

# 삼성에스디에스 (018260)

SW/SI

이창영



02)3770-5596  
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>320,000원 (U)</b>
현재주가 (1/24)	<b>213,500원</b>
상승여력	<b>50%</b>

시가총액	165,202억원
총발행주식수	77,377,800주
60일 평균 거래대금	179억원
60일 평균 거래량	89,928주
52주 고	260,000원
52주 저	181,000원
외인지분율	12.33%
주요주주	삼성전자 외 8 인 56.76%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.4	1.7	(17.4)
상대	0.0	(0.6)	(2.3)
절대(달러환산)	4.1	2.0	(21.7)

## 성장과 이익률 개선을 동시에

### 2018년 4분기 실적 Review

매출액 2조 7,821억원 QoQ +14.8%, YoY +12.8%, 영업이익 2,583억원 QoQ +29.4%, YoY +25.1%, 영업이익률 9.3%, Q-Q +1.1%pt, Y-Y +0.9%pt, 순이익 1,774억원 QoQ +24.2%, YoY +11.9%. 4분기 계절 성수기, 고마진의 4대 IT전략사업 고성장으로 컨센서스 상회.

인텔리전트팩토리, 클라우드, AI/Analytics, 솔루션의 4대 IT전략사업 매출 증가(QoQ +27%)로 IT서비스 부문 매출액 1조 5,588억원 YoY +24.0%, 영업이익 2,453억원 YoY +24.0%. 2018년 4대 IT 전략사업 매출은 1.7조원으로 YoY +31%성장

연말 성수기에 따른 IT제품 물동량 증가로 물류 BPO 1조2,233억원 YoY +7.0%, 영업이익 130억원 YoY +51.2%. 2018년 그룹의 대외 매출이 YoY +60% 성장. 대외 비중 8% → 13%로 확대

### 2019년 전망

삼성전자를 비롯한 삼성그룹 전체의 생산라인 지능화, 클라우드화 등 IT투자를 통한 생산 효율화는 동사 IT서비스 매출 성장을 견인할 것으로 전망. 특히, 삼성전자 평택 반도체 공장, 베트남 첨단기술단지 설립에 따른 동사 SI(System Integration)수요 증가로, IT 서비스 부문 매출 성장률이 2015년, 2016년 각각 -4.5%, -9.6%역성장에서 2017년 8.2%, 2018년 10.3%로 성장성을 회복 중에 있음

최근 IoT 센서를 통한 생산데이터의 분석, 장애예측, 자동복구, 자율제어 등 생산라인의 지능화는 삼성그룹 전체의 향후 글로벌 기술 경쟁, 원가 경쟁을 위해 필수적으로 확대 적용될 것으로 예상되는 바, 동사의 수혜가 지속 강화 될 것으로 예상됨. 동사는 삼성전자 스마트 SI 구축/운영의 레퍼런스 축적을 통해 관계사와 그룹 외로 확대, 성장을 이어 갈 것으로 전망됨

물류 BPO의 경우 2018년 유럽 물류거점 설립을 위한 초기비용, 해외법인 1회성 비용 발생 등 영업 이익률이 감소하였으나(0.5%), 운영 효율화를 통한 원가 절감으로 마진을 개선될 것으로 예상됨

### 투자의견 BUY, 목표주가 32만원으로 분석 재개

삼성그룹 및 국내외 제조업들의 스마트자동화(4차산업혁명)를 위한 구조적인 IT 투자 증가의 동사 수혜가 기대되는바, 투자의견 BUY, 목표주가 32만원으로 분석을 재개함. 목표주가는 국내외 SI업체 P/E 밸류에이션과 해외 물류업체 P/E밸류에이션을 동사 IT서비스와 물류BPO 영업이익에 각각 적용하여 산정하였음

#### Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	27,821	12.8	14.8	28,180	-1.3
영업이익	2,583	25.1	29.4	2,498	3.4
세전계속사업이익	2,765	38.0	25.0	2,651	4.3
지배순이익	1,782	15.0	28.3	1,967	-9.4
영업이익률 (%)	9.3	+0.9 %pt	+1.1 %pt	8.9	+0.4 %pt
지배순이익률 (%)	6.4	+0.1 %pt	+0.7 %pt	7.0	-0.6 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	81,802	92,992	100,342	110,632
영업이익	6,271	7,316	8,774	10,491
지배순이익	4,639	5,303	6,349	8,216
PER	28.1	24.0	24.9	20.1
PBR	2.5	2.3	2.6	2.5
EV/EBITDA	10.8	9.4	11.5	11.3
ROE	9.5	9.9	10.9	12.9

