

삼성SDI (006400)

장기화되는 부진

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 350,000원

현재 주가(01/08)	249,500원
상승여력	▲40.3%
시가총액	171,568억원
발행주식수	68,765천주
52 주 최고가 / 최저가	486,000 / 239,500원
90 일 일평균 거래대금	1,155.66억원
외국인 지분율	36.0%

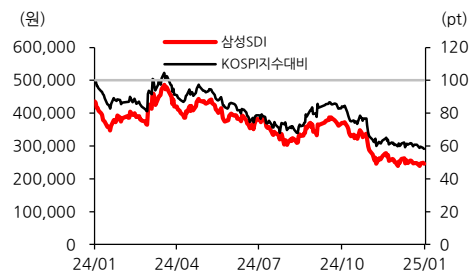
주주 구성	
삼성전자 (외 5 인)	20.5%
국민연금공단 (외 1 인)	7.9%
BlackRockFundAdvisors (외)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.8	-32.7	-34.6	-42.8
상대수익률(KOSPI)	-4.6	-29.9	-22.8	-41.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	20,124	22,708	17,296	17,212
영업이익	1,808	1,633	416	1,032
EBITDA	3,271	3,361	2,266	3,044
지배주주순이익	1,952	2,009	819	1,212
EPS	28,366	29,197	12,487	18,499
순차입금	2,039	3,665	6,810	9,287
PER	20.8	16.2	30.6	13.5
PBR	2.5	1.8	1.4	0.9
EV/EBITDA	13.2	10.9	14.7	8.8
배당수익률	0.2	0.2	0.3	0.4
ROE	12.5	11.5	4.3	6.1

주가 추이



삼성 SDI의 4분기 실적은 출하량 감소와 일회성 비용으로 인해 컨센서스를 하회할 전망이다. 유럽 정책 불확실성과 STLA의 신차 출시 연기로 1Q25 및 2025년 실적 추정치도 하향 조정했습니다. 기업가치는 역사적 저점이나 주가 반등을 위해 Q 회복 가시성이 확보돼야 합니다.

4분기 실적 컨센서스 하회 전망

동사의 4분기 실적은 매출액 3.8조 원, 영업적자 2,041억 원으로 컨센서스(매출액 3.9조 원, 영업이익 809억 원)를 대폭 하회할 것으로 전망한다. ESS를 제외한 모든 부문이 부진하다. 특히 중대형 EV 부문에서 1) 25년 EU 탄소배출 규제 불확실성(별금 완화 또는 탄소 배출 평가기간 조정)으로 연말 유럽 완성차 업체들의 수요가 감소했으며, 2) 지난 10월 미국 STLA PHEV 리콜로 1,500억 원 내외의 충당금을 인식할 것으로 추정된다. 소형전기 부문도 마이크로모빌리티 시장에서의 고전이 지속되고 있으며, 전자소재 부문 수익성도 하락할 것으로 예상된다.

1Q25 및 2025년 실적 전망 하향

1Q25까지 유의미한 회복세는 제한적일 전망이다. EU 정책 불확실성으로 유럽 완성차 업체 재고조정은 1Q25까지 이어질 것으로 예상되기 때문이다. 4Q24의 일회성 비용은 제거되어도 Q 감소에 따른 고정비 부담은 지속될 것으로 예상된다. 2025년 연간 출하량도 하향 조정이 필요하다. 영국은 유럽 완성차 업체들의 요구로 25년 ZEV Mandate를 완화하는 방안을 검토하기 시작했으며, STLA는 미국에서 RAM 1500 REV 출시를 2026년으로 연기했다. 이에 따라 2025년 각형 EV 배터리 출하량 증가율은 YoY +14%(vs. 당초 +21%), STLA JV AMPC 규모는 8GWh(vs. 당초 10GWh)로 하향 조정한다. EU 및 트럼프의 정책에 따른 추가 downside risk도 존재한다.

목표주가 35만 원으로 하향, 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 35만 원으로 하향한다. 25년 EBITDA를 23% 하향 조정했다. 동사의 12M Fwd PER은 13.5배(vs. LGES 59.8배, CATL 17.0배)까지 하락하며 역사적 저점이다. 큰 폭의 추가 조정 가능성은 제한적이나, 실적 전망치 추가 하향의 여지도 열려있는 만큼 빠른 반등도 기대하기는 어려운 상황이다. 중장기 Q 회복 가시성 확보가 필요하다.

