

삼성에스디에스 (018260)

약해진 투자포인트

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 180,000원

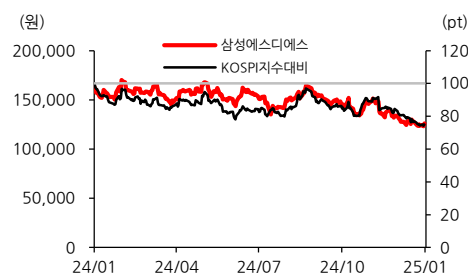
현재 주가(1/23)	121,400 원
상승여력	▲48.3%
시가총액	93,937 억원
발행주식수	77,378 천주
52 주 최고가 / 최저가	170,100 / 121,400 원
90 일 일평균 거래대금	227.32 억원
외국인 지분율	18.9%
주주 구성	
삼성전자 (외 9 인)	49.0%
국민연금공단 (외 1 인)	8.8%
삼성에스디에스우리스주 (외 1 인)	0.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-9.4	-16.4	-19.6	-25.7
상대수익률(KOSPI)	-12.4	-13.2	-10.3	-27.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	13,277	13,828	14,479	15,520
영업이익	808	911	953	1,150
EBITDA	1,421	1,523	1,620	1,794
지배주주순이익	693	763	847	1,012
EPS	8,965	9,868	10,953	13,087
순차입금	-4,623	-4,698	-5,322	-6,180
PER	19.0	16.4	11.1	9.3
PBR	1.5	1.4	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.0	5.1	2.5	1.8
배당수익률	1.6	1.8	2.4	2.4
ROE	8.2	8.6	8.9	9.9

주가 추이



동사의 4Q24 실적은 IT 서비스 매출 부진과 투자 확대로 인해 영업이익 컨센서스를 하회했습니다. 현재 밸류에이션은 멀티플 박스권 최하단 수준으로 관계사항 물량 축소 우려가 대부분 반영된 수준이지만 주가 반전을 나타낼 만한 모멘텀은 부재하다는 의견을 유지합니다.

4Q24 실적은 영업이익 컨센서스 10% 하회

동사의 4Q24 실적은 매출액 3,64조 원, 영업이익 2,115억 원을 기록했다. 대외향 일부 프로젝트들의 정산이 늦어지면서 IT서비스 매출액이 예상보다 부진했고, 자체 솔루션 플랫폼 관련 투자가 집행된 것이 실적 부진의 원인이다. 클라우드 매출액은 QoQ 5.9% 감소했다. CSP와 MSP 매출은 QoQ 각각 2.5%, 10% 감소했다. IT서비스 영업이익률은 원가 경쟁력 확보를 위한 인하우스 솔루션 관련 투자 비용이 반영되면서 QoQ 2.5%p 낮아진 11.2%을 기록했다.

클라우드 성장성 회복이 관건, 상반기까지 비우호적 환경 예상

우리는 동사의 올해 실적으로 매출액 14.48조 원, 영업이익 9,532억 원을 전망하며, 영업이익 성장률이 YoY 4.6%에 그칠 것으로 예상한다. 그간 동사의 투자포인트는 CSP 및 MSP를 포함한 클라우드 매출의 고성장세였다. 하지만 이번 분기 매출 성장세 둔화를 시작으로 대내외 환경과 주요 관계사의 회복 상황을 당분간 확인할 필요가 있다고 본다. 회사는 일부 고객사의 GPU 사용량이 일시적으로 감소했고, MSP 대형 프로젝트들이 종료된 것이 실적 부진의 이유라고 밝혔다. 하지만 클라우드 비중 상승에도 수익성 개선세가 미미하다는 점과, Brity Copilot 구축 물량과 Fabrix 전환 실적이 상향 조정될 여지보다 대내외 환경 변화에 따라 하향될 가능성이 높은 점이 우려 요인이다.

목표주가 18만 원으로 하향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 18만 원으로 낮춰 제시한다. 성장성 둔화세를 반영해 P/E 목표배수를 18배에서 16배로 하향 조정했다. 현재 밸류에이션은 멀티플 박스권 최하단 수준인 '25E P/E 11배다. 관계사항 물량 축소 우려가 대부분 반영된 수준이라고 보지만, 주가의 유의미한 상승 반전 모멘텀은 아직 없다는 의견을 유지한다. 클라우드 매출 성장세가 회복되거나 현금성자산의 활용 방안에 대한 보다 구체적인 정책이 제시될 때 나타날 것으로 예상된다.

