 드리워진 불안감

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 600,000원

현재 주가(7/30)	330,500원
상승여력	▲ 81.5%
시가총액	230,705억원
발행주식수	68,765천주
52 주 최고가 / 최저가	670,000 / 333,500원
90 일 일평균 거래대금	1,256.29억원
외국인 지분율	38.9%
주주 구성	
삼성전자 (외 5인)	20.5%
국민연금공단 (외 1인)	7.9%
BlackRockFundAdvisors (외)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.2	-20.3	-11.5	-49.4
상대수익률(KOSPI)	-4.1	-23.2	-22.1	-55.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	20,124	22,708	19,168	24,076
영업이익	1,808	1,633	995	2,236
EBITDA	3,271	3,361	2,965	4,641
지배주주순이익	1,952	2,009	1,343	2,165
EPS	28,366	29,197	20,497	33,060
순차입금	2,039	3,665	6,437	8,804
PER	20.8	16.2	16.4	10.1
PBR	2.5	1.8	1.2	1.1
EV/EBITDA	13.2	10.9	10.1	6.9
배당수익률	0.2	0.2	0.3	0.3
ROE	12.5	11.5	7.0	10.4

주가 추이



삼성 SDI 는 유럽 수요 부진에 따라 공장 가동률이 크게 하락했습니다. 하반기도 기존 기대치에 못 미치는 실적이 예상됩니다. 다만, 주가는 이미 부진한 업황을 모두 반영한 수준입니다. 중장기 관점에서 2 차전지 업종 내 가장 편안한 선택지라 판단합니다.

2분기: 유럽 수요 부진 직격탄

동사의 2분기 실적은 매출액 4.5조 원, 영업이익 2,802억 원으로 컨센서스(매출액 5.2조 원, 영업이익 3,320억 원)를 하회했다. 각형 EV 부문 부진이 주효했다. 동사는 BMW/AUDI 등 유럽 전기차향 출하 비중이 높은 가운데, 유럽 수요 부진으로 동사의 헝가리 공장 가동률이 1분기 90%에서 2분기 60%대까지 하락했기 때문이다. 소형전지도 일회성 보상을 제외하면 BEP 수준으로 추정된다. ESS 부문만이 QoQ +30% 이상의 출하량을 기록하며 기대치에 충족했다.

3분기까지 감익 전망

동사의 3분기 실적은 매출액 4.4조 원, 영업이익 1,686억 원으로 컨센서스(매출액 5.7조 원, 영업이익 4,179억 원)를 대폭 하회할 것으로 전망한다. 각형 EV 부문은 스텔란티스향 P6 배터리 출하가 증가하나, 유럽 수요 둔화가 지속되며 연초 수준의 가동률 회복은 어려운 상황이다. 소형전지 부문도 2분기 일회성 보상금 효과가 사라지고, 해당 고객량 물량 공백기로 인해 저조한 가동률과 고정비 부담이 지속될 것으로 전망된다. 하반기에도 ESS만 QoQ +20~30%의 출하량 성장세가 기대된다.

목표주가 60만 원으로 하향, 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 60만 원으로 하향한다. 전방 수요 부진을 감안해 25년 EBITDA를 하향 조정했다. 그동안 견조한 실적을 유지해오던 동사도 전방 수요 부진 여파를 면치 못하고 있다. 동사는 보수적인 투자 기조를 유지해오며 경쟁사 대비 상대적으로 높은 가동률은 유지할 것으로 예상되나, 중장기 기대됐던 신규 공장 가동 시점은 일부 연기될 것으로 판단한다. 그러나 주가는 이미 부정적인 업황을 모두 반영한 수준이다. 2025년 PER은 10배로 역사적 저점이다. 전고체전지/LFP ESS/NMX/46파이 차세대 기술 관련 투자는 줄지 않았다. 외국인 지분율도 39%(vs. 24년 7월 50%)까지 하락했다. 이제는 업황 반등 시기에 외국인 수급 효과도 기대할 수 있다. 중장기 관점에서 업종 내 가장 편안한 선택지라 판단한다.

