



SK 디앤디

| Bloomberg Code (210980 KS) | Reuters Code (210980.KS)

2023년 12월 13일

[유틸리티]

박광래 연구위원
☎ 02-3772-1513
✉ krpark@shinhan.com

4분기 실적보다 더 중요한 것은



매수
(유지)



현재주가 (12월 12일)
31,700 원



목표주가
37,000 원 (상향)



상승여력
16.7%

- ◆ 4분기 영업이익 87억원(흑자전환 YoY)으로 시장 기대치 하회 예상
- ◆ 새 술은 새 부대에. '24년 3월 분할, 3월말 재상장 계획
- ◆ 보수적으로 평가해도 분할 후 신설법인 가치는 4,000억원 이상



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	703.4십억원
발행주식수	22.2백만주
유동주식수	9.0백만주(40.8%)
52주 최고가/최저가	33,800원/17,710원
일평균 거래량 (60일)	521,076주
일평균 거래액 (60일)	14,804백만원
외국인 지분율	5.44%

주요주주	
SK 디스커버리 외 1인	34.12%
한앤코개발홀딩스유한회사	25.08%

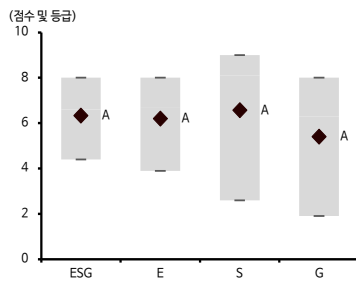
절대수익률	
3개월	40.6%
6개월	40.0%
12개월	47.1%

KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	40.6%
6개월	45.1%
12개월	37.7%

주가



ESG 컨센서스



4분기 영업이익 87억원(흑자전환 YoY)으로 시장 기대치 하회 예상

4분기 실적은 매출액 1,039억원(-44.3% YoY, 이하 YoY), 영업이익 87억원(흑자전환)으로 시장 기대치(매출액 1,875억원, 영업이익 195억원)를 하회할 전망이다. 3분기 때와 비슷하게 인도 시점에 영업수익이 인식되는 프로젝트가 4분기에는 없을 전망이다. 진행률 기준으로 수익이 인식되는 프로젝트들에서는 초반 고정비 부담에 여전히 노정되며 전사 기준으로 한 자리수 영업이익률에, 절대적인 매출/영업이익 규모는 2022년 2~3분기 수준을 기록할 가능성이 높다.

당초 올해 4분기에 연료전지 프로젝트 1개 정도가 인도 완료되며 1,000억원 이상의 매출 인식이 가능할 것으로 추정했다. 프로젝트의 중단이 아닌, 2024년 중으로 인도 시점 연기이기 때문에 장기적 관점에서 동사의 펀더멘털 악화는 크게 없을 것으로 판단한다.

새 술은 새 부대에. '24년 3월 분할, 3월말 재상장 계획

에스케이디앤디(부동산 사업, 존속법인)와 에코그린(에너지 사업, 신설법인)으로의 분할 전 마지막 분기 실적이 시장 기대치를 하회할 수 있다는 점은 다소 아쉬운 대목이다. 그러나 동사의 에너지 사업의 성장성에 투자하는 사람들에게는 1) 에너지 관련 회사로 받을 수 있는 밸류에이션 리레이팅 가능성과 2) 분기 실적 변동성의 일부 완화 측면에서 그리 중요한 이슈가 아니다.

분할 후 신설법인은 2,000억원 규모의 자본을 갖추게 된다. 에너지 관련 디벨로퍼 국내 상장사가 PBR 2배 이상의 밸류에이션 평가를 받고 있는 점을 감안하면, 미래 실적이 아닌 현재의 순자산 가치만으로도 최소 4,000억원 이상의 가치를 인정받아야 한다. 여기에 부동산 사업 가치를 더하면 시가총액 8,000억원 이상까지의 주가 상승여력은 존재한다.

