



## BUY (신규)

목표주가(12M) 220,000원  
현재주가(5.20) 158,200원

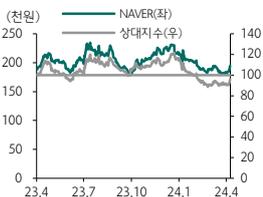
### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,742.14
52주 최고/최저(원)	172,000/115,200
시가총액(십억원)	12,241.2
시가총액비중(%)	0.55
발행주식수(천주)	77,377.8
60일 평균 거래량(천주)	130.0
60일 평균 거래대금(십억원)	20.6
외국인지분율(%)	18.98
주요주주 지분율(%)	
삼성전자 외 8인	48.98
국민연금공단	8.75

### Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	13,902.7	14,918.6
영업이익(십억원)	921.3	1,028.4
순이익(십억원)	834.1	930.0
EPS(원)	10,548	11,702
BPS(원)	119,113	126,971

### Stock Price



### Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	17,234.7	13,276.8	13,565.2	14,636.5
영업이익	916.1	808.2	906.3	1,013.4
세전이익	1,132.1	985.5	1,104.1	1,192.7
순이익	1,099.7	693.4	779.6	845.9
EPS	14,213	8,962	10,076	10,932
증감율	79.93	(36.95)	12.43	8.50
PER	8.65	18.97	15.73	14.50
PBR	1.16	1.52	1.33	1.24
EV/EBITDA	3.92	6.23	4.81	4.08
ROE	14.23	8.22	8.72	8.86
BPS	106,294	111,913	119,290	127,522
DPS	3,200	2,700	2,700	2,700



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 5월 21일 | 기업분석\_Initiation

# 삼성에스디에스 (018260)

## AI의 수익화

### 투자의견 Buy, 목표주가 220,000원으로 커버리지 개시

투자의견 Buy, 목표주가 220,000원으로 커버리지를 개시한다. 12M Forward EPS 10,138원에 Target PER Multiple 22배를 적용했다. Target Multiple은 높은 영업이익률을 기록했던 2018~2020년의 12M Forward PER이다. 삼성에스디에스는 생성형 AI의 수익화를 확인할 수 있는 기업이다. 기업용 생성형 AI 서비스는 2024년 하반기를 시작으로 2025년부터 실적에 기여가 본격화될 전망이다. 고객사의 AI 도입이 실적으로 가시화되면서 리레이팅이 이뤄질 것으로 판단한다. 5.4조원의 풍부한 현금성자산을 활용한 M&A와 주주환원 가능성 역시 잠재적인 상승 요인이다.

### 클라우드 성장으로 수익성 개선

삼성에스디에스는 2024년 매출액 13조 5,652억원(+2.2%YoY), 영업이익 9,063억원(+12.1%YoY, OPM 6.7%)을 기록할 전망이다. 향후 성장 동력은 클라우드다. IT서비스 매출액은 6조 5,785억원(+7.7%YoY)으로 추정한다. 연간 클라우드 매출액은 2조 4,335억원(+29.4%YoY)으로 추정한다. 2023년(+61.8%YoY)에 이어 안정적인 성장을 예상하였고, SI와 ITO 대비 높은 사업 부문이기에 수익성 개선(OPM +0.6%pYoY)을 반영했다. 2023년 3월 개소한 동탄 HPC센터의 가동률은 고성능 클라우드 서비스에 대한 수요 증가로 빠르게 증가하고 있다. SAP의 ERP 서비스의 클라우드화가 촉발한 국내 클라우드 전환기에 생성형 SI가 더해져 2024년 하반기부터 2026년까지 가파른 성장을 전망한다.

### 패브릭스와 브리티코파일럿. 생성형 AI를 통한 수익화 시작

삼성에스디에스는 5월 2일 기업용 생성형 AI 서비스인 패브릭스와 브리티코파일럿을 출시했다. 패브릭스는 대규모언어모델(LLM)에 고객사의 업종에 맞는 용어, 기존 데이터를 학습시켜 업무에 적용할 수 있도록 하는 플랫폼이다. 오픈AI의 GPT, 알파벳의 제미니, 네이버의 하이퍼클로바X를 비롯하여 오픈소스 모델인 메타의 라마, 업스테이지의 솔라LLM 등 다양한 LLM을 고객사의 업무에 맞춰 파인튜닝하여 사용할 수 있도록 제공한다. 브리티코파일럿은 업무 솔루션으로 영상 회의 통역, 메일/메신저 요약, 스크립트 작성 기능으로 고객사의 업무 효율성을 높인다. 기업용 생성형 AI 서비스에 대한 가능성은 글로벌 클라우드 3사(아마존, 마이크로소프트, 알파벳)의 실적발표에서 확인했다. 3사 모두 클라우드 매출에 기업용 생성형 AI의 실적 기여가 나타나고 있다. 삼성에스디에스의 강점은 1) 한국어 특화 AI 서비스, 2) 유연한 가격 모델(글로벌 대비 70% 이하), 3) 퍼블릭/프라이빗 클라우드 제공이다. 하반기부터 생성형 AI의 실적 기여가 나타날 전망이며 관계사를 중심으로 쌓은 레퍼런스를 바탕으로 고객사 확장을 기대한다.

## 투자의견 및 밸류에이션

### 투자의견 Buy, 목표가 220,000원으로 커버리지 개시

#### 목표 시가총액 17조원

투자의견 Buy, 목표주가 220,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표 시가 총액은 17조원이 다. 12M Forward EPS 10,138원에 Target PER Multiple 22배를 적용했다. Target Multiple은 높은 영업이익률을 기록했던 2018~2020년 12M Forward PER의 평균이다. 삼성에스디에스는 IT 서비스, 물류 전반에 걸쳐 이익을 회복 과정에 있다. 데이터센터향 투자가 지속됨에 따라 가파른 개선을 기대하긴 어려우나 결국 데이터센터와 시가 이끄는 클라우드 부문 중심으로의 체질 전환은 수익성 개선을 견인할 것으로 전망한다.

#### 5.4조 현금 활용 기대

삼성에스디에스는 1분기말 기준 5.4조원의 풍부한 현금성 자산을 보유하고 있다. 해당 현금 은) M&A와 2) 데이터센터향 투자, 3) 주주환원을 위한 재원으로 활용될 가능성이 높다. M&A는 2023년 3월 인수한 엠로와 같이 글로벌 경쟁력을 갖춘 SaaS 기업 중심으로 진행될 가능성이 높아 보이며, 데이터센터향 투자는 하반기 클라우드 수요에 따라 동관 HPC의 잔여 공간을 포함한 추가 집행이 예상된다. M&A, 데이터센터향 투자를 감안해도 높은 수준의 현금을 보유한 만큼 추가 주주환원 정책 역시 기대해 볼 수 있다.

