



삼성에스디에스 (018260)

SW/SI



이창영

02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	220,000원 (M)
현재주가 (8/11)	165,500원
상승여력	33%

시가총액	128,060억원
총발행주식수	77,377,800주
60일 평균 거래대금	296억원
60일 평균 거래량	165,579주
52주 고	206,000원
52주 저	137,000원
외인지분율	12.40%
주요주주	삼성전자 외 9 인 56.77%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(7.5)	(8.3)	(17.3)
상대	(17.8)	(26.6)	(33.7)
절대(달러환산)	(6.1)	(5.6)	(15.5)

삼성그룹의 보이지 않는 힘. 그리고 미래

달라진 세상, 달라진 기업환경

코로나 19로 인해 촉발된 언택트 환경 및 생산 셋다운 경험은 모든 기업들에게 디지털로의 전환을 강제하고 있고, 기업들은 이를 위한 준비(IT 투자)를 강요 받고 있음. 이에 따라 어려운 상황속에서도 2020년 전세계 디지털전환 관련 지출액은 꾸준히 증가하고 있고, 이를 반영 관련기업들의 주가는 연초대비 평균 26% 증가하며 벨류에이션도 높은 상황임

삼성그룹의 미래

반면, 삼성그룹계열사 SI구축 경험을 통해 디지털 전환 관련 IT 노하우를 수십년 간 쌓아온 동사의 주가는 연초대비 14% 하락하였고 벨류에이션도 낮은 상황임. 그 원인을 분석해보면 첫째, 80% 이상이 그룹내 매출이어서 자생력이 부족하다는 평가인데 2018년 13.4%에서 2Q20 18.4%까지 대외비중이 최근 급격히 증가하고 있음. 두번째는 그룹 전산실 수준의 저부가가치 사업구조에 대한 디스카운트인데, 최근 인텔리전트 팩토리, 클라우드, AI/Analytics, 솔루션 등 고부가가치 사업의 매출비중이 2017년 20%에서 2019년 27%로 고성장하며, 1인당 생산성(매출액)이 2015~2019년 연평균 6.3% 성장 중에 있고, 영업이익률도 2015년 7.5%에서 2019년 9.2%까지 증가하고 있음. 특히, 클라우드 부문은 국내 4개/해외 13개의 데이터센터를 기반으로 언택트경제 변화에 따른 수요증가로 향후 높은 성장이 예상됨. 세번째는 삼성전자를 비롯한 삼성그룹의 IT투자 축소가능성에 대한 우려가 있음. 삼성그룹은 아직 미확정된 승계/지배구조 문제와 2017년 국정농단 사건 이후로 실질적인 투자 집행이 소강 상태임. 그러나, 이재용 부회장에 대한 기소중지 등 거취문제에 대한 불확실성이 해소된다면 올해부터 시작될 삼성전자의 30조원 규모 평택 3라인 공장건설을 시작으로 비메모리 133조 원 투자 등 본격적인 투자가 집행될 것이고 이에 대한 확실한 수혜는 삼성SDS가 받을 것으로 예상됨

투자의견 BUY, 목표주가 22만원 유지

코로나 19로 인해 전반적인 IT투자 지연, 축소가 진행되고 있으나, 인텔리전트팩토리, 클라우드, AI, Digital Transformation에 대한 동사의 경쟁력은 향후 실적 및 벨류에이션에 지속적으로 반영될 것으로 예상됨. 투자의견 BUY, 목표주가 22만원을 유지함

Quarterly earning Forecasts

	2Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	25,666	-7.5	5.4	24,993	2.7
영업이익	1,968	-23.9	14.9	1,909	3.1
세전계속사업이익	2,051	-27.8	1.3	1,993	2.9
지배순이익	1,377	-27.4	흑전	1,434	-4.0
영업이익률 (%)	7.7	-1.6 %pt	+0.7 %pt	7.6	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	5.4	-1.4 %pt	흑전	5.7	-0.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	100,342	107,196	106,384	116,896
영업이익	8,774	9,901	8,314	10,806
지배순이익	6,294	7,365	4,812	8,132
PER	27.4	22.0	26.6	15.7
PBR	2.9	2.5	1.8	1.7
EV/EBITDA	11.6	9.0	9.1	7.5
ROE	10.9	11.8	7.1	11.2

자료: 유안타증권

1. 달라진 세상, 달라진 기업환경

마이크로소프트 CEO는 “2년에 해당하는 디지털 전환이 단 두 달만에 일어났다”고 말했다. 코로나 19로 인해 촉발된 언택트 환경은 온라인 소비뿐만이 아니라 근로, 교육, 유통, 금융 등 다양한 산업에서 온라인 기반의 경제활동이 확산되고 있다. 제품 생산과정에서도 전세계 곳곳에서 생산라인의 셋다운을 경험하며 인간의 개입을 최소화하는 공장자동화, 스마트공장, 인텔리전트 팩토리의 필요성을 더욱 실감나게 하였다.

원격근무는 코로나 19가 지나면 줄어드는 것이 아니라 오히려 더 확산 될 것으로 예상된다. 이번 코로나 19로 확산된 원격근무의 효율성을 많은 기업들이 경험했기 때문이다. 마크 주커버그는 앞으로 5~10년 안에 페이스북 임직원 중 절반이 원격근무를 하게 될 것이라고 말했다.

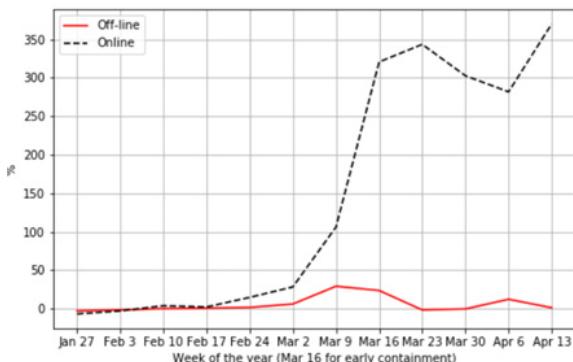
5년은 걸렸을 기업 디지털 도입이 단 8주 만에 이뤄지기도 했다. 유럽의 한 잡화 체인업체는 석 달 만에 전자상거래로 완벽히 전환해 위기 속에서 3% 매출 증가를 달성했다. 중국 평안보험 온라인 의료 상담 플랫폼인 굿닥터에는 봉쇄 기간 동안 11억여명이 방문했다.

