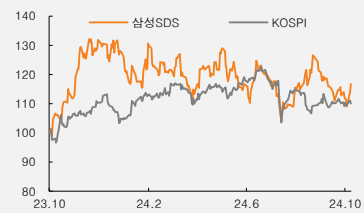


투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	244,000원
현재주가(24/10/30)	152,000원
상승여력	60.5%

영업이익(24F,십억원)	983
Consensus 영업이익(24F,십억원)	929
EPS 성장률(24F,%)	14.0
MKT EPS 성장률(24F,%)	75.3
P/E(24F,x)	14.9
MKT P/E(24F,x)	10.6
KOSPI	2,593.79
시가총액(십억원)	11,761
발행주식수(백만주)	77
유동주식비율(%)	50.8
외국인 보유비중(%)	19.3
베타(12M) 일간수익률	0.77
52주 최저가(원)	135,100
52주 최고가(원)	172,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-1.7	-5.1	9.4
상대주가	-1.8	-1.5	-2.5



[글로벌 소프트웨어/통신서비스]

김수진
soojin.kim@miraeasset.com

삼성SDS

GPU가 효자다

클라우드 서프라이즈, IT 서비스 영업이익률 13.7%

매출 3조5,697억원(+11.3% YoY)로 미래에셋증권 추정치 대비 6%, 컨센서스 대비 2.6% 상회했다. 영업이익은 2,528억원(+31% YoY)으로 미래에셋증권 추정치 대비 14.4%, 시장 컨센서스 대비 9.1% 상회했다.

IT서비스 매출은 1조6,296억원(+8% YoY)으로 추정치 대비 2.7% 상회했는데, 특히 클라우드 사업부가 6,370억원(+35.3% YoY)으로 추정치 대비 14.6% 상회하며 호실적을 주도했다. 영업이익이 2,528억원(+31% YoY)으로 고성장이면서 영업이익률이 7.1%(+1.1%pt YoY)를 기록했다. GPU를 보유하고 있다는 강점으로 서버를 사용하는 변동비를 줄일 수 있어 이익 개선이 나타났다고 판단한다.

진정한 성수기 4Q, 기대 한번 해볼까

따라서, 클라우드 가운데 CSP에 주목한다. 동사는 국내에서 직접 빅테크와 같은 CSP 사업을 하는 대표 사업자인데, 최근 생성AI 솔루션이 본격적으로 사용되면서 CSP의 Q가 확대됐다. 무엇보다 생성AI에서 반드시 필요한 GPU를 서비스하는 GPU as a Service가 기존 CPU 서비스보다 가격과 마진이 높은 상황이다. 이를 통해 IT 서비스 마진이 13%대로 상승할 수 있었다. 이와 같은 기조는 솔루션 판매가 늘어나면 지속될 것으로 예상된다. 이 밖에 MSP와 SaaS도 각각 추정치를 18.6%, 7.7% 상회했다.

클라우드 솔루션 판매는 계획대로 진행 중이다. 이번 분기 관계사 26개사에 Fabrix, 9개사에 Brity Copilot 적용을 완료했고, 이 외에 공공기관과 금융 기관의 수주에 성공했다. IT서비스 기업의 핵심 대형 고객사인 공공과 금융에서 최근 규제 완화와 클라우드 전환 확대 분위기가 강화되고 있다. 이에 따른 지속적인 수혜가 기대된다.

물류 사업부는 항공 운임 상승과 물동량 증가로 호실적을 기록했으나, 향후 전망은 밝지 않다. 해운 운임 하락세와 물동량 감소가 지속되고 있다. 내년에는 해운 대비 항공 사업부 확대에 주력 예정이고, 마진이 높은 첼로스퀘어 역할이 커질 것으로 예상된다.

목표주가 244,000원, 투자의견 '매수' 유지

Target P/E는 매출 성장률 유사했던 17~19년 12MF 평균 P/E 20배를 적용했다. 생성AI가 이제 시작이므로, 의미있는 성과가 향후 지속될 것으로 예상된다. 클라우드 비중 확대에 마진 개선도 이어질 것으로 전망한다.