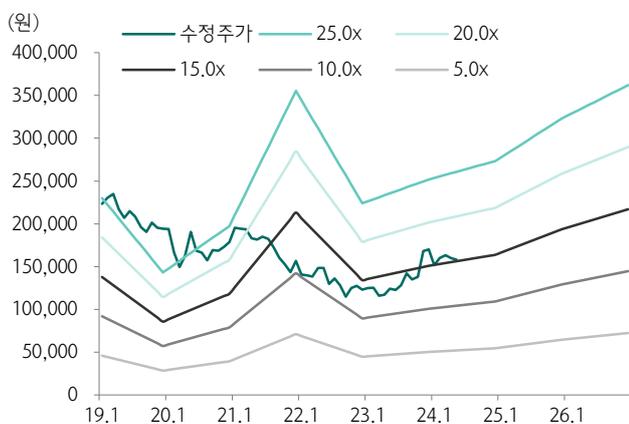
도표 1. 삼성에스디에스 밸류에이션 테이블

(단위: 원, 배, %)

항목	가치	비고
1. 12M Forward EPS	10,138	
2. Target PER Multiple	22	2018~2020년 12M Forward PER의 평균 적용
3. 적정주가(1*2)	223,026	
4. 목표주가	220,000	
5. 현재주가	158,200	
6. 상승여력	39.1%	

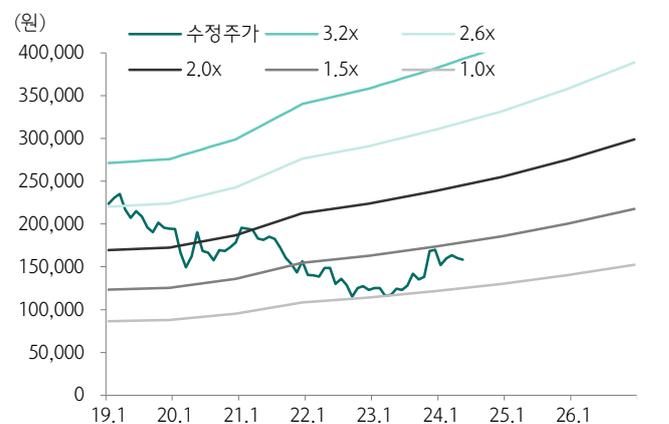
자료: 하나증권

도표 2. 삼성에스디에스 P/E BAND



자료: 하나증권

도표 3. 삼성에스디에스 P/B BAND



자료: 하나증권

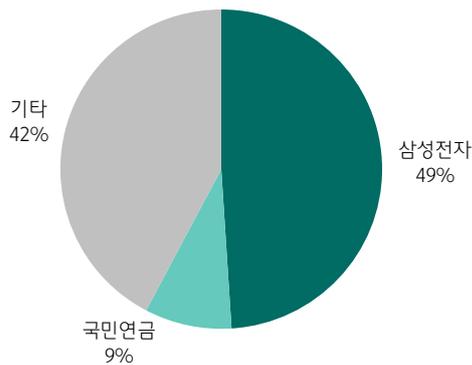
도표 4 삼성SDS 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F
매출액	3,400.9	3,290.8	3,208.1	3,377.1	3,247.3	3,334.6	3,372.0	3,611.4	13,276.9	13,565.2
YoY(%)	(18.9)	(28.4)	(23.6)	(20.5)	(4.5)	1.3	5.1	6.9	(23.0)	2.2
IT서비스	1,469.9	1,510.7	1,509.3	1,616.0	1,553.6	1,613.0	1,648.3	1,763.7	6,105.9	6,578.5
YoY(%)	1.2	(0.0)	1.5	6.5	5.7	6.8	9.2	9.1	2.3	7.7
클라우드	409.9	444.5	470.7	555.6	530.8	576.8	609.0	716.9	1,880.7	2,433.5
YoY(%)	64.6	63.0	57.3	62.6	29.5	29.8	29.4	29.0	61.8	29.4
CSP	130.9	140.9	168.5	187.1	188.4	197.3	235.9	261.9	627.4	883.5
MSP	206.3	223.4	213.6	276.7	254.7	279.3	263.7	341.6	920.0	1,139.3
SaaS	72.7	80.2	88.6	91.8	87.7	100.3	109.4	113.3	333.3	410.7
SI	287.0	288.8	276.0	299.7	288.1	289.9	284.3	293.7	1,151.5	1,156.0
ITO	773.0	777.4	762.6	760.7	734.7	746.3	755.0	753.1	3,073.7	2,989.1
물류	1,931.0	1,780.1	1,698.8	1,761.1	1,693.7	1,721.6	1,723.8	1,847.7	7,171.0	6,986.8
YoY(%)	(29.5)	(42.3)	(37.3)	(35.5)	(12.3)	(3.3)	1.5	4.9	(36.4)	(2.6)
매출총이익	440.0	443.5	442.1	470.7	490.3	478.6	494.9	522.3	1,796.2	1,986.0
YoY(%)	(10.4)	(14.4)	(1.1)	5.9	11.4	7.9	11.9	11.0	(5.5)	10.6
매출총이익률(%)	12.9	13.5	13.8	13.9	15.1	14.4	14.7	14.5	13.5	14.6
영업이익	194.3	206.4	193.1	214.5	225.9	217.3	222.4	240.8	808.3	906.3
YoY(%)	(29.0)	(23.6)	4.3	14.4	16.3	5.3	15.2	12.2	(11.8)	12.1
영업이익률(%)	5.7	6.3	6.0	6.4	7.0	6.5	6.6	6.7	6.1	6.7
당기순이익	208.3	170.5	176.6	146.0	216.9	187.2	191.3	206.9	701.3	802.3
YoY(%)	1.9	(37.4)	(55.9)	(42.1)	4.1	9.8	8.3	41.7	(37.9)	14.4
당기순이익률(%)	6.1	5.2	5.5	4.3	6.7	5.6	5.7	5.7	5.3	5.9
지배주주지분 순이익	202.5	172.6	176.4	141.9	210.9	181.9	185.8	201.0	693.4	779.6
비지배주주지분 순이익	5.8	(2.1)	0.2	4.1	6.0	5.3	5.5	5.9	7.9	22.7