코로나 19의 세계적 확산으로 원격 의료에 대한 수요도 지속적으로 증가하고 있다. 캐나다의 의료 서비스 업체 온타리오헬스는 자사의 원격 의료 네트워크인 OTN허브의 이용자 수가 2018년 대비 1500% 폭증했다고 밝혔다. 캐나다의 기존 의료 시스템에서 환자들이 진료 받기 위해 이동하는 거리는 평균 400km 이상, 시간은 평균 4시간 이상인데 이들이 의사를 만나 진료 받는 시간은 평균 10분에 불과하다. 캐나다 내 클라우드 컴퓨팅을 활용한 원격 의료 시스템 수요가 커질 수밖에 없는 이유다.

나이키는 모바일 앱으로 홈트레이닝 프로그램을 제공해 모바일 고객 참여율을 80% 높여 1분기 중국 매출이 30% 이상 증가했다. 네이버의 한성숙 대표는 “현재의 언택트 기업환경은 인터넷 기업만의 문제가 아니라 현시대 모든 기업이 당면한 문제이다. 언택트는 선택이 아니라 필수이다”고 말했다. 디지털 전환에 실패한 2020년 Fortune 500대 기업의 52%는 사라졌고, 새로 등장한 ‘Digital Disruptor’는 기업가치 1조에 이르기까지 4.4년이면 충분하였다.

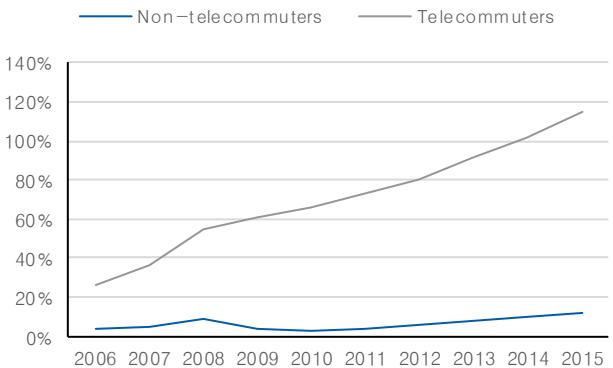
이처럼 코로나 19는 모든 기업에게 디지털로의 전환을 강제하고 있고, 기업들은 이를 위한 준비 (IT 투자)를 더 이상 미룰 수 없는 상황에 이르렀다.

[그림 94] 슈퍼마켓에서의 소비의 변화



자료: <https://voxeu.org/article/tracking-covid-19-consumption-shock-card-transactions>

[그림 95] 2006-2015년 미국의 원격근무 도입 상승률 추이

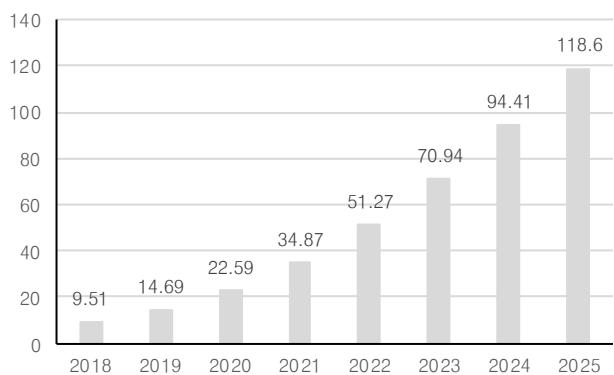


자료: Special Analysis of U.S. Census data conducted for Flexjobs by Global Workplace

시장조사기관 IDC에 따르면, 코로나 19로 기업의 경상적 지출이 감소하는 어려운 상황 속에서도 디지털 전환의 핵심인 AI 시장은 작년 대비 12.3% 증가한 1,565억 달러가 될 것으로 예상하고 있다. 그리고, 2024년 5년간 CAGR 17.1%로 빠르게 투자가 회복될 것으로 예상하고 있다.

[그림 96] 세계 AI 소프트웨어 매출 시장 전망

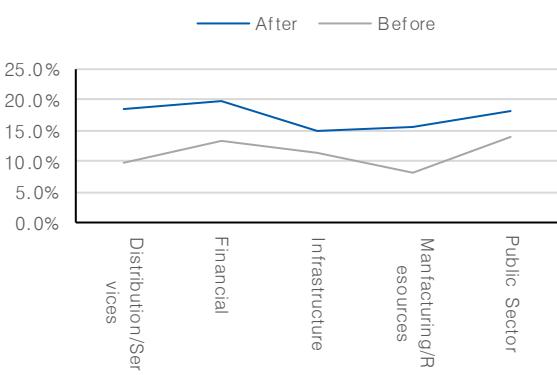
(단위: 십억달러)



자료: IDC, 유안타증권

주: 2019년 데이터부터는 전망치

[그림 97] 코로나 19 전/후의 산업별 디지털 전환 비용 성장을 변화



자료: IDC

뿐만 아니라 디지털 전환을 위한 지출도 코로나 19로 인해 2019년 17.9%의 성장을 보다는 낮긴 하지만 2020년에도 10.4% 증가한 1조 3천억 달러의 지출을 전망하고 있다.

실제로 디지털 전환에 필요한 클라우드서비스, AI, 공장자동화, 언택트 관련 기업인 Microsoft, Amazon, Google, Siemens, Accenture, salesforce.com과 같은 기업들은 연초대비 주가가 각각 35%, 71%, 12%, 3%, 11%, 24% 증가한 상황이다.

[표 34] 언택트 관련 글로벌 기업 Valuation Table

(단위: 배)

업체	국가	시가총액	P/E			P/B			ROE			P/S		
			2019	2020E	2021E									
ALPHABET	US	1,017,753	24.9	29.1	23.1	5.1	4.7	4.1	18.1	15.1	15.8	7.7	7.2	6.0
AMAZON	US	1,586,548	97.4	68.4	53.4	24.4	17.4	12.9	21.8	20.4	25.3	5.7	4.3	3.7
MICROSOFT	US	1,607,975	46.3	37.5	32.9	17.0	13.6	11.3	40.0	40.2	41.6	12.9	11.4	10.3
SIEMENS	DE	115,754	17.2	21.2	17.3	2.0	2.0	1.9	11.5	8.8	11.0	1.2	1.6	1.5
SALESFORCE	US	181,146	77.0	69.4	67.3	11.0	6.3	5.1	15.6	10.4	8.0	13.7	10.7	8.9
ACCENTURE	IE	147,540	31.6	30.3	28.5	11.3	9.2	8.1	41.9	32.8	30.1	3.4	3.3	3.2
SAMSUNG SDS	KR	10,717	18.2	25.7	17.1	1.9	1.8	1.7	11.1	7.4	10.3	1.2	1.2	1.1

자료: Bloomberg

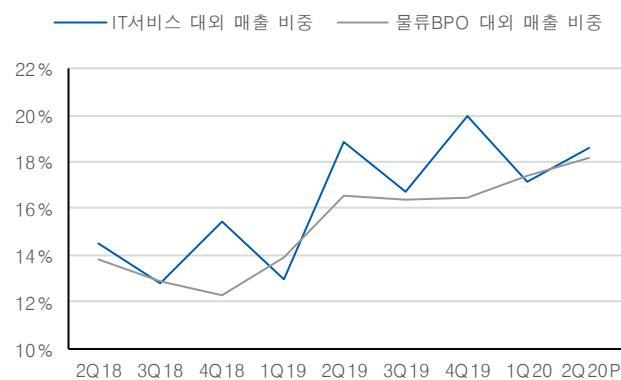
삼성SDS는 삼성전자를 비롯한 삼성그룹 계열사 수십여 기업의 디지털 전환(Digital Transformation)에 필요한 AI, 클라우드, 인텔리전트 팩토리, IoT, 블록체인, 그리고 물류 BPO를 지난 수십여년간 공급해왔다. 따라서, 향후 디지털 전환에 필요한 기업 IT 투자 증가에 최대 수혜가 예상되는 기업이다.