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	13,630	17,235	13,277	13,952	15,083
영업이익 (십억원)	808	916	808	983	1,107
영업이익률 (%)	5.9	5.3	6.1	7.0	7.3
순이익 (십억원)	611	1,100	693	791	933
EPS (원)	7,899	14,213	8,962	10,220	12,059
ROE (%)	8.8	14.2	8.2	8.7	9.3
P/E (배)	19.8	8.7	19.0	14.9	12.6
P/B (배)	1.7	1.2	1.5	1.2	1.1
배당수익률 (%)	1.5	2.6	1.6	1.8	2.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 삼성SDS, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 삼성SDS 잠정실적

(십억원)

구분	3Q23	2Q24	3Q24				증감률	
			Actual	미래에셋증권	컨센서스	추정치 대비 차이	YoY	QoQ
매출액	3,208.1	3,369.0	3,569.7	3,369.0	3,479.8	6.0%	11.3%	6.0%
IT서비스	1,509.3	1,586.4	1,629.6	1,586.4	-	2.7%	8.0%	2.7%
클라우드	470.7	556.0	637.0	556.0	-	14.6%	35.3%	14.6%
MSP	213.0	248.1	294.2	248.1	-	18.6%	38.1%	18.6%
CSP	168.5	209.5	236.8	209.5	-	13.0%	40.5%	13.0%
SaaS	88.6	98.4	106.0	98.4	-	7.7%	19.6%	7.7%
SI	276.0	267.8	256.5	267.8	-	-4.2%	-7.1%	-4.2%
ITO	762.6	762.6	736.1	762.6	-	-3.5%	-3.5%	-3.5%
물류	1,698.8	1,782.6	1,940.1	1,782.6	-	8.8%	14.2%	8.8%
영업이익	193.0	220.9	252.8	220.9	231.8	14.4%	31.0%	14.4%
영업이익률	6.0%	6.6%	7.1%	6.6%	6.7%	8.0%	17.7%	8.0%
IT서비스 OPM	169	170	223	198		12.6%	32.1%	31.3%
물류 OPM	38	56	30	23		30.0%	-20.7%	-46.7%
지배주주순이익	172.6	175.6	173.6	211.0	187.6	-17.7%	0.6%	-1.1%

자료: 삼성SDS, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 삼성SDS 사업부별 수익 예상 변경 (연결 기준)

(십억원)

구분	변경전			변경후			변경률		
	3Q24	2024F	2025F	3Q24	2024F	2025F	3Q24	2024F	2025F
매출액	3,488.3	13,856.4	15,109.4	3,569.7	13,951.8	15,082.7	2.3%	0.7%	-0.2%
IT서비스	1,668.9	6,665.6	7,572.6	1,629.6	6,605.3	7,542.6	-2.4%	-0.9%	-0.4%
클라우드	605.5	2,426.5	3,079.9	637.0	2,438.2	3,153.2	5.2%	0.5%	2.4%
MSP	263.9	1,131.6	1,578.5	294.2	1,142.1	1,623.6	11.5%	0.9%	2.9%
CSP	229.0	879.6	1,024.4	236.8	887.4	1,024.4	3.4%	0.9%	0.0%
SaaS	112.6	415.3	477.0	106.0	408.7	505.3	-5.9%	-1.6%	5.9%
SI	282.7	1,167.0	1,201.7	256.5	1,140.9	1,158.6	-9.3%	-2.2%	-3.6%
ITO	780.7	3,072.1	3,290.9	736.1	3,026.2	3,230.8	-5.7%	-1.5%	-1.8%
물류	1,819.4	7,190.8	7,536.9	1,940.1	7,346.5	7,540.1	6.6%	2.2%	0.0%
영업이익	232.2	934.1	1,062.7	252.8	983.5	1,107.2	8.9%	5.3%	4.2%
IT서비스	200	784.3	903.3	222.9	832	963	11.6%	6.1%	6.6%
물류	33	150	159	30	152	144	-8.0%	1.1%	-9.6%
영업이익률	6.7%	6.7%	7.0%	7.1%	7.0%	7.3%	6.4%	4.6%	4.4%
IT서비스	12.0%	11.8%	11.9%	13.7%	12.6%	12.8%	14.3%	7.0%	7.1%
물류	1.8%	2.1%	2.1%	1.5%	2.1%	1.9%	-13.7%	-1.0%	-9.6%

