



# 삼성에스디에스 (018260)

클라우드 솔루션 관련 투자로 수익성 부진

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

**Buy (유지)**

목표주가(하향): 190,000원

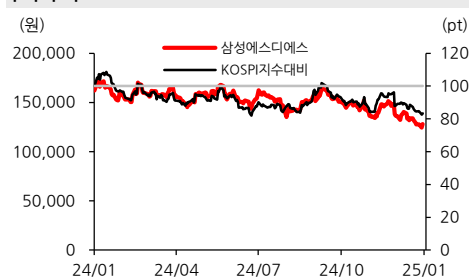
현재 주가(1/3)	128,000 원
상승여력	▲48.4%
시가총액	99,044 억원
발행주식수	77,378 천주
52 주 최고가 / 최저가	171,500 / 124,500 원
90 일 일평균 거래대금	224.38 억원
외국인 지분율	18.6%
주주 구성	
삼성전자 (외 9 인)	49.0%
국민연금공단 (외 1 인)	8.8%
삼성에스디에스우리스주 (외 1 인)	0.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-7.2	-15.2	-16.9	-21.7
상대수익률(KOSPI)	-4.9	-10.5	-4.3	-15.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	13,277	13,791	14,569	15,876
영업이익	808	921	946	1,060
EBITDA	1,421	1,532	1,614	1,705
지배주주순이익	693	766	843	941
EPS	8,965	9,909	10,898	12,160
순차입금	-4,623	-4,712	-5,350	-6,030
PER	19.0	16.3	11.7	10.5
PBR	1.5	1.4	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.0	5.1	2.8	2.3
배당수익률	1.6	1.7	2.1	2.1
ROE	8.2	8.6	8.9	9.2

## 주가 추이



동사의 4Q24 실적은 영업이익의 컨센서스를 하회한 것으로 추정합니다. 현재 밸류에이션은 멀티플 박스권 최하단 수준으로 관계사향 물량 축소 우려가 대부분 반영된 수준입니다. 1) 보유 현금을 통한 기업가치 제고 방안과, 2) 중장기 성장 전략의 구체화가 필요한 시점입니다.

## 4Q24 실적은 영업이익 컨센서스 하회 추정

동사의 4Q24 실적은 매출액 3,61조 원, 영업이익 2,213억 원을 기록하며 영업이익의 컨센서스를 11% 하회한 것으로 추정한다. 대외향 일부 프로젝트들의 정산이 늦어지고, 자체 솔루션 플랫폼 관련 투자가 예상보다 크게 진행된 것이 실적 부진 이유로 파악된다. 클라우드 매출액은 YoY 24.5% 증가를 예상한다. HPC서버 가동률 증가에 따라 CSP 매출 고성장세는 유지되고, SaaS 매출도 솔루션 확대 적용으로 인해 호조세를 전망한다. 다만 IT서비스 영업이익률은 10.6%로 QoQ 3.1%p 낮아진 것으로 추정한다. 원가 경쟁력 확보를 위한 인하우스 솔루션 관련 투자 비용이 반영될 것으로 예상한다.

## 클라우드 고성장세 유지, 다만 솔루션 투자 확대로 수익성 부진

우리는 동사의 올해 실적으로 매출액 14.57조 원, 영업이익 9464억 원을 전망한다. CSP 솔루션 소프트웨어 관련 투자가 확대됨을 고려해 기존 대비 영업이익 추정치를 소폭 하향했다. 고성장세를 보이고 있는 클라우드 매출 비중은 24년 기준 IT서비스 매출 내 40%까지 확대(22년 19%→23년 31%)될 것으로 예상한다. 다만 늘어나고 있는 클라우드 실적에도 불구하고 수익성 개선세가 미미하다는 점과, Brity Copilot 구축 물량과 Fabrix 전환 효과 실적이 상향 조정될 여지보다는 대내외 환경 변화에 따라 하향 변동될 가능성이 높은 점이 우려 요인이다.

## 목표주가 19만 원으로 하향하고 투자 의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 실적 추정치 하향으로 19만 원으로 낮춰 제시한다. '25E EPS에 목표배수 17.5배 적용했다. 현재 밸류에이션은 멀티플 박스권 최하단 수준인 '25E PER 11배다. 관계사향 물량 축소 우려가 대부분 반영된 수준이라고 보지만, 주가의 유의미한 상승 반전은 1) 보유 현금을 통한 기업가치 제고 방안과, 2) 중장기 성장 전략의 구체화가 제시될 때 나타날 것으로 예상한다.