그러나, 삼성SDS의 주가는 연초 대비 14% 하락한 상황이다. 빨류에이션도 글로벌 피어 기업 대비 저평가 상황이다. 이유는 무엇일까?

첫째는 매출의 80% 이상이 삼성그룹과 관련된 대내(Captive) 매출이어서 자생력이 부족한 관계로 글로벌 Peer업체 대비 기술 및 서비스 경쟁력이 부족하다는 평가이다.

하지만 글로벌 최고기업인 삼성전자를 포함한 제조업, 금융업, 서비스업 등 다양한 분야의 삼성 관계사들에게 IT인프라 구축 및 물류 수행 노하우를 외부고객에게 본격적으로 판매하며, 2018년 대외 매출 비중 13.4%에서 2020년 2분기 18.4%, 대외 매출액 기준 2019년 1.8조원, YoY 성장률 31%로 대외 매출 비중은 최근 급격히 증가하고 있다. 이제까지는 그룹 IT 인프라 구축 경험 및 기술유출 가능성 때문에 대외 기업 대상으로 공사 수주를 일부러 하지 않다가 선별적으로 최근 시작하고 있다는 판단이다.

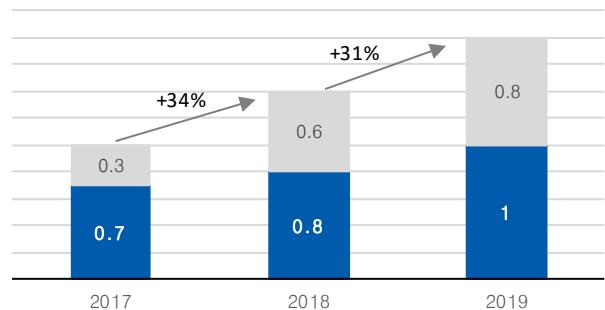
[그림 98] 삼성 SDS 사업부문별 대외 매출 비중 추이



자료: 삼성 SDS, 유안타증권

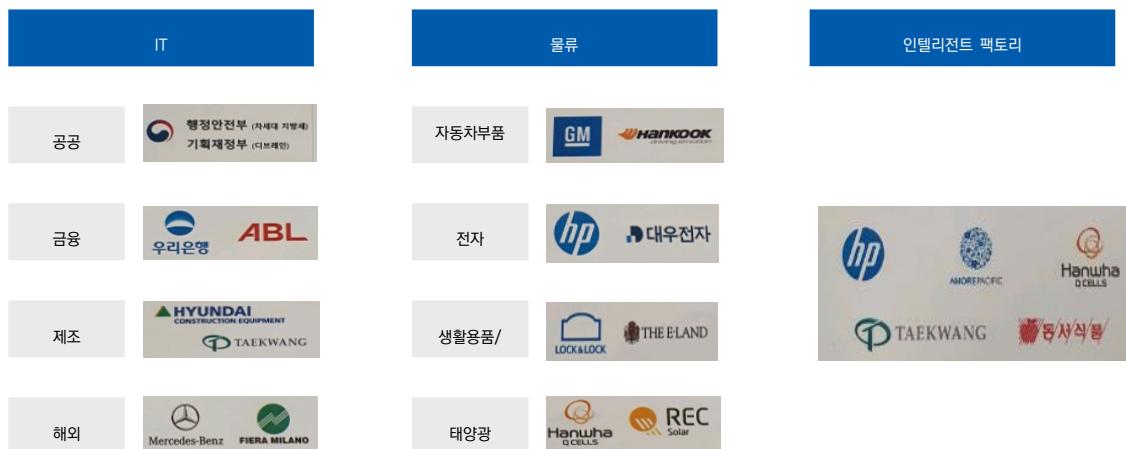
[그림 99] 부문별 대외 매출액 & 성장률

■ IT서비스 ■ 물류 BPO



자료: 삼성 SDS, 유안타증권

[그림 100] 삼성 SDS 분야별 대외고객



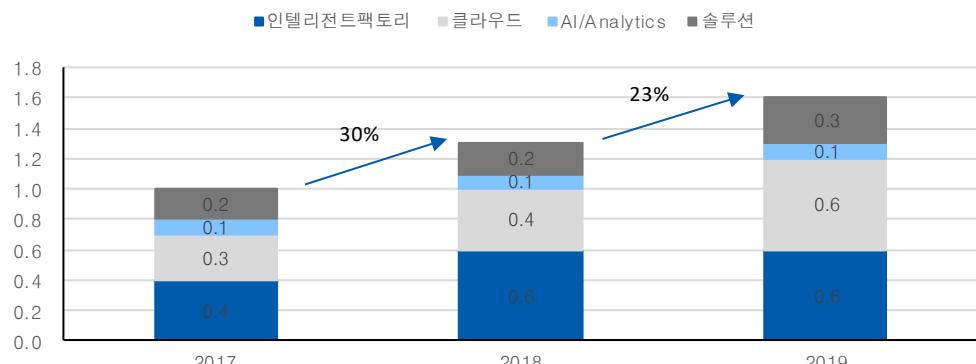
자료: 삼성 SDS, 유안타증권

두번째는 그룹내 계열사 전산실 아웃소싱 기업이라는 한계로 저부가가치 인건비 위주의 매출구조라는 평가로 인한 디스카운트이다.

그러나, 최근 인텔리전트 팩토리, 클라우드, AI/Analytics, 솔루션 등 디지털 전환에 핵심인 IT 전략 사업부문의 성장률이 회사 전체 성장률을 크게 앞서고 있는 상황이다. 고부가가치 사업인 IT 전략사업의 고성장으로 인해 1인당 생산성(매출액)이 2015~2019년 연평균 6.3% 성장 중에 있고 영업이익률도 2015년 7.5%에서 2019년 9.2%까지 증가하고 있다. 박사학위 소지자는 전체 인력 12,413명의 2%인 250여명에 이른다. 블록체인 플랫폼은 전세계 7위, 클라우드 사업부문은 전세계 시장점유율 10위에 이른다.