[표1] 삼성 SDI의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	5,355	5,841	5,948	5,565	5,131	4,450	4,398	5,189	20,124	22,707	19,168	24,076
에너지솔루션	4,798	5,269	5,340	4,998	4,582	3,873	3,780	4,594	17,566	20,405	16,830	21,656
중대형	2,927	3,319	3,418	3,349	2,969	2,459	2,654	3,317	10,027	13,012	11,399	15,555
EV	2,399	2,634	2,830	2,839	2,543	1,917	1,967	2,465	7,829	10,702	8,892	12,296
ESS	528	685	587	510	426	542	687	852	2,197	2,310	2,507	3,259
소형	1,871	1,949	1,922	1,649	1,613	1,414	1,127	1,277	7,539	7,392	5,430	6,100
전자재료	557	571	608	567	549	577	617	594	2,558	2,302	2,338	2,420
영업이익	375	450	496	312	267	280	169	326	1,808	1,633	1,042	2,236
에너지솔루션	316	388	412	226	214	208	91	256	1,254	1,342	769	1,968
AMPC					47	8	9	35			99	558
전자재료	59	62	84	86	53	72	78	70	554	291	273	267
영업이익률	7.0%	7.7%	8.3%	5.6%	5.2%	6.3%	3.8%	6.3%	9.0%	7.2%	5.4%	9.3%
에너지솔루션	6.6%	7.4%	7.7%	4.5%	4.7%	5.4%	2.4%	5.6%	7.1%	6.6%	4.6%	9.1%
AMPC					1.0%	0.2%	0.2%	0.8%			0.6%	2.6%
전자재료	10.6%	10.9%	13.8%	15.1%	9.6%	12.5%	12.6%	11.8%	21.7%	12.6%	11.7%	11.0%
EBITDA	793	879	918	771	727	746	642	896	3,271	3,361	3,011	4,641
EBITDA 마진율	14.8%	15.1%	15.4%	13.9%	14.2%	16.8%	14.6%	17.3%	16.3%	14.8%	15.7%	19.3%

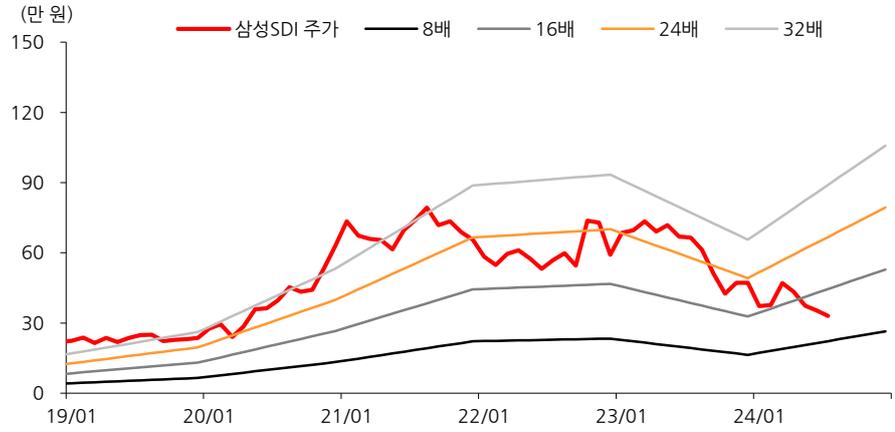
자료: 삼성SDI, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 삼성 SDI의 SOTP 밸류에이션

	25E EBITDA	배수	적정가치 (십억 원)	비고
영업가치			45,509	
에너지솔루션	4,274	10	44,019	Peer 평균 차기년도 예상 EV/EBITDA
전자재료	373	4	1,490	24년 EBITDA에 Peer EV/EBITDA 적용
투자자산가치			4,422	
삼성디스플레이 등			3,689	장부가액 30% 할인
상장사 가치			732	상장사 지분 30% 할인
우선주 시가총액			347	우선주 시가총액
순차입금			8,804	2025년 말 기준
적정 시가총액			40,780	
발행주식수(천 주)			68,765	
주당 Value			593,039	
목표주가			600,000	
현재주가			330,500	
상승여력			81.5%	

