

HOLD

삼성에스디에스

018260 기업분석 | 전기전자

인적분할이 유력, 사업가치만 고려해서 투자의견 하향

2016. 06. 08

목표주가(하향)	170,000원
현재주가(06/07)	150,500원
Up/Downside	+13.0%
투자의견(하향)	Hold

Analyst

권성률

02 369 3724

srkwon@dongbuhappy.com

Investment Points

인적분할이 유력: 삼성SDS가 물류사업 분할을 검토하겠다고 공시하였다. 회사 분할의 구체적인 내용 및 일정은 확정되지 않았으나 인적분할이 유력해 보인다. 이는 1) 인적분할할 경우 주식 매수청구권 행사 없이 진행할 수 있고, 2) 물적분할로 물류부문을 자회사로 둘 경우 향후 매각을 염두에 둔 것이라는 오해가 나올 수 있는데 이를 사전에 차단할 수 있기 때문이다.

물류BPO 없는 SDS?: 문제는 그 이후다. 남아 있는 IT서비스 사업을 영위하는 삼성SDS는 사업적인 측면에서 그저 그런 SI 회사로 전락한다. 성장성 부재의 돌파구를 16년 이후 연평균 18% 성장할 수 있는 물류BPO 사업에서 찾겠다는 게 상장 이후 지속적인 IR포인트였는데 그게 무색해져 버렸다. 이전 물류BPO 사업이 수익성도 매우 낮고, 매출 비중도 30%대에 그치며, IT서비스 회사가 영위하기에는 부적합한 사업이라고 평가절하해야 하나 묻고 싶다.

Action

지배구조 변화에 대해 예측 역부족, 영업가치만 봐서 Hold: 향후 분할방식이 이슈가 될 수 있는데 현재 삼성SDS 지분율을 신규 물류회사에 그대로 가져가서 양쪽의 가치를 다 누릴 수 있는 인적분할이 기존 주주한테는 그나마 유리해 보인다. 하지만 지배구조 변화 시나리오 하에 주가를 예측한다는 게 얼마나 공허한지 뼈저리게 느낀다. 지배구조 프리미엄 환상에서 벗어나 영업 가치만 따져보면 종전대로 170,000원이 적정주가며 불확실성이 증폭되어 Hold로 투자의견 하향한다.

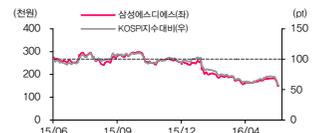
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원 배, %)

FYE Dec	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	7,898	7,853	8,205	8,936	9,828
(증가율)	12.1	-0.6	4.5	8.9	10.0
영업이익	593	588	618	657	741
(증가율)	17.4	-0.9	5.1	6.3	12.8
지배주주순이익	413	439	456	483	542
EPS	5,336	5,674	5,887	6,242	7,008
PER (H/L)	80.5/50.9	60.1/39.9	25.6	24.1	21.5
PBR (H/L)	8.1/5.1	5.8/3.8	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA (H/L)	31.9/20.4	24.7/16.2	9.1	9.1	8.4
영업이익률	7.5	7.5	7.5	7.4	7.5
ROE	10.4	10.1	9.5	9.2	9.5

Stock Data

52주 최저/최고	149,000/299,000원
KOSDAQ /KOSPI	705/2,012pt
시가총액	116,454억원
60일-평균거래량	202,326
외국인지분율	8.0%
60일-외국인지분율변동추이	+0.6%p
주요주주	삼성전자 외 8 인 56.7%



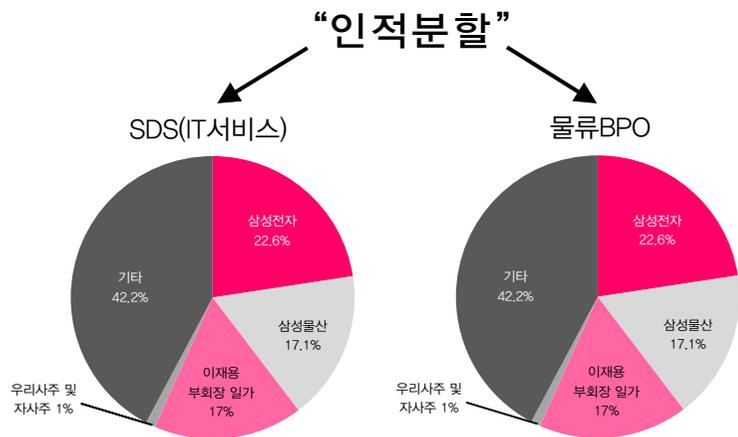
주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-12.8	-21.8	-44.9
상대기준	-14.3	-23.9	-43.3

인적분할이 유력

- 1) 주식매수청구권 행사 없고
- 2) 분할회사 매각 오해 불식

삼성SDS가 물류사업 분할을 검토하겠다고 공시하였다. 회사 분할의 구체적인 내용 및 일정은 확정되지 않았으나 인적분할이 유력해 보인다. 이는 1) 인적분할할 경우 주식매수청구권 행사 없이 진행할 수 있고, 2) 물적분할로 물류부문을 자회사로 둘 경우 향후 매각을 염두에 둔 것이라는 오해가 나올 수 있는데 이를 사전에 차단할 수 있기 때문이다.