[그림 101] 삼성 SDS IT 전략사업 매출 구성 및 변화 추이

(단위: 조원)



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 35] 삼성 SDS 1인당 생산성(매출액) 추이

(단위: 억원)

	2015	2016	2017	2018	2019	CAGR
매출액	78,535	81,802	92,991	100,342	107,197	8.1%
인원현황(명)	21,918	21,865	22,871	23,197	23,404	1.7%
1인당 매출액	3.6	3.7	4.1	4.3	4.6	6.3%

자료: DART

[표 36] 삼성 SDS 연도별 특허 등록 현황

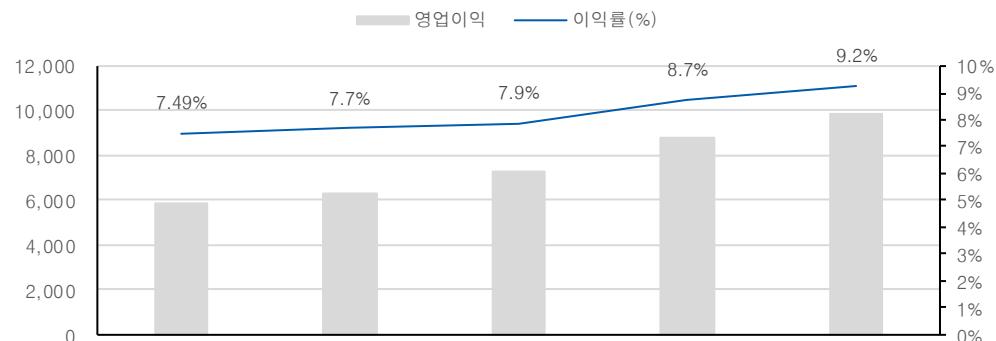
(단위: 건)

구분	'20년	'19년	'18년	'17년	'16년	'15년	~'14년
한국	5	40	30	37	55	90	1014
해외	13	25	73	58	66	54	108

자료: DART, 삼성 SDS 2020년 1분기보고서

[그림 102] 삼성 SDS 과거 영업이익률 변화 추이

(단위: 억원)

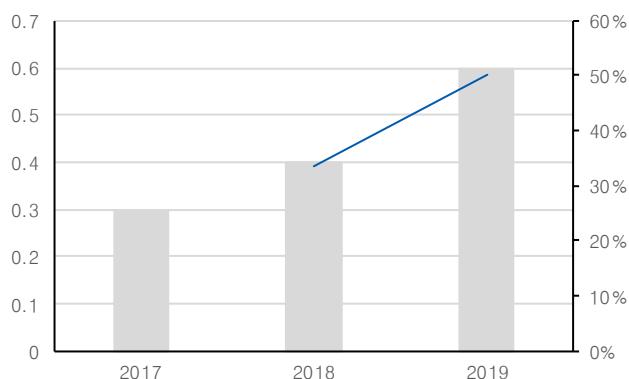


자료: 삼성 SDSD

특히, 클라우드 부문은 국내 4개, 해외 13개의 데이터 센터를 기반으로 언택트 경제 변화에 따른 수요 증가로 향후 높은 성장이 예상된다.

[그림 103] 삼성 SDS 클라우드 매출액 & 성장률(오른쪽)

(단위: 조원)



자료: 삼성 SDS

[그림 104] 삼성 SDS 글로벌 Cloud 데이터 센터



자료: 삼성 SDS

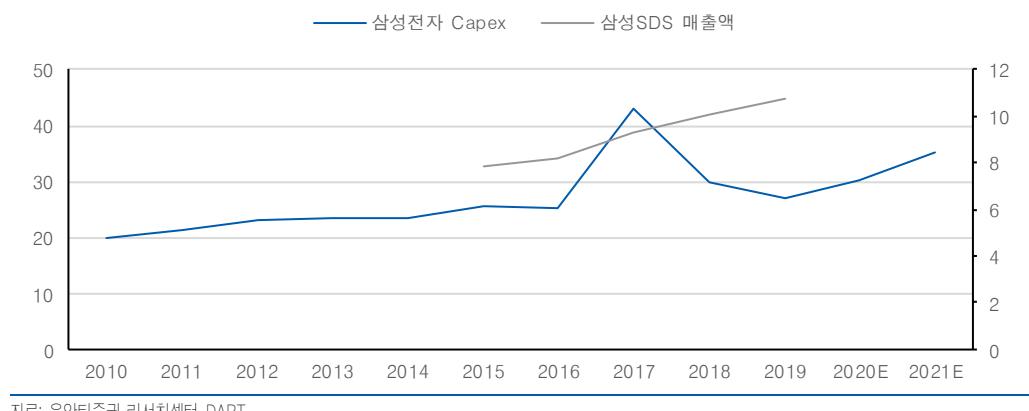
세번째는 삼성전자를 비롯한 삼성그룹의 IT투자 축소 가능성에 대한 우려가 있다. 삼성그룹은 아직 미확정된 승계, 지배구조 문제와 2017년 국정농단 사건 이후로 실질적인 투자 집행이 소강 상태이다. 그러나, 이재용 부회장에 대한 기소중지 등 거취문제에 대한 불확실성이 해소된다면 올해부터 시작될 삼성전자의 30조원 규모 평택 3라인 공장건설을 시작으로 비메모리 133조원 투자 등 본격적인 투자가 집행될 것이고 이에 대한 확실한 수혜는 삼성SDS가 받을 것이다.

이외에 삼성그룹 자체도 디지털 전환과 코로나 19로 더욱 촉발된 4차산업시대의 생존을 위한 ERP, 클라우드, IoT, AI 환경 구축을 더욱 가속화 할 것으로 예상되는바, 코로나 19가 어느정도 잠잠해지는 순간 이후에는 대내 디지털 전환에 필요한 매출도 다시 성장성을 회복 할 수 있을 것으로 전망된다.

코로나 19로 인해 현재 그룹 내외에서 전반적인 IT투자 지연, 축소가 진행되고 있으나, 멈출수 없는 인텔리전트팩토리, 클라우드, AI, Digital Transformation에 대한 동사의 경쟁력은 향후 실적 및 벨류에이션에 지속적으로 반영될 것으로 예상된다.

