

# 삼성에스디에스 (018260)

SW/SI

이창영



02 3770 5596

changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>270,000원 (D)</b>
현재주가 (10/24)	<b>194,000원</b>
상승여력	<b>39%</b>

시가총액	150,113억원
총발행주식수	77,377,800주
60일 평균 거래대금	142억원
60일 평균 거래량	71,876주
52주 고	236,000원
52주 저	181,000원
외인지분율	12.92%
주요주주	삼성전자 외 9 인 56.81%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.2)	(11.4)	(7.6)
상대	(3.5)	(11.6)	(7.1)
절대(달러환산)	(2.3)	(11.0)	(10.8)

## 투자회복 실적회복 성장회복 기대

### 3분기 실적 Review

매출액 2조 6,584억원(YoY +9.7%), 영업이익 2,066억원(YoY +3.5%), 순이익 1,536억원(YoY +10.6%). 시장기대치 하회. 3분기 SI시장 비수기, 삼성그룹(특히 삼성전자)의 인텔리전트 팩토리 등 보수적인 IT 투자집행, 대외매출 비중 증가에 따른 마진율 감소 등 전분기 대비 매출 4.2% 감소, 영업이익 20.1% 감소, 영업이익률 1.55%pt 감소한 7.8% 기록.

부문별로는 그룹 IT투자 감소에 직접 영향을 받는 IT서비스 매출액이 QoQ -12.4%, YoY +2.9% 증가한 1조 3,740억원, 물류 BPO 매출액이 QoQ +6.4%, YoY +18.1% 1조 2,844억원 기록. IT서비스 영업이익은 QoQ -26.6% 1,802억원, 물류 BPO 영업이익은 QoQ +102% 264억원

3분기 대외사업 매출액은 4,400억원으로 YoY +42%, 대내(그룹)매출액은 YoY +5.0%로 3분기 도 대외사업 확장으로 성장 유지

### 4분기 및 2020년 전망

4분기 SI 계절적 성수기, 3분기까지 지연되었던 인텔리전트 팩토리 등 삼성그룹 설비투자 회복 등 IT부문의 매출 및 영업이익(률) 각각 QoQ 18%, 44% 개선 전망(회사 가이드스). 물류BPO 부문도 계절적 성수기, 삼성전자 등 그룹 매출 회복에 따른 수혜로 매출액 QoQ 9% 증가 전망

2020년에도 인텔리전트 팩토리, 클라우드, AI 등 SI관련 대내외 수요 증가와 삼성 디스플레이 투자 등에 따른 그룹 IT투자 확대에 의한 수혜로 10% 전후의 연간 매출 증가 전망. 이러한 SI 수요 증가는 동사와 같은 대형 SI에 집중되어 대외매출 고성장이 2020년에도 이어질 것으로 예상됨

### 투자의견 BUY, 목표주가 27만원 하향조정

동사의 2019년 4분기 및 2020년 성장성 회복 전망을 근거로 투자의견 BUY를 유지함. 다만 대외매출 비중 증가에 따른 마진율 하락, 국내외 경기 불확실성에 따른 IT 경기 불확실성을 감안 적용 멀티플을 하향하여 목표주가는 27만원으로 하향 조정함

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	26,584	9.7	-4.2	26,563	0.1
영업이익	2,066	3.5	-20.2	2,255	-8.4
세전계속사업이익	2,191	-0.9	-22.8	2,479	-11.6
지배순이익	1,536	10.6	-19.0	1,708	-10.0
영업이익률 (%)	7.8	-0.4 %pt	-1.5 %pt	8.5	-0.7 %pt
지배순이익률 (%)	5.8	+0.1 %pt	-1.0 %pt	6.4	-0.6 %pt

자료: 유안타증권

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

(억원, 원, %, 배)