도표 1. 삼성SDS 사업 분할 시나리오



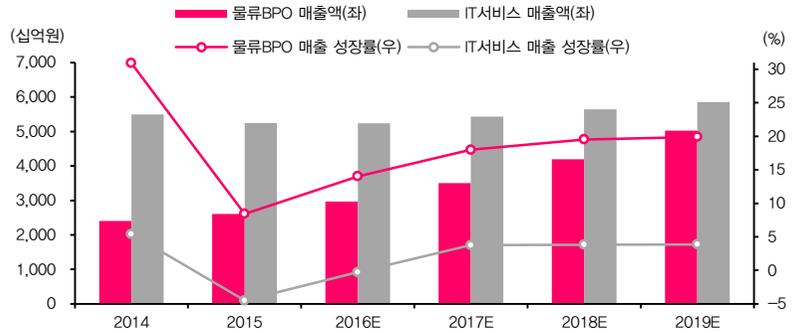
자료: 동부 리서치

물류BPO 없는 SDS?

성장성 없는 그저 그런
SI 회사일 뿐

문제는 분할 그 이후다. 남아 있는 IT서비스 사업을 영위하는 삼성SDS는 사업적인 측면에서 그저 그런 SI(System Integration) 회사로 전락한다. 계열사 비중이 높은 아웃소싱 사업에서는 고수익성을 누리고 컨설팅/SI 사업은 적자를 보는 구조이며 IT서비스 사업의 최근 3년간 매출 성장률은 1.8%에 그친다. 이러한 성장성 부재의 돌파구를 16년 이후 연평균 18% 성장할 수 있는 물류BPO 사업에서 찾겠다라는 게 상장 이후 지속적인 IR포인트였는데 그게 무색해져 버렸다. 더군다나 올해부터는 가장 잠재력이 큰 삼성전자의 판매물류를 본격화 하려는 마당이다. 이전 물류BPO 사업이 수익성도 매우 낮고, 매출 비중도 30%대에 그치는 주력사업이 아니며, IT서비스 회사가 영위하기에는 부적합한 사업이라고 평가절하해야 하나 묻고 싶다.

도표 2. 삼성SDS 사업부별 매출액과 매출 성장률



자료: 동부 리서치

지배구조 변화에 대해 예측 역부족, 영업가치만 봐서 Hold

인적 분할이 그나마 기존 주주들에게 유리, 하지만 지배구조 예측 불확실성하고 영업가치만 따져보면 Hold

물류사업 분할이 확정된 마당에 분할방식이 이슈가 될 수 있는데 현재 삼성SDS 지분율을 신규 물류회사에 그대로 가져가면서 양쪽의 가치를 다 누릴 수 있는 인적분할이 기존 주주한테는 그나마 유리해 보인다. 하지만 지배구조 변화 시나리오 하에 주가를 예측한다는 게 얼마나 공허한지 뼈저리게 느낀다. 대주주의 지배구조 견고함을 위해서 밤낮으로 그것만 연구하는 그들 참모들을 시장이 이길 수 있다고 생각하는가. 지배구조 프리미엄 환상에서 벗어나 영업가치만 따져보면 종전대로 170,000원이 적정주가며 불확실성이 증폭되어 Hold로 투자 의견 하향한다.

도표 3. 사업적인 관점에서 삼성SDS 적정주가

(단위: 십억원)

	영업이익	EBITDA	적용배수 (X)	적정가치	적용 배수의 근거
물류BPO	59.4	73.0	17.3	1,259.4	글로벌 물류 기업(UPS, Expeitors INTL WASH, KUEHNE & NAGEL INTL) 평균에 50% 할증
IT서비스	558.8	902.1	10.9	9,833.0	IBM, Accenture, Ariba(SAP) 평균
SDS 고유의 영업가치				11,092.4	
순현금				1,940.0	2015년 순현금
SDI의 자기자본가치				13,032.3	
주식수 (백만주)				77.4	
영업관점 적정주가 (원)				168,424	