[그림 105] 삼성전자 CAPEX & 삼성 SDS

(단위: 조원)

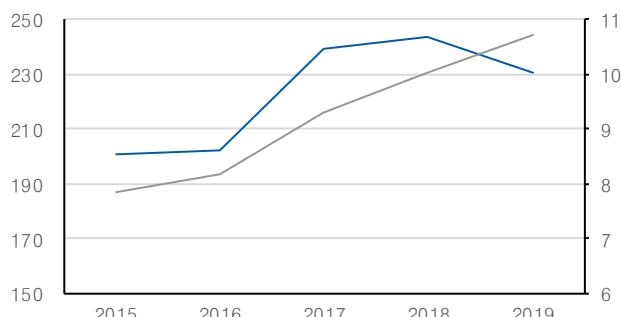


자료: 유안타증권 리서치센터, DART

[그림 106] 삼성전자 및 삼성 SDS 매출액 추이

(단위: 조원)

— 삼성전자(원) — 삼성SDS(오)

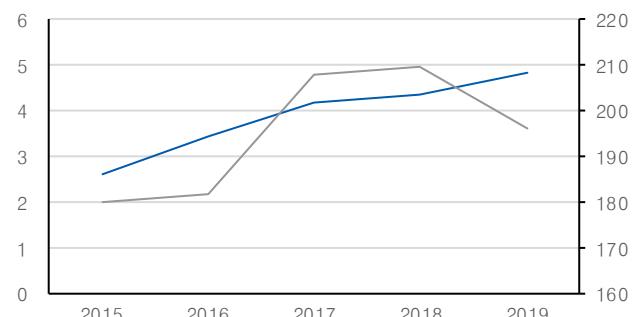


자료: DART

[그림 107] 삼성전자 해외매출액 및 삼성 SDS 물류 BPO 매출액

(단위: 조원)

— 삼성전자 수출(오) — 삼성SDS 물류BPO(원)



자료: DART

[표 37] 삼성 SDS 관계사 제조 경쟁력 강화

삼성반도체	<ul style="list-style-type: none"> 평택/중국 (서안) 생산라인 증설 초미세공정 (EUV) 전용 라인 투자, 30년까지 Foundry 사업 133조원 투자¹¹⁾
삼성디스플레이	<ul style="list-style-type: none"> 25년까지 QD 디스플레이 13조원 투자
삼성전기	<ul style="list-style-type: none"> 중국 (천진) 전장용 MLCC 라인 투자
삼성 SDI	<ul style="list-style-type: none"> 헝가리 전기차용 배터리 투자

자료: 삼성 SDS

[표 38] 삼성 SDS 언택트 기업환경 구축 관련 주요성과, 경쟁력, 향후 계획 #1

기업의 전사 경영자원 통합관리 및 최적화를 위한 PI 컨설팅, ERP 시스템 구축/운영 서비스 제공	특장점	<ul style="list-style-type: none"> 국내 최초 SAP ERP 구축 이후 27년간 다양한 업종의 ERP 컨설팅 및 구축 수행 지식자산(Smart ERP) 및 Pre-Built 솔루션을 활용하여 고객에 최적화된 서비스 제공 진단·컨설팅·구축·운영 토탈 ERP 서비스 제공 및 디지털 신기술(AI, Cloud) 기반 Intelligent ERP 구축 국내 최대규모 업종/ERP 솔루션 전문 컨설턴트 보유(약 1,500명) 글로벌 통합운영 서비스를 통한 비즈니스 연속성 확보 및 비즈니스 변화에 신속한 대응
		<ul style="list-style-type: none"> 글로벌 50여개국 300여개 사이트 ERP 구축 및 운영 수행 삼성전자 및 관계사, 대기업 및 중견기업, 공공/금융을 포함하는 다양한 국내/외 고객 ERP 구축 및 운영
		<ul style="list-style-type: none"> 삼성전자 Next ERP 프로젝트 완료 및 성공사례 기반 차세대 ERP 사업 확대 SAP, 베트남 CMC 등 글로벌 전략적 협업을 통한 해외사업 확대
고객 데이터 기반 기업의 마케팅 성과 제고를 위한 컨설팅 및 시스템 구축/운영 서비스 제공	특장점	<ul style="list-style-type: none"> 고객 경험 극대화를 위한 성숙도 진단 및 마케팅 전략 컨설팅 수행 다양한 마케팅 신기술 및 솔루션 기반 고객 마케팅 성과 제고 마케팅 인사이트 제시를 위한 고객 데이터 통합 및 분석 서비스 제공 글로벌 마케팅 플랫폼 구축 및 운영 서비스 제공
		<ul style="list-style-type: none"> 삼성전자 글로벌 마케팅/영업/서비스 시스템 구축 삼성전자 닷컴 및 이커머스 플랫폼 구축 및 운영
		<ul style="list-style-type: none"> Analytics 플랫폼 기반 고객 데이터 분석 사업 확대 Digital Marketing 플랫폼 기반 마케팅 BPS 사업 추진

자료: 삼성 SDS

[그림 108] 삼성 SDS 인텔리전트 팩토리 적용 효과

삼성SDS의 인텔리전트 팩토리 플랫폼 '넥스플랜트'			
1 설비자동화	2 공정자동화	3 검사자동화	4 자재물류자동화
<ul style="list-style-type: none"> 실시간 데이터 수집 및 분석 고장원인 분석시간 90% 단축 	<ul style="list-style-type: none"> 실AI 기반의 공정제어 전체공정 최적화 공정품질 30% 향상 	<ul style="list-style-type: none"> 딥러닝 기반 자동검출 결합 유형 분류 자동화 결합 분류 정확도 32% 향상 	<ul style="list-style-type: none"> IoT와 AI로 최적제어 실시간 재조상황 판단 자재물류 최적 제어

