

삼성에스디에스 (018260)

안정적 실적 확인, 단기 모멘텀도 집중

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (유지)

목표주가(상향): 200,000원

현재 주가(1/25)	157,400 원
상승여력	▲27.1%
시가총액	121,793 억원
발행주식수	77,378 천주
52 주 최고가 / 최저가	172,000 / 115,200 원
90 일 일평균 거래대금	285.51 억원
외국인 지분율	18.6%

주주 구성	
삼성전자 (외 10 인)	48.9%
국민연금공단 (외 1 인)	7.7%
삼성에스디에스우리아주 (외 1 인)	0.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-8.3	19.2	25.5	23.7
상대수익률(KOSPI)	-3.4	14.6	31.8	22.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	17,235	13,277	14,157	14,987
영업이익	916	808	922	1,025
EBITDA	1,428	1,420	1,541	1,624
지배주주순이익	1,100	698	885	978
EPS	14,213	9,020	11,437	12,646
순차입금	-4,161	-4,321	-4,956	-5,665
PER	8.7	13.0	13.8	12.4
PBR	1.2	1.1	1.3	1.2
EV/EBITDA	3.8	3.4	4.7	4.0
배당수익률	2.6	2.3	1.7	1.7
ROE	14.2	8.3	9.8	10.0

주가 추이



동사의 4Q23 실적은 시장 기대치에 부합했습니다. 1) 고마진 클라우드 매출 비중 상승에 따른 수익성 개선이 나타나고 있는 가운데, 2) 상반기 생성 AI 신규 서비스 출시 모멘텀, 그리고 3) 약 5.4 조 원의 순현금을 고려하면 추가 상승 여력은 충분하다고 판단됩니다.

4Q23 실적은 컨센서스 부합

동사의 4Q23 실적은 매출액 3.38조 원, 영업이익 2145억 원을 기록하며 시장 기대치에 부합했다. SI와 ITO 매출액은 YoY 각각 4.6%, 12% 감소했지만, 클라우드가 YoY 63%나 증가하며 IT서비스 매출 성장을 견인했다. CSP는 HPC(고성능컴퓨팅), 신규서비스 매출 기여로 YoY 51%, MSP는 금융, 제조, 공공 분야 확대로 YoY 93% 성장했다. 4Q23 기준 클라우드 매출 비중은 IT서비스 내 34%까지 확대(22년 19%)됐다. 물류 매출액은 계절적 성수기 효과와 물동량 증가로 인해 1.76조 원을 기록했다.

그룹사 생성AI 도입 본격화로 수익성 개선 가시성 높아

지난해 61.7% 성장한 클라우드 매출액은 생성형AI 제품(Fabrix/Brity Copilot) 출시 효과가 더해져 올해에도 23.3% 성장이 예상된다. HPC 수주, 관계사 AI도입 등 매출 성장 기대감을 높이는 요인들이 다수 있어 IT서비스 수익성 개선세도 가팔라질 것으로 전망한다. 2020년 이후 동사의 밸류에이션이 제한적인 박스권에서 머물렀던 이유는 IT서비스 수익성이 둔화되었기 때문이었다. 우리는 동사의 2024년 IT서비스 영업이익으로 7821억 원(YoY 16.7%)을 전망하며, 우리의 예상보다 관계사 업황 회복세가 빠르다면 SI와 ITO 전망치 상향도 충분히 가능하다.

목표주가 20만 원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 20만 원(24E EPS에 목표배수 17.5배 적용)으로 상향한다. 클라우드 사업 확대에 따른 이익 증가세 반영해 올해 영업이익 전망치를 기존 대비 6% 상향했다. 현재 밸류에이션은 올해 예상실적 기준 PER 14배다. 1) 고마진 클라우드 매출 비중 상승에 따른 수익성 개선이 나타나고 있는 가운데, 2) 상반기 생성AI 신규 서비스 출시 모멘텀, 그리고 3) 약 5.4조 원의 순현금을 고려하면 추가 상승 여력은 충분하다고 판단된다.

