

삼성SDI006400

재고조정의 긴 밤, 2월 독일 총선에 대한 기대

4Q24P Re: 일회성 비용 인식과 고객사 재고조정으로 영업적자 기록

4Q24P 매출액 3.8조원(-4.6% QoQ, -32.5% YoY), 영업적자 -2,567억원(적전 QoQ, 적전 YoY)으로 컨센서스 영업적자 -449억원을 하회했다. ESS를 제외한 전지 사업 전반에서의 가동률 하락과 재고자산평가손실 및 품질보증충당금 일회성 비용 인식이 주요했다. 일회성 비용 제외 시 전사 기준 소폭 흑자 수준임을 고려 시 약 2,600억원 수준 규모로 추정된다. 1) 소형전지는 Rivian 물량 부재와 전동공구 및 IT향 부진으로 출하량이 하락했고 2) 중대형전지도 ESS에서 분기 최대 매출을 달성했으나 EV향에서 앞선 일회성 비용과 가동률 하락으로 매출과 수익성이 모두 감소했다. 전자재료도 반도체 소재 수요는 메모리향 웨이퍼 투입 증가로 견조했으나 디스플레이 소재의 계절적 수요 감소로 아쉬운 모습이었다.

고객사 재고조정 해소는 2Q25로 제시...ESS만 양호

1Q25F 매출액 3.4조원(-9.7% QoQ), 영업이익 270억원(흑전 QoQ)을 전망한다. EV 고객사 재고조정이 장기화되며 정상화 시점은 최소 2Q25부터로 기존 예상보다 지연될 전망이다. ESS는 SBB 1.5 제품 중심의 전력용과 AI 데이터센터 수요에 따른 고부가 UPS 판매 확대로 전년 대비 성장세가 지속될 전망이다. 소형전지는 주요 고객사에게 비우호적인 정책 환경이 조성된 만큼 실적에 하방 압력이 상존한다. 중대형전지는 설비 효율화로 가동률 방어가 예상되지만 유럽 중심 전방 수요 개선이 어려운 상황인 만큼 큰 폭의 개선은 어렵다는 판단이다.

구체적인 가이던스 제시가 어려워진 업황, 2월 독일 총선을 주목해보자

최근 트럼프 정부는 미국 전기차 의무화 철회로 방향성을 분명히 했다. 주요 고객사들의 EV 전략 수정이 예상되나 아직 확인된 바가 없다. 금번 컨퍼런스콜에서 구체적인 가이던스 제시가 어려울 수밖에 없었던 배경이다. 그러나 가장 큰 실적 부담은 유럽이다. 전방 시장은 어렵고 최근 중국 배터리사들의 유럽 투자 확대 소식까지 더해지며 경쟁이 심화되고 있다. 그러나 2월 23일 독일 총선이 중요한 변곡점으로 예상된다. 유력 기민당(중도우파) 후보인 메르츠 대표는 대중 의존도 축소를 지지해 국내 배터리사의 경쟁구도 완화를 기대해볼 만하다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	20,124	22,708	16,592	16,823	23,976
영업이익	1,808	1,633	363	829	2,082
영업이익률(%)	9.0	7.2	2.2	4.9	8.7
세전이익	2,652	2,486	527	1,229	2,448
지배주주지분순이익	1,952	2,009	599	926	1,740
EPS(원)	28,366	29,197	8,999	14,129	26,567
증감률(%)	67.0	2.9	-69.2	57.0	88.0
ROE(%)	12.5	11.5	3.1	4.8	8.4
PER(배)	20.8	16.2	25.2	16.0	8.5
PBR(배)	2.5	1.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	13.2	10.9	9.7	7.0	4.9

자료: 삼성SDI, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

최태용 자동차·2 차전지

02-709-2657

tyc@ds-sec.co.kr

2025.01.31

매수(유지)