자료: 삼성 SDS

[그림 109] 삼성 SDS RPA 블록체인 플랫폼 적용효과



삼성SDS Cloud 글로벌 순위



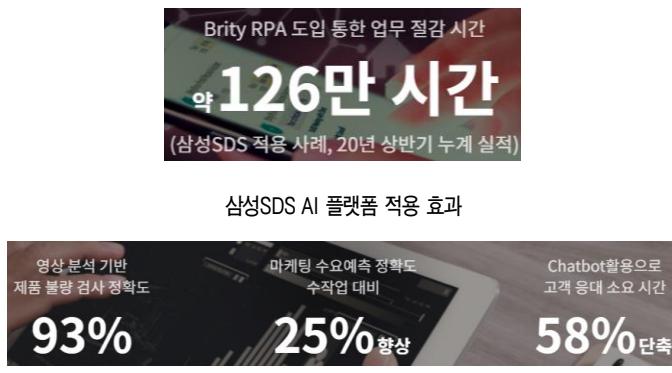
자료: 삼성 SDS

[표 39] 삼성 SDS 언택트 기업환경 구축 Cloud 관련 주요성과, 경쟁력, 향후 계획 #2

SDS Cloud (컨설팅부터 전환, 운영까지 고객 맞춤형 Cloud 서비스 제공)"	특장점	<ul style="list-style-type: none"> 제조/금융 등 고객 도메인 지식 기반 고객사 요구에 신속 대응 업종/업무 특성에 최적화된 Cloud 아키텍처 제공 글로벌 수준의 고가용성 보장(99.999%, 연간 5분 이내 다운) 인프라 영역(IaaS) 및 S/W, 개발/분석/Blockchain 등 다양한 플랫폼(PaaS) 제공
	주요 성과	<ul style="list-style-type: none"> 전자/제조/금융/서비스 등 다양한 업종 대상 Cloud 전환사업 수행 국내 중심 → 해외 전자/제조 생산라인 Cloud 전환 수행 쿠버네틱스 기반 SDS PaaS 서비스 확보 AI/Deep Learning 적용을 위한 GPU 기반 Cloud 서비스 제공 춘천데이터센터 추가 확보
	향후 계획	<ul style="list-style-type: none"> Cloud 수요 증가 대응을 위한 데이터센터 추가 확보 업종/업무 특화 서비스 확대: 공공/금융 Cloud, ERP/MES 등 AI, 빅데이터 등 신기술 적용을 위한 고성능·고용량 Cloud 서비스 도입 DevOps, CI/CD, MSA 등 개발방법론 확보 선진사 벤치마킹을 통한 경쟁력 지속 강화
SDS Cloud Managed Service Multi Cloud 플랫폼 기반 고객 비즈니스에 최적화된 Public Cloud 서비스 제공	특장점	<ul style="list-style-type: none"> 2013년부터 축적된 매니지드 사업 수행 경험 및 대규모 운영역량 기반, 안정적인 서비스 제공 IT 자원 최적화, 미사용 서버 가동중단 자동화, Spot-Inst, GPU 최적화 등을 통해 고객의 TCO 절감 기여 SDS Cloud 와 AWS, Azure 등 Multi Cloud 간 연계를 통한 Hybrid Cloud 서비스 제공 최적 Cloud 추천, Multi Cloud 통합 모니터링, 비용 최적화 등 통합 플랫폼 제공
	주요 성과	<ul style="list-style-type: none"> AWS, Azure 중심 Multi Cloud 서비스 확대 플랫폼 기반 AWS/Azure 간 Multi Cloud 통합관리 제공: 상품추천, 비용 최적화 등 Multi Cloud 간 자동 마이그레이션 툴 확보 Public Cloud 서비스 커버리지 확대를 위한 파트너십 확대 (Alibaba, Tencent) VMC(VMware Cloud)와 파트너십 확대
	향후 계획	<ul style="list-style-type: none"> App. 구축과 운영서비스를 결합한 Cloud SI형/Managed 형 사업으로 고객 기반 확대 고객업무 특성(보안/법규제, NW Latency) 기반의 Private/Public 연계 Hybrid Integrator Service 강화 인프라와 App. 운영 자동화를 위한 Software Reliability Engineering(소프트웨어 신뢰성 공학, SRE) 구현

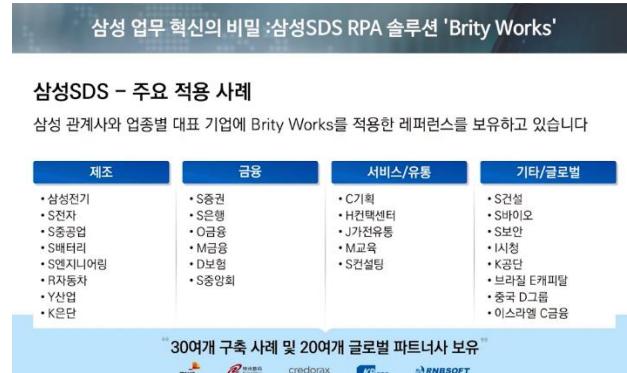
자료: 삼성 SDS

[그림 110] 삼성 SDS RPA 솔루션 적용 효과



자료: 삼성 SDS

[그림 111] 삼성 SDS RPA 솔루션 적용사례



자료: 삼성 SDS

[표 40] 삼성 SDS 배당성향 변화 추이 (단위: 십억원)

	2015	2016	2017	2018	2019
순이익	4,390	4,639	5,303	6,294	7,365
배당총액	395	402	595	1,570	1,570
배당성향	9.0%	8.7%	11.2%	24.9%	21.3%

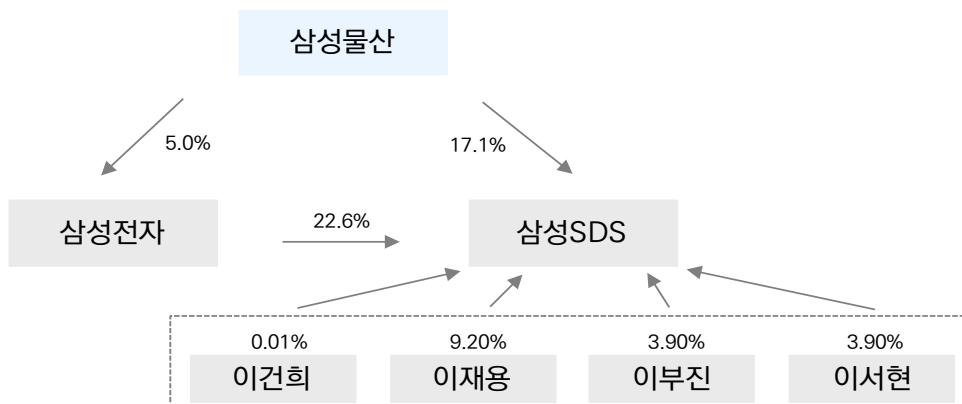
자료: DART

[표 41] 삼성 SDS 3%이상 대주주 지분율 현황 (단위: 억원)

주주	지분율	지분가치
삼성전자	22.58%	28,742
삼성물산	17.08%	21,740
이건희	0.01%	16
이재용	9.20%	11,707
이부진	3.90%	4,966
이서현	3.90%	4,966

