

2차전지/신흥국 R.A.
 정진수 마건우
 02)6742-3577 02)739-5939
 jsjeong@heungkuksec.co.kr kwma0330@heungkuksec.co.kr

(006400)

삼성SDI

2025년 믹스 개선의 변곡점

BUY(유지)

| | | | | |
|-------------------------|---------------------|-------|-------|-------|
| 목표주가 | 400,000원(하향) | | | |
| 현재주가(11/22) | 269,000원 | | | |
| 상승여력 | 48.7% | | | |
| 시가총액 | 18,498십억원 | | | |
| 발행주식수 | 68,765천주 | | | |
| 52주 최고가 / 최저가 | 486,000 / 246,500원 | | | |
| 3개월 일평균거래대금 | 143십억원 | | | |
| 외국인 지분율 | 36.7% | | | |
| 주요주주 | | | | |
| 삼성전자 (외 5인) | 20.5% | | | |
| 국민연금공단 (외 1인) | 7.9% | | | |
| BlackRock Fund Advisors | 5.0% | | | |
| 추가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
| 절대수익률 | -17.0 | -19.8 | -34.1 | -42.9 |
| 상대수익률(KOSPI) | -14.3 | -12.2 | -26.0 | -42.5 |

(단위: 십억원, 원, %, 배)

| 재무정보 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 20,124 | 22,708 | 17,747 | 19,643 |
| 영업이익 | 1,808 | 1,633 | 789 | 1,337 |
| EBITDA | 3,271 | 3,361 | 2,959 | 3,975 |
| 지배주주순이익 | 1,952 | 2,009 | 1,246 | 1,461 |
| EPS | 28,366 | 29,197 | 19,025 | 22,299 |
| 순차입금 | 2,039 | 3,665 | 8,235 | 9,615 |
| PER | 20.8 | 16.2 | 14.1 | 12.1 |
| PBR | 2.5 | 1.8 | 1.0 | 0.9 |
| EV/EBITDA | 13.2 | 10.9 | 9.1 | 7.1 |
| 배당수익률 | 0.2 | 0.2 | 0.4 | 0.4 |
| ROE | 12.5 | 11.5 | 6.6 | 7.3 |
| 컨센서스 영업이익 | 1,808 | 1,633 | 798 | 1,567 |
| 컨센서스 EPS | 28,366 | 29,197 | 15,215 | 22,243 |

주가추이



삼성SDI에 대한 투자의견 Buy를 유지하고 목표 주가는 400,000원으로 하향합니다. 최근 업황을 감안하여 2025년 예상 실적을 하향 조정했으나 Target multiple은 유지했습니다.

4Q24 Preview: 믹스 개선 효과로 선방

삼성SDI의 2024년 4분기 매출액은 4.2조 원(QoQ +7.5%, YoY -24.0%), 영업이익은 1,119억 원(QoQ -13.9%, YoY -64.1%)를 기록할 전망이다. 업그레이드된 ESS 신제품 'SBB 1.5'의 판매 호조가 전사 판매량 증가를 견인한 것으로 판단하나, 핵심 제품이 스펙업 모델로 교체되는 과정에서 ASP가 소폭 하락하며 수익성은 다소 둔화됐다. 중대형 xEV 전지는 고객사 재고 조정 여파로 제한적인 회복세를 보인 반면, 소형 전지는 Rivian향 판매 공백이 지속됨에 따라 적자폭을 확대했다. Stellantis JV 공장이 가동 초기인 점을 감안하여 IRA AMPC는 약 135억 원으로 추정하며, 이를 제외한 본영 영업이익은 984억 원(QoQ -19.1%, YoY -68.4%)이다.