자료: 삼성SDS, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 삼성SDS 분기실적 추정

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
매출액	3,401	3,291	3,208	3,377	3,247	3,369	3,570	3,752
YoY Growth	-18.9%	-28.4%	-23.6%	-20.5%	-4.5%	2.4%	11.3%	11.1%
IT서비스	1,470	1,511	1,509	1,616	1,554	1,586	1,630	1,857
YoY Growth	1.2%	0.0%	1.5%	6.5%	5.7%	5.0%	8.0%	14.9%
매출 비중	43.2%	45.9%	47.0%	47.9%	47.8%	47.1%	45.7%	49.5%
총이익률	12.9%	13.5%	13.8%	13.9%	15.1%	14.8%	15.1%	15.0%
SI	287.0	288.8	276.0	299.7	288.1	267.8	256.5	328.5
YoY Growth	-30.0%	-29.3%	-21.5%	-4.6%	0.4%	-7.3%	-7.1%	9.6%
매출 비중	8.4%	8.8%	8.6%	8.9%	8.9%	7.9%	7.2%	8.8%
ITO	773.0	777.4	762.6	760.7	734.7	762.6	736.1	794.0
YoY Growth	-2.6%	-6.3%	-8.8%	-11.7%	-5.0%	-1.9%	-3.5%	4.4%
매출 비중	22.7%	23.6%	23.8%	22.5%	22.6%	22.6%	20.6%	21.2%
Cloud	409.9	444.5	470.7	555.6	530.8	556.0	637.0	734.2
YoY Growth	64.6%	63.0%	57.3%	62.6%	29.5%	25.1%	35.3%	32.2%
매출 비중	12.1%	13.5%	14.7%	16.5%	16.3%	16.5%	17.8%	19.6%
CSP	130.9	140.9	168.5	187.1	188.4	209.5	236.8	252.7
YoY Growth	36.5%	38.4%	48.6%	50.8%	43.9%	48.7%	40.5%	35.1%
매출 비중	3.8%	4.3%	5.3%	5.5%	5.8%	6.2%	6.6%	6.7%
MSP	206.3	229.0	213.0	276.7	254.7	248.1	294.2	364.9
YoY Growth	142.7%	148.4%	90.9%	92.8%	23.5%	8.3%	38.1%	31.9%
매출 비중	6.1%	7.0%	6.6%	8.2%	7.8%	7.4%	8.2%	9.7%
SaaS	72.7	74.6	88.6	91.8	87.7	98.4	106.0	116.6
YoY Growth	6.8%	-5.2%	19.4%	23.7%	20.6%	31.9%	19.6%	27.0%
매출 비중	2.1%	2.3%	2.8%	2.7%	2.7%	2.9%	3.0%	3.1%
물류	1,931	1,780	1,699	1,761	1,694	1,783	1,940	1,895
YoY Growth	-29.5%	-42.3%	-37.3%	-35.5%	-12.3%	0.1%	14.2%	7.6%
매출 비중	56.8%	54.1%	53.0%	52.1%	52.2%	52.9%	52.2%	50.5%
판관비	246	237	249	256	264	279	296	309
영업이익	194	206	193	215	226	221	253	255
OPM	5.7%	6.3%	6.0%	6.4%	7.0%	6.6%	7.1%	6.8%
IT서비스 OPM	10.0%	11.2%	11.1%	11.6%	10.9%	12.5%	13.7%	11.7%
물류 OPM	2.5%	2.1%	1.5%	1.6%	3.3%	1.3%	1.5%	2.0%
당기순이익	208	170	177	146	217	194	186	238
YoY Growth	2.5%	-35.4%	-54.9%	-41.8%	4.2%	9.1%	5.1%	62.7%