자료: 유안타증권 리서치센터,
주: 지분율은 1Q20 분기보고서 기준, 지분가치는 8/11 기준

[그림 112] 삼성 SDS 지배구조



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

[표 42] 삼성 SDS(018260) 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	25,025	27,761	26,584	27,827	24,361	25,666	26,406	29,951	100,342	107,197	106,384	116,896	130,984
YoY(%)	6.2%	12.3%	9.7%	0.0%	-2.7%	-7.5%	-0.7%	7.6%	7.9%	6.8%	-0.8%	9.9%	12.1%
대외매출	3,401	5,000	4,400	5,100	4,200	4,720	4,808	3,899	14,048	18,223	17,627	21,003	24,153
YoY(%)	0.4%	41.0%	42.0%	27.0%	23.5%	-5.6%	9.3%	-23.5%	-	29.7%	-3.3%	19.1%	15.0%
대내매출	21,624	22,761	22,184	22,727	20,161	20,946	21,598	26,052	86,294	88,974	88,757	95,893	106,830
YoY(%)	7.1%	7.5%	5.0%	-4.5%	-6.8%	-8.0%	-2.6%	14.6%	-	3.1%	-0.2%	8.0%	11.4%
IT 서비스	14,250	15,690	13,740	15,048	12,857	13,198	13,284	15,668	56,567	58,728	55,007	60,130	68,756
IT 대외매출	1,850	2,960	2,300	3,000	2,200	2,450	2,645	3,017	7,950	10,110	10,312	11,859	13,638
YoY(%)	3%	44%	35%	25%	19%	-17%	15%	1%	-	27.2%	2%	15%	15%
IT 대내매출	12,400	12,730	11,440	12,048	10,657	10,748	10,639	12,650	48,617	48,618	44,695	48,271	55,118
YoY(%)	6%	5%	-2%	-9%	-14%	-16%	-7%	5%	-	0.0%	-8.1%	8.0%	14.2%
영업이익	1,941	2,456	1,802	2,982	1,564	1,843	1,590	2,546	8,534	9,181	7,544	9,529	10,976
영업이익률	13.6%	15.7%	13.1%	19.8%	12.2%	14.0%	12.0%	16.3%	15.1%	15.6%	13.7%	15.8%	16.0%
물류 BPO	10,775	12,071	12,844	12,779	11,504	12,468	13,122	14,283	43,775	48,469	51,377	56,765	62,228
YoY(%)	6.6%	14.3%	18.1%	4.5%	6.8%	3.3%	2.2%	11.8%	5.0%	10.7%	6.0%	10.5%	9.6%
물류 대외매출	1,500	2,000	2,100	2,100	2,000	2,270	2,163	882	5,500	7,700	7,315	9,144	10,515
YoY(%)	37.0%	50.0%	40.0%	33.3%	13.5%	3%	5%	-	40.0%	-5%	25%	15%	
물류 대내매출	9,275	10,071	10,744	10,679	9,504	10,198	10,959	13,401	38,275	40,769	44,062	47,622	51,713
YoY(%)	10.7%	13.4%	-0.5%	2.5%	1.3%	2.0%	25.5%	-	6.5%	8.1%	8.1%	8.6%	
영업이익	44	131	264	280	148	125	210	287	240	719	771	1,277	1,540
영업이익률	0.4%	1.1%	2.1%	2.2%	1.3%	1.0%	1.6%	2.0%	0.5%	1.5%	1.5%	2.3%	2.5%
영업이익	1,985	2,587	2,066	3,262	1,712	1,968	1,801	2,834	8,774	9,900	8,314	10,806	12,516
YoY(%)	9.2%	8.8%	3.5%	26.3%	-13.8%	-23.9%	-12.8%	-13.1%	20%	13%	-16%	30%	16%
영업이익률(%)	7.93%	9.32%	7.77%	11.72%	6.90%	7.67%	6.82%	9.46%	8.7%	9.2%	7.8%	9.2%	9.6%

자료: 유안티증권 리서치센터

[표 43] 삼성 SDS Valuation Table

(단위: 억원)

	평가액	내용
영업가치 (A)	146,317	-
IT 서비스	136,862	21년 예상 영업이익 * Target P/E 19.2 * (1-25%)
물류 BPO	9,455	21년 예상 영업이익 * Target P/E 9.9 * (1-25%)
주식수	77,377,800	자사주 포함
순차입금 (B)	-26,025	
기업가치 (A - B)	172,342	2020년 1분기 별도 재무제표 기준
적정주당가치		222,728

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 44] 삼성 SDS Peer 기업 Valuation Table

(단위: 배)

기업명	P/E			P/B			ROE			P/S		
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
IBM	9.8	11.3	10.3	5.5	4.4	4.1	63.4	41.2	37.4	1.5	1.5	1.5
ACCENTURE	31.2	29.9	28.1	11.2	9.1	8.0	41.9	32.8	30.1	3.4	3.3	3.1
평균	20.5	20.6	19.2	8.3	6.8	6.0	52.6	37.0	33.7	2.4	2.4	2.3
FEDEX	11.3	19.8	16.7	2.2	2.4	2.2	19.7	12.0	13.4	0.6	0.7	0.6
UNITED PARCEL	19.3	20.8	18.4	17.9	19.5	13.6	116.3	118.8	83.1	1.7	1.6	1.5
HYUNDAI GLOVIS	9.2	8.6	7.1	0.9	0.9	0.8	10.7	10.6	11.5	0.2	0.3	0.2
POSCO ICT CO LTD	15.4	13.8	11.3	1.8	1.7	1.5	12.5	13.0	14.0	0.7	0.7	0.6
LOTTE DATA COMMU	10.3	13.7	11.0	1.4	1.3	1.2	14.9	10.1	11.5	0.6	0.6	0.5
DOZONE BIZON	61.3	56.9	43.8	10.4	8.0	7.0	20.6	14.8	17.1	11.7	9.9	8.5
SALESFORCE.COM	77.6	69.9	67.9	11.1	6.3	5.1	15.6	10.4	8.0	13.8	10.7	9.0
ADOBE	57.6	46.4	40.6	20.4	17.2	13.4	36.7	41.7	38.5	19.3	16.9	14.7