[표1] 삼성에스디에스 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	3,247	3,369	3,570	3,605	3,442	3,566	3,764	3,797	17,235	13,277	13,791	14,569
IT 서비스	1,554	1,586	1,630	1,733	1,713	1,745	1,764	1,810	5,968	6,106	6,503	7,032
SI	288	268	257	289	287	280	264	298	1,484	1,152	1,102	1,130
ITO	735	763	736	752	743	756	754	761	3,322	3,074	2,986	3,014
클라우드	531	556	637	692	683	710	746	751	1,163	1,881	2,415	2,889
물류 BPO	1,694	1,783	1,940	1,872	1,729	1,820	2,000	1,987	11,267	7,171	7,288	7,536
매출비중(%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
IT 서비스	48	47	46	48	50	49	47	48	35	46	47	48
물류 BPO	52	53	54	52	50	51	53	52	65	54	53	52
영업이익	226	221	253	221	210	226	259	251	916	808	921	946
영업이익률(%)	7.0	6.6	7.1	6.1	6.1	6.3	6.9	6.6	5.3	6.1	6.7	6.5
IT 서비스	170	198	223	184	184	203	235	226	632	670	774	847
영업이익률(%)	10.9	12.5	13.7	10.6	10.7	11.6	13.3	12.5	10.6	11.0	11.9	12.0
물류 BPO	56	23	30	37	26	24	24	26	285	138	146	99
영업이익률(%)	3.3	1.3	1.5	2.0	1.5	1.3	1.2	1.3	2.5	1.9	2.0	1.3
당기순이익	217	191	186	199	193	203	227	220	1,130	702	792	843
당기순이익률(%)	6.7	5.7	5.2	5.5	5.6	5.7	6.0	5.8	6.6	5.3	5.7	5.8
YoY(%)												
매출액	-4.5	2.4	11.3	6.8	6.0	5.8	5.4	5.3	26.4	-23.0	3.9	5.6
IT 서비스	5.7	5.0	8.0	7.2	10.3	10.0	8.2	4.5	5.9	2.3	6.5	8.1
SI	0.4	-7.3	-7.1	-3.5	-0.4	4.5	3.1	3.2	-9.6	-22.4	-4.3	2.6
ITO	-5.0	-1.9	-3.5	-1.1	1.1	-0.9	2.4	1.2	6.3	-7.5	-2.9	0.9
클라우드	29.5	25.1	35.3	24.5	28.7	27.7	17.0	8.5	33.4	61.8	28.4	19.6
물류 BPO	-12.3	0.1	14.2	6.3	2.1	2.1	3.1	6.1	41.0	-36.4	1.6	3.4
영업이익	16.3	7.0	31.0	3.2	-7.1	2.5	2.4	13.6	13.4	-11.8	13.9	2.8
IT 서비스	15.7	17.3	33.2	-1.8	8.3	2.4	5.3	22.7	-4.9	6.1	15.6	9.4
물류 BPO	17.9	-39.0	16.8	37.1	-53.8	2.9	-19.7	-31.0	97.4	-51.4	6.0	-32.1
당기순이익	4.1	11.7	5.2	36.3	-11.0	6.5	22.2	10.5	78.4	-37.9	13.0	6.4

자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

### 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	17,235	13,277	13,791	14,569	15,876
매출총이익	1,901	1,796	1,903	1,607	1,751
영업이익	916	808	921	946	1,060
EBITDA	1,428	1,421	1,532	1,614	1,705
순이자손익	82	143	120	80	85
외화관련손익	26	4	3	0	0
지분법손익	7	6	2	0	0
세전계속사업손익	1,132	986	1,064	1,028	1,147
당기순이익	1,130	701	792	843	941
지배주주순이익	1,100	693	766	843	941
증가율(%)					
매출액	118.2	-23.0	3.9	5.6	9.0
영업이익	54.4	-11.8	13.9	2.8	12.0
EBITDA	44.3	-0.5	7.9	5.3	5.7
순이익	160.2	-37.9	13.0	6.4	11.6
이익률(%)					
매출총이익률	11.0	13.5	13.8	11.0	11.0
영업이익률	5.3	6.1	6.7	6.5	6.7
EBITDA 이익률	8.3	10.7	11.1	11.1	10.7
세전이익률	6.6	7.4	7.7	7.1	7.2
순이익률	6.6	5.3	5.7	5.8	5.9

### 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	1,290	1,461	1,076	1,469	1,558
당기순이익	1,130	701	792	843	941
자산상각비	512	613	612	667	645
운전자본증감	-100	-106	108	-51	-37
매출채권 감소(증가)	107	194	-445	-142	-104
재고자산 감소(증가)	0	0	0	-1	-1
매입채무 증가(감소)	-49	-12	-49	91	67
투자현금흐름	-645	-622	-892	-788	-842
유형자산처분(취득)	-587	-445	-484	-500	-545
무형자산 감소(증가)	-60	-29	-52	-59	-59
투자자산 감소(증가)	-93	-51	-371	-166	-173
재무현금흐름	-355	-463	-402	-209	-209
차입금의 증가(감소)	-167	-208	-162	0	0
자본의 증가(감소)	-188	-248	-240	-209	-209
배당금의 지급	-188	-248	-209	-209	-209
총현금흐름	1,594	1,510	968	1,519	1,595
(-)운전자본증가(감소)	-88	-187	456	51	37
(-)설비투자	592	451	484	500	545
(+)자산매각	-55	-24	-51	-59	-59
Free Cash Flow	1,035	1,222	-23	909	954
(-)기타투자	93	390	-578	62	65
잉여현금	942	832	555	847	889
NOPLAT	914	575	686	776	869
(+) Dep	512	613	612	667	645
(-)운전자본투자	-88	-187	456	51	37
(-)Capex	592	451	484	500	545
OpFCF	923	924	357	892	932