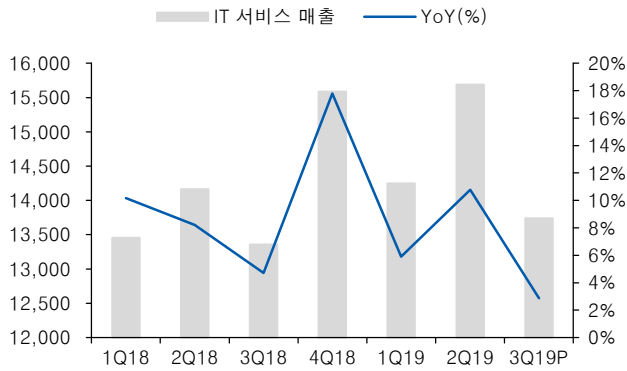
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	92,992	100,342	109,747	120,426
영업이익	7,316	8,774	9,493	10,763
지배순이익	5,303	6,294	6,876	7,839
PER	24.0	27.4	21.3	18.7
PBR	2.3	2.9	2.2	2.0
EV/EBITDA	9.4	11.6	4.4	7.2
ROE	9.9	10.9	10.9	11.4

자료: 유안타증권

삼성에스디에스(018260) 실적 추이 및 전망										(단위: 억원)		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	23,569	24,722	24,230	27,821	25,025	27,761	26,584	30,377	30,377	100,342	109,747	120,426
YoY	9.6%	4.1%	4.9%	12.8%	6.2%	12.3%	9.7%	9.2%	13.7%	7.9%	9.4%	9.7%
IT 서비스	13,457	14,164	13,358	15,588	14,250	15,690	13,740	16,313	51,295	56,567	59,993	65,080
YoY	10.2%	8.2%	4.7%	17.8%	5.9%	10.8%	2.9%	4.7%	8.2%	10.3%	6.1%	8.5%
비즈니스솔루션	3,175	3,834	3,317	4,491	3,432	4,111	3,449	4,890	12,438	14,817	15,882	17,791
클라우드&ITO	10,282	10,330	10,041	11,097	10,818	11,579	10,291	11,423	38,857	41,750	44,111	47,289
영업이익	1,828	2,270	1,983	2,453	1,941	2,456	1,802	2,599	6,590	8,534	8,798	9,681
영업이익률	13.6%	16.0%	14.8%	15.7%	13.6%	15.7%	13.1%	15.9%	12.8%	15.1%	14.7%	14.9%
물류 BPO	10,112	10,558	10,872	12,233	10,775	12,071	12,844	14,064	41,696	43,775	49,754	55,346
YoY	9.0%	-0.9%	5.2%	7.0%	6.6%	14.3%	18.1%	9.5%	21.3%	5.0%	13.7%	11.2%
영업이익	-10	107	13	130	44	131	264	256	726	240	695	1,082
영업이익률	-0.1%	1.0%	0.1%	1.1%	0.4%	1.1%	2.1%	1.8%	1.7%	0.5%	1.4%	2.0%
매출원가	19,720	20,320	20,234	23,334	21,010	23,068	22,347	25,346	78,045	83,698	91,771	101,035
원가율	83.7%	82.2%	83.5%	83.9%	84.0%	83.1%	84.1%	83.4%	83.9%	83.4%	83.6%	83.9%
판매비와관리비	2,031	2,025	2,000	1,904	2,030	2,106	2,171	2,176	7,630	7,870	8,483	8,628
영업이익	1,818	2,377	1,996	2,583	1,985	2,587	2,066	2,855	7,316	8,774	9,493	10,763
YoY	23.7%	27.9%	3.8%	25.1%	9.2%	8.8%	3.5%	10.5%	16.7%	20%	8%	13%
영업이익률(%)	7.7%	9.6%	8.2%	9.3%	7.93%	9.32%	7.77%	9.40%	7.9%	8.7%	8.6%	8.9%

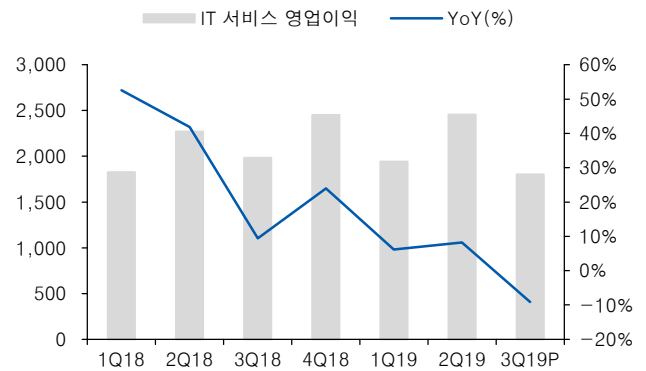
자료: 유안타증권 리서치센터

삼성에스디에스(018260) IT 서비스 매출추이 &amp; YoY 성장률 (단위: 억원)