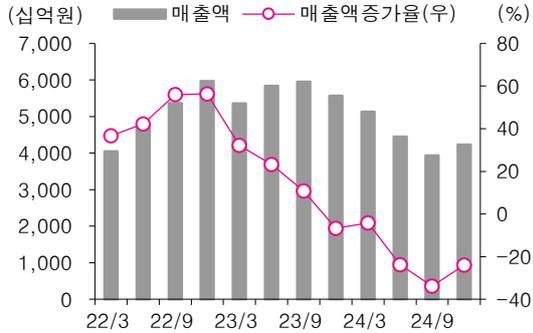
2025년 매출액 YoY +10.7%, 상저하고 흐름 기대

2025년에는 스펙업 제품(EV-P6, ESS-SSB1.5)을 중심으로 판매량 반등이 예상된다. 다만, 환율 및 판가에 대한 보수적인 전망을 근거로 연간 매출액 증가율은 YoY +10.7%로 추정했다. 견조한 판매고를 올리는 ESS 부문은 연내 가동률 최대치에 근접할 것으로 보이며, 추가 매출 증대를 위해선 기존 EV 유후 라인 전환이 필요하다. 한편, 북미 Stellantis JV 공장은 램프업 기간 및 Stellantis의 북미 재고 상황 등을 종합적으로 미뤄볼 때 본격적인 실적 기여는 하반기부터 가능할 전망이다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 400,000원 하향

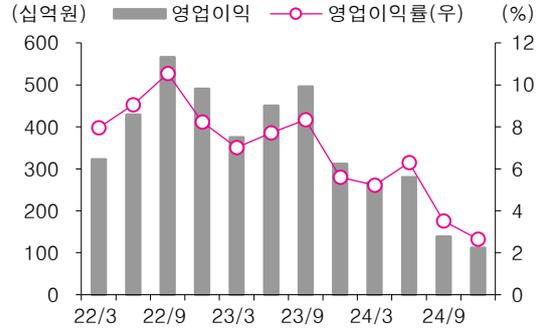
우리는 삼성SDI에 대한 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 400,000원으로 하향한다. 전기차 수요 둔화를 반영하여 2025E 매출액 증가율을 YoY +25.6% → +10.7%로 하향 조정하였고, Target multiple을 2023년 이후 평균인 9.4배를 유지한다. 현재 동사의 EV/EBITDA는 6.6배로 절대적인 저평가 국면이 장기화되는 중이다. 2025년에는 46페이지 개발과 북미 사업 강화를 통해 저평가 해소 기대감이 높아질 전망이다.