목표주가(하향)	330,000원
현재주가(01/24)	226,500원
상승여력	45.7%

Stock Data

KOSPI	2,536.8pt
시가총액(보통주)	15,575십억원
발행주식수	68,765천주
액면가	5,000원
자본금	357십억원
60일 평균거래량	423천주
60일 평균거래대금	112,453백만원
외국인 지분율	35.5%
52주 최고가	494,500원
52주 최저가	225,000원
주요주주	
삼성전자(외 5인)	20.5%
국민연금공단(외 1인)	7.9%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-11.2	-15.1
3M	-30.8	-29.1
6M	-32.1	-24.0

주가차트

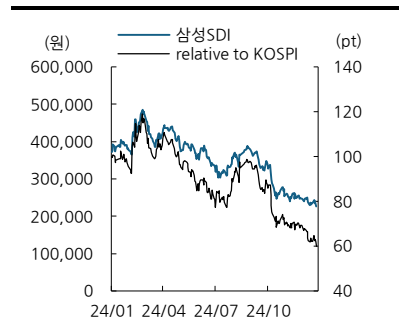


표1 삼성SDI 4Q24P 실적 Review

(십억원, %)	4Q24P	3Q24	4Q23	QoQ	YoY	컨센서스	Gap	DS 추정치	Gap
매출액	3,755	3,936	5,565	(4.6)	(32.5)	3,916	(4.1)	3,793	(1.0)
소형전지	1,124	1,219	1,665	(7.8)	(32.5)			1,090	
중대형전지	2,441	2,453	3,334	(0.5)	(26.8)			2,466	
전자재료	190	264	566	(27.9)	(66.5)			237	
영업이익(AMPC 포함)	(257)	130	312	적전	적전	(45)	적지	(23)	적지
OPM	(6.8)	3.3	5.6	(10.1)	(12.4)			(0.6)	(6.2)
(-)AMPC	24.9	10.3	0.0	141.7	N/A			18.5	34.8
수정영업이익	(282)	120	312	적전	적전			(42)	적지
수정 OPM	(7.5)	3.0	5.6	(10.5)	(13.1)			(1.1)	적지
당기순이익	(243)	230	493	적전	적전	153	적전	80	적전
NPM	(6.5)	5.9	8.9	(12.3)	(15.3)			2.1	

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

표2 삼성SDI 추정치 변경 Table

	변경전		변경후		Gap	
	2024P	2025F	2024P	2025F	2024P	2025F
매출액	16,631	18,794	16,592	16,823	(0.2)	(10.5)
영업이익	597	1,275	363	829	(39.1)	(35.0)
OPM	3.8	4.5	2.2	4.9	(1.6)	0.4
당기순이익	898	1,394	576	1,037	(35.9)	(25.6)

자료: DS투자증권 리서치센터

표3 삼성SDI 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024P	2025F	증감률
매출액	4,816	4,086	3,936	3,755	3,390	3,793	4,453	5,187	22,708	16,592	16,823	(26.9)
소형전지	1,594	1,525	1,219	1,124	962	1,017	1,103	1,312	7,440	5,462	4,394	(26.6)
중대형전지	2,988	2,348	2,453	2,441	2,248	2,595	3,165	3,675	12,966	10,230	11,683	(21.1)
전자재료	234	213	264	190	180	182	185	199	2,302	901	747	(60.9)
영업이익	249	241	130	(257)	27	155	299	348	1,633	363	829	(77.8)
OPM	5.2	5.9	3.3	(6.8)	0.8	4.1	6.7	6.7	7.2	2.2	4.9	(5.0)
(-) AMPC	47	8	10	25	48	121	237	254	-	90	660	N/A
수정 영업이익	202	233	120	(282)	(21)	34	62	94	1,633	274	169	(83.3)
OPM	4.2	5.7	3.0	(7.5)	(0.6)	0.9	1.4	1.8	7.2	1.6	1.0	(77.1)
전지	168	200	53	(293)	(46)	11	37	73	1342	128	75	(90.5)
OPM	3.7	5.2	1.4	(8.2)	(1.4)	0.3	0.9	1.5	18.0	2.3	1.7	(15.7)
전자재료	35	33	66	12	25	23	25	21	291	146	94	(49.9)
OPM	14.8	15.4	25.2	6.1	13.8	12.7	13.3	10.7	12.6	16.2	12.6	3.5
당기순이익	287	301	230	(243)	117	224	340	356	2,066	576	1,037	(72.1)
NPM	6.0	7.4	5.9	(6.5)	3.5	5.9	7.6	6.9	9.1	3.5	6.2	(5.6)
YoY												
매출액	(10.1)	(30.0)	(33.8)	(32.5)	(29.6)	(7.2)	13.1	38.1	12.8	(26.9)	1.4	-
영업이익	(33.6)	(46.5)	(73.8)	적전	(89.1)	(35.7)	130.5	흑전	(9.7)	(77.8)	128.3	-
OPM	5.2	5.9	3.3	(6.8)	0.8	4.1	6.7	6.7	7.2	2.2	4.9	-
지배순이익	13.6	(21.8)	0.7	(16.2)	16.5	16.5	16.5	16.5	56.8	(23.8)	65.9	-