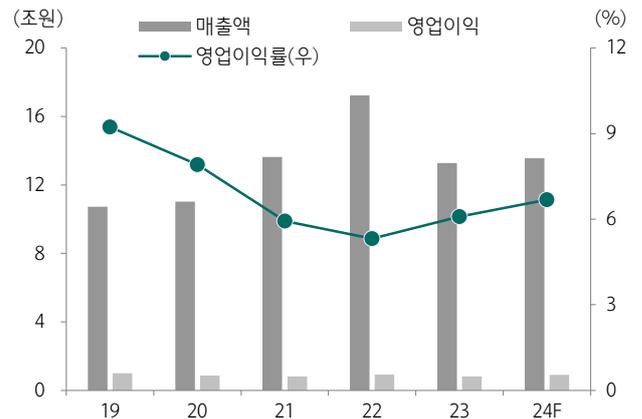
자료: 하나증권

도표 5. 삼성에스디에스 주주구성



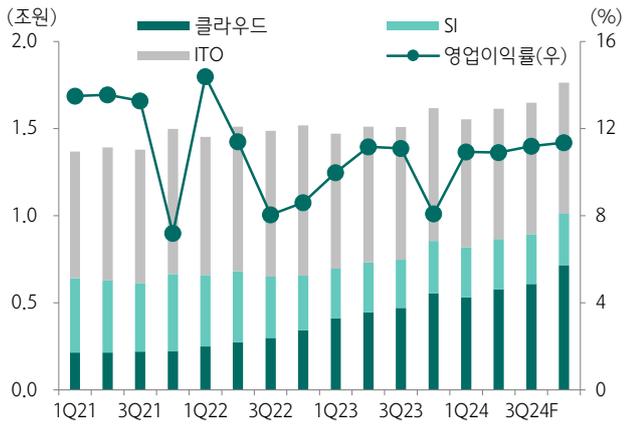
자료: Fnguide, 하나증권

도표 6. 삼성에스디에스 매출액, 영업이익 추이



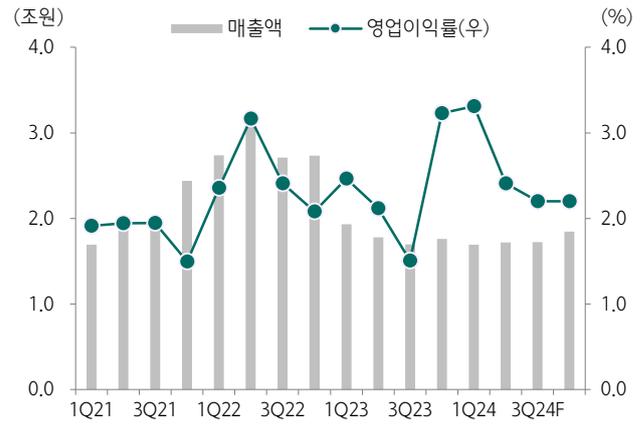
자료: 삼성에스디에스, 하나증권

도표 7. IT 서비스 부문 분기별 매출, 영업이익률 추이



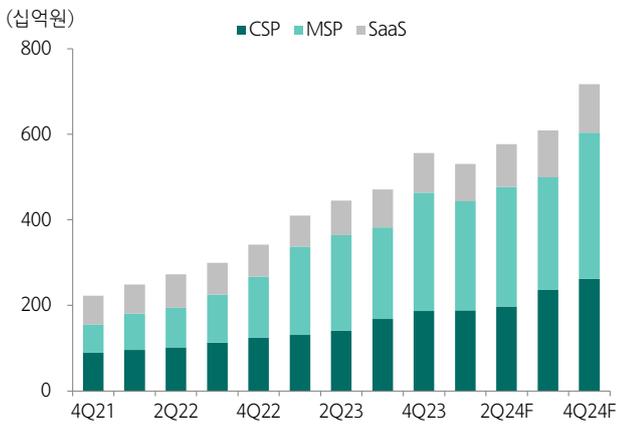
자료: 삼성에스디에스, 하나증권

도표 8. 물류 부문 분기별 매출, 영업이익률 추이



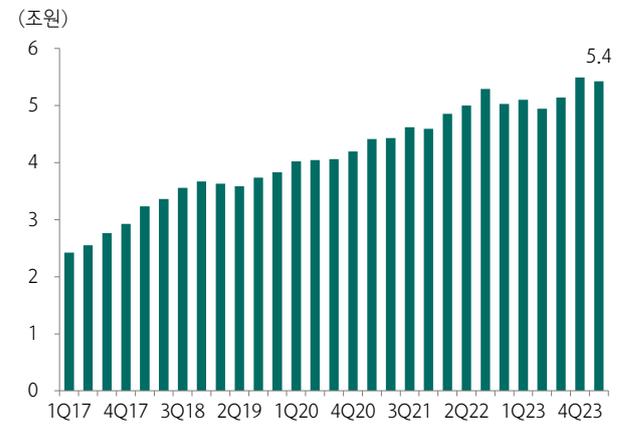
자료: 삼성에스디에스, 하나증권

도표 9. 클라우드 부문 분기별 매출 추이



자료: 삼성에스디에스, 하나증권

도표 10. 현금 및 현금성자산 보유 추이



주: 현금 및 현금성자산 + 단기금융자산  
 자료: 삼성에스디에스, 하나증권

# 클라우드 전환에 더해질 AI

## 1) 올인원 클라우드 서비스 제공

### CSP+MSP 올인원 클라우드 서비스 제공

삼성에스디에스는 기업용 올인원 클라우드 서비스를 제공하는 기업이다. 현재 클라우드 부문은 매출 구성은 CSP(Cloud Service Provider), MSP(Managed Service Provider), SaaS(Solution Provider)로 구분되어 있으나 고객사 입장에서는 이를 구분해서 보지 않고 통합적으로 사용한다. 국내 클라우드 전환에 따라 3가지 부문의 동반 성장을 전망한다.

CSP는 클라우드 사용량에 비례하는 매출로 MSP 대비 수익성이 상대적으로 높은 부문이다. CSP 매출액은 2023년 연간 44.2% 증가했으며 2024년 40.8%의 성장을 예상한다. CSP부문에서 갖는 강점은 고성능 GPU 클라우드 서비스가 가능하다는 점이다. 2023년 3월 가동을 시작한 동탄 HPC(High Performance Computing)센터를 통해 제공한다. 생성형 AI를 포함하여 높은 수준의 연산이 필요한 서비스의 수요가 증가할 경우 강점이 부각될 수 있다. 이외에도 고객사의 환경에 따라 퍼블릭/프라이빗 클라우드 서비스를 맞춤형으로 제공하기에 관계사/금융사/공공기관을 비롯한 일반 기업 전체로 확장성 높다.