그림 1 삼성SDI 분기 매출액 추이



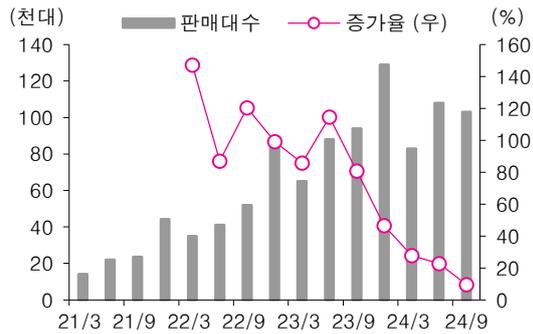
자료: 삼성SDI, 흥국증권 리서치센터

그림 2 삼성SDI 분기 영업이익 추이



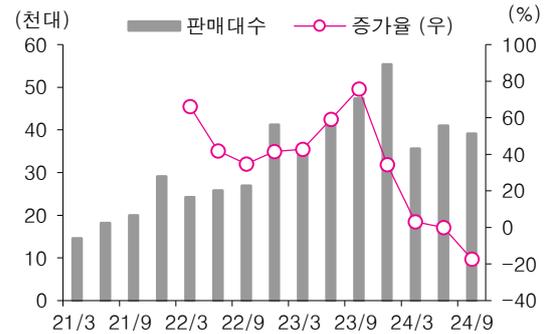
자료: 삼성SDI, 흥국증권 리서치센터

그림 3 BMW 그룹 EV 판매량 추이



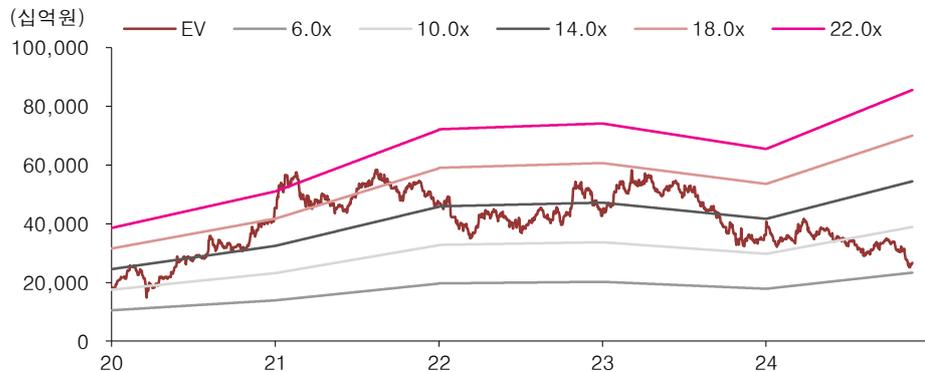
자료: BMW, 흥국증권 리서치센터

그림 4 Audi 그룹 EV 판매량 추이



자료: Audi, 흥국증권 리서치센터

그림 5 삼성SDI 12개월 선행 EV/EBITDA Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

표 1 삼성SDI 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

| | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24E | 4Q24E | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2024E | 2025E |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| 매출액 | 5,130.9 | 4,450.1 | 3,935.6 | 4,230.0 | 4,137.2 | 4,375.1 | 5,057.4 | 6,073.8 | 17,746.7 | 19,643.5 |
| <i>QoQ (%)</i> | <i>(7.8)</i> | <i>(13.3)</i> | <i>(11.6)</i> | <i>7.5</i> | <i>(2.2)</i> | <i>5.7</i> | <i>15.6</i> | <i>20.1</i> | - | - |
| <i>YoY (%)</i> | <i>(4.2)</i> | <i>(23.8)</i> | <i>(33.8)</i> | <i>(24.0)</i> | <i>(19.4)</i> | <i>(1.7)</i> | <i>28.5</i> | <i>43.6</i> | <i>(21.8)</i> | <i>10.7</i> |
| [부문별 매출액] | | | | | | | | | | |
| 에너지솔루션 | 4,581.8 | 3,872.9 | 3,672.0 | 3,995.4 | 3,897.9 | 4,131.0 | 4,808.5 | 5,819.9 | 16,122.2 | 18,657.2 |
| 소형전지 | 808.0 | 701.2 | 559.4 | 625.3 | 665.7 | 684.8 | 793.9 | 973.4 | 2,694.0 | 3,117.8 |
| 중대형전지 | 3,773.8 | 3,171.7 | 3,112.6 | 3,370.1 | 3,232.2 | 3,446.1 | 4,014.6 | 4,846.5 | 13,428.1 | 15,539.4 |
| -xEV | 3,019.9 | 2,612.3 | 2,488.3 | 2,562.9 | 2,417.3 | 2,605.3 | 3,151.4 | 3,960.5 | 10,683.3 | 12,134.5 |
