

2차전지/신흥국 R.A
 정진수 유준석
 02)6742-3577 02)739-5934
 jsjeong@heungkuksec.co.kr dbwnstjr@heungkuksec.co.kr

(006400)

삼성SDI

BUY(유지)

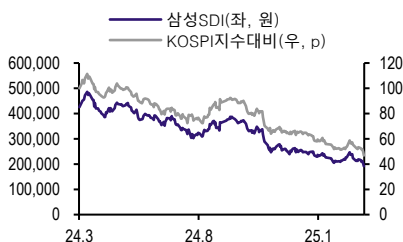
중장기 핵심 사업이 구체화되다

목표주가	270,000원(유지)			
현재주가(03/14)	191,400원			
상승여력	41.1%			
시가총액	13,162십억원			
발행주식수	68,765천주			
52주 최고가 / 최저가	486,000 / 191,400원			
3개월 일평균거래대금	106십억원			
외국인 지분율	32.4%			
주요주주				
삼성전자 (외 4인)	20.5%			
국민연금공단 (외 1인)	7.9%			
BlackRock Fund Advisors (외 14인)	5.0%			
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-10.4	-26.5	-47.6	-57.1
상대수익률(KOSPI)	-9.4	-29.4	-47.2	-51.5

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	21,437	16,592	15,442	19,720
영업이익	1,545	363	99	1,691
EBITDA	3,273	2,238	2,415	4,429
지배주주순이익	2,009	599	305	1,543
EPS	29,197	9,136	4,659	23,577
순차입금	3,665	9,679	13,366	14,465
PER	16.2	27.1	41.1	8.1
PBR	1.8	0.9	0.7	0.7
EV/EBITDA	11.2	12.0	11.1	6.3
배당수익률	0.2	0.4	0.0	0.0
ROE	11.5	3.1	1.6	7.9
컨센서스 영업이익	-	-	307	1,928
컨센서스 EPS	-	-	9,285	24,829

추가추이



삼성SDI에 대한 투자 의견 Buy와 목표 주가 270,000원을 유지합니다. 유상증자를 통해 중장기 핵심 사업이 구체화된 점은 긍정적으로 평가하나, 추진 시점에 대해서는 다소 아쉬움이 남는 부분입니다.

미래 성장 동력 확보를 위한 유상증자 결정

3월 14일 삼성SDI는 2조 원 규모의 유상증자 계획을 발표했다. 총 주식수의 16.8%에 해당하는 1,182.1만 주를 발행하고 주당 예정 발행가는 169,200원이다. 증자로 조달한 자금 중 1.5조 원은 타법인 증권 취득(북미 GM JV 9,047억 원 및 헝가리 공장 6,413억 원), 4,541억 원은 국내 전고체 배터리 라인 설치에 사용할 계획이다. 어려운 업황에도 불구하고 보수적인 재무 관리 전략과 장기 성장 기반 확보를 위한 전략적 선택이며, 추가로 CAPEX에 필요한 자금은 향후 미국 DOE(에너지부) Loan, 보유 자금 및 지분 매각 등 다양한 방법을 통해 충분히 확보할 수 있는 여지가 남아 있다.

중장기 핵심 사업이 구체화되기 시작

이번 유상증자를 통해 동사가 중장기 핵심 사업으로 추진 중인 북미 시장 확대, 유럽 거점 보강, 전고체 배터리 등의 사업이 구체화되기 시작했다는 점에서 고무적이다. 특히, 중국산 배터리의 침투와 수요 전망이 불확실한 유럽 거점 투자는 장기 성장 기반 강화를 위한 과감한 결단으로 평가한다. 기존 각형 및 신제품 생산 Capa 확보를 위한 투자라는 점에서 양산이 임박한 신제품의 핵심 생산 거점으로 거듭날 가능성이 높고, '선수주 후투자' 원칙을 적용 시 추가 수주에 대한 기대감이 높아지는 대목이다. 이를 통해 동사 헝가리 공장의 역대 전략적 가치가 재평가될 것으로 기대한다.