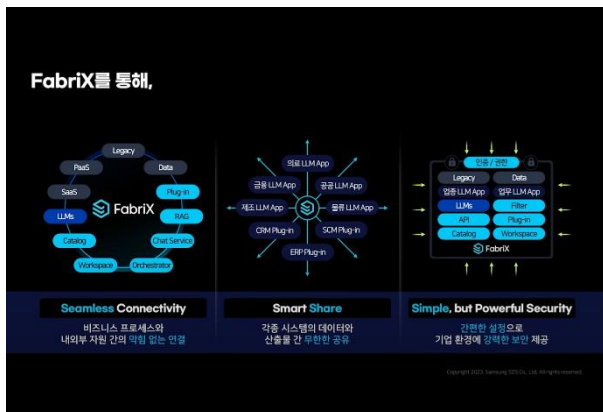


상반기 출시 예정 생성형 AI 서비스는 두가지다.

‘Fabrix’는 기업이 보유한 IT 자원을 LLM과 연결해 업무를 자동화하는 AI 플랫폼으로, 상반기 정식 출시 예정이다. 생성형 AI 도입 시 발생하는 대표적인 어려움은 보안과 비용 문제인데, Fabrix는 SCP 내에서 작동되어 문서 암호화 기능, 사용자 권한 관리 기능을 통한 보안 서비스를 지원한다. 또한 퍼블릭/프라이빗 포함 여러 LLM, SaaS를 제공해 개별 도입 없이도 하나의 플랫폼 위에서 여러 LLM을 활용해 작업할 수 있다.

‘Brity Copilot’은 기존 협업 솔루션 ‘Brity Works’에 생성형 AI를 결합한 것으로, 2월 중 화상회의 실시간 자막 지원, 회의록 작성, 메일 요약 기능을 포함한 제품을 출시할 예정이다. 연중 문서 편집 기능 추가도 예정되어 있으며, ERP, CRM 등 글로벌 솔루션사가 제공하는 코파일럿과 Brity Copilot 간 연계 서비스도 준비 중에 있다.

[그림1] FabriX 주요 기능



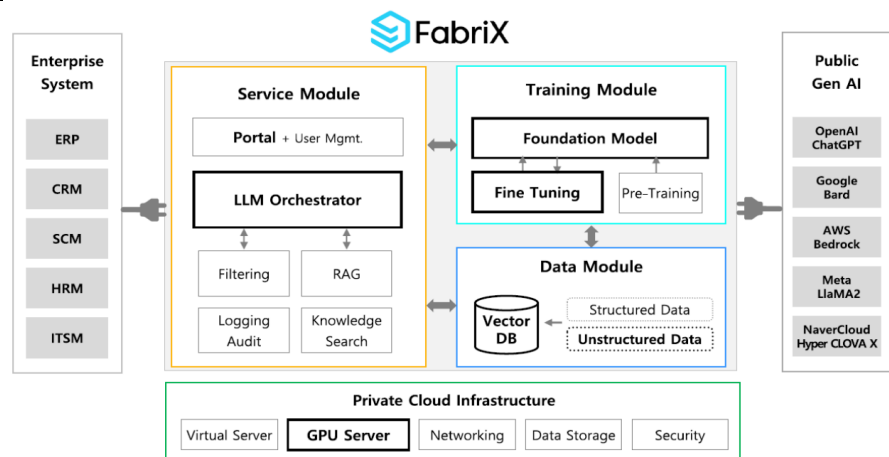
자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] Brity Copilot를 사용한 업무 시나리오 예시