MSP는 고객사의 클라우드 서비스 구축을 위한 통합 서비스에서 발생하는 매출이다. 클라우드 전환 컨설팅부터 멀티/하이브리드 클라우드 운영, 글로벌 SaaS 서비스 구축/운영 등이 포함된다. 인력이 다수 투입되고 외부 제품의 판매를 포함한 통합 서비스를 제공하기에 수익성은 높지 않으나 클라우드 전환에 따른 높은 성장이 가능한 부문이다.

SaaS는 협업, 보안, 업무 자동화 솔루션의 판매로 구성된 매출이다. 5월 출시한 브리티코파 일릿 서비스를 글로벌 솔루션 대비 경쟁력 있는 가격으로 공급할 예정이며, 미국 법인 내 전담 조직을 신설하여 본격적인 영업 활동을 시작했다. 클라우드 부문 내에서 매출 비중은 높지 않지만, 수익성은 가장 높은 품목으로 SaaS의 국내/글로벌 매출 성장이 가속화된다면 전체 이익 개선에 높은 기여가 예상된다.

도표 11. 삼성에스디에스 클라우드 서비스

### CSP+MSP 올인원 클라우드 서비스 제공



자료: 삼성에스디에스. 하나증권

2023년 동탄 데이터센터 R개소

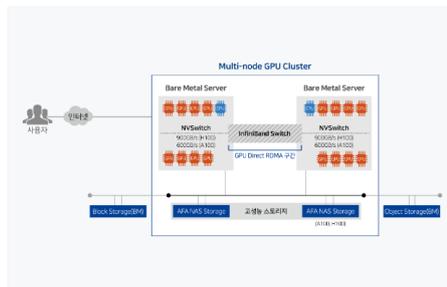
도표 12. 삼성에스디에스 데이터센터



자료: 삼성에스디에스. 하나증권

Multi-node GPU Cluster, A100/H100 GPU 서비스 제공

도표 13. 고성능 AI 연산용 Multi-node GPU Cluster 클라우드 서비스



- ✓ GPU Bare Metal Server 생성/관리
  - NVIDIA GPU 8장을 장착한 표준 GPU Bare Metal Server 제공
    - ※ Internal NVMe Disk, NVIDIA NVSwitch, NVIDIA NVLink
  - RDMA SW Stack의 OS 표준 이미지 제공 (OS : Ubuntu)
- ✓ 고성능 처리
  - InfiniBand 스위치를 이용하여 GPU Direct RDMA 환경 구성
  - 고성능 SSD File Storage 제공 (A100, H100)
- ✓ 스토리지 및 네트워크 연동
  - OS 디스크 외 추가 연결 스토리지 (Block, Object) 제공
  - 서버넷/IP 및 VPC Firewall 연계 설정

\* 제공하는 GPU별 사양

인스턴스 타입	GPU	CPU(Core)	Memory(TB)	Disk	GPU P2P	지원 OS
g1c128a8_metal	A100(80G)*8	128	2	SSD(OS) 240GB * 2, NVMe SSD 3.84TB * 4	600GB/s NVSwitch	Ubuntu 20.04
g2c96h8_metal	H100(80G)*8	96	2	SSD(OS) 960GB * 2, NVMe SSD 3.84TB * 4	900GB/s NVSwitch	Ubuntu 22.04

자료: 삼성에스디에스. 하나증권

도표 14. Private/Dedicated 클라우드 서비스

Private/Dedicated 클라우드

Private Cloud	Dedicated Cloud
<ul style="list-style-type: none"> <li>· 현장 데이터 실시간 처리, 사내 핵심정보 저장 등 요구 대응</li> <li>· 삼성SDS 데이터센터와 고객 데이터센터간 전용선 연결</li> <li>· 삼성SDS 데이터센터 내 자원과 Hybrid 구성 가능</li> <li>· 최소 사용 규모는 1,024vCore (표준형), 128vCore (경량형)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 관리자원과 HW 자원을 단일 고객 전용으로 사용</li> <li>· 규제 대응을 위해 물리적으로 분리된 클라우드 사용</li> <li>· 원격 운영을 위해 삼성SDS 운영지원시스템과 연결 필요</li> <li>· 최소 사용 규모는 3,072vCore (Rack 단위 증설)</li> </ul>
<p>※ 고객사 데이터센터 내 구성 예시</p>	<p>※ 고객사 데이터센터 내 구성 예시</p>

자료: 삼성에스디에스. 하나증권

## 2) 패브릭스, 브리티 코파일럿 출시

### 기업용 생성형 AI 서비스 출시

5월 2일 삼성에스디에스는 미디어데이를 통해 기업용 생성형 AI 서비스인 패브릭스와 브리티 코파일럿을 공식 출시했다. 기업 업무 하이퍼오토메이션을 지원하는 서비스로 지속적인 성능 개선을 통해 글로벌 경쟁력을 갖춘 솔루션으로 나아갈 계획이다.

### 패브릭스의 장점

패브릭스는 대규모언어모델(LLM)에 고객사의 업종에 맞는 용어, 기존 데이터를 학습시켜 업무에 적용할 수 있도록 하는 플랫폼이다. 삼성전자의 AI 모델 가우스를 기반으로 서비스하며 오픈AI의 GPT, 알파벳의 제미니, 네이버의 하이퍼클로바X를 비롯하여 오픈소스 모델인 메타의 라마, 업스테이지의 솔라LLM 등 다양한 LLM을 고객사의 업무에 맞춰 파인튜닝하여 사용할 수 있도록 제공한다.