투자 의견 Buy, 목표주가 270,000원 유지

삼성SDI에 대한 투자 의견 Buy와 목표주가 270,000원을 유지한다. 아직 신주 발행 전이며, 당초 목표주가 산정에 EV/EBITDA를 적용했기 때문에 유상증자로 인한 직접적인 지분가치 희석은 당장 반영하기 이르다. 또한, 관련 이슈가 줄곧 시장에서 거론되었다는 점을 감안하면 단기センチ먼트 약화 요인으로 판단한다. 적극적인 투자의 필요성에 대해 모두가 공감하는 부분이나, 유상증자의 시점에 대해서는 다소 아쉬움이 남는다.

표 1 삼성SDI 유상증자 상세 내용

구분	내용
발행 예정 주식수	1,182.1만 주
증자 비율	총 주식수의 16.8%
신주 발행가액	169,200 원
증자 방식	주주배정후 실권주 일반공모
우리사주조합원 우선배정 비율	20%

자료: 삼성SDI, 흥국증권 리서치센터

표 2 유상증자 일정 정리

날짜	내용
'25년 3월 14일	유상증자 이사회 결의
'25년 4월 18일	신주배정기준일
'25년 5월 22일	신주 발행가액 확정예정일
'25년 5월 27일	우리사주 조합 청약예정일
'25년 5월 27~28일	구주주 청약예정일
'25년 6월 2~3일	실권주 청약예정일
'25년 6월 19일	신주 상장예정일

자료: 삼성SDI, 흥국증권 리서치센터

표 3 유상증자 자금 조달 용도

자금 조달 목적	사용처	금액(억원)	세부 내용
시설자금	국내 전고체 배터리 라인 투자	4,541	전고체 배터리 라인 투자
타법인 증권 취득자금	미국 GM JV 투자	9,047	'27년 양산 예정이며, 초기 생산량 27GWh→36GWh 확대 계획
	헝가리 공장 생산 능력 확대	6,413	각형 및 신제품 생산 CAPA 확보
합계		20,001	

자료: 삼성SDI, 흥국증권 리서치센터

표 4 삼성SDI 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E
매출액	5,130.9	4,450.1	3,935.7	3,754.5	2,984.5	3,365.8	4,099.4	4,992.3	17,271.2	15,442.0
QoQ (%)	-7.8	-13.3	-11.6	-4.6	-20.5	12.8	21.8	21.8	-	-
YoY (%)	-4.2	-23.8	-33.8	-32.5	-41.8	-24.4	25.9	33.0	-23.9	-10.6
[부문별 매출액]										
에너지솔루션	4,581.8	3,872.9	3,672.0	3,564.6	2,728.3	3,070.9	3,824.0	4,779.6	15,691.3	14,402.8
소형전지	1,140.9	862.9	800.8	819.9	742.4	796.6	814.2	1,171.6	3,624.5	3,524.8
중대형전지	3,440.9	3,010.0	2,871.2	2,744.8	1,985.9	2,274.3	3,009.8	3,608.0	12,066.8	10,878.0
-xEV	2,954.6	2,281.2	2,173.2	1,818.0	1,185.7	1,490.6	2,350.1	2,853.9	9,227.0	7,880.3
-ESS	486.3	728.8	697.9	926.8	800.3	783.7	659.7	754.0	2,839.9	2,997.7
전자재료	549.1	577.2	263.7	189.9	256.2	294.8	275.4	212.7	1,579.9	1,039.2
[매출액 비중]										
에너지솔루션	89.3	87.0	93.3	94.9	91.4	91.2	93.3	95.7	90.9	93.3
소형전지	22.2	19.4	20.3	23.0	24.9	23.7	19.9	23.5	21.0	22.8
중대형전지	67.1	67.6	73.0	0.0	66.5	67.6	73.4	72.3	69.9	70.4
-EV	57.6	51.3	55.2	51.0	39.7	44.3	57.3	57.2	53.4	51.0
-ESS	9.5	16.4	17.7	26.0	26.8	23.3	16.1	15.1	16.4	19.4
전자재료	10.7	13.0	6.7	5.1	8.6	8.8	6.7	4.3	9.1	6.7
영업이익	267.4	280.2	129.9	-231.8	-418.6	-100.9	259.7	359.1	445.7	99.4
QoQ (%)	-14.2	4.8	-53.6	적전	적확	적축	흑전	38.3	-	-
YoY (%)	-28.8	-37.8	-73.8	적전	적전	적전	99.9	흑전	-72.7	-77.7
OPM (%)	5.2	6.3	3.3	-6.2	-14.0	-3.0	6.3	7.2	2.6	0.6
-IRA AMPC	46.7	7.9	10.3	24.9	65.3	95.9	219.7	279.5	89.8	660.3
본영업이익	220.7	272.3	119.6	-256.7	-483.8	-196.7	40.0	79.6	355.9	-560.9
OPM (%)	4.3	6.1	3.0	-6.8	-16.2	-5.8	1.0	1.6	2.1	-3.6