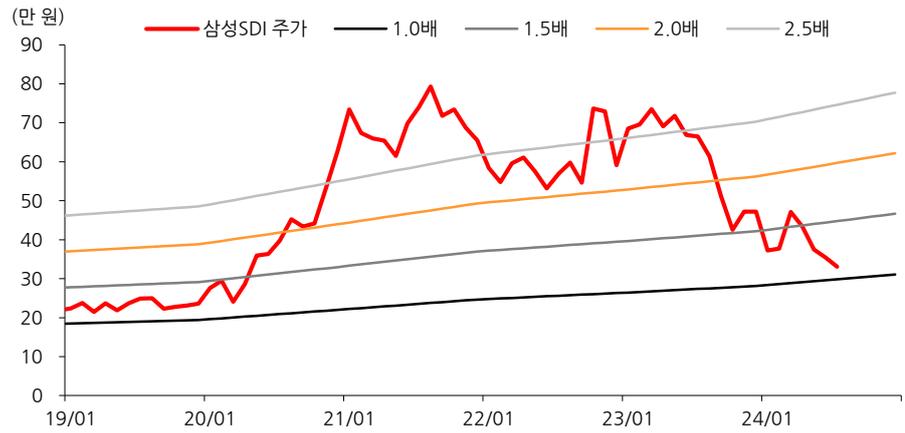
자료: 한화투자증권 리서치센터

[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)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	13,553	20,124	22,708	19,168	24,076
매출총이익	3,078	4,221	3,982	3,795	5,753
영업이익	1,068	1,808	1,633	995	2,236
EBITDA	2,320	3,271	3,361	2,965	4,641
순이자손익	-33	-34	-174	-202	-214
외화관련손익	16	-42	16	-189	-291
지분법손익	530	1,040	1,017	894	895
세전계속사업손익	1,663	2,652	2,486	1,589	2,913
당기순이익	1,250	2,039	2,066	1,371	2,476
지배주주순이익	1,170	1,952	2,009	1,343	2,165
증가율(%)					
매출액	20.0	48.5	12.8	-15.6	25.6
영업이익	59.0	69.4	-9.7	-39.1	124.6
EBITDA	32.2	41.0	2.8	-11.8	56.6
순이익	98.2	63.1	1.3	-33.6	80.6
이익률(%)					
매출총이익률	22.7	21.0	17.5	19.8	23.9
영업이익률	7.9	9.0	7.2	5.2	9.3
EBITDA 이익률	17.1	16.3	14.8	15.5	19.3
세전이익률	12.3	13.2	10.9	8.3	12.1
순이익률	9.2	10.1	9.1	7.2	10.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	2,176	2,641	2,104	1,846	3,501
당기순이익	1,250	2,039	2,066	1,371	2,476
자산상각비	1,252	1,463	1,728	1,969	2,405
운전자본증감	-25	-501	-938	-509	-265
매출채권 감소(증가)	-283	-673	-484	370	-544
재고자산 감소(증가)	1	-678	-134	467	-442
매입채무 증가(감소)	310	851	-120	-554	451
투자현금흐름	-1,950	-2,946	-4,105	-4,547	-5,817
유형자산처분(취득)	-2,244	-2,789	-4,037	-6,539	-6,651
무형자산 감소(증가)	-1	-3	-12	-11	-11
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-11	-15
재무현금흐름	583	629	903	2,197	1,433
차입금의 증가(감소)	624	507	345	1,948	1,500
자본의 증가(감소)	-69	-69	-72	-67	-67
배당금의 지급	69	69	72	67	67
총현금흐름	2,438	3,455	3,564	2,466	3,766
(-)운전자본증가(감소)	-429	337	87	-535	265
(-)설비투자	2,255	2,809	4,048	6,545	6,651
(+)자산매각	10	17	-1	-6	-11
Free Cash Flow	623	326	-572	-3,549	-3,161
(-)기타투자	159	317	907	-971	-861
잉여현금	464	8	-1,479	-2,578	-2,300
NOPLAT	803	1,390	1,357	859	1,900
(+) Dep	1,252	1,463	1,728	1,969	2,405
(-)운전자본투자	-429	337	87	-535	265
(-)Capex	2,255	2,809	4,048	6,545	6,651
OpFCF	229	-293	-1,050	-3,181	-2,610