[표1] 삼성 SDI의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	4,816	4,086	3,936	3,779	3,513	4,188	4,612	4,898	22,707	16,617	17,212	20,473
에너지솔루션	4,582	3,873	3,672	3,534	3,262	3,960	4,331	4,637	20,405	15,661	16,190	19,381
중대형	2,969	2,459	2,662	2,665	2,270	2,963	3,255	3,520	13,012	10,755	12,008	14,480
EV	2,543	1,917	1,983	1,726	1,589	2,302	2,563	2,800	10,702	8,169	9,254	11,169
ESS	426	542	679	939	682	661	692	720	2,310	2,586	2,755	3,311
소형	1,613	1,414	1,010	869	992	997	1,076	1,117	7,392	4,905	4,181	4,901
전자재료	234	213	264	245	250	228	282	262	2,302	956	1,022	1,092
영업이익	249	241	130	(204)	32	205	361	435	1,633	416	1,032	2,189
에너지솔루션	214	208	64	(224)	(4)	171	321	399	1,342	262	888	2,035
AMPC	47	8	10	14	42	116	162	203		79	523	1,010
전자재료	35	33	66	20	35	33	39	36	291	154	144	154
영업이익률	5.2%	5.9%	3.3%	-5.4%	0.9%	4.9%	7.8%	8.9%	7.2%	2.5%	6.0%	10.7%
에너지솔루션	4.7%	5.4%	1.7%	-6.3%	-0.1%	4.3%	7.4%	8.6%	6.6%	1.7%	5.5%	10.5%
AMPC	1.0%	0.2%	0.3%	0.4%	1.3%	2.9%	3.7%	4.4%		0.5%	3.2%	5.2%
전자재료	14.8%	15.4%	25.2%	8.0%	14.1%	14.6%	14.0%	13.6%	12.6%	16.1%	14.1%	14.1%
EBITDA	709	707	594	256	507	707	870	960	3,361	2,266	3,044	4,835
EBITDA 마진율	14.7%	17.3%	15.1%	6.8%	14.4%	16.9%	18.9%	19.6%	14.8%	13.6%	17.7%	23.6%

주: 1Q24부터 편광필름 사업 매각 반영

자료: 삼성SDI, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 삼성 SDI의 SOTP 밸류에이션

	25E EBITDA	배수	적정가치 (십억 원)	비고
영업가치			28,973	
에너지솔루션	2,800	10	27,998	LGES 25E EV/EBITDA 30% 할인
전자재료	244	4	975	반도체/디스플레이 Peer EV/EBITDA
투자자산가치			4,363	
삼성디스플레이 등			3,692	장부가액 30% 할인
상장사 가치			670	상장사 지분 30% 할인
우선주 시가총액			241	우선주 시가총액
순차입금			9,287	2025년 말 기준
적정 시가총액			23,808	
발행주식수(천 주)			68,765	
주당 Value			346,223	
목표주가			350,000	
현재주가			249,000	
상승여력			40.6%	

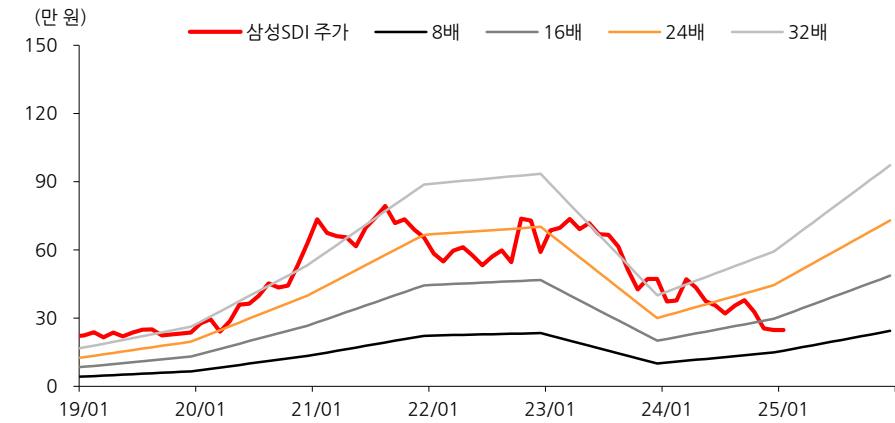
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 삼성 SDI 외국인 지분율 추이