| -ESS | 753.9 | 559.4 | 624.3 | 807.2 | 814.9 | 840.8 | 863.2 | 886.0 | 2,744.8 | 3,404.9 |
| 전자재료 | 549.1 | 577.2 | 263.6 | 234.6 | 239.3 | 244.1 | 249.0 | 253.9 | 1,624.5 | 986.3 |
| [매출액 비중] | | | | | | | | | | |
| 에너지솔루션 | 89.3 | 87.0 | 93.3 | 94.5 | 94.2 | 94.4 | 95.1 | 95.8 | 90.8 | 95.0 |
| 소형전지 | 15.7 | 15.8 | 14.2 | 14.8 | 16.1 | 15.7 | 15.7 | 16.0 | 15.2 | 15.9 |
| 중대형전지 | 73.6 | 71.3 | 79.1 | 79.7 | 78.1 | 78.8 | 79.4 | 79.8 | 75.7 | 79.1 |
| -xEV | 58.9 | 58.7 | 63.2 | 60.6 | 58.4 | 59.5 | 62.3 | 65.2 | 60.2 | 61.8 |
| -ESS | 14.7 | 12.6 | 15.9 | 19.1 | 19.7 | 19.2 | 17.1 | 14.6 | 15.5 | 17.3 |
| 전자재료 | 10.7 | 13.0 | 6.7 | 5.5 | 5.8 | 5.6 | 4.9 | 4.2 | 9.2 | 5.0 |
| 영업이익 | 267.4 | 280.2 | 129.9 | 111.90 | 123.3 | 160.6 | 360.8 | 692.0 | 789.4 | 1,336.7 |
| <i>QoQ (%)</i> | <i>(14.2)</i> | <i>4.8</i> | <i>(53.6)</i> | <i>(13.9)</i> | <i>10.2</i> | <i>30.3</i> | <i>124.7</i> | <i>91.8</i> | - | - |
| <i>YoY (%)</i> | <i>(28.8)</i> | <i>(37.8)</i> | <i>(73.8)</i> | <i>(64.1)</i> | <i>(53.9)</i> | <i>(42.7)</i> | <i>177.8</i> | <i>518.4</i> | <i>(56.3)</i> | <i>69.3</i> |
| <i>OPM (%)</i> | 5.2 | 6.3 | 3.3 | 2.3 | 2.2 | 2.9 | 6.1 | 11.3 | 4.4 | 6.8 |
| -IRA AMPC | 46.7 | 7.9 | 8.3 | 13.5 | 42.8 | 57.5 | 86.8 | 175.0 | 76.4 | 362.1 |
| 본영업이익 | 220.7 | 272.3 | 121.6 | 98.4 | 80.5 | 103.1 | 274.0 | 517.0 | 711.0 | 974.6 |
| <i>OPM (%)</i> | 4.3 | 6.1 | 3.1 | 2.0 | 1.5 | 1.8 | 4.6 | 8.4 | 4.0 | 5.0 |