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	7,445	9,652	9,187	7,983	7,877
현금성자산	2,509	3,182	2,134	1,433	566
매출채권	2,078	2,719	3,145	3,241	3,785
재고자산	2,487	3,205	3,297	2,843	3,285
비유동자산	18,388	20,606	24,852	29,664	33,956
투자자산	9,953	10,825	12,100	11,230	11,264
유형자산	7,636	8,965	11,893	17,576	21,821
무형자산	799	815	859	859	870
자산총계	25,833	30,258	34,039	37,648	41,832
유동부채	6,461	8,007	8,519	9,573	10,069
매입채무	3,253	4,258	4,513	4,549	5,000
유동성이자부채	2,529	2,879	2,894	3,916	3,916
비유동부채	4,175	5,033	5,613	6,580	8,171
비유동이자부채	2,139	2,341	2,905	3,954	5,454
부채총계	10,636	13,040	14,132	16,153	18,239
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	5,002	5,002	5,002	5,002	5,002
이익잉여금	8,516	10,468	12,336	13,611	15,709
자본조정	829	659	817	817	817
자기주식	-345	-345	-345	-345	-345
자본총계	15,197	17,218	19,907	21,495	23,593

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	16,990	28,366	29,197	20,497	33,060
BPS	208,920	234,231	263,011	281,137	310,943
DPS	1,000	1,030	1,000	1,000	1,000
CFPS	34,641	49,091	50,637	35,043	53,508
ROA(%)	4.9	7.0	6.2	3.7	5.4
ROE(%)	8.5	12.5	11.5	7.0	10.4
ROIC(%)	10.6	16.3	12.7	5.8	9.6
Multiples(x, %)					
PER	38.6	20.8	16.2	16.4	10.1
PBR	3.1	2.5	1.8	1.2	1.1
PSR	3.4	2.1	1.5	1.2	1.0
PCR	18.9	12.0	9.3	9.6	6.3
EV/EBITDA	20.6	13.2	10.9	10.1	6.9
배당수익률	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
안정성(%)					
부채비율	70.0	75.7	71.0	75.1	77.3
Net debt/Equity	14.2	11.8	18.4	29.9	37.3
Net debt/EBITDA	93.1	62.3	109.0	217.1	189.7
유동비율	115.2	120.5	107.8	83.4	78.2
이자보상배율(배)	18.7	20.1	6.0	3.5	7.8
자산구조(%)					
투하자본	38.9	39.4	46.3	58.1	65.0
현금+투자자산	61.1	60.6	53.7	41.9	35.0
자본구조(%)					
차입금	23.5	23.3	22.6	26.8	28.4
자기자본	76.5	76.7	77.4	73.2	71.6

[Compliance Notice]

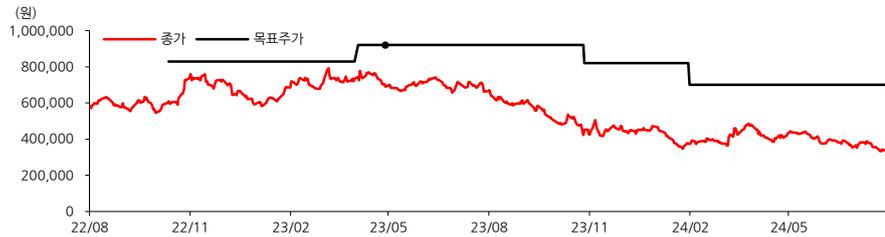
(공표일: 2024년 07월 31일)

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	2024.02.29	2024.03.06	2024.03.29	2024.04.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	820,000	700,000	700,000	700,000	700,000	700,000
일 시	2024.05.02	2024.05.31	2024.06.04	2024.06.05	2024.06.28	2024.07.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	700,000	700,000	700,000	700,000	700,000	700,000
일 시	2024.07.31					
투자의견	Buy					
목표가격	600,000					

[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	-47.06	-38.29
2024.01.31	Buy	700,000	-42.74	-30.57
2024.07.31	Buy	600,000		

[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 투자 의견]

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: 2024년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%