### 브리티 코파일럿의 장점

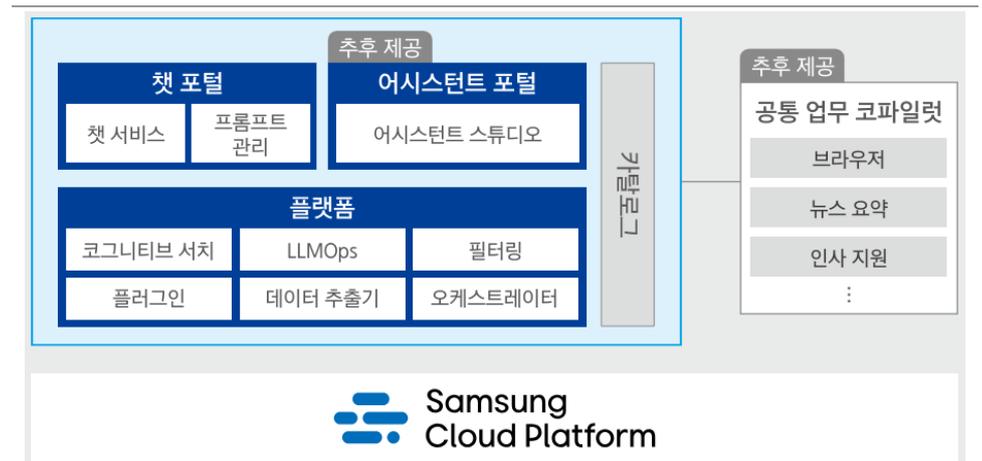
브리티 코파일럿은 삼성에스디에스의 기존 협업툴인 브리티 워크스에 생성형 AI를 탑재한 서비스다. 기업 업무에 필요한 메일 작성, 미팅 요약, 영상 회의 실시간 번역, 문서 관리 등의 업무에 생성형 AI 기능을 더해 효율성을 높인다. 글로벌 솔루션과의 차별성은 1) 한국어 특화 AI 서비스, 2) 유연한 가격 모델(글로벌 대비 70% 이하), 3) 퍼블릭/프라이빗 클라우드 제공이 가능하다는 점이다.

### 레퍼런스 축적 > 매출 확장

삼성에스디에스는 퍼블릭 클라우드로 제공되는 글로벌 솔루션과 달리 공공기관, 금융기관 등에 맞춤형으로 서비스를 제공할 수 있다. 또한 삼성전자라는 안정적인 관계사 수요가 있어 레퍼런스 축적에 유리하다. 생성형 AI 서비스는 이제 도입되는 단계인 만큼 실제 업무에서 점검을 통해 개선 사항을 빠르게 반영하는 과정이 필수적이다. 레퍼런스가 축적되고 성능 고도화가 진행되면서 관계사 외로 매출 확장을 예상한다. 출시 첫해인 만큼 올해 실적 기여는 크지 않겠지만, 2025년 이후 유의미한 실적으로 확인 가능할 전망이다.

도표 15. 패브릭스 서비스 모델

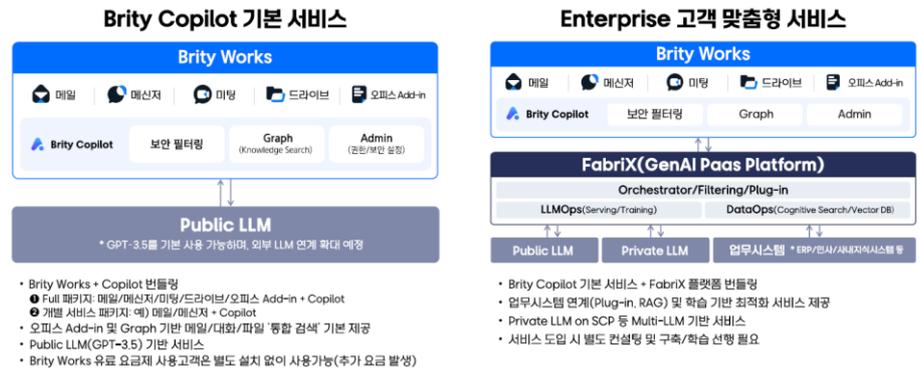
### 패브릭스 서비스 모델



자료: 삼성에스디에스. 하나증권

도표 16. 브리티 코파일럿 서비스 모델

브리티 코파일럿 서비스 모델



자료: 삼성에스디에스. 하나증권

도표 17. 브리티 코파일럿 가격 정책

글로벌 대비 70% 이하  
가격 설정

이메일, 메신저, 드라이브, 오피스 전용	미팅 전용
<b>27,000원</b> ID 기준/월	<b>12,000원</b> ID 기준/월
이메일, 메신저, 드라이브, 오피스 등 일하는 위치에서 바로 코파일럿을 활용하는 생성형 AI 서비스	미팅 중 실시간 자막과 번역은 물론, 회의 내용 Q&A, 회의록 생성까지 제공되는 미팅 맞춤 생성형 AI 서비스
<b>주요 기능</b>	<b>주요 기능</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- LLM (GPT 3.5 Turbo) 기반 서비스</li> <li>- 메신저 대화 요약</li> <li>- 메시지 초안 생성 및 스타일 / 맞춤법 수정</li> <li>- 이메일 요약, 이메일 초안 생성 및 수정 (24. 4월 예정)</li> <li>- 오피스 문서 요약, 초안 생성 및 수정 (24. 6월 예정)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- LLM (GPT 3.5 Turbo) 기반 서비스</li> <li>- 음성 인식 기반 실시간 자막 (영/영)</li> <li>- 미팅 스크립트 및 자동 번역 (13개 언어)</li> <li>- 회의 내용 Q&amp;A, 특정한 발언 요약</li> <li>- 회의 요약 및 액션 아이템 도출</li> <li>- 회의록 초안 생성</li> </ul>

※ 코파일럿 서비스는 브리티웍스 유료 요금제를 이용 중인 고객에 한하여 신청할 수 있습니다. (무료 요금제는 제외)  
※ 유료 상품의 가격에는 VAT가 포함되어 있지 않습니다.

자료: 삼성에스디에스. 하나증권

### 3) 글로벌 AI의 경쟁에서 찾는 기회

#### 글로벌 AI 경쟁 심화

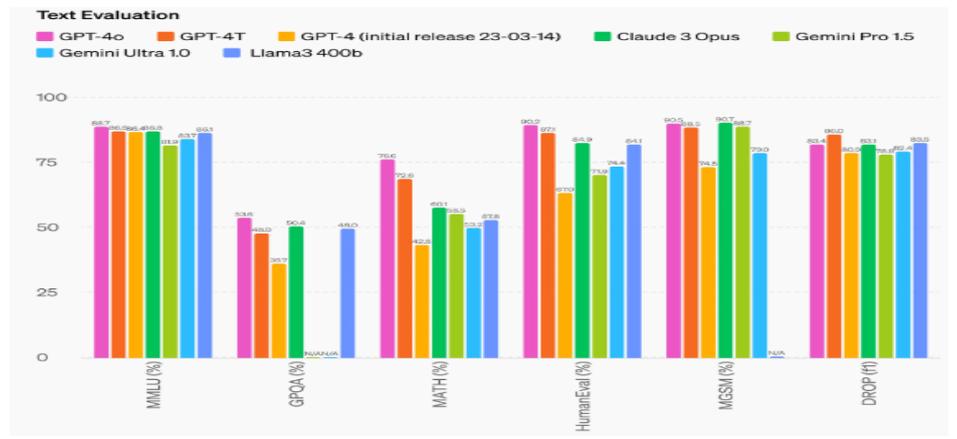
글로벌 빅테크의 AI 모델 개발이 경쟁적으로 이뤄지고 있다. 4월 메타는 Meta AI를 페이스북 북, 인스타그램, 왓츠앱에 도입했고 Llama 3(8B, 70B, 400B)를 발표하며 AI를 선도하겠다는 야심을 드러냈다. 5월에는 오픈AI와 구글이 나섰다. 오픈AI는 5월 13일 쇼케이스를 통해 GPT-4o(omni)를 실시간으로 시연했고 당일 서비스를 시작했다. 구글은 5월 14일 I/O 개발자 컨퍼런스에서 구글 생태계 내에 Gemini를 활용한 서비스들을 공개했다. 그 다음은 애플이다. 애플은 6월 10일-14일 세계개발자회의(WWDC)에서 AI 관련 발표가 예상되고 하반기 오픈AI의 GPT-5와 메타의 Llama 3 400B의 공개가 기대된다.