자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] FabriX 서비스 구조



자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 삼성에스디에스 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	3,401	3,291	3,208	3,377	3,446	3,478	3,518	3,717	17,235	13,277	14,157	14,987
IT 서비스	1,470	1,511	1,509	1,616	1,621	1,642	1,668	1,816	5,968	6,106	6,747	7,353
SI	287	289	276	300	300	306	304	340	1,484	1,152	1,249	1,343
ITO	773	777	763	761	782	791	800	805	3,322	3,074	3,178	3,260
클라우드	410	445	471	556	539	546	563	672	1,163	1,881	2,320	2,751
물류 BPO	1,931	1,780	1,699	1,761	1,825	1,835	1,850	1,900	11,267	7,171	7,411	7,633
매출비중(%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
IT 서비스	43	46	47	48	47	47	47	49	35	46	48	49
물류 BPO	57	54	53	52	53	53	53	51	65	54	52	51
영업이익	194	206	193	215	215	224	229	254	916	808	922	1,025
영업이익률(%)	5.7	6.3	6.0	6.4	6.2	6.4	6.5	6.8	5.3	6.1	6.5	6.8
IT 서비스	147	169	167	187	168	192	198	223	632	670	782	880
영업이익률(%)	10.0	11.2	11.1	11.6	10.3	11.7	11.9	12.3	10.6	11.0	11.6	12.0
물류 BPO	48	38	26	27	48	31	31	30	285	138	141	145
영업이익률(%)	2.5	2.1	1.5	1.6	2.6	1.7	1.7	1.6	2.5	1.9	1.9	1.9
당기순이익	208	170	177	146	212	217	218	238	1,130	702	885	978
당기순이익률(%)	6.1	5.2	5.5	4.3	6.1	6.2	6.2	6.4	6.6	5.3	6.2	6.5
YoY(%)												
매출액	-18.9	-28.4	-23.6	-20.5	1.3	5.7	9.6	10.1	26.4	-23.0	6.6	5.9
IT 서비스	1.2	0.0	1.5	6.5	10.3	8.7	10.5	12.4	5.9	2.3	10.5	9.0
SI	-30.0	-29.3	-21.5	-4.6	4.4	5.9	10.2	13.4	-9.6	-22.4	8.5	7.5
ITO	-2.6	-6.3	-8.8	-11.7	1.2	1.7	4.9	5.8	6.3	-7.5	3.4	2.6
클라우드	64.6	63.0	57.3	62.6	31.4	22.8	19.7	20.9	33.4	61.8	23.3	18.6
물류 BPO	-29.5	-42.3	-37.3	-35.5	-5.5	3.1	8.9	7.9	41.0	-36.4	3.3	3.0
영업이익	-29.0	-23.6	4.3	14.4	10.8	8.4	18.9	18.4	13.4	-11.8	14.1	11.1
IT 서비스	-29.8	-2.1	39.7	43.3	14.3	14.1	18.2	19.4	-4.9	6.1	16.7	12.5
물류 BPO	-26.3	-61.4	-60.8	-52.0	0.0	-17.2	22.9	11.4	97.4	-51.4	1.8	3.1
당기순이익	1.9	-37.4	-55.9	-42.1	1.7	27.1	23.6	62.8	78.4	-37.9	26.1	10.6

자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	13,630	17,235	13,277	14,157	14,987
매출총이익	1,683	1,901	1,698	1,561	1,653
영업이익	808	916	808	922	1,025
EBITDA	1,250	1,428	1,420	1,541	1,624
순이자손익	43	82	126	86	91
외화관련손익	8	26	22	0	0
지분법손익	6	7	4	0	0
세전계속사업손익	858	1,132	985	1,017	1,124
당기순이익	633	1,130	702	885	978
지배주주순이익	611	1,100	698	885	978
증가율(%)					
매출액	23.7	26.4	-23.0	6.6	5.9
영업이익	-7.3	13.4	-11.8	14.1	11.1
EBITDA	-5.5	14.2	-0.6	8.5	5.4
순이익	39.8	78.4	-37.9	26.1	10.6
이익률(%)					
매출총이익률	12.3	11.0	12.8	11.0	11.0
영업이익률	5.9	5.3	6.1	6.5	6.8
EBITDA 이익률	9.2	8.3	10.7	10.9	10.8
세전이익률	6.3	6.6	7.4	7.2	7.5
순이익률	4.6	6.6	5.3	6.2	6.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금흐름	980	1,290	988	1,416	1,520
당기순이익	633	1,130	702	885	978
자산상각비	442	512	612	618	599
운전자본증감	-266	-100	-437	-97	-67
매출채권 감소(증가)	-377	107	-123	-259	-179
재고자산 감소(증가)	0	0	-3	-3	-2
매입채무 증가(감소)	241	-49	-119	165	114
투자현금흐름	-827	-645	-667	-727	-764
유형자산처분(취득)	-286	-587	-384	-486	-515
무형자산 감소(증가)	-33	-60	-29	-26	-26
투자자산 감소(증가)	-513	-93	-154	-155	-161
재무현금흐름	-323	-355	-409	-209	-209
차입금의 증가(감소)	-135	-167	-158	0	0
자본의 증가(감소)	-188	-188	-248	-209	-209
배당금의 지급	-188	-188	-248	-209	-209
총현금흐름	1,391	1,594	1,335	1,513	1,588
(-)운전자본증가(감소)	-29	-88	295	97	67
(-)설비투자	287	592	389	486	515
(+)자산매각	-33	-55	-24	-26	-26
Free Cash Flow	1,101	1,035	626	904	980
(-)기타투자	290	93	241	60	62
잉여현금	811	942	385	844	918
NOPLAT	597	914	575	802	891
(+) Dep	442	512	612	618	599
(-)운전자본투자	-29	-88	295	97	67
(-)Capex	287	592	389	486	515
OpFCF	782	923	503	837	908