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

삼성에스디에스 (018260) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	100,342	107,196	106,384	116,896	130,984	
매출원가	83,698	89,257	89,563	97,277	109,331	
매출총이익	16,644	17,939	16,821	19,619	21,653	
판관비	7,870	8,038	8,507	8,812	9,137	
영업이익	8,774	9,901	8,314	10,806	12,516	
EBITDA	11,856	14,324	9,810	11,387	13,139	
영업외손익	792	462	641	251	93	
외환관련손익	103	-22	254	25	-179	
이자손익	647	663	584	533	644	
관계기업관련손익	30	31	24	24	24	
기타	11	-210	-221	-330	-395	
법인세비용차감전순손익	9,565	10,363	8,956	11,058	12,609	
법인세비용	3,177	2,858	4,048	2,764	3,152	
계속사업순손익	6,388	7,504	4,908	8,293	9,457	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	6,388	7,504	4,908	8,293	9,457	
지배지분순이익	6,294	7,365	4,812	8,132	9,272	
포괄순이익	5,860	7,339	5,920	9,305	10,469	
지배지분포괄이익	5,796	7,188	5,575	8,764	9,859	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	11,965	8,938	4,623	6,942	7,883	
당기순이익	6,388	7,504	4,908	8,293	9,457	
감가상각비	2,070	3,550	972	0	0	
외환손익	-43	71	-202	-25	179	
증속, 관계기업관련손익	0	0	-18	-24	-24	
자산부채의 증감	-41	-4,448	-4,994	-3,078	-3,547	
기타현금흐름	3,591	2,260	3,958	1,775	1,818	
투자활동 현금흐름	-8,186	-6,062	-68	-1,552	-1,620	
투자자산	-21	-600	-4	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,514	-3,416	-477	-477	-477	
유형자산 감소	15	15	0	0	0	
기타현금흐름	-5,665	-2,061	413	-1,075	-1,143	
재무활동 현금흐름	-1,562	-3,088	-3,574	-3,574	-3,574	
단기차입금	0	0	0	0	0	
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-1,570	-1,570	-1,879	-1,879	-1,879	
기타현금흐름	8	-1,518	-1,694	-1,694	-1,694	
연결범위변동 등 기타	85	77	3,218	1,945	1,765	
현금의 증감	2,302	-135	4,200	3,761	4,454	
기초 현금	9,315	11,617	11,482	15,682	19,443	
기말 현금	11,617	11,482	15,682	19,443	23,897	
NOPLAT	8,774	9,901	8,314	10,806	12,516	
FCF	6,386	3,729	580	5,131	5,986	

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 기준일로 함

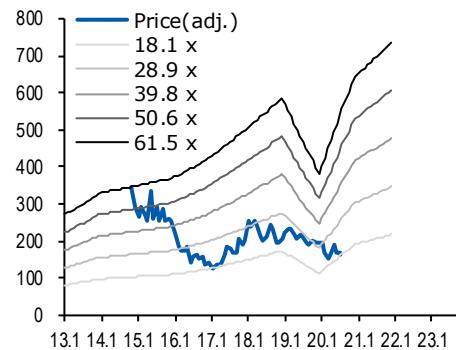
재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산		58,818	63,838	69,977	77,180	85,697
현금및현금성자산		11,617	11,482	15,682	19,443	23,897
매출채권 및 기타채권		19,975	22,334	23,114	25,026	27,478
재고자산		188	175	229	239	255
비유동자산		21,321	26,374	26,428	27,447	28,443
유형자산		10,687	11,080	10,992	11,469	11,946
관계기업등 지분관련자산		440	994	1,040	1,064	1,087
기타투자자산		266	323	327	327	327
자산총계		80,138	90,212	96,405	104,627	114,140
유동부채		15,748	16,982	18,659	19,587	20,581
매입채무 및 기타채무		11,838	12,063	11,927	12,652	13,435
단기차입금		8	8	7	7	7
유동성장기부채		0	0	0	0	0
비유동부채		2,905	5,979	6,409	7,427	8,530
장기차입금		0	0	0	0	0
사채		0	0	0	0	0
부채총계		18,653	22,961	25,067	27,014	29,111
지배지분		59,825	65,458	69,426	75,702	83,118
자본금		387	387	387	387	387
자본잉여금		12,975	12,975	12,975	12,975	12,975
이익잉여금		48,217	54,035	56,991	63,266	70,682
비지배지분		1,661	1,794	1,912	1,912	1,912
자본총계		61,486	67,252	71,338	77,613	85,029
순차입금		-36,712	-35,343	-40,223	-44,854	-50,245
총차입금		8	2,965	2,838	3,338	3,838

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS		8,134	9,518	6,219	10,509	11,983
BPS		77,342	84,625	89,756	97,869	107,456
EBITDAPS		15,323	18,512	12,678	14,716	16,980
SPS		129,678	138,536	137,486	151,071	169,278
DPS		2,000	2,400	2,400	2,400	2,400
PER		27.4	22.0	26.6	15.7	13.8
PBR		2.9	2.5	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA		11.6	9.0	9.1	7.5	6.1
PSR		1.7	1.5	1.2	1.1	1.0

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)		7.9	6.8	-0.8	9.9	12.1
영업이익 증가율 (%)		19.9	12.8	-16.0	30.0	15.8
지배순이익 증가율 (%)		18.7	17.0	-34.7	69.0	14.0
매출총이익률 (%)		16.6	16.7	15.8	16.8	16.5
영업이익률 (%)		8.7	9.2	7.8	9.2	9.6
지배순이익률 (%)		6.3	6.9	4.5	7.0	7.1
EBITDA 마진 (%)		11.8	13.4	9.2	9.7	10.0
ROIC		21.8	26.3	15.8	27.5	29.7
ROA		8.2	8.6	5.2	8.1	8.5
ROE		10.9	11.8	7.1	11.2	11.7
부채비율 (%)		30.3	34.1	35.1	34.8	34.2
순차입금/자기자본 (%)		-61.4	-54.0	-57.9	-59.3	-60.5
영업이익/금융비용 (배)		526.3	65.7	49.3	76.1	110.2

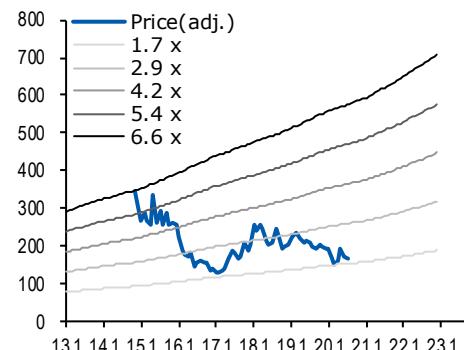
P/E band chart

(천원)



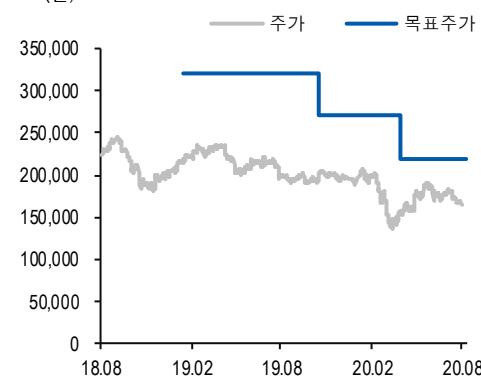
P/B band chart

(천원)



삼성에스디에스 (018260) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-08-12	BUY	220,000	1년		
2020-04-08	BUY	220,000	1년		
2019-10-25	BUY	270,000	1년	-30.97	-23.70
2019-01-25	BUY	320,000	1년	-33.57	-26.25

주: 기준일 2020-08-09

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.3
Buy(매수)	87.3
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간접 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 기준 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 투자 의사 결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자 행위 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.