#### 외부 AI를 제공하는 삼성에스디에스에 기회

생성형 AI 모델은 기업의 생산성을 크게 증가시킨다. 가장 크게 체감이 나타나는 분야는 고객 서비스, 소프트웨어 개발, 일반 창의/지식 업무다. SAP는 모든 직군에 AI 도구를 도입하여 평균 20~30%의 생산성 향상을 확인했고, 특히 고객, 산업, 시장 조사에서 40~50% 향상을 확인했다고 밝혔다. 기업 입장에서 추가 인력 채용보다 적은 비용으로 생산성을 높일 수 있다면 이를 마다할 이유가 없다. 빅테크의 AI 모델과 서비스의 개발이 가속화될수록 생산성 증가분이 커질 예정이기에 이를 도입하기 위한 수요는 폭발적으로 증가할 수 있다. 패브릭스를 통해 외부 AI를 맞춤형으로 제공할 수 있는 삼성에스디에스에는 기회로 판단한다.

도표 18. GPT-4o 포함 텍스트 벤치마크 점수

#### GPT-4 Turbo 보다 개선된 성능



자료: OpenAI, 하나증권

도표 19. AI로 자원을 재할당하려는 수요

#### AI는 생산성 제고, 비용 효율화에 필요



자료: IDC, 하나증권

#### 4) 오픈소스 모델의 상향 평준화도 기회

##### 오픈소스 모델의 상향 평준화는 기회

삼성에스디에스는 업스테이지, 메타, 미스트랄 등 오픈소스 모델을 패브릭스를 통해 기업용 생성형 AI 서비스로 제공할 예정이다. 오픈소스 모델은 지속적으로 API 비용이 발생하는 클라우드 소스 모델과는 달리 무료로 이용 가능하기 때문에 효율적으로 파인튜닝을 완료하면 비용 측면에서 이점이 크다. 현재는 생성형 AI 서비스에 대한 인지도에서 GPT가 높은 비중을 차지하고 있지만, 오픈소스 모델의 성능이 상향 평준화되면서 이를 채택하는 비중은 늘어날 것으로 예상된다. 또한 오픈소스 모델을 활용한 AI 스타트업 시장이 활성화된다면 삼성에스디에스가 보유한 HPC 클라우드 서비스의 가치 역시 함께 부각될 수 있다.

##### 메타의 Llama, GPT를 타겟

메타는 4월 LLM 모델 Llama 3 7B, 80B를 공개했고, 하반기 Llama 3 400B를 출시할 예정이다. Llama 3의 8B, 70B 모델은 오픈소스 LLM뿐 아니라 초거대 LLM과의 비교에서도 우위를 보인다. 메타는 Llama 3의 70B 모델이 모든 벤치마크에서 제미니 프로 1.5와 클로드 3 소네트보다 높은 성능을 갖췄음을 공개했다. 현재 학습 중인 400B 모델의 경우 일부 지표에서 GPT-4 급 수치가 확인된다. 오픈소스 모델은 자유롭게 사용, 파인튜닝하여 상업화가 가능하다.

##### 미스트랄AI

메타 외에 미스트랄AI 역시 주목할만하다. 메타의 라마와 같은 오픈소스 모델을 제공하며 유럽의 LLM이라는 점이 특징이다. 2023년 9월 미스트랄 7B를 공개했는데, 70억개의 파라미터로 가장 높은 성능을 달성했다. 12월 467억개의 미스트랄 8x7B 모델을 출시했으며 프랑스어, 스페인어, 이탈리아어, 영어, 독일어를 학습하여 라마2의 70억개 모델보다 성능 우위를 확인했다. 2024년 2월 마이크로소프트의 Azure 클라우드와 협력하여 제공되고 있으며 다국어 대화 도우미 Le Chat은 오픈AI의 ChatGPT와 유사한 스타일을 갖추고 있다.

미스트랄AI는 성능 비교를 위해 같은 오픈소스 모델인 메타의 라마를 기준으로 잡고 있다. 현재 미스트랄 7B는 라마 2 13B, 라마1 34B를 능가하며 파인튜닝이 쉬운 장점을 바탕으로 허깅스페이스의 리더보드에서 높은 순위를 보인다. 다만 메타가 공개한 비교에 따르면 MMLU, GPQA, HumanEval, GSM-8K, MATH 총 5가지 평가 지표 모두 라마3 8B 모델이 제미니 7B, 미스트랄 7B 모델을 압도하는 결과를 보였다. 미스트랄AI도 다음 모델을 통해 지속적인 성능 개선이 예상된다.

도표 20. 라마 3 VS 미스트랄 7B VS 제미니 7B VS 클로드3 소네트

##### 오픈소스 모델의 상향 평준화

Meta Llama 3 Instruct model performance

	Meta Llama 3 8B	Gemma 7B - It Measured	Mistral 7B Instruct Measured	Meta Llama 3 70B	Gemini Pro 1.5 Published	Claude 3 Sonnet Published
MMLU 5-shot	68.4	53.3	58.4	82.0	81.9	79.0
GPQA 0-shot	34.2	21.4	26.3	39.5	41.5 CoT	38.5 CoT
HumanEval 0-shot	62.2	30.5	36.6	81.7	71.9	73.0
GSM-8K 8-shot, CoT	79.6	30.6	39.9	93.0	91.7 13-shot	92.3 8-shot
MATH 4-shot, CoT	30.0	12.2	11.0	50.4	58.5 Mixture prompt	40.5

자료: META, 하나증권

업스테이지의 솔라LLM

국내 오픈소스 모델은 비상장 기업 업스테이지가 이끌고 있다. 업스테이지는 4월 시리즈 B 투자 유치에 성공하며 누적 투자금 1,400억원을 달성한, 예비 유니콘 기업 반열에 오른 국내 AI 스타트업이다. 해당 금액은 국내 AI 스타트업이 유치한 투자액 중 최대 규모다. 오픈소스 LLM 모델 시장에서 빠르게 경쟁력을 확보하고 있다.