자료: 유안타증권

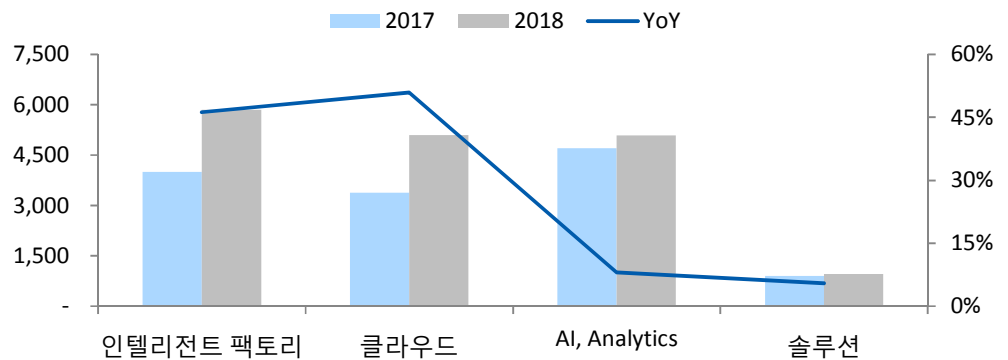
삼성에스디에스 실적 전망

(단위: 억원)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	4Q 2017	1Q 2018	2Q 2018	3Q 2018	4Q 2018
매출액	81,802	92,991	100,342	110,632	122,626	24,666	23,569	24,722	24,230	27,821
YoY	4%	14%	8%	10%	11%	4%	10%	4%	5%	13%
IT 서비스	47,418	51,295	56,567	64,872	73,611	13,233	13,457	14,164	13,358	15,588
YoY	-10%	8%	10%	15%	13%	4%	10%	8%	5%	18%
비즈니스솔루션	13,323	12,438	14,817	17,312	20,462	3,268	3,175	3,834	3,317	4,491
YoY		-7%	19%	17%	18%		8%	14%	15%	37%
클라우드&ITO	34,095	38,857	41,750	47,561	53,149	9,965	10,282	10,330	10,041	11,097
YoY		14%	7%	14%	12%		11%	6%	2%	11%
영업이익	4,538	6,590	8,534	9,967	10,674	1,979	1,828	2,270	1,983	2,453
영업이익률	10%	13%	15%	15%	15%	15%	14%	16%	15%	16%
물류 BPO	34,384	41,696	43,775	45,759	49,015	11,433	10,112	10,558	10,872	12,233
YoY	32%	21%	5%	5%	7%	3%	9%	-1%	5%	7%
영업이익	1,733	726	240	524	673	86	-10	107	13	130
영업이익률	5%	2%	1%	1%	1%	1%	0%	1%	0%	1%
전체 영업이익	6,271	7,316	8,774	10,491	11,347	2,065	1,818	2,377	1,996	2,583
YoY	7%	17%	20%	20%	8%	12%	24%	28%	4%	25%
전체 영업이익률	7.7%	7.9%	8.7%	9.5%	9.3%	8.4%	7.7%	9.6%	8.2%	9.3%

자료: 삼성 SDS, 유안타증권 리서치센터

4대 IT 사업부문 매출액 & 성장률



자료: 삼성에스디에스

## 삼성에스디에스 목표주가 산정

(단위: 억원)

구분	평가액	산정방식
영업가치 (A)	222,606	
IT 서비스	217,903	19년 예상 영업이익 * SI 기업 평균 P/E 29.2 * (1-25%)
물류 BPO	4,703	19년 예상 영업이익 * 물류 기업 평균 P/E 12.0 * (1-25%)
순차입금(B)	-25,333	2018년 3분기별도 재무제표 기준 - 2000억원
순자산가치(A-B)	245,939	
주식수	77,350,186	자사주 포함
적정주당가치 (원)	320,441	

자료: 유안타증권 리서치센터

## 유사기업 밸류에이션 비교

(단위: 억원)

