

삼성에스디에스 (018260)

생성형AI 관련 매출 기여는 2분기부터

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 200,000원

현재 주가(4/25)	150,200 원
상승여력	▲33.2%
시가총액	116,221 억원
발행주식수	77,378 천주
52 주 최고가 / 최저가	172,000 / 115,200 원
90 일 일평균 거래대금	222.36 억원
외국인 지분율	18.9%

주주 구성	
삼성전자 (외 9 인)	49.0%
국민연금공단 (외 1 인)	8.8%
삼성에스디에스우리사주 (외 1 인)	0.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.3	-4.6	13.7	27.0
상대수익률(KOSPI)	0.6	-11.0	2.5	21.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	17,235	13,277	14,008	15,057
영업이익	916	808	935	1,078
EBITDA	1,428	1,421	1,582	1,699
지배주주순이익	1,100	693	884	1,013
EPS	14,213	8,965	11,423	13,099
순차입금	-4,161	-4,623	-5,157	-5,942
PER	8.7	19.0	13.1	11.5
PBR	1.2	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA	3.8	6.0	4.1	3.3
배당수익률	2.6	1.6	1.8	1.8
ROE	14.2	8.2	9.8	10.4

주가 추이



동사의 1Q24 실적은 영업이익 기준 컨센서스를 소폭 상회했습니다. 1) 고마진 클라우드 매출 비중 상승에 따른 수익성 개선이 나타나고 있는 가운데, 2) 생성 AI 신규 서비스 관련 매출이 2Q 부터 반영되고, 3) 약 5.4 조 원의 순현금을 고려하면 추가 상승 여력은 충분합니다.

1분기 실적은 영업이익 기준 컨센서스 5% 상회

동사의 1분기 실적은 매출액 3.25조 원, 영업이익 2259억 원을 기록하며 영업이익 컨센서스를 5% 상회했다. SI 매출액은 전년 수준에 그쳤고 ITO 매출액은 YoY 5% 감소했지만, 클라우드가 YoY 29.5%나 증가하며 IT서비스 매출 성장을 견인했다. CSP 매출은 HPC서버 가동률이 올라가면서 YoY 44%, MSP는 공공 및 금융 분야 구축으로 YoY 23% 성장했다. 1분기 기준 클라우드 매출 비중은 IT서비스 내 34%까지 확대(22년 19%→23년 31%)됐다. 물류 영업이익률은 3.3%를 기록해 2% 내외인 통상적인 수준을 크게 상회했는데, 해상/항공 운임상승 효과와 일회성 이익이 반영됐다.

그룹사 생성AI 도입 본격화로 수익성 개선 가시성 높아

2분기 클라우드 매출액은 생성형AI 서비스(Brity Copilot/Fabrix) 출시 효과가 더해져 YoY 29.7% 성장할 것으로 전망된다. 하반기로 갈수록 HPC 가동률 상승, 관계사 AI도입 등 고마진 매출 비중이 높아지며 IT 서비스 수익성 개선세도 가팔라질 것으로 예상한다. 신규 서비스들은 5월부터 금융계열사 및 전자 DX부문을 시작으로 순차적으로 구축되면서 매출이 발생할 것으로 예상하는데, 이는 대부분 계속 쌓여가는 리커링(recurring) 매출의 특성으로 '25년 실적에는 더욱 큰 폭의 기여가 가능하다.

투자의견 BUY와 목표주가 20만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가('24E EPS에 목표배수 17.5배 적용)를 그대로 유지한다. 현재 밸류에이션은 올해 예상실적 기준 PER 13배다. 1) 고마진 클라우드 매출 비중 상승에 따른 수익성 개선이 나타나고 있는 가운데, 2) 생성AI 서비스 관련 매출이 2분기부터 반영되고, 3) 약 5.4조 원의 순현금을 고려하면 추가 상승 여력은 충분하다고 판단된다. 국내에서 생성형AI 비즈니스 매출이 숫자로 드러날 수 있는 몇 안 되는 기업이다.