자료: 삼성SDI, 흥국증권 리서치센터

표 5 삼성SDI 목표주가 산정 EV/EBITDA Multiple Valuation

	2024	2025E	2026E	비고
EVITDA (십억원)	2,357	3,149	4,429.2	
(X) 적용 EV/EBITDA (배)	-	-	6.7	2024년 평균 EV/EBITDA 대비 10% 할인
EV (십억원)	-	-	29,515	
(-) 순차입금 (십억원)	-	-	11,172	
목표 시가총액 (십억원)	-	-	18,343	
(/) 주식수 (만주)	-	-	68,765	보통주기말발행주식수
목표주가 (원)	-	-	270,000	
현재주가(3/14)	-	-	191,400	
상승여력 (%)	-	-	+41.1%	

자료: 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	21,437	16,592	15,442	19,720	22,678
증가율 (Y-Y,%)	6.5	(22.6)	(6.9)	27.7	15.0
영업이익	1,545	363	99	1,691	3,389
증가율 (Y-Y,%)	(14.5)	(76.5)	(72.7)	1,602.6	100.4
EBITDA	3,273	2,238	2,415	4,429	6,323
영업외손익	836	164	281	232	185
순이자수익	(177)	(266)	(533)	(590)	(637)
외화관련손익	12	(40)	0	0	0
지분법손익	1,017	801	823	830	830
세전계속사업손익	2,382	527	380	1,923	3,574
당기순이익	2,066	576	318	1,608	2,988
지배기업당기순이익	2,009	599	305	1,543	2,867
증가율 (Y-Y,%)	2.9	(70.2)	(49.1)	406.1	85.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	23.8	7.0	(8.4)	(2.7)	11.0
영업이익증가율(3Yr)	32.0	(30.2)	(62.0)	3.1	110.5
EBITDA증가율(3Yr)	23.1	(1.2)	(9.6)	10.6	41.4
순이익증가율(3Yr)	48.5	(22.8)	(46.2)	(8.0)	73.2
영업이익률(%)	7.2	2.2	0.6	8.6	14.9
EBITDA마진(%)	15.3	13.5	15.6	22.5	27.9
순이익률 (%)	9.6	3.5	2.1	8.2	13.2
NOPLAT	1,284	359	83	1,414	2,833
(+) Dep	1,728	1,875	2,315	2,738	2,934
(-) 운전자본투자	87	2,539	282	73	275
(-) Capex	4,048	6,271	3,860	3,944	3,402
OpFCF	(1,123)	(6,577)	(1,744)	135	2,091

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,187	10,334	9,217	9,924	11,314
현금성자산	2,134	2,061	413	976	1,960
매출채권	3,145	3,310	3,478	3,542	3,718
재고자산	3,297	2,879	3,135	3,176	3,295
비유동자산	24,852	30,263	32,780	35,404	37,754
투자자산	12,100	11,889	12,382	12,944	13,520
유형자산	11,893	17,707	19,321	20,648	21,314
무형자산	859	668	1,077	1,812	2,920
자산총계	34,039	40,597	41,996	45,327	49,069
유동부채	8,519	10,856	11,772	12,491	13,079
매입채무	4,513	3,367	3,567	3,598	3,688
유동성이자부채	2,894	6,550	7,218	7,866	8,322
비유동부채	5,613	8,174	9,575	10,644	10,931
비유동이자부채	2,905	5,190	6,561	7,575	7,806
부채총계	14,132	19,030	21,347	23,135	24,010
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	5,002	5,002	5,002	5,002	5,002
이익잉여금	12,336	12,780	13,018	14,561	17,428
자본조정	817	1,628	472	472	472
자기주식	(345)	(345)	(345)	(345)	(345)
자본총계	19,907	21,567	20,649	22,192	25,059
투자자본	12,269	20,154	22,622	24,801	26,890
순차입금	3,665	9,679	13,366	14,465	14,168
ROA	6.2	1.6	0.7	3.5	6.1
ROE	11.5	3.1	1.6	7.9	13.1
ROIC	12.0	2.2	0.4	6.0	11.0