주: IFRS 연결 기준

### 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
유동자산	8,006	8,160	8,811	9,611	10,416
현금성자산	5,030	5,491	5,661	6,299	6,979
매출채권	2,551	2,229	2,661	2,803	2,907
재고자산	41	24	18	19	20
비유동자산	3,947	4,161	4,207	4,161	4,186
투자자산	1,713	1,687	1,685	1,747	1,812
유형자산	1,520	1,654	1,701	1,593	1,553
무형자산	713	819	821	821	821
자산총계	11,952	12,321	13,018	13,773	14,601
유동부채	2,493	2,392	2,451	2,563	2,650
매입채무	1,845	1,663	1,713	1,805	1,871
유동성이자부채	193	211	245	245	245
비유동부채	992	954	1,008	1,017	1,026
비유동이자부채	676	657	703	703	703
부채총계	3,485	3,345	3,459	3,579	3,677
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,297	1,297	1,297	1,297	1,297
이익잉여금	7,001	7,447	8,004	8,639	9,370
자본조정	-114	-125	-145	-145	-145
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	8,467	8,976	9,559	10,193	10,925

### 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	14,213	8,965	9,909	10,898	12,160
BPS	106,273	111,893	118,837	127,032	136,489
DPS	3,200	2,700	2,700	2,700	2,700
CFPS	20,600	19,509	12,511	19,635	20,613
ROA(%)	9.8	5.7	6.0	6.3	6.6
ROE(%)	14.2	8.2	8.6	8.9	9.2
ROIC(%)	25.1	13.8	15.4	16.5	18.4
Multiples(x, %)					
PER	8.7	19.0	16.3	11.7	10.5
PBR	1.2	1.5	1.4	1.0	0.9
PSR	0.6	1.0	0.9	0.7	0.6
PCR	6.0	8.7	12.9	6.5	6.2
EV/EBITDA	3.8	6.0	5.1	2.8	2.3
배당수익률	2.6	1.6	1.7	2.1	2.1
안정성(%)					
부채비율	41.2	37.3	36.2	35.1	33.7
Net debt/Equity	-49.1	-51.5	-49.3	-52.5	-55.2
Net debt/EBITDA	-291.3	-325.4	-307.5	-331.6	-353.7
유동비율	321.1	341.2	359.5	375.1	393.0
이자보상배율(배)	31.8	21.2	18.2	17.7	19.8
자산구조(%)					
투하자본	38.1	37.0	39.0	36.9	35.1
현금+투자자산	61.9	63.0	61.0	63.1	64.9
자본구조(%)					
차입금	9.3	8.8	9.0	8.5	8.0
자기자본	90.7	91.2	91.0	91.5	92.0

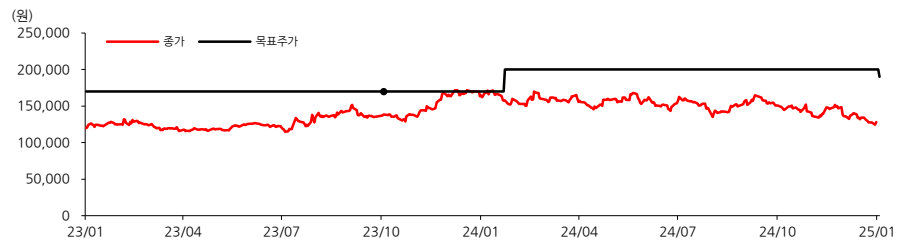
[ Compliance Notice ]

(공표일: 2025년 1월 6일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)  
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 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	2023.01.10	2023.01.27	2023.03.22	2023.04.28	2023.06.20	2024.01.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	170,000	170,000	170,000	170,000	170,000	200,000
일 시	2024.03.26	2024.03.29	2024.04.25	2024.04.26	2024.05.29	2024.05.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000
일 시	2024.06.04	2024.06.25	2024.06.28	2024.07.26	2024.08.12	2024.08.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000
일 시	2024.09.03	2024.11.19	2024.12.04	2025.01.06		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	200,000	200,000	200,000	190,000		

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.10.07	Buy	170,000	-26.04	-10.88
2024.01.26	Buy	200,000	-24.40	-14.95
2025.01.06	Buy	190,000		

**[ 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 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자의견 ]**

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%