[표1] 삼성에스디에스 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	3,401	3,291	3,208	3,377	3,247	3,508	3,547	3,707	17,235	13,277	14,008	15,057
IT 서비스	1,470	1,511	1,509	1,616	1,554	1,673	1,697	1,806	5,968	6,106	6,729	7,424
SI	287	289	276	300	288	306	304	340	1,484	1,152	1,238	1,343
ITO	773	777	763	761	735	791	800	805	3,322	3,074	3,130	3,260
클라우드	410	445	471	556	531	576	592	662	1,163	1,881	2,361	2,822
물류 BPO	1,931	1,780	1,699	1,761	1,694	1,835	1,850	1,900	11,267	7,171	7,279	7,633
매출비중(%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
IT 서비스	43	46	47	48	48	48	48	49	35	46	48	49
물류 BPO	57	54	53	52	52	52	52	51	65	54	52	51
영업이익	194	206	193	215	226	231	232	246	916	808	935	1,078
영업이익률(%)	5.7	6.3	6.0	6.4	7.0	6.6	6.5	6.6	5.3	6.1	6.7	7.2
IT 서비스	147	169	167	187	170	194	200	216	632	670	780	933
영업이익률(%)	10.0	11.2	11.1	11.6	10.9	11.6	11.8	12.0	10.6	11.0	11.6	12.6
물류 BPO	48	38	26	27	56	37	31	30	285	138	155	145
영업이익률(%)	2.5	2.1	1.5	1.6	3.3	2.0	1.7	1.6	2.5	1.9	2.1	1.9
당기순이익	208	170	177	146	217	220	218	228	1,130	702	884	1,013
당기순이익률(%)	6.1	5.2	5.5	4.3	6.7	6.3	6.2	6.2	6.6	5.3	6.3	6.7
YoY(%)												
매출액	-18.9	-28.4	-23.6	-20.5	-4.5	6.6	10.5	9.8	26.4	-23.0	5.5	7.5
IT 서비스	1.2	0.0	1.5	6.5	5.7	10.7	12.4	11.8	5.9	2.3	10.2	10.3
SI	-30.0	-29.3	-21.5	-4.6	0.4	5.9	10.2	13.4	-9.6	-22.4	7.5	8.5
ITO	-2.6	-6.3	-8.8	-11.7	-5.0	1.7	4.9	5.8	6.3	-7.5	1.8	4.1
클라우드	64.6	63.0	57.3	62.6	29.5	29.7	25.9	19.1	33.4	61.8	25.5	19.5
물류 BPO	-29.5	-42.3	-37.3	-35.5	-12.3	3.1	8.9	7.9	41.0	-36.4	1.5	4.9
영업이익	-29.0	-23.6	4.3	14.4	16.3	11.8	20.2	14.8	13.4	-11.8	15.7	15.4
IT 서비스	-29.8	-2.1	39.7	43.3	15.7	15.0	19.7	15.3	-4.9	6.1	16.4	19.6
물류 BPO	-26.3	-61.4	-60.8	-52.0	17.9	-2.6	22.9	11.4	97.4	-51.4	11.9	-6.2
당기순이익	1.9	-37.4	-55.9	-42.1	4.1	29.3	23.6	56.0	78.4	-37.9	25.9	14.7

자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	13,630	17,235	13,277	14,008	15,057
매출총이익	1,683	1,901	1,796	1,545	1,660
영업이익	808	916	808	935	1,078
EBITDA	1,250	1,428	1,421	1,582	1,699
순이자손익	43	82	143	87	92
외화관련손익	8	26	4	0	0
지분법손익	6	7	6	0	0
세전계속사업손익	858	1,132	986	1,045	1,178
당기순이익	633	1,130	701	884	1,013
지배주주순이익	611	1,100	693	884	1,013
증가율(%)					
매출액	23.7	26.4	-23.0	5.5	7.5
영업이익	-7.3	13.4	-11.8	15.7	15.4
EBITDA	-5.5	14.2	-0.5	11.4	7.4
순이익	39.8	78.4	-37.9	26.0	14.7
이익률(%)					
매출총이익률	12.3	11.0	13.5	11.0	11.0
영업이익률	5.9	5.3	6.1	6.7	7.2
EBITDA 이익률	9.2	8.3	10.7	11.3	11.3
세전이익률	6.3	6.6	7.4	7.5	7.8
순이익률	4.6	6.6	5.3	6.3	6.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	980	1,290	1,461	1,312	1,602
당기순이익	633	1,130	701	884	1,013
자산상각비	442	512	613	648	621
운전자본증감	-266	-100	-106	-240	-42
매출채권 감소(증가)	-377	107	194	-334	-142
재고자산 감소(증가)	0	0	0	-4	-2
매입채무 증가(감소)	241	-49	-12	94	97
투자현금흐름	-827	-645	-622	-719	-764
유형자산처분(취득)	-286	-587	-445	-481	-517
무형자산 감소(증가)	-33	-60	-29	-25	-25
투자자산 감소(증가)	-513	-93	-51	-150	-156
재무현금흐름	-323	-355	-463	-209	-209
차입금의 증가(감소)	-135	-167	-208	0	0
자본의 증가(감소)	-188	-188	-248	-209	-209
배당금의 지급	-188	-188	-248	-209	-209
총현금흐름	1,391	1,594	1,510	1,552	1,643
(-)운전자본증가(감소)	-29	-88	-187	240	42
(-)설비투자	287	592	451	481	517
(+)자산매각	-33	-55	-24	-25	-25
Free Cash Flow	1,101	1,035	1,222	805	1,059
(-)기타투자	290	93	390	63	65
잉여현금	811	942	832	743	994
NOPLAT	597	914	575	791	927
(+) Dep	442	512	613	648	621
(-)운전자본투자	-29	-88	-187	240	42
(-)Capex	287	592	451	481	517
OpFCF	782	923	924	718	989