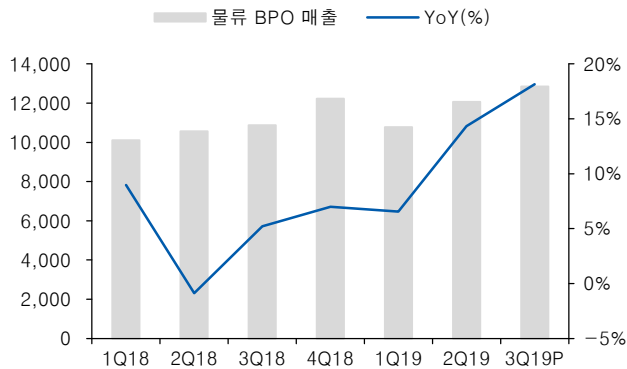
자료: 유안타증권 리서치센터

삼성에스디에스(018260) IT 서비스 영업이익추이 &amp; YoY 성장률 (단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

삼성에스디에스(018260) BPO 물류 매출추이 &amp; YoY 성장률 (단위: 억원)



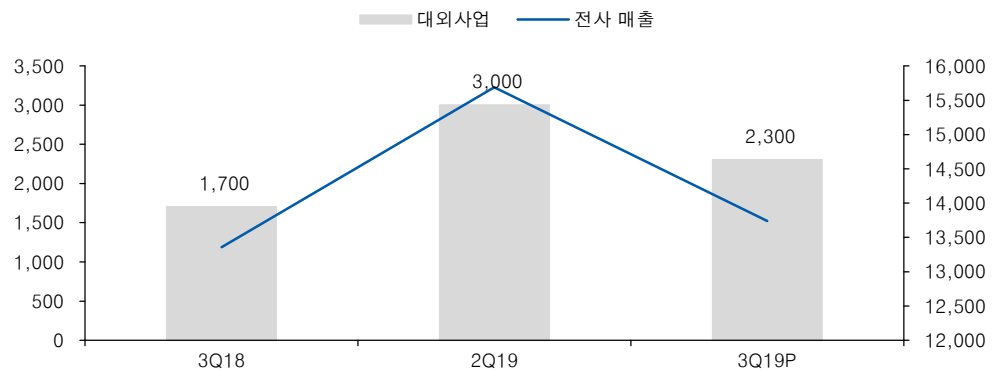
자료: 유안타증권 리서치센터

삼성에스디에스(018260) BPO 물류 영업이익 추이 &amp; YoY 성장률 (단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

삼성에스디에스(018260) 대외사업매출 대비 전사매출 (단위: 억원)



자료: Company Data, 유안타증권 리서치센터

삼성 SDS 목표주가 변경내역					(단위: 억원)
이전 목표주가 산정내역			목표주가 변경 내역		
구분	평가액	근거	평가액	근거	
영업가치 (A)	222,606	-	185,963		
IT 서비스	217,903	19년 예상 영업이익 * SI 기업 평균 P/E 29.2 (1-25%)	176,224	20년 예상 영업이익 * SI 기업 평균 P/E 24.3 (1-25%)	
물류 BPO	4,703	19년 예상 영업이익 * 물류기업 평균 P/E 12.0 (1-25%)	9,739	20년 예상 영업이익 * 물류기업 평균 P/E 12.0 (1-25%)	
순차입금 (B)	-25,333	2018년 3분기 별도 재무제표 기준	-22,744	2019년 반기 별도 재무제표 기준	
기업가치 (A - B)	247,939	-	208,707	-	
주식수	77,377,800	자사주 포함	77,377,800	자사주 포함	
적정주당가치(원)	320,427	-	269,724	-	