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

표4 삼성SDI Valuation Table

항목	단위	25F	비고
EBITDA	(십억원)	3,198	25F EBITDA 적용
Target EV/EBITDA	(배)	8.6	2018~2023년 최저 Multiple 적용
EV	(십억원)	27,565	
(+) 자산가치	(십억원)	5,098	
(-) 순차입금	(십억원)	9,507	
Equity Value	(십억원)	23,156	
시가총액	(십억원)	15,575	전일 기준
Target Price	(원)	330,000	
Current Price	(원)	226,500	전일 종가
Upside	(%)	45.7	

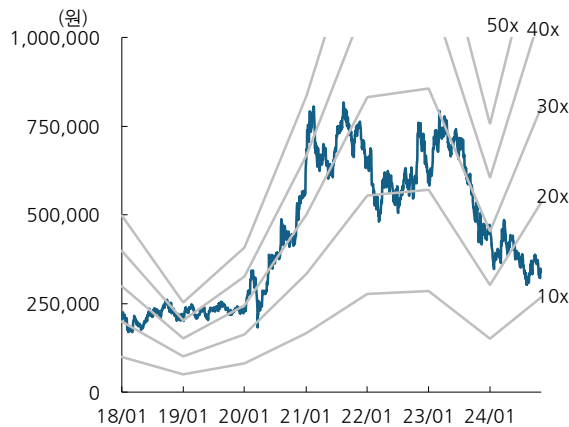
자료: DS투자증권 리서치센터

표5 삼성SDI Peer Group Valuation

(배, %)	PER			PBR			EV/EBITDA			ROE		
	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F
SDI	15.7	15.4	11.5	1.7	1.3	1.2	10.4	9.1	6.9	11.2	8.9	10.8
LGES	80.9	62.0	30.1	5.0	3.8	3.4	24.8	18.7	11.8	6.4	6.1	11.9
SKI	50.0	11.1	5.6	0.6	0.4	0.4	9.7	7.9	6.2	1.2	3.8	7.6
CATL	16.2	18.1	15.0	3.6	3.8	3.1	9.8	9.1	7.3	24.4	21.5	21.6
Panasonic	10.4	7.0	9.0	0.8	0.8	0.7	5.3	4.6	4.1	7.8	11.6	8.3
BYD	18.9	16.8	13.4	4.1	3.6	2.9	6.6	5.8	4.2	24.0	22.2	22.4
귀쉬안	40.3	32.5	22.4	1.5	1.4	1.4	21.3	18.1	14.6	3.9	4.0	5.7
이브이	21.3	13.9	10.9	2.5	1.9	1.7	17.6	12.2	9.6	12.4	13.5	15.0
GSYuasa	13.8	12.2	11.8	0.8	1.0	0.9	5.9	5.9	5.7	6.2	9.1	8.2
Peer 평균	29.7	21.0	14.4	2.3	2.0	1.7	12.4	10.2	7.8	10.8	11.2	12.4