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	7,576	8,006	8,160	9,049	9,995
현금성자산	4,591	5,030	5,491	6,025	6,810
매출채권	2,609	2,551	2,229	2,563	2,704
재고자산	44	41	24	27	29
비유동자산	2,941	3,947	4,161	4,082	4,069
투자자산	1,047	1,713	1,687	1,750	1,815
유형자산	1,179	1,520	1,654	1,546	1,498
무형자산	715	713	819	787	756
자산총계	10,517	11,952	12,321	13,131	14,064
유동부채	2,370	2,493	2,392	2,507	2,626
매입채무	1,724	1,845	1,663	1,756	1,853
유동성이자부채	149	193	211	211	211
비유동부채	703	992	954	963	972
비유동이자부채	313	676	657	657	657
부채총계	3,074	3,485	3,345	3,469	3,598
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,297	1,297	1,297	1,297	1,297
이익잉여금	6,087	7,001	7,447	8,122	8,926
자본조정	-194	-114	-125	-114	-114
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	7,444	8,467	8,976	9,661	10,466

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	7,899	14,213	8,965	11,423	13,099
BPS	93,421	106,273	111,893	120,756	131,151
DPS	2,400	3,200	2,700	2,700	2,700
CFPS	17,975	20,600	19,509	20,052	21,238
ROA(%)	6.2	9.8	5.7	6.9	7.5
ROE(%)	8.8	14.2	8.2	9.8	10.4
ROIC(%)	19.8	25.1	13.8	18.5	21.2
Multiples(x, %)					
PER	19.8	8.7	19.0	13.1	11.5
PBR	1.7	1.2	1.5	1.2	1.1
PSR	0.9	0.6	1.0	0.8	0.8
PCR	8.7	6.0	8.7	7.5	7.1
EV/EBITDA	6.4	3.8	6.0	4.1	3.3
배당수익률	1.5	2.6	1.6	1.8	1.8
안정성(%)					
부채비율	41.3	41.2	37.3	35.9	34.4
Net debt/Equity	-55.5	-49.1	-51.5	-53.4	-56.8
Net debt/EBITDA	-330.2	-291.3	-325.4	-325.9	-349.8
유동비율	319.6	321.1	341.2	361.0	380.7
이자보상배율(배)	45.8	31.8	21.2	25.3	29.1
자산구조(%)					
투자자본	35.7	38.1	37.0	35.9	33.7
현금+투자자산	64.3	61.9	63.0	64.1	66.3
자본구조(%)					
차입금	5.8	9.3	8.8	8.2	7.7
자기자본	94.2	90.7	91.2	91.8	92.3

[Compliance Notice]

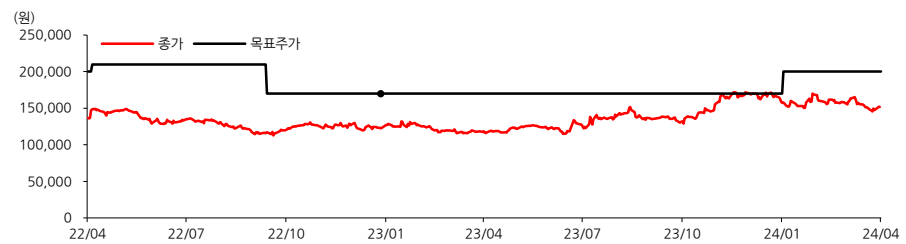
(공표일: 2024년 4월 26일)

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 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	2022.04.28	2022.04.29	2022.05.24	2022.05.31	2022.07.29	2022.10.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	200,000	210,000	210,000	210,000	210,000	170,000
일 시	2022.10.28	2022.11.17	2022.12.05	2023.01.10	2023.01.27	2023.03.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	170,000	170,000	170,000	170,000	170,000	170,000
일 시	2023.04.28	2023.06.20	2024.01.26	2024.03.26	2024.03.29	2024.04.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	170,000	170,000	200,000	200,000	200,000	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: 2024년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%