	P/E		P/B		ROE		EV/EBITDA	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
IBM	9.6	9.5	5.3	6.0	58.7	61.7	8.2	8.2
ACCENTURE PLC-A	22.1	20.5	9.3	7.2	43.9	40.5	13.5	12.6
SALESFORCE.COM	112.2	57.4	11.7	8.2	14.3	15.6	50.3	36.2
ADOBE INC	36.0	31.5	12.9	9.2	37.9	38.1	30.1	24.6
SERVICENOW INC	77.9	58.9	27.8	17.6	47.5	39.4	48.0	35.2
DOUZONE BIZON CO	32.2	25.2	7.4	6.0	23.1	26.5	18.3	15.3
IT 업체 평균	35.6	29.2	12.5	9.2	42.2	41.2	23.6	19.2
UNITED PARCEL-B	14.0	13.0	21.3	11.7	237.1	124.4	10.9	10.0
FEDEX CORP	11.5	10.9	2.4	2.2	21.7	20.0	6.9	6.9
물류업체 평균	12.7	12.0	11.9	6.9	129.4	72.2	8.9	8.4

자료: 유안타증권 리서치센터, 주 : Salesforce.com 은 Outlier 로 밸류에이션 평균에서 제외하였음

삼성에스디에스 (018260) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	81,802	92,992	100,342	110,632	122,626
매출원가	67,624	78,046	83,699	91,981	102,740
매출총이익	14,178	14,946	16,644	18,650	19,887
판매비	7,907	7,630	7,870	8,160	8,540
영업이익	6,271	7,316	8,774	10,491	11,347
EBITDA	9,920	10,642	11,313	11,223	11,997
영업외손익	1,248	205	836	884	985
외환관련손익	208	-267	40	36	30
이자손익	302	408	611	716	827
관계기업관련손익	37	25	36	30	25
기타	701	40	149	102	104
법인세비용차감전순이익	7,519	7,521	9,610	11,375	12,332
법인세비용	2,375	2,103	3,193	3,071	3,206
계속사업순이익	5,143	5,418	6,417	8,304	9,126
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,143	5,418	6,417	8,304	9,126
지배지분순이익	4,639	5,303	6,349	8,216	9,029
포괄순이익	5,539	4,780	6,445	8,437	9,291
지배지분포괄이익	4,995	4,668	6,367	8,335	9,179

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	45,484	51,175	60,400	65,888	73,862
현금및현금성자산	11,902	9,315	9,443	10,368	13,286
매출채권 및 기타채권	18,743	19,620	20,917	22,667	24,663
재고자산	162	248	261	288	319
비유동자산	22,936	21,603	20,899	21,862	23,489
유형자산	10,520	10,286	10,242	11,845	13,447
관계기업 등 자본관련자산	410	405	444	474	499
기타투자자산	75	127	210	380	580
자산총계	68,420	72,778	81,300	87,749	97,351
유동부채	13,474	13,249	16,020	15,878	16,578
매입채무 및 기타채무	9,631	9,480	12,070	11,610	11,921
단기차입금	26	8	65	15	0
유동성장기부채	25	0	0	0	0
비유동부채	2,035	2,335	3,164	3,078	3,298
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	15,509	15,583	19,185	18,956	19,876
지배지분	51,407	55,583	60,406	67,084	75,767
자본금	387	387	387	387	387
자본잉여금	12,975	12,975	12,975	12,975	12,975
이익잉여금	38,747	43,470	48,272	54,941	63,636
비지배지분	1,504	1,612	1,709	1,709	1,709
자본총계	52,911	57,194	62,115	68,793	77,475
순차입금	-24,491	-29,244	-36,399	-40,077	-45,982
총차입금	67	8	65	15	0

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	6,228	8,348	10,872	9,714	10,931
당기순이익	5,143	5,418	6,417	8,304	9,126
감가상각비	2,359	2,137	1,550	0	0
외환손익	-262	228	6	-36	-30
종속, 관계기업 관련손익	0	0	-12	-30	-25
자산부채의 증감	-1,223	-1,953	-74	-317	150
기타현금흐름	211	2,518	2,985	1,793	1,709
투자활동 현금흐름	-2,539	-9,704	-9,053	-4,978	-5,369
투자자산	-36	-23	-21	-170	-200
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,898	-1,921	-1,615	-1,615	-1,615
유형자산 감소	1,877	16	12	12	12
기타현금흐름	-2,482	-7,776	-7,429	-3,206	-3,566
재무활동 현금흐름	-443	-676	-1,524	-1,631	-190
단기차입금	0	-18	57	-50	-15
사채 및 장기차입금	-41	-41	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-402	-595	-1,585	-1,585	-179
기타현금흐름	0	-22	4	4	4
연결범위변동 등 기타	88	-555	-167	-2,178	-2,454
현금의 증감	3,334	-2,588	128	926	2,918
기초 현금	8,568	11,902	9,315	9,443	10,368
기말 현금	11,902	9,315	9,443	10,368	13,286
NOPLAT	6,271	7,316	8,774	10,491	11,347
FCF	4,817	4,723	6,710	6,460	7,582