자료: Wsefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 삼성 SDI 12M Fwd PER band chart



자료: Wsefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	20,124	22,708	17,296	17,212	20,473
매출총이익	4,221	3,982	3,073	4,015	5,738
영업이익	1,808	1,633	416	1,032	2,189
EBITDA	3,271	3,361	2,266	3,044	4,835
순이자손익	-34	-174	-264	-270	-270
외화관련손익	-42	16	-231	-429	-429
지분법손익	1,040	1,017	861	987	988
세전계속사업손익	2,652	2,486	915	1,653	2,811
당기순이익	2,039	2,066	810	1,444	2,456
지배주주순이익	1,952	2,009	819	1,212	1,989
증가율(%)					
매출액	267.6	12.8	-23.8	-0.5	19.0
영업이익	2,453.1	-9.7	-74.5	148.2	112.1
EBITDA	442.1	2.8	-32.6	34.3	58.8
순이익	흑전	1.3	-60.8	78.3	70.1
이익률(%)					
매출총이익률	21.0	17.5	17.8	23.3	28.0
영업이익률	9.0	7.2	2.4	6.0	10.7
EBITDA 이익률	16.3	14.8	13.1	17.7	23.6
세전이익률	13.2	10.9	5.3	9.6	13.7
순이익률	10.1	9.1	4.7	8.4	12.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	2,641	2,104	1,190	2,324	3,911
당기순이익	2,039	2,066	813	1,444	2,456
자산상각비	1,463	1,728	1,850	2,012	2,646
운전자본증감	-501	-938	-393	-4	168
매출채권 감소(증가)	-673	-484	899	-484	-539
재고자산 감소(증가)	-678	-134	1,268	-399	-340
매입채무 증가(감소)	851	-120	-1,925	444	712
투자현금흐름	-2,946	-4,105	-3,908	-4,745	-4,774
유형자산처분(취득)	-2,789	-4,037	-5,782	-5,665	-5,694
무형자산 감소(증가)	-3	-12	-17	-20	-20
투자자산 감소(증가)	0	0	-5	-10	-11
재무현금흐름	629	903	4,191	1,433	1,433
차입금의 증가(감소)	507	345	4,009	1,500	1,500
자본의 증가(감소)	-69	-72	-67	-67	-67
배당금의 지급	-69	-72	-67	-67	-67
총현금흐름	3,455	3,564	1,822	2,328	3,742
(-)운전자본증가(감소)	337	87	-895	4	-168
(-)설비투자	2,809	4,048	5,791	5,665	5,694
(+)자산매각	17	-1	-8	-20	-20
Free Cash Flow	326	-572	-3,082	-3,361	-1,803
(-)기타투자	317	907	-608	-950	-950
잉여현금	8	-1,479	-2,474	-2,411	-853
NOPLAT	1,390	1,357	368	902	1,913
(+) Dep	1,463	1,728	1,850	2,012	2,646
(-)운전자본투자	337	87	-895	4	-168
(-)Capex	2,809	4,048	5,791	5,665	5,694
OpFCF	-293	-1,050	-2,678	-2,756	-967

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	9,652	9,187	8,527	8,053	9,235
현금성자산	3,182	2,134	3,314	2,337	2,917
매출채권	2,719	3,145	2,361	2,845	3,384
재고자산	3,205	3,297	2,071	2,469	2,810
비유동자산	20,606	24,852	29,882	33,591	36,697
투자자산	10,825	12,100	11,527	11,564	11,601
유형자산	8,965	11,893	17,487	21,140	24,188
무형자산	815	859	868	888	908
자산총계	30,258	34,039	38,408	41,645	45,932
유동부채	8,007	8,519	9,384	9,884	10,654
매입채무	4,258	4,513	3,313	3,758	4,470
유동성이자부채	2,879	2,894	4,705	4,705	4,705
비유동부채	5,033	5,613	8,028	9,620	11,215
비유동이자부채	2,341	2,905	5,419	6,919	8,419
부채총계	13,040	14,132	17,413	19,504	21,869
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	5,002	5,002	5,002	5,002	5,002
이익잉여금	10,468	12,336	13,087	14,232	16,154
자본조정	659	817	817	817	817
자기주식	-345	-345	-345	-345	-345
자본총계	17,218	19,907	20,996	22,141	24,063