자료: 유안타증권 리서치센터

국내외 SI 및 물류 기업 밸류에이션

기업명	P/E			P/B			ROE			EV/EBITDA		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
IBM	9.7	10.5	10.0	5.3	6.3	5.1	58.2	63.5	92.9	9.6	10.0	9.4
ACCENTURE	27.2	24.9	23.4	11.4	8.9	8.2	43.9	41.9	35.6	16.5	15.4	14.4
POSCO ICT	N/A	16.5	13.5	2.1	2.0	1.8	-3.7	12.8	13.9	7.4	8.2	7.0
ADOBE INC	38.3	33.3	26.9	13.8	10.2	7.7	37.9	37.8	38.5	31.6	25.2	20.9
LOTTE DATA	N/A	11.3	12.9	N/A	1.7	1.5	N/A	15.7	12.5	N/A	6.0	5.2
DOUZONE BIZON	46.9	42.0	33.2	10.6	9.6	6.5	22.9	21.7	21.5	26.3	22.6	17.5
SALESFORCE.COM	106.6	54.5	49.8	11.1	7.8	6.2	14.3	15.6	16.1	54.8	39.1	27.7
평균	45.8	27.6	24.3	9.0	6.7	5.3	28.9	29.8	33.0	24.4	18.1	14.6
FEDEX	10.3	10.2	12.8	2.2	2.0	2.1	21.7	19.7	17.2	8.1	8.4	9.2
UNITED PARCEL	16.0	15.3	14.2	24.4	15.3	10.2	237.2	121.3	86.6	12.0	11.1	10.3
HYUNDAI GLOVIS	12.2	10.8	9.0	1.3	1.2	1.1	11.0	11.4	12.6	7.4	6.3	5.9
평균	12.8	12.1	12.0	9.3	6.2	4.5	90.0	50.8	38.8	9.2	8.6	8.4

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 삼성에스디에스 (018260) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	92,992	100,342	109,747	120,426	132,274
매출원가	78,046	83,698	91,771	101,035	111,193
매출총이익	14,946	16,644	17,976	19,391	21,081
판관비	7,630	7,870	8,483	8,628	8,968
영업이익	7,316	8,774	9,493	10,763	12,113
EBITDA	10,642	11,856	23,571	13,362	13,846
영업외손익	205	792	668	821	956
외환관련손익	-267	103	127	118	106
이자손익	408	647	812	951	1,070
관계기업관련손익	25	30	19	19	19
기타	40	11	-290	-267	-239
법인세비용차감전순이익	7,521	9,565	10,161	11,584	13,069
법인세비용	2,103	3,177	3,164	3,607	4,069
계속사업순이익	5,418	6,388	6,998	7,978	9,000
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,418	6,388	6,998	7,978	9,000
지배지분손이익	5,303	6,294	6,876	7,839	8,844
포괄손이익	4,780	5,860	7,699	8,679	9,702
지배지분포괄이익	4,668	5,796	7,541	8,501	9,503

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	51,175	58,818	78,139	86,924	94,790
현금및현금성자산	9,315	11,617	26,918	34,269	40,543
매출채권 및 기타채권	19,620	19,975	23,959	25,374	26,943
재고자산	248	188	209	229	252
비유동자산	21,603	21,321	14,621	13,932	14,108
유형자산	10,286	10,687	0	1,890	3,779
관계기업 등 자본관련자산	405	440	467	486	505
기타투자자산	127	266	381	381	381
자산총계	72,778	80,138	92,761	100,856	108,898
유동부채	13,249	15,748	18,467	20,270	21,016
매입채무 및 기타채무	9,480	11,838	13,392	15,195	15,941
단기차입금	8	8	8	9	9
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2,335	2,905	6,638	6,638	6,638
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	15,583	18,653	25,105	26,908	27,654
지배지분	55,583	59,825	65,824	72,115	79,412
자본금	387	387	387	387	387
자본잉여금	12,975	12,975	12,975	12,975	12,975
이익잉여금	43,470	48,217	53,546	59,838	67,135
비지배지분	1,612	1,661	1,833	1,833	1,833
자본총계	57,194	61,486	67,656	73,948	81,245
순차입금	-29,244	-36,712	-47,813	-55,163	-61,437
총차입금	8	8	3,062	3,063	3,063

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	8,348	11,965	17,925	11,100	10,054
당기순이익	5,418	6,388	6,998	7,978	9,000
감가상각비	2,137	2,070	13,220	0	0
외환손익	228	-43	-85	-118	-106
종속, 관계기업 관련손익	0	0	-11	-19	-19
자산부채의 증감	-1,953	-41	-4,047	-32	-1,246
기타현금흐름	2,518	3,591	1,850	3,292	2,426
투자활동 현금흐름	-9,704	-8,186	-1,210	-2,032	-2,032
투자자산	-23	-21	-115	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,921	-2,514	-2,043	-2,043	-2,043
유형자산 감소	16	15	154	154	154
기타현금흐름	-7,776	-5,665	795	-142	-142
재무활동 현금흐름	-676	-1,562	-2,529	-2,529	-2,529
단기차입금	-18	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-41	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-595	-1,570	-1,593	-1,593	-1,593
기타현금흐름	-22	8	-936	-936	-936
연결범위변동 등 기타	-555	85	1,115	810	780
현금의 증감	-2,588	2,302	15,302	7,350	6,274
기초 현금	11,902	9,315	11,617	26,918	34,269
기말 현금	9,315	11,617	26,918	34,269	40,543
NOPLAT	7,316	8,774	9,493	10,763	12,113
FCF	4,723	6,386	14,525	7,936	6,785