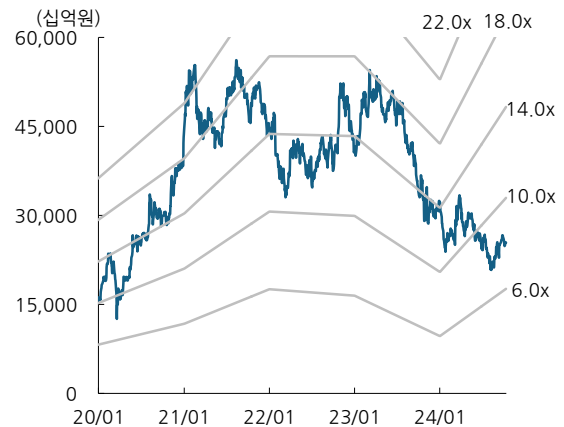
자료: Bloomberg Consensus, DS투자증권 리서치센터

그림1 삼성SDI PER(12M fwd.) 밴드 차트



자료: QuantiWise, DS투자증권 리서치센터

그림2 삼성SDI EV/EBITDA(12M fwd.) 밴드 차트



자료: QuantiWise, DS투자증권 리서치센터

[삼성 SDI006400]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F		2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,652	9,187	9,648	10,263	12,686	매출액	20,124	22,708	16,592	16,823	23,976
현금 및 현금성자산	2,614	1,524	1,065	1,145	2,428	매출원가	15,903	18,726	13,499	14,198	19,542
매출채권 및 기타채권	2,719	3,145	3,289	3,503	4,052	매출총이익	4,221	3,982	3,094	2,625	4,433
재고자산	3,205	3,297	3,273	3,513	4,018	판매비 및 관리비	2,413	2,349	2,875	2,456	3,406
기타	1,114	1,220	2,021	2,103	2,188	영업이익	1,808	1,633	363	829	2,082
비유동자산	20,606	24,852	29,360	31,829	34,231	(EBITDA)	3,271	3,361	2,332	3,198	5,031
관계기업투자등	10,145	11,304	10,973	11,419	11,882	금융손익	-77	-157	-475	-448	-468
유형자산	8,965	11,893	16,695	18,646	20,514	이자비용	90	274	378	490	496
무형자산	815	859	893	932	969	관계기업등 투자손익	1,040	1,017	801	945	913
자산총계	30,258	34,039	39,007	42,091	46,918	기타영업외손익	-119	-7	-129	-98	-79
유동부채	8,007	8,519	11,509	13,428	15,836	세전계속사업이익	2,652	2,486	527	1,229	2,448
매입채무 및 기타채무	4,258	4,513	4,074	5,627	7,030	계속사업법인세비용	613	420	7	241	640
단기금융부채	2,879	2,894	6,134	6,446	7,397	계속사업이익	2,039	2,066	521	988	1,808
기타유동부채	870	1,112	1,301	1,354	1,409	중단사업이익	0	0	55	0	0
비유동부채	5,033	5,613	6,798	7,103	7,849	당기순이익	2,039	2,066	576	988	1,808
장기금융부채	2,341	2,905	4,185	4,398	5,047	지배주주	1,952	2,009	599	926	1,740
기타비유동부채	2,692	2,708	2,613	2,705	2,802	총포괄이익	1,869	2,224	576	988	1,808
부채총계	13,040	14,132	18,307	20,531	23,685	매출총이익률 (%)	21.0	17.5	18.6	15.6	18.5
지배주주지분	16,486	18,511	19,035	19,894	21,567	영업이익률 (%)	9.0	7.2	2.5	4.9	8.7
자본금	357	357	357	357	357	EBITDA마진률 (%)	16.3	14.8	14.1	19.0	21.0
자본잉여금	5,002	5,002	5,002	5,002	5,002	당기순이익률 (%)	10.1	9.1	5.4	5.9	7.5
이익잉여금	10,468	12,336	12,859	13,718	15,391	ROA (%)	7.0	6.2	1.6	2.3	3.9
비지배주주지분(연결)	732	1,396	1,666	1,666	1,666	ROE (%)	12.5	11.5	3.1	4.8	8.4
자본총계	17,218	19,907	20,701	21,560	23,233	ROIC (%)	16.3	12.7	2.7	3.5	7.5