자료: 삼성SDS, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 삼성SDS 연간실적 추정

(십억원)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	10,034.2	10,719.6	11,017.4	13,630.0	17,235	13,277	13,952	15,082.7
YoY Growth	0.0%	6.8%	2.8%	23.7%	26.4%	-23.0%	5.1%	8.1%
IT서비스	5,656.7	5,872.8	5,314.5	5,637.2	5,968	6,106	6,605	7,542.6
YoY Growth	0.0%	3.8%	-9.5%	6.1%	5.9%	2.3%	8.2%	14.2%
매출 비중	56.4%	54.8%	48.2%	41.4%	34.6%	46.0%	47.3%	50.0%
총이익률	0.0%	0.0%	15.3%	12.3%	11.0%	13.5%	15.1%	15.4%
SI	1,483.9	1,518.6	1,372.3	1,641.2	1,484	1,152	1,141	1,158.6
YoY Growth	0.0%	2.3%	-9.6%	19.6%	-9.6%	-22.4%	-0.9%	1.6%
매출 비중	14.8%	14.2%	12.5%	12.0%	8.6%	8.7%	8.2%	7.7%
ITO	3,372.7	3,554.1	3,142.1	3,124.6	3,322	3,074	3,026	3,230.8
YoY Growth	0.0%	5.4%	-11.6%	-0.6%	6.3%	-7.5%	-1.5%	6.8%
매출 비중	33.6%	33.2%	28.5%	22.9%	19.3%	23.2%	21.7%	21.4%
Cloud	-	-	-	871.3	1,163	1,881	2,438	3,153.2
YoY Growth	-	-	-	-	33.4%	61.8%	29.6%	29.3%
매출 비중	-	-	-	6.4%	6.7%	14.2%	17.5%	20.9%
CSP	-	-	-	-	435.2	627.4	887.4	1,024.4
YoY Growth	-	-	-	-	0.0%	44.2%	41.4%	15.4%
매출 비중	-	-	-	-	37.4%	33.4%	36.4%	32.5%
MSP	-	-	-	-	432	925	1,142	1,623.6
YoY Growth	-	-	-	-	0.0%	114.0%	23.5%	42.2%
매출 비중	-	-	-	-	37.2%	49.2%	46.8%	51.5%
SaaS	-	-	-	-	295.2	327.7	408.7	505.3
YoY Growth	-	-	-	-	0.0%	11.0%	24.7%	23.6%
매출 비중	-	-	-	-	25.4%	17.4%	16.8%	16.0%
물류	4,377.5	4,846.9	5,703.0	7,992.8	11,267	7,171	7,347	7,540
YoY Growth	0.0%	10.7%	17.7%	40.2%	41.0%	-36.4%	2.4%	2.6%
매출 비중	43.6%	45.2%	51.8%	58.6%	65.4%	54.0%	52.7%	50.0%
판관비	-	804	818	875	974	988	1,117	1,210
영업이익	877	990	872	808	926	808	983	1,107
OPM	8.7%	9.2%	7.9%	5.9%	5.4%	6.1%	7.0%	7.3%
IT서비스 OPM	15.1%	15.6%	14.7%	11.8%	10.6%	11.0%	12.6%	12.8%
물류 OPM	0.5%	1.5%	1.6%	1.8%	2.5%	1.9%	2.1%	1.9%
당기순이익	0	-	-	-	-	701.3	834.7	994.0
YoY Growth	0.0%	17.0%	-39.8%	37.8%	79.9%	-36.9%	19.0%	19.1%

자료: 삼성SDS, 미래에셋증권 리서치센터

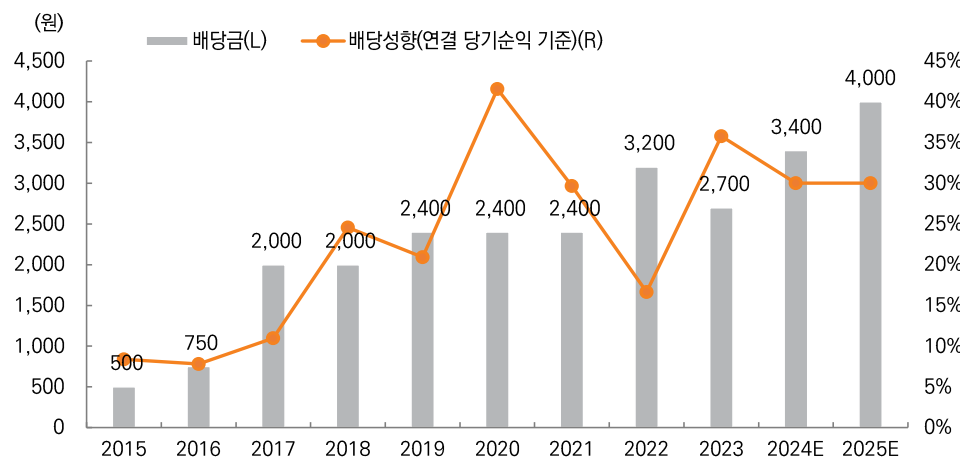
표 5. 삼성SDS 밸류에이션 테이블

(원)