자료: 삼성SDI, 흥국증권 리서치센터

표 2 삼성SDI 목표주가 산정 EV/EBITDA Multiple Valuation

| | 2023 | 2024E | 2025E | 비고 |
|----------------------|-------|-------|---------|---------------------|
| EVITDA (십억원) | 3,361 | 2,959 | 3,975 | |
| (X) 적용 EV/EBITDA (배) | - | - | 9.4 | 2023년 이후 평균 9.4배 적용 |
| EV (십억원) | - | - | 37,110 | |
| (-) 순차입금 (십억원) | - | - | 9,595 | |
| 목표 시가총액 (십억원) | - | - | 27,515 | |
| (/) 주식수 (만주) | - | - | 68,765 | 보통주기말발행주식수 |
| 목표주가 (원) | - | - | 400,000 | |
| 현재주가(11/22) | - | - | 269,000 | |
| 상승여력 (%) | - | - | +48.7% | |

자료: 흥국증권 리서치센터

삼성SDI(006400) 요약 재무제표

포괄손익계산서 (단위:십억원)

| 결산기 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 매출액 | 20,124 | 22,708 | 17,747 | 19,643 | 25,748 |
| 증가율 (Y-Y,%) | 48.5 | 12.8 | (21.8) | 10.7 | 31.1 |
| 영업이익 | 1,808 | 1,633 | 789 | 1,337 | 2,570 |
| 증가율 (Y-Y,%) | 69.4 | (9.7) | (51.7) | 69.3 | 92.3 |
| EBITDA | 3,271 | 3,361 | 2,959 | 3,975 | 5,476 |
| 영업외손익 | 844 | 853 | 371 | 484 | 408 |
| 순이자수익 | (34) | (174) | (319) | (415) | (499) |
| 외화관련손익 | (42) | 16 | 10 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 1,040 | 1,017 | 748 | 870 | 878 |
| 세전계속사업손익 | 2,652 | 2,486 | 1,161 | 1,821 | 2,979 |
| 당기순이익 | 2,039 | 2,066 | 1,265 | 1,522 | 2,490 |
| 지배기업당기순이익 | 1,952 | 2,009 | 1,246 | 1,461 | 2,390 |
| 증가율 (Y-Y,%) | 66.9 | 2.9 | (38.0) | 17.2 | 63.6 |
| 3 Yr CAGR & Margins | | | | | |
| 매출액증가율(3Yr) | 25.8 | 26.2 | 9.4 | (0.8) | 4.3 |
| 영업이익증가율(3Yr) | 57.6 | 34.5 | (9.6) | (9.6) | 16.3 |
| EBITDA증가율(3Yr) | 35.4 | 24.2 | 8.5 | 6.7 | 17.7 |
| 순이익증가율(3Yr) | 71.8 | 48.5 | 0.4 | (9.3) | 6.4 |
| 영업이익률(%) | 9.0 | 7.2 | 4.4 | 6.8 | 10.0 |
| EBITDA마진(%) | 16.3 | 14.8 | 16.7 | 20.2 | 21.3 |
| 순이익률(%) | 10.1 | 9.1 | 7.1 | 7.7 | 9.7 |
| NOPLAT | 1,390 | 1,357 | 679 | 1,117 | 2,149 |
| (+) Dep | 1,463 | 1,728 | 2,170 | 2,638 | 2,905 |
| (-) 운전자본투자 | 337 | 87 | 657 | 233 | 96 |
| (-) Capex | 2,809 | 4,048 | 5,697 | 4,634 | 4,154 |
| OpFCF | (293) | (1,050) | (3,505) | (1,111) | 803 |

재무상태표 (단위:십억원)

| 결산기 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 유동자산 | 9,652 | 9,187 | 8,943 | 10,983 | 13,686 |
| 현금성자산 | 3,182 | 2,134 | 993 | 2,422 | 4,894 |
| 매출채권 | 2,719 | 3,145 | 3,590 | 3,794 | 3,906 |
| 재고자산 | 3,205 | 3,297 | 3,599 | 3,962 | 4,058 |
| 비유동자산 | 20,606 | 24,852 | 29,791 | 32,344 | 34,211 |
| 투자자산 | 10,825 | 12,100 | 11,857 | 12,400 | 12,980 |
| 유형자산 | 8,965 | 11,893 | 17,101 | 19,149 | 20,449 |
| 무형자산 | 815 | 859 | 833 | 795 | 781 |
| 자산총계 | 30,258 | 34,039 | 38,733 | 43,327 | 47,897 |
| 유동부채 | 8,007 | 8,519 | 11,328 | 14,174 | 16,271 |
| 매입채무 | 4,258 | 4,513 | 4,533 | 4,835 | 4,913 |
| 유동성이자부채 | 2,879 | 2,894 | 5,464 | 7,932 | 9,894 |
| 비유동부채 | 5,033 | 5,613 | 6,327 | 6,681 | 6,831 |
| 비유동이자부채 | 2,341 | 2,905 | 3,764 | 4,105 | 4,209 |
| 부채총계 | 13,040 | 14,132 | 17,655 | 20,855 | 23,102 |
| 자본금 | 357 | 357 | 357 | 357 | 357 |
| 자본잉여금 | 5,002 | 5,002 | 5,002 | 5,002 | 5,002 |
| 이익잉여금 | 10,468 | 12,336 | 13,515 | 14,909 | 17,231 |
| 자본조정 | 659 | 817 | 472 | 472 | 472 |
| 자기주식 | (345) | (345) | (345) | (345) | (345) |
| 자본총계 | 17,218 | 19,907 | 21,079 | 22,472 | 24,795 |
| 투하자본 | 9,111 | 12,269 | 18,489 | 20,968 | 22,434 |
| 순차입금 | 2,039 | 3,665 | 8,235 | 9,615 | 9,209 |
| ROA | 7.0 | 6.2 | 3.4 | 3.6 | 5.2 |
| ROE | 12.5 | 11.5 | 6.6 | 7.3 | 10.9 |
| ROIC | 16.3 | 12.7 | 4.4 | 5.7 | 9.9 |