[표1] 삼성에스디에스 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024P	2025E
매출액	3,247	3,369	3,570	3,642	3,374	3,496	3,755	3,854	17,235	13,277	13,828	14,479
IT 서비스	1,554	1,586	1,630	1,632	1,631	1,676	1,755	1,804	5,968	6,106	6,402	6,866
SI	288	268	257	266	287	277	263	273	1,484	1,152	1,079	1,100
ITO	735	763	736	766	743	756	754	775	3,322	3,074	2,999	3,027
클라우드	531	556	637	600	602	643	738	755	1,163	1,881	2,324	2,738
물류 BPO	1,694	1,783	1,940	2,010	1,743	1,820	2,000	2,051	11,267	7,171	7,427	7,613
매출비중(%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
IT 서비스	48	47	46	45	48	48	47	47	35	46	46	47
물류 BPO	52	53	54	55	52	52	53	53	65	54	54	53
영업이익	226	221	253	212	233	239	251	231	916	808	911	953
영업이익률(%)	7.0	6.6	7.1	5.8	6.9	6.8	6.7	6.0	5.3	6.1	6.6	6.6
IT 서비스	170	198	223	182	207	214	223	200	632	670	773	843
영업이익률(%)	10.9	12.5	13.7	11.2	12.7	12.8	12.7	11.1	10.6	11.0	12.1	12.3
물류 BPO	56	23	30	30	26	25	28	31	285	138	139	110
영업이익률(%)	3.3	1.3	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	1.5	2.5	1.9	1.9	1.4
당기순이익	217	191	186	196	211	212	219	205	1,130	702	789	847
당기순이익률(%)	6.7	5.7	5.2	5.4	6.2	6.1	5.8	5.3	6.6	5.3	5.7	5.9
YoY(%)												
매출액	-4.5	2.4	11.3	7.9	3.9	3.8	5.2	5.8	26.4	-23.0	4.2	4.7
IT 서비스	5.7	5.0	8.0	1.0	5.0	5.6	7.7	10.5	5.9	2.3	4.8	7.3
SI	0.4	-7.3	-7.1	-11.2	-0.4	3.5	2.5	2.7	-9.6	-22.4	-6.3	2.0
ITO	-5.0	-1.9	-3.5	0.7	1.1	-0.9	2.4	1.2	6.3	-7.5	-2.4	0.9
클라우드	29.5	25.1	35.3	7.9	13.3	15.6	15.9	26.0	33.4	61.8	23.5	17.8
물류 BPO	-12.3	0.1	14.2	14.2	2.9	2.1	3.1	2.0	41.0	-36.4	3.6	2.5
영업이익	16.3	7.0	31.0	-1.4	3.0	8.3	-0.9	9.1	13.4	-11.8	12.7	4.6
IT 서비스	15.7	17.3	33.2	-2.8	21.7	8.0	-0.2	9.9	-4.9	6.1	15.3	9.1
물류 BPO	17.9	-39.0	16.8	8.1	-53.4	10.8	-6.3	4.3	97.4	-51.4	0.2	-20.3
당기순이익	4.1	11.7	5.2	34.1	-2.9	11.5	18.0	4.6	78.4	-37.9	12.5	7.3

자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	17,235	13,277	13,828	14,479	15,520
매출총이익	1,901	1,796	1,907	1,597	1,711
영업이익	916	808	911	953	1,150
EBITDA	1,428	1,421	1,523	1,620	1,794
순이자손익	82	143	120	80	85
외화관련손익	26	4	3	0	0
지분법손익	7	6	2	0	0
세전계속사업손익	1,132	986	1,060	1,038	1,241
당기순이익	1,130	701	789	847	1,012
지배주주순이익	1,100	693	763	847	1,012
증가율(%)					
매출액	118.2	-23.0	4.2	4.7	7.2
영업이익	54.4	-11.8	12.7	4.6	20.6
EBITDA	44.3	-0.5	7.2	6.4	10.7
순이익	160.2	-37.9	12.5	7.3	19.5
이익률(%)					
매출총이익률	11.0	13.5	13.8	11.0	11.0
영업이익률	5.3	6.1	6.6	6.6	7.4
EBITDA 이익률	8.3	10.7	11.0	11.2	11.6
세전이익률	6.6	7.4	7.7	7.2	8.0
순이익률	6.6	5.3	5.7	5.9	6.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	1,290	1,461	1,063	1,467	1,739
당기순이익	1,130	701	789	847	1,012
자산상각비	512	613	612	666	644
운전자본증감	-100	-106	98	-56	74
매출채권 감소(증가)	107	194	-472	-157	201
재고자산 감소(증가)	0	0	-1	-1	1
매입채무 증가(감소)	-49	-12	-31	101	-129
투자현금흐름	-645	-622	-893	-785	-830
유형자산처분(취득)	-587	-445	-485	-497	-533
무형자산 감소(증가)	-60	-29	-52	-59	-59
투자자산 감소(증가)	-93	-51	-371	-166	-173
재무현금흐름	-355	-463	-402	-224	-224
차입금의 증가(감소)	-167	-208	-162	0	0
자본의 증가(감소)	-188	-248	-240	-224	-224
배당금의 지급	-188	-248	-209	-224	-224
총현금흐름	1,594	1,510	965	1,523	1,665
(-)운전자본증가(감소)	-88	-187	466	56	-74
(-)설비투자	592	451	486	497	533
(+)자산매각	-55	-24	-51	-59	-59
Free Cash Flow	1,035	1,222	-38	911	1,147
(-)기타투자	93	390	-578	62	65
잉여현금	942	832	541	848	1,082
NOPLAT	914	575	678	778	938
(+) Dep	512	613	612	666	644
(-)운전자본투자	-88	-187	466	56	-74
(-)Capex	592	451	486	497	533
OpFCF	923	924	338	891	1,123