밸류에이션	값	비고
예상 fwd EPS	11,908	FY25 EPS
주식수(십억주)	0.077	
Target P/E	20x	코로나 발생 이전 매출 성장률 및 물류 가격이 유사했던 17~19년도 평균 PER (현재 오버행 이슈도 상당부분 해소)
목표주가	244,000	
현재주가(24/10/30)	152,000	
상승여력	60.5%	

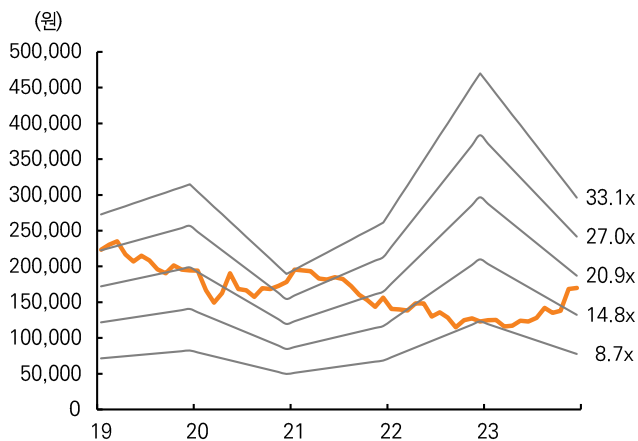
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 배당금 및 배당성향 전망



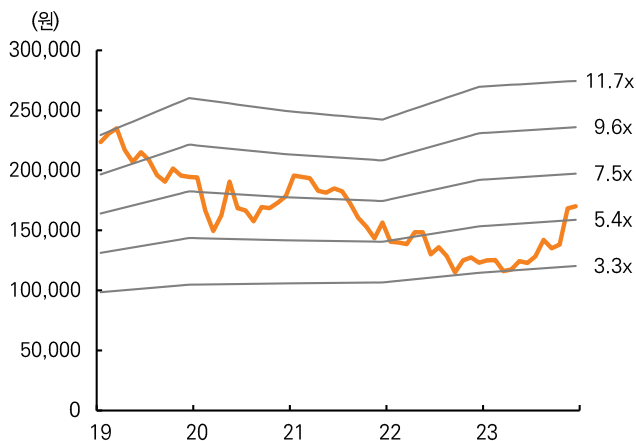
자료: 삼성SDS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. P/E 밴드차트



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. EV/EBITDA 밴드차트



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

삼성SDS (018260)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	17,235	13,277	13,952	15,083
매출원가	15,334	11,481	11,852	12,766
매출총이익	1,901	1,796	2,100	2,317
판매비와관리비	984	988	1,117	1,210
조정영업이익	916	808	983	1,107
영업이익	916	808	983	1,107
비영업손익	216	178	168	203
금융손익	82	143	138	162
관계기업등 투자손익	7	6	-38	4
세전계속사업손익	1,132	986	1,151	1,310
계속사업법인세비용	2	284	316	303
계속사업이익	1,130	701	834	1,007
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,130	701	834	1,007
지배주주	1,100	693	791	933
비지배주주	30	8	44	73
총포괄이익	1,212	687	1,139	1,207
지배주주	1,180	682	1,081	1,135
비지배주주	31	5	58	72
EBITDA	1,428	1,421	1,563	1,691
FCF	698	1,010	1,069	980
EBITDA 마진율 (%)	8.3	10.7	11.2	11.2
영업이익률 (%)	5.3	6.1	7.0	7.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.4	5.2	5.7	6.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	8,006	8,160	8,984	9,235
현금 및 현금성자산	1,392	1,788	1,877	1,934
매출채권 및 기타채권	2,551	2,229	2,485	2,554
재고자산	41	24	26	27
기타유동자산	4,022	4,119	4,596	4,720
비유동자산	3,947	4,161	4,636	5,202
관계기업투자등	119	111	103	103
유형자산	1,520	1,654	1,954	1,959
무형자산	713	819	998	1,559
자산총계	11,952	12,321	13,619	14,438
유동부채	2,493	2,392	2,884	2,875
매입채무 및 기타채무	797	839	935	961
단기금융부채	193	211	279	199
기타유동부채	1,503	1,342	1,670	1,715
비유동부채	992	954	788	667
장기금융부채	676	657	456	326
기타비유동부채	316	297	332	341
부채총계	3,485	3,345	3,671	3,542
지배주주지분	8,223	8,658	9,589	10,464
자본금	39	39	39	39
자본잉여금	1,297	1,297	1,297	1,297
이익잉여금	7,001	7,447	8,029	8,703
비지배주주지분	244	318	359	432
자본총계	8,467	8,976	9,948	10,896