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F		2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	2,641	2,104	-560	3,565	4,247	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	2,039	2,066	566	988	1,808	P/E	20.8	16.2	25.2	16.0	8.5
비현금수익비용가감	1,416	1,498	1,660	1,498	2,114	P/B	2.5	1.8	0.8	0.8	0.7
유형자산감가상각비	1,408	1,660	1,834	2,287	2,863	P/S	2.1	1.5	1.0	0.9	0.7
무형자산감각비	55	68	78	81	85	EV/EBITDA	13.2	10.9	10.7	7.9	5.1
기타현금수익비용	-48	-230	-1,849	-2,792	-2,682	P/CF	12.0	9.3	7.2	6.4	4.1
영업활동 자산부채변동	-501	-938	-2,390	1,079	325	배당수익률 (%)	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4
매출채권 감소(증가)	-673	-484	-560	-214	-549	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-678	-134	-130	-239	-506	매출액	48.5	12.8	-26.9	1.4	42.5
매입채무 증가(감소)	851	-120	-874	1,554	1,402	영업이익	69.4	-9.7	-74.2	97.1	151.1
기타자산 부채변동	-1	-201	-825	-22	-23	세전이익	59.5	-6.3	-58.3	18.6	99.2
투자활동 현금	-2,946	-4,105	-4,328	-3,945	-4,496	당기순이익	63.1	1.3	-56.5	10.1	83.0
유형자산처분(취득)	-2,789	-4,037	-5,529	-4,239	-4,732	EPS	67.0	2.9	-69.2	57.0	88.0
무형자산 감소(증가)	-3	-12	-298	-121	-122	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-22	-41	1,099	447	391	부채비율	75.7	71.0	88.4	95.2	101.9
기타투자활동	-132	-15	400	-32	-34	유동비율	120.5	107.8	83.8	76.4	80.1
재무활동 현금	629	903	4,599	459	1,533	순차입금/자기자본(x)	11.8	18.4	43.8	44.1	42.2
차입금의 증가(감소)	507	345	4,416	526	1,600	영업이익/금융비용(x)	20.1	6.0	1.1	1.7	4.2
자본의 증가(감소)	-69	-72	-67	-67	-67	총차입금 (십억원)	5,220	5,799	10,319	10,845	12,444
배당금의 지급	69	72	67	67	67	순차입금 (십억원)	2,039	3,665	9,068	9,507	9,816
기타재무활동	191	629	249	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	289	-1,090	-459	79	1,283	EPS	28,366	29,197	8,999	14,129	26,567
기초현금	2,326	2,614	1,524	1,065	1,145	BPS	234,231	263,011	270,448	282,653	306,423
기말현금	2,614	1,524	1,065	1,145	2,428	SPS	285,925	322,642	235,744	239,025	340,653
NOPLAT	1,390	1,357	415	667	1,538	CFPS	49,091	50,637	31,629	35,330	55,727
FCF	8	-1,479	-4,492	-379	-250	DPS	1,030	1,000	1,000	1,000	1,000

자료: 삼성SDI, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

삼성SDI (006400) 투자이전 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이전	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-04-28	매수	890,000	-41.5	-16.6	
2024-05-28	담당자변경				
2024-05-28	매수	570,000	-34.8	-29.0	
2024-07-31	매수	540,000	-35.7	-28.2	
2024-10-11	매수	540,000	-93.7	-93.1	
2024-10-31	매수	520,000	-48.9	-35.1	
2025-01-07	매수	390,000	-39.4	-36.0	
2025-01-31	매수	330,000			

투자이전 및 적용기준 (항후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	업종별 투자이전은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자이전 비율

기준일 2024.12.31

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.