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	5,995	6,854	8,205	10,618	11,669
BPS	66,460	71,859	78,095	86,728	97,953
EBITDAPS	12,820	13,754	14,621	14,505	15,504
SPS	105,717	120,179	129,679	142,976	158,477
DPS	750	2,000	2,000	250	250
PER	28.1	24.0	24.9	20.1	18.3
PBR	2.5	2.3	2.6	2.5	2.2
EV/EBITDA	10.8	9.4	11.5	11.3	10.1
PSR	1.6	1.4	1.6	1.5	1.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	4.2	13.7	7.9	10.3	10.8
영업이익 증가율 (%)	6.6	16.7	19.9	19.6	8.2
지배순이익 증가율 (%)	5.7	14.3	19.7	29.4	9.9
매출총이익률 (%)	17.3	16.1	16.6	16.9	16.2
영업이익률 (%)	7.7	7.9	8.7	9.5	9.3
자배순이익률 (%)	5.7	5.7	6.3	7.4	7.4
EBITDA 마진 (%)	12.1	11.4	11.3	10.1	9.8
ROIC	15.1	18.6	21.3	27.0	26.8
ROA	7.0	7.5	8.2	9.7	9.8
ROE	9.5	9.9	10.9	12.9	12.6
부채비율 (%)	29.3	27.2	30.9	27.6	25.7
순차입금/자기자본 (%)	-47.6	-52.6	-60.3	-59.7	-60.7
영업이익/금융비용 (배)	463.7	384.8	198.3	2,273.6	149,203.7

자료: 유안타증권

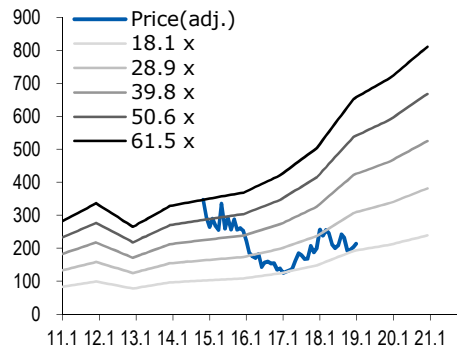
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

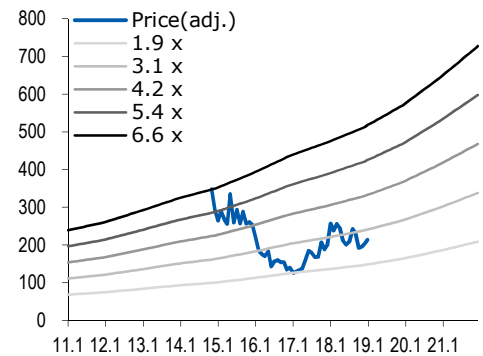
P/E band chart

(천원)

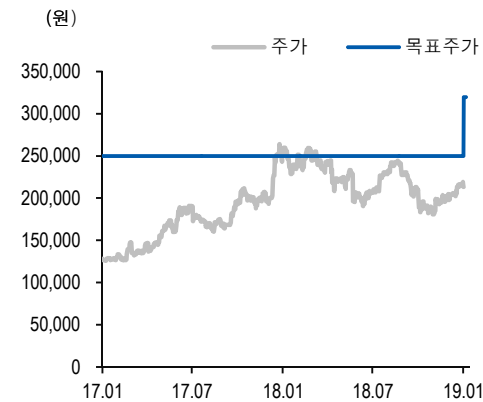


P/B band chart

(천원)



삼성에스디에스 (018260) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-01-25	BUY	320,000	1년		
2017-04-29	1년 경과 이후		1년	-17.65	5.60
2016-04-29	BUY	250,000	1년	-26.32	5.60

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	86.0
Hold(중립)	13.5
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-22

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.