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	7,576	8,006	8,267	9,184	10,094
현금성자산	4,591	5,030	5,182	5,817	6,526
매출채권	2,609	2,551	2,575	2,834	3,013
재고자산	44	41	29	32	34
비유동자산	2,941	3,947	4,012	3,965	3,969
투자자산	1,047	1,713	1,644	1,704	1,767
유형자산	1,179	1,520	1,552	1,477	1,448
무형자산	715	713	815	784	754
자산총계	10,517	11,952	12,279	13,149	14,063
유동부채	2,370	2,493	2,319	2,503	2,637
매입채무	1,724	1,845	1,639	1,803	1,918
유동성이자부채	149	193	205	205	205
비유동부채	703	992	975	985	996
비유동이자부채	313	676	656	656	656
부채총계	3,074	3,485	3,294	3,488	3,633
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,297	1,297	1,297	1,297	1,297
이익잉여금	6,087	7,001	7,451	8,127	8,896
자본조정	-194	-114	-114	-114	-114
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	7,444	8,467	8,985	9,661	10,430

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표					
EPS	7,899	14,213	9,020	11,437	12,646
BPS	93,421	106,273	112,091	120,825	130,768
DPS	2,400	3,200	2,700	2,700	2,700
CFPS	17,975	20,600	17,253	19,556	20,521
ROA(%)	6.2	9.8	5.8	7.0	7.2
ROE(%)	8.8	14.2	8.3	9.8	10.0
ROIC(%)	19.8	25.1	13.3	17.8	19.5
Multiples(x, %)					
PER	19.8	8.7	13.0	13.8	12.4
PBR	1.7	1.2	1.1	1.3	1.2
PSR	0.9	0.6	0.7	0.9	0.8
PCR	8.7	6.0	6.8	8.0	7.7
EV/EBITDA	6.4	3.8	3.4	4.7	4.0
배당수익률	1.5	2.6	2.3	1.7	1.7
안정성(%)					
부채비율	41.3	41.2	36.7	36.1	34.8
Net debt/Equity	-55.5	-49.1	-48.1	-51.3	-54.3
Net debt/EBITDA	-330.2	-291.3	-304.4	-321.7	-348.9
유동비율	319.6	321.1	356.6	367.0	382.8
이자보상배율(배)	45.8	31.8	20.8	23.4	25.9
자산구조(%)					
투자자본	35.7	38.1	39.7	37.6	35.7
현금+투자자산	64.3	61.9	60.3	62.4	64.3
자본구조(%)					
차입금	5.8	9.3	8.7	8.2	7.6
자기자본	94.2	90.7	91.3	91.8	92.4

[Compliance Notice]

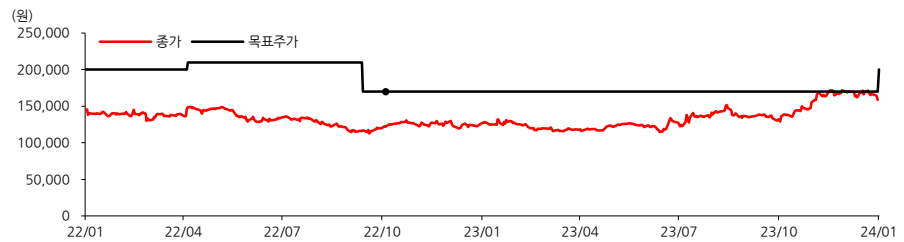
(공표일: 2024년 1월 26일)

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. (김소혜, 이다연)

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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[삼성에스디에스 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2022.01.27	2022.03.29	2022.04.28	2022.04.29	2022.05.24	2022.05.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	200,000	200,000	200,000	210,000	210,000	210,000
일 시	2022.07.29	2022.10.07	2022.10.28	2022.11.17	2022.12.05	2023.01.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	210,000	170,000	170,000	170,000	170,000	170,000
일 시	2023.01.27	2023.03.22	2023.04.28	2023.06.20	2024.01.26	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	170,000	170,000	170,000	170,000	200,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.04.29	Buy	210,000	-36.54	-29.05
2022.10.07	Buy	170,000	-26.04	-10.88
2024.01.26	Buy	200,000		

[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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

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: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%