업스테이지의 강점은 메타의 라마 2를 기반으로 개발한 자체 모델 솔라 LLM이다. 오픈소스 프로젝트를 고도화하고 데이터 전처리, 언어모델 평가 플랫폼을 운영하고 있으며 전세계 AI 개발자 대상 글로벌 해커톤 등 이벤트 역시 계획하고 있다. 업스테이지는 허깅페이스 리더보드에 한국어 특화 리더보드를 운영하고 있는데, 해당 리더보드 상위에는 모두 솔라 LLM을 활용한 모델들이 포진하고 있어 성능에 대한 우수함을 증명하고 있다. 위의 3가지 오픈소스 모델 외에도 향후 다양한 오픈소스 모델 도입으로 고객사의 수요를 충족시킬 수 있다.

오픈소스 Kor-llm-리더보드  
상위는 모두 솔라LLM  
기반 모델

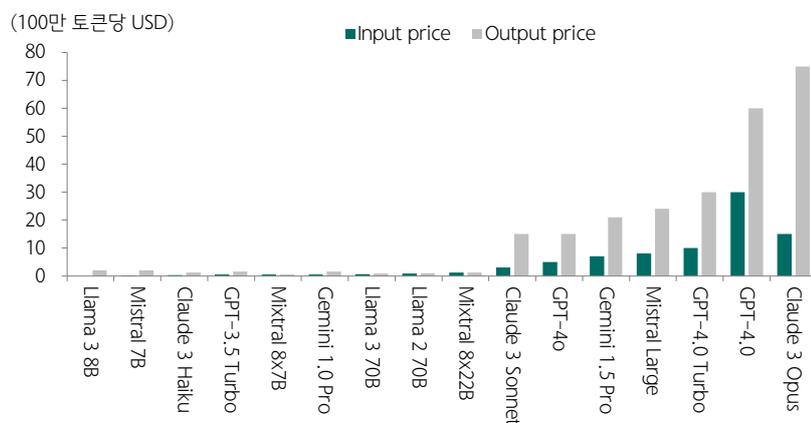
도표 21. 허깅페이스 오픈소스 kor-llm-리더보드

T	Model	Average	Ko-ARC	Ko-HellaSwag
1	chihoonlee19/T30-ko-solar-dpo-v7.0	78.71	79.1	81.5
2	MoaData/Myxxh_solar_19.7b_3.0	78.62	78.33	81.84
3	chihoonlee19/T30-ko-solar-dpo-v6.0	78.6	77.47	81.19
4	hakwon/S-SOLAR-19.7B-v1.5	78.35	76.28	80.85
5	sdhan/S0_SOLAR_19.7B_v1.0	78.31	78.24	78.49
6	freewheelin/free-solar-evo-v0.11	78.31	77.22	81.27
7	chihoonlee19/T30-ko-solar-dpo-v5.0	78.3	76.19	80.96
8	moondriller/anarchy-solar-10B-v1	78.28	76.88	81.25
9	freewheelin/free-solar-evo-v0.13	78.26	76.71	81.09
10	MoaData/Myxxh_solar_19.7b_2.0	78.24	78.24	80.99
11	chihoonlee19/T30-ko-solar-dpo-v8.0	78.06	77.3	81.37
12	kzevas/SOLAR-19.7B	69.94	77.05	79.35

주: SOLAR가 붙은 모델은 모두 업스테이지의 SOLAR LLM을 파인튜닝한 모델  
자료: Huggingface. 하나증권

도표 22. LLM 모델별 Input, Output Price 비교

오픈소스 모델의 가격 경쟁력



주: Llama, Mistral은 오픈소스 모델, 벤치마킹 제공 업체는 Groq, Together.ai, Perplexity, Fireworks, Deepinfra, Replicate, OctoAI  
자료: artificialanalysis.ai. 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>17,234.7</b>	<b>13,276.8</b>	<b>13,565.2</b>	<b>14,636.5</b>	<b>15,977.9</b>
매출원가	15,334.2	11,480.7	11,579.3	12,478.6	13,557.5
매출총이익	1,900.5	1,796.1	1,985.9	2,157.9	2,420.4
판매비	984.5	987.9	1,079.7	1,144.4	1,215.0
<b>영업이익</b>	<b>916.1</b>	<b>808.2</b>	<b>906.3</b>	<b>1,013.4</b>	<b>1,205.3</b>
금융손익	108.0	147.5	182.2	175.3	200.1
종속/관계기업손익	6.9	6.4	4.0	4.0	4.0
기타영업외손익	101.1	23.4	11.7	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>1,132.1</b>	<b>985.5</b>	<b>1,104.1</b>	<b>1,192.7</b>	<b>1,409.4</b>
법인세	2.1	284.2	301.8	322.0	380.5
계속사업이익	1,130.0	701.3	802.3	870.7	1,028.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>1,130.0</b>	<b>701.3</b>	<b>802.3</b>	<b>870.7</b>	<b>1,028.9</b>
비배주주지분 손이익	30.3	7.9	22.7	24.8	29.3
<b>지배주주순이익</b>	<b>1,099.7</b>	<b>693.4</b>	<b>779.6</b>	<b>845.9</b>	<b>999.5</b>
지배주주지분포괄이익	1,180.1	682.3	798.4	866.5	1,023.9
NOPAT	914.4	575.2	658.6	739.8	879.9
EBITDA	1,428.2	1,420.8	1,534.5	1,662.2	1,840.6
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	26.45	(22.96)	2.17	7.90	9.16
NOPAT증가율	53.19	(37.10)	14.50	12.33	18.94
EBITDA증가율	14.22	(0.52)	8.00	8.32	10.73
영업이익증가율	13.36	(11.78)	12.14	11.82	18.94
(지배주주)순이익증가율	79.92	(36.95)	12.43	8.50	18.16
EPS증가율	79.93	(36.95)	12.43	8.50	18.17
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	11.03	13.53	14.64	14.74	15.15
EBITDA이익률	8.29	10.70	11.31	11.36	11.52
영업이익률	5.32	6.09	6.68	6.92	7.54
계속사업이익률	6.56	5.28	5.91	5.95	6.44