주요투자지표 (단위:십억원, 원)

| 결산기 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Per share Data | | | | | |
| EPS | 28,366 | 29,197 | 19,025 | 22,299 | 36,498 |
| BPS | 234,231 | 263,011 | 274,865 | 294,666 | 327,668 |
| DPS | 1,030 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 |
| Multiples(x,%) | | | | | |
| PER | 20.8 | 16.2 | 14.1 | 12.1 | 7.4 |
| PBR | 2.5 | 1.8 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| EV/ EBITDA | 13.2 | 10.9 | 9.1 | 7.1 | 5.1 |
| 배당수익률 | 0.2 | 0.2 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| PCR | 12.0 | 9.3 | 8.3 | 5.8 | 4.2 |
| PSR | 2.1 | 1.5 | 1.1 | 1.0 | 0.7 |
| 재무건전성 (%) | | | | | |
| 부채비율 | 75.7 | 71.0 | 83.8 | 92.8 | 93.2 |
| Net debt/Equity | 11.8 | 18.4 | 39.1 | 42.8 | 37.1 |
| Net debt/EBITDA | 62.3 | 109.0 | 278.3 | 241.9 | 168.2 |
| 유동비율 | 120.5 | 107.8 | 78.9 | 77.5 | 84.1 |
| 이자보상배율 | 52.5 | 9.4 | 2.5 | 3.2 | 5.1 |
| 이자비용/매출액 | 0.4 | 1.2 | 2.2 | 2.5 | 2.3 |
| 자산구조 | | | | | |
| 투하자본(%) | 39.4 | 46.3 | 59.0 | 58.6 | 55.7 |
| 현금+투자자산(%) | 60.6 | 53.7 | 41.0 | 41.4 | 44.3 |
| 자본구조 | | | | | |
| 차입금(%) | 23.3 | 22.6 | 30.4 | 34.9 | 36.3 |
| 자기자본(%) | 76.7 | 77.4 | 69.6 | 65.1 | 63.7 |

현금흐름표 (단위:십억원)

| 결산기 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 영업현금 | 2,641 | 2,104 | 106 | 3,009 | 4,366 |
| 당기순이익 | 2,039 | 2,066 | 1,265 | 1,522 | 2,490 |
| 자산상각비 | 1,463 | 1,728 | 2,170 | 2,638 | 2,905 |
| 운전자본증감 | (501) | (938) | (1,945) | (233) | (96) |
| 매출채권감소(증가) | (673) | (484) | (330) | (204) | (112) |
| 재고자산감소(증가) | (678) | (134) | (260) | (363) | (96) |
| 매입채무증감(감소) | 851 | (120) | (705) | 302 | 78 |
| 투자현금 | (2,946) | (4,105) | (4,249) | (4,329) | (3,904) |
| 단기투자자산감소 | 0 | 0 | (4) | (7) | (10) |
| 장기투자증권감소 | (22) | (41) | 1,245 | 576 | 427 |
| 설비투자 | (2,809) | (4,048) | (5,697) | (4,634) | (4,154) |
| 유무형자산감소 | 17 | (1) | (1) | (15) | (37) |
| 재무현금 | 629 | 903 | 3,295 | 2,742 | 1,999 |
| 차입금증가 | 507 | 345 | 3,113 | 2,809 | 2,066 |
| 자본증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | (69) | (72) | (67) | (67) | (67) |
| 현금 증감 | 289 | (1,090) | (780) | 1,423 | 2,461 |
| 총현금흐름(Gross CF) | 3,455 | 3,564 | 2,291 | 3,242 | 4,462 |
| (-) 운전자본증감(감소) | 337 | 87 | 657 | 233 | 96 |
| (-) 설비투자 | 2,809 | 4,048 | 5,697 | 4,634 | 4,154 |
| (+) 자산매각 | 17 | (1) | (1) | (15) | (37) |
| Free Cash Flow | 326 | (572) | (4,065) | (1,639) | 174 |
| (-) 기타투자 | 22 | 41 | (1,245) | (576) | (427) |
| 잉여현금 | 303 | (613) | (2,820) | (1,063) | 601 |

주) 재무제표는 연결기준/별도기준으로 작성