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	28,366	29,197	12,487	18,499	30,376
BPS	234,231	263,011	273,691	289,959	317,269
DPS	1,030	1,000	1,000	1,000	1,000
CFPS	49,091	50,637	25,885	33,083	53,170
ROA(%)	7.0	6.2	2.3	3.0	4.5
ROE(%)	12.5	11.5	4.3	6.1	9.3
ROIC(%)	16.3	12.7	2.5	4.7	8.6
Multiples(x, %)					
PER	20.8	16.2	30.6	13.5	8.2
PBR	2.5	1.8	1.4	0.9	0.8
PSR	2.1	1.5	1.6	1.0	0.9
PCR	12.0	9.3	14.7	7.5	4.7
EV/EBITDA	13.2	10.9	14.7	8.8	5.7
배당수익률	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
안정성(%)					
부채비율	75.7	71.0	82.9	88.1	90.9
Net debt/Equity	11.8	18.4	32.4	41.9	42.4
Net debt/EBITDA	62.3	109.0	300.6	305.1	211.1
유동비율	120.5	107.8	90.9	81.5	86.7
이자보상배율(배)	20.1	6.0	1.2	3.1	6.6
자산구조(%)					
투하자본	39.4	46.3	53.6	59.9	62.0
현금+투자자산	60.6	53.7	46.4	40.1	38.0
자본구조(%)					
차입금	23.3	22.6	32.5	34.4	35.3
자기자본	76.7	77.4	67.5	65.6	64.7

[Compliance Notice]

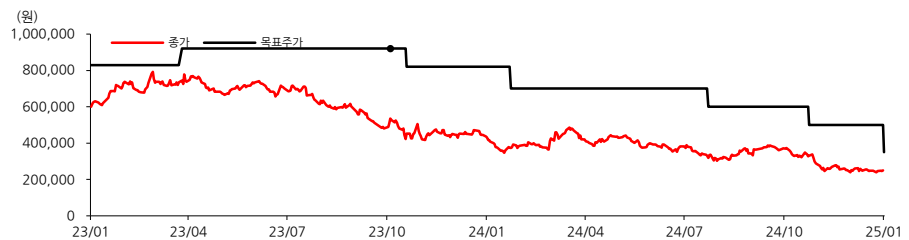
(공표일: 2025년 01월 09일)

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 종목을 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 책임소계에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[삼성SDI 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.01.16	2023.01.31	2023.04.03	2023.04.28	2023.05.16
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		830,000	830,000	920,000	920,000	920,000
일 시	2023.06.30	2023.07.28	2023.09.20	2023.10.27	2023.11.02	2023.11.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	920,000	920,000	920,000	820,000	820,000	820,000
일 시	2023.11.29	2023.12.28	2024.01.10	2024.01.26	2024.01.31	2024.02.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	820,000	820,000	820,000	820,000	700,000	700,000
일 시	2024.03.06	2024.03.29	2024.04.26	2024.05.02	2024.05.31	2024.06.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	700,000	700,000	700,000	700,000	700,000	700,000
일 시	2024.06.05	2024.06.28	2024.07.26	2024.07.31	2024.08.30	2024.09.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	700,000	700,000	700,000	600,000	600,000	600,000
일 시	2024.10.15	2024.10.25	2024.11.01	2024.11.05	2024.11.29	2024.12.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	600,000	600,000	500,000	500,000	500,000	500,000
일 시	2025.01.09					
투자의견	Buy					
목표가격	350,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-42.82	-30.57
2024.07.31	Buy	600,000	-42.48	-35.42
2024.11.01	Buy	500,000	-47.24	-32.50
2025.01.09	Buy	350,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%