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,290	1,461	1,643	1,560
당기순이익	1,130	701	834	1,007
비현금수익비용가감	464	808	785	695
유형자산감가상각비	462	564	540	545
무형자산상각비	51	49	40	39
기타	-49	195	205	111
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-100	-106	207	-1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	107	194	-354	-45
재고자산 감소(증가)	0	0	-8	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-49	-12	44	21
법인세납부	-272	-57	-363	-303
투자활동으로 인한 현금흐름	-645	-622	-1,155	-1,238
유형자산처분(취득)	-587	-445	-573	-550
무형자산감소(증가)	-60	-29	-222	-600
장단기금융자산의 감소(증가)	-127	-66	-426	-113
기타투자활동	129	-82	66	25
재무활동으로 인한 현금흐름	-355	-463	-722	-869
장단기금융부채의 증가(감소)	407	-1	-132	-210
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-188	-251	-216	-259
기타재무활동	-574	-211	-374	-400
현금의 증가	311	396	90	57
기초현금	1,081	1,392	1,788	1,877
기말현금	1,392	1,788	1,877	1,934

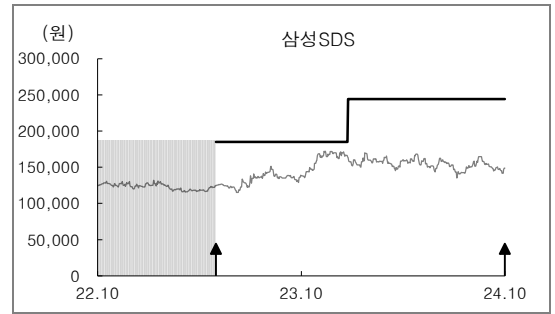
자료: 삼성에스디에스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024F	2025F
P/E (x)	8.7	19.0	14.9	12.6
P/CF (x)	6.0	8.7	7.3	6.9
P/B (x)	1.2	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	3.9	6.2	4.4	3.9
EPS (원)	14,213	8,962	10,220	12,059
CFPS (원)	20,600	19,509	20,926	21,990
BPS (원)	106,294	111,913	123,951	135,247
DPS (원)	3,200	2,700	2,700	3,400
배당성향 (%)	21.9	29.8	25.0	23.1
배당수익률 (%)	2.6	1.6	1.7	2.1
매출액증가율 (%)	26.4	-23.0	5.1	8.1
EBITDA증가율 (%)	14.2	-0.5	10.0	8.2
조정영업이익증가율 (%)	13.4	-11.8	21.7	12.6
EPS증가율 (%)	79.9	-36.9	14.0	18.0
매출채권 회전율 (회)	9.7	8.5	8.9	9.0
재고자산 회전율 (회)	404.6	412.1	560.5	566.9
매입채무 회전율 (회)	20.5	16.8	16.2	16.3
ROA (%)	10.1	5.8	6.4	7.2
ROE (%)	14.2	8.2	8.7	9.3
ROIC (%)	23.1	13.0	16.1	16.9
부채비율 (%)	41.2	37.3	36.9	32.5
유동비율 (%)	321.1	341.2	311.5	321.2
순차입금/자기자본 (%)	-49.1	-51.5	-53.0	-51.9
조정영업이익/금융비용 (x)	31.8	21.2	20.8	26.5

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성SDS (018260)				
2024.01.23	매수	244,000	-	-
2023.05.31	매수	185,000	-23.35	-7.03



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 삼성SDS 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.