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	29,197	9,136	4,659	23,577	43,816
BPS	263,011	280,843	267,800	289,719	330,454
DPS	1,000	1,000	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	16.2	27.1	41.1	8.1	4.4
PBR	1.8	0.9	0.7	0.7	0.6
EV/ EBITDA	11.2	12.0	11.1	6.3	4.4
배당수익율	0.2	0.4	0.0	0.0	0.0
PCR	9.3	5.9	20.1	3.8	2.7
PSR	1.5	1.0	0.9	0.7	0.6
재무건전성 (%)					
부채비율	71.0	88.2	103.4	104.3	95.8
Net debt/Equity	18.4	44.9	64.7	65.2	56.5
Net debt/EBITDA	112.0	432.4	553.5	326.6	224.1
유동비율	107.8	95.2	78.3	79.4	86.5
이자보상배율	8.7	1.4	0.2	2.9	5.3
이자비용/매출액	1.3	2.0	3.9	3.3	3.1
자산구조					
투자자본(%)	46.3	59.1	63.9	64.1	63.5
현금+투자자산(%)	53.7	40.9	36.1	35.9	36.5
자본구조					
차입금(%)	22.6	35.2	40.0	41.0	39.2
자기자본(%)	77.4	64.8	60.0	59.0	60.8

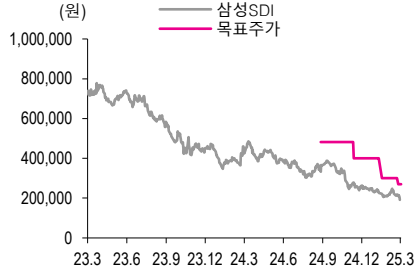
주) 재무제표는 연결기준/별도기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	2,104	(138)	389	3,432	4,752
당기순이익	2,066	576	318	1,608	2,988
자산상각비	1,728	1,875	2,315	2,738	2,934
운전자본증감	(938)	(2,622)	(282)	(73)	(275)
매출채권감소(증가)	(484)	(272)	(168)	(63)	(177)
재고자산감소(증가)	(134)	252	(255)	(41)	(119)
매입채무증가(감소)	(120)	(1,278)	200	32	90
투자현금	(4,105)	(4,920)	(4,014)	(4,538)	(4,462)
단기투자자산감소	0	0	(5)	(7)	(8)
장기투자증권감소	(41)	1,014	521	368	349
설비투자	(4,048)	(6,271)	(3,860)	(3,944)	(3,402)
유무형자산감소	(1)	(77)	(478)	(856)	(1,307)
재무현금	903	5,544	1,973	1,661	687
차입금증가	345	5,365	2,040	1,661	687
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(72)	(67)	(67)	0	0
현금 증감	(1,090)	361	(1,652)	555	977
총현금흐름(Gross CF)	3,564	2,972	671	3,505	5,027
(-) 운전자본증가(감소)	87	2,539	282	73	275
(-) 설비투자	4,048	6,271	3,860	3,944	3,402
(+) 자산매각	(1)	(77)	(478)	(856)	(1,307)
Free Cash Flow	(572)	(5,915)	(3,949)	(1,368)	43
(-) 기타투자	41	(1,014)	(521)	(368)	(349)
잉여현금	(613)	(4,901)	(3,428)	(1,000)	392

삼성SDI - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자이전 및 목표주가 변경

날짜	투자이전	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-09-10	다다자변경			
2024-09-10	Buy	482.000	(31.6)	(19.6)
2024-11-26	Buy	400.000	(37.9)	(30.4)
2025-01-31	Buy	300.000	(26.8)	(17.7)
2025-03-10	Buy	270.000	(23.5)	(20.0)
2025-03-17	Buy	270.000		

투자이전(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2024년 12월 31일 기준)

Buy (98.3%)	Hold (1.7%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으며 당사의 동의없이 무단 복제, 대어, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앳체

흥국씨앳체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앳체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로2길 32, 14층 (여의도파이낸스타워 14층)
- 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02) 739-6286