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

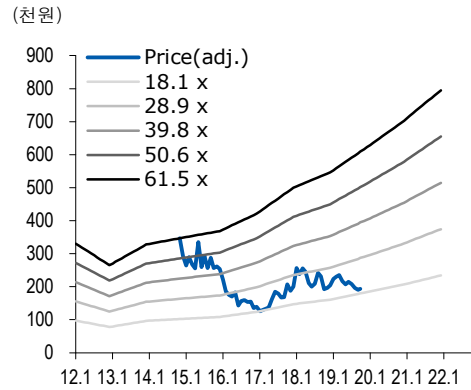
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

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

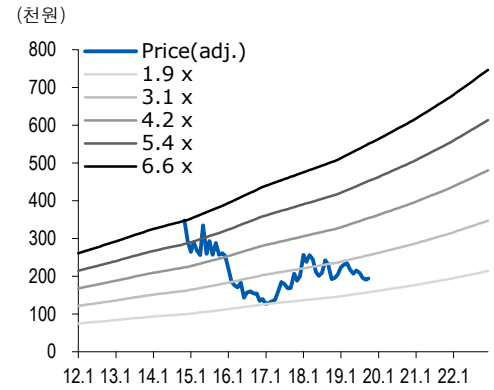
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	6,854	8,134	8,886	10,131	11,429
BPS	71,859	77,342	85,098	93,232	102,665
EBITDAPS	13,754	15,323	30,462	17,268	17,894
SPS	120,179	129,678	141,832	155,634	170,946
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
PER	24.0	27.4	21.3	18.7	16.6
PBR	2.3	2.9	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	9.4	11.6	4.4	7.2	6.5
PSR	1.4	1.7	1.3	1.2	1.1

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	13.7	7.9	9.4	9.7	9.8
영업이익 증가율 (%)	16.7	19.9	8.2	13.4	12.5
지배손이익 증가율 (%)	14.3	18.7	9.2	14.0	12.8
매출총이익률 (%)	16.1	16.6	16.4	16.1	15.9
영업이익률 (%)	7.9	8.7	8.7	8.9	9.2
자본순이익률 (%)	5.7	6.3	6.3	6.5	6.7
EBITDA 마진 (%)	11.4	11.8	21.5	11.1	10.5
ROIC	18.6	21.8	30.1	42.5	47.9
ROA	7.5	8.2	8.0	8.1	8.4
ROE	9.9	10.9	10.9	11.4	11.7
부채비율 (%)	27.2	30.3	37.1	36.4	34.0
순차입금/자기자본 (%)	-52.6	-61.4	-72.6	-76.5	-77.4
영업이익/금융비용 (배)	384.8	526.3	63.3	71.8	80.8

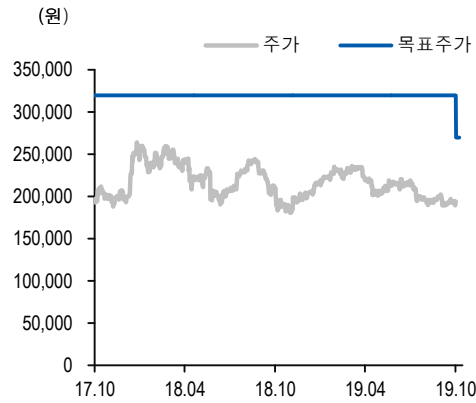
P/E band chart



P/B band chart



삼성에스디에스 (018260) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-10-25	BUY	270,000	1년		
2019-01-25	BUY	320,000	1년	-33.57	-26.25
2018-03-27	1년 경과 이후		1년	-14.00	2.20
2017-03-27	BUY	250,000	1년	-19.11	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)	0.6
Buy(매수)	85.2
Hold(중립)	14.2
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

참: 기준일 2019-10-23

※ 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.