투자지표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	14,213	8,962	10,076	10,932	12,918
BPS	106,294	111,913	119,290	127,522	137,741
CFPS	20,600	19,509	20,097	21,481	23,788
EBITDAPS	18,458	18,362	19,831	21,481	23,788
SPS	222,735	171,585	175,312	189,156	206,491
DPS	3,200	2,700	2,700	2,700	2,700
<b>주기지표(배)</b>					
PER	8.65	18.97	15.73	14.50	12.27
PBR	1.16	1.52	1.33	1.24	1.15
PCFR	5.97	8.71	7.89	7.38	6.66
EV/EBITDA	3.92	6.23	4.81	4.08	3.26
PSR	0.55	0.99	0.90	0.84	0.77
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	14.23	8.22	8.72	8.86	9.74
ROA	9.79	5.71	6.13	6.24	6.87
ROIC	30.67	15.84	17.69	19.99	24.00
부채비율	41.17	37.27	37.17	36.87	36.57
순부채비율	(49.14)	(51.51)	(54.59)	(57.13)	(60.19)
이자보상비율(배)	31.80	21.15	22.86	26.44	31.45

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	<b>8,005.8</b>	<b>8,160.3</b>	<b>8,976.8</b>	<b>9,842.3</b>	<b>10,953.9</b>
금융자산	5,029.5	5,491.2	6,122.5	6,743.8	7,550.0
현금성자산	1,392.1	1,787.7	2,162.1	2,444.4	2,826.8
매출채권	1,651.5	1,482.4	1,585.3	1,721.0	1,890.6
재고자산	40.9	23.5	25.2	27.3	30.0
기타유동자산	1,283.9	1,163.2	1,243.8	1,350.2	1,483.3
<b>비유동자산</b>	<b>3,946.7</b>	<b>4,160.7</b>	<b>4,149.0</b>	<b>4,160.5</b>	<b>4,137.8</b>
투자자산	152.8	144.7	152.5	162.6	175.4
금융자산	34.3	33.5	33.5	33.5	33.5
유형자산	1,520.4	1,654.4	1,675.7	1,707.4	1,694.8
무형자산	<b>712.7</b>	<b>818.9</b>	<b>778.2</b>	<b>747.7</b>	<b>725.0</b>
기타비유동자산	<b>1,560.8</b>	<b>1,542.7</b>	<b>1,542.6</b>	<b>1,542.8</b>	<b>1,542.6</b>
<b>자산총계</b>	<b>11,952.4</b>	<b>12,321.0</b>	<b>13,125.8</b>	<b>14,002.7</b>	<b>15,091.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>2,493.3</b>	<b>2,391.9</b>	<b>2,565.5</b>	<b>2,753.4</b>	<b>2,988.4</b>
금융부채	192.8	211.3	225.2	225.2	225.2
매입채무	676.2	692.6	740.7	804.1	883.3
기타유동부채	1,624.3	1,488.0	1,599.6	1,724.1	1,879.9
<b>비유동부채</b>	<b>992.1</b>	<b>953.6</b>	<b>991.3</b>	<b>1,018.4</b>	<b>1,052.4</b>
금융부채	<b>676.2</b>	<b>656.5</b>	<b>673.6</b>	<b>673.6</b>	<b>673.6</b>
기타비유동부채	315.9	297.1	317.7	344.8	378.8
<b>부채총계</b>	<b>3,485.5</b>	<b>3,345.5</b>	<b>3,556.7</b>	<b>3,771.9</b>	<b>4,040.8</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>8,223.2</b>	<b>8,658.0</b>	<b>9,228.7</b>	<b>9,865.8</b>	<b>10,656.5</b>
자본금	<b>38.7</b>	<b>38.7</b>	<b>38.7</b>	<b>38.7</b>	<b>38.7</b>
자본잉여금	1,297.5	1,297.5	1,297.5	1,297.5	1,297.5
자본조정	78.8	78.8	78.8	78.8	78.8
기타포괄이익누계액	(192.7)	(203.8)	(203.8)	(203.8)	(203.8)
이익잉여금	7,001.0	7,446.9	8,017.6	8,654.6	9,445.3
<b>비지배주주지분</b>	<b>243.8</b>	<b>317.6</b>	<b>340.3</b>	<b>365.1</b>	<b>394.4</b>
<b>자본총계</b>	<b>8,467.0</b>	<b>8,975.6</b>	<b>9,569.0</b>	<b>10,230.9</b>	<b>11,050.9</b>
순금융부채	(4,160.5)	(4,623.4)	(5,223.7)	(5,845.0)	(6,651.2)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,289.8</b>	<b>1,460.8</b>	<b>1,443.1</b>	<b>1,558.6</b>	<b>1,714.2</b>
당기순이익	1,130.0	701.3	802.3	870.7	1,028.9
조정	259.3	865.6	608.1	644.8	631.4
감가상각비	512.2	612.6	628.2	648.8	635.3
외환거래손익	(18.2)	(4.9)	(16.1)	0.0	0.0
지분법손익	(6.9)	(6.4)	(4.0)	(4.0)	(4.0)
기타	(227.8)	264.3	(0.0)	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	(99.5)	(106.1)	32.7	43.1	53.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(645.4)</b>	<b>(622.1)</b>	<b>(853.3)</b>	<b>(995.2)</b>	<b>(1,032.5)</b>
투자자산감소(증가)	36.2	329.8	(3.8)	(6.2)	(8.8)
자본증가(감소)	(586.8)	(450.7)	(608.8)	(650.0)	(600.0)
기타	(94.8)	(501.2)	(240.7)	(339.0)	(423.7)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(355.5)</b>	<b>(248.7)</b>	<b>(177.9)</b>	<b>(208.8)</b>	<b>(208.8)</b>
금융부채증가(감소)	406.9	(1.2)	31.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(574.1)	0.0	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	(188.3)	(247.5)	(208.8)	(208.8)	(208.8)
<b>현금의 증감</b>	<b>311.2</b>	<b>590.0</b>	<b>418.4</b>	<b>282.4</b>	<b>382.4</b>
Unlevered CFO	1,594.0	1,509.6	1,555.0	1,662.2	1,840.6
Free Cash Flow	697.9	1,010.1	834.4	908.6	1,114.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성에스디에스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.5.21	BUY 담당자 변경	220,000		
24.3.18	BUY	200,000	-21.94%	-17.30%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 5월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2024년 5월 21일 현재 해당회사의 유가증권 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**  
BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.12%	5.43%	0.45%	100%

\* 기준일: 2024년 05월 18일