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
유동자산	8,006	8,160	8,825	9,625	10,300
현금성자산	5,030	5,491	5,646	6,270	7,128
매출채권	2,551	2,229	2,689	2,846	2,644
재고자산	41	24	19	20	18
비유동자산	3,947	4,161	4,208	4,160	4,174
투자자산	1,713	1,687	1,685	1,747	1,812
유형자산	1,520	1,654	1,702	1,592	1,541
무형자산	713	819	821	821	821
자산총계	11,952	12,321	13,032	13,785	14,474
유동부채	2,493	2,392	2,469	2,590	2,481
매입채무	1,845	1,663	1,731	1,832	1,702
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	3,477	3,607	3,507
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,297	1,297	1,297	1,297	1,297
이익잉여금	7,001	7,447	8,001	8,624	9,412
자본조정	-114	-125	-145	-145	-145
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	8,467	8,976	9,556	10,179	10,967

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	14,213	8,965	9,868	10,953	13,087
BPS	106,273	111,893	118,797	126,847	137,031
DPS	3,200	2,700	2,900	2,900	2,900
CFPS	20,600	19,509	12,472	19,681	21,522
ROA(%)	9.8	5.7	6.0	6.3	7.2
ROE(%)	14.2	8.2	8.6	8.9	9.9
ROIC(%)	25.1	13.8	15.2	16.5	20.1
Multiples(x, %)					
PER	8.7	19.0	16.4	11.1	9.3
PBR	1.2	1.5	1.4	1.0	0.9
PSR	0.6	1.0	0.9	0.6	0.6
PCR	6.0	8.7	13.0	6.2	5.6
EV/EBITDA	3.8	6.0	5.1	2.5	1.8
배당수익률	2.6	1.6	1.8	2.4	2.4
안정성(%)					
부채비율	41.2	37.3	36.4	35.4	32.0
Net debt/Equity	-49.1	-51.5	-49.2	-52.3	-56.3
Net debt/EBITDA	-291.3	-325.4	-308.5	-328.6	-344.6
유동비율	321.1	341.2	357.4	371.7	415.2
이자보상배율(배)	31.8	21.2	18.0	17.8	21.5
자산구조(%)					
투하자본	38.1	37.0	39.1	37.0	34.2
현금+투자자산	61.9	63.0	60.9	63.0	65.8
자본구조(%)					
차입금	9.3	8.8	9.0	8.5	8.0
자기자본	90.7	91.2	91.0	91.5	92.0

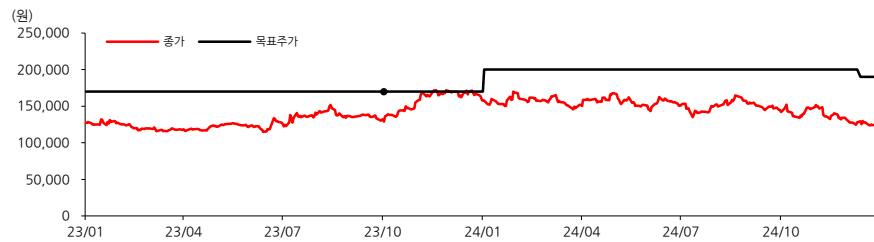
[Compliance Notice]

(공표일: 2025 년 1 월 24 일)

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 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)
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	2023.01.27	2023.03.22	2023.04.28	2023.06.20	2024.01.26	2024.03.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	170,000	170,000	170,000	170,000	200,000	200,000
일 시	2024.03.29	2024.04.25	2024.04.26	2024.05.29	2024.05.31	2024.06.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000
일 시	2024.06.25	2024.06.28	2024.07.26	2024.08.12	2024.08.30	2024.09.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000
일 시	2024.11.19	2024.12.04	2025.01.06	2025.01.24		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	200,000	200,000	190,000	180,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.26	Buy	200,000	-24.40	-14.95
2025.01.06	Buy	190,000	-33.75	-31.63
2025.01.24	Buy	180,000		

[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%