자료: 동부 리서치

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	3,228	3,845	4,400	4,918	5,457
현금및현금성자산	817	857	1,220	1,488	1,745
매출채권및기타채권	1,352	1,704	1,822	1,994	2,193
재고자산	36	17	17	19	21
비유동자산	2,318	2,486	2,443	2,485	2,578
유형자산	1,138	1,229	1,307	1,441	1,605
무형자산	1,010	1,101	979	887	816
투자자산	46	41	41	41	41
자산총계	5,546	6,332	6,843	7,403	8,035
유동부채	1,118	1,390	1,452	1,538	1,637
매입채무및기타채무	766	840	902	988	1,087
단기차입금및단기차채	4	3	3	3	3
유동성장기부채	8	6	6	6	6
비유동부채	214	165	165	165	165
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	1,332	1,555	1,617	1,703	1,802
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,297	1,297	1,297	1,297	1,297
이익잉여금	3,050	3,450	3,866	4,307	4,803
비배주주지분	102	188	220	254	292
자본총계	4,214	4,777	5,226	5,700	6,234

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	7,898	7,853	8,205	8,936	9,828
매출원가	6,605	6,561	6,851	7,478	8,205
매출총이익	1,293	1,293	1,354	1,458	1,622
판매비	699	704	736	801	881
영업이익	593	588	618	657	741
EBITDA	990	977	1,042	1,014	1,067
영업외손익	43	61	55	57	60
금융손익	29	34	35	41	46
투자손익	3	2	2	2	2
기타영업외손익	11	25	18	14	12
세전이익	637	649	674	714	802
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	434	470	487	517	580
지배주주지분순이익	413	439	456	483	542
비지배주주지분순이익	21	31	32	34	38
총포괄이익	350	542	487	517	580
증감률(%YoY)					
매출액	12.1	-0.6	4.5	8.9	10.0
영업이익	17.4	-0.9	5.1	6.3	12.8
EPS	23.7	6.3	3.8	6.0	12.3

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외손익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	996	865	799	720	730
당기순이익	434	470	487	517	580
현금유출이없는비용및수익	673	671	573	511	499
유형및무형자산상각비	397	389	424	357	326
영업관련자산부채변동	-11	-149	-75	-110	-127
매출채권및기타채권의감소	261	-161	-119	-172	-199
재고자산의감소	0	0	-1	-2	-2
매입채무및기타채무의증가	-18	39	62	86	99
투자활동현금흐름	-840	-782	-396	-412	-429
CAPEX	-384	-362	-380	-399	-419
투자자산의순증	73	7	2	2	2
재무활동현금흐름	-51	-48	-40	-40	-44
사채및차입금의 증가	-33	-9	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-20	-39	-39	-39	-43
기타현금흐름	-5	6	0	0	0
현금의증가	100	40	363	268	257
기초현금	717	817	857	1,220	1,488
기말현금	817	857	1,220	1,488	1,745

주요 투자지표

12월 결산(원, % 배)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	5,336	5,674	5,887	6,242	7,008
BPS	53,145	59,303	64,691	70,383	76,791
DPS	500	500	500	550	600
Multiple(배)					
P/E	55.0	44.8	25.6	24.1	21.5
P/B	5.5	4.3	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	21.4	18.3	9.1	9.1	8.4
수익성(%)					
영업이익률	7.5	7.5	7.5	7.4	7.5
EBITDA마진	12.5	12.4	12.7	11.3	10.9
순이익률	5.5	6.0	5.9	5.8	5.9
ROE	10.4	10.1	9.5	9.2	9.5
ROA	8.0	7.9	7.4	7.3	7.5
ROIC	14.4	15.0	15.1	15.6	16.6
안정성및기타					
부채비율(%)	31.6	32.5	30.9	29.9	28.9
이자보상배율(배)	219.8	308.1	466.8	496.1	559.7
배당성향(배)	8.9	8.2	7.9	8.2	8.0

자료: 삼성에스디에스, 동부 리서치 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

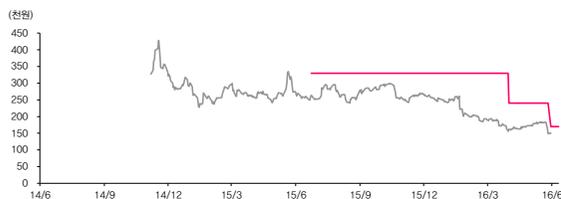
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무로 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 E-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

1년간 투자이익 비율 (2016-03-31 기준 - 매수(76.2%) 중립(23.8%) 매도(0%))

- 기업 투자이익은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

- 업종 투자이익은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

삼성에스디에스 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이익 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	일자	투자이익	목표주가
15/07/01	BUY	330,000			
16/04/08	BUY	240,000			
16/06/08	HOLD	170,000			

주: *표는 담당자 변경