투자의견 매수 유지, 목표주가는 37,000원으로 상향

투자의견 '매수'를 유지하고, 목표주가는 4분기 실적 부진에도 불구하고 에너지 사업 부문 밸류에이션 재평가를 반영해 37,000원(기존 34,000원)으로 상향 조정한다. 부동산 사업 가치는 4,240억원, 에너지 사업 가치는 4,000억원으로 산정한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	881.8	209.9	133.3	5,425	26,426	5.9	7.1	1.2	22.9	157.9
2022	563.4	64.3	76.7	3,084	28,816	6.5	15.1	0.7	11.5	150.0
2023F	500.3	209.1	143.6	5,904	33,408	5.4	6.2	0.9	19.1	100.0
2024F	800.7	92.2	63.3	2,616	35,290	12.1	12.5	0.9	7.6	100.2
2025F	1,284.3	138.0	100.3	4,146	38,703	7.6	7.3	0.8	11.2	56.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

SK디앤디 2023년 4분기 실적 전망

(십억원, %)	4Q23F	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	컨센서스	차이 (%)
매출액	103.9	186.5	(44.3)	57.9	79.3	187.5	(44.6)
영업이익	8.7	(4.5)	흑전	(10.3)	흑전	19.5	(55.1)
순이익	(0.5)	(12.4)	적지	(12.6)	적지	(17.9)	적지
영업이익률	8.4	(2.4)		(17.7)		10.4	
순이익률	(0.5)	(6.7)		(21.8)		(9.5)	

자료: FnGuide, 신한투자증권 추정

SK디앤디 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	22	23F	24F
매출액	144.4	110.0	122.4	186.5	67.6	270.9	57.9	103.9	563.4	500.3	800.7
부동산개발	122.9	89.0	92.4	55.9	36.0	243.5	24.0	40.8	360.1	344.3	177.5
에너지	17.1	11.3	26.2	116.5	29.1	21.2	27.4	57.9	171.0	135.6	604.3
가구	4.5	9.8	3.8	14.2	11.9	13.8	16.2	14.0	32.3	55.9	54.5
영업이익	45.3	11.7	11.9	(4.5)	8.4	202.2	(10.3)	8.7	64.3	209.1	92.2
부동산개발	46.0	17.3	16.0	(11.5)	11.5	209.9	(4.3)	8.1	67.8	225.3	58.7
에너지	7.5	0.9	4.5	15.7	7.1	0.6	3.1	12.6	28.6	23.4	74.0
가구	(0.2)	3.0	(0.0)	2.8	2.0	2.2	2.3	2.3	5.5	8.8	8.8
영업이익률 (%)	31.4	10.6	9.7	(2.4)	12.4	74.6	(17.7)	8.4	11.4	41.8	11.5
부동산개발	37.5	19.4	17.3	(20.7)	31.9	86.2	(17.9)	20.0	18.8	65.4	33.1
에너지	43.9	8.0	17.1	13.5	24.4	2.7	11.2	21.8	16.7	17.2	12.2
가구	(4.9)	30.6	(0.6)	19.4	16.8	15.9	14.2	16.5	17.0	15.8	16.2
매출액 증가율 (YoY%)	(50.0)	85.5	51.7	(58.8)	(53.2)	146.2	(52.7)	(44.3)	(36.1)	(11.2)	60.0
부동산개발	(54.5)	122.7	65.6	(75.1)	(70.7)	173.7	(74.0)	(26.9)	(39.0)	(4.4)	(48.5)
에너지	14.8	2.8	123.5	(2.3)	70.4	88.1	4.5	(50.3)	9.1	(20.7)	345.8
가구	30.9	16.1	(71.2)	(24.4)	163.7	40.8	326.3	(1.3)	(26.3)	73.0	(2.6)
영업이익 증가율 (YoY%)	66.9	5,319.1	33.1	적전	(81.4)	1,631.7	적전	흑전	(69.3)	224.9	(55.9)
부동산개발	60.3	168.3	24.8	적전	(75.0)	1,113.4	적전	흑전	(49.4)	232.4	(73.9)
에너지	37.3	(26.5)	121.3	3.1	(5.3)	(36.1)	(31.7)	(19.6)	19.4	(18.2)	216.8
가구	적지	754.7	적전	17.8	흑전	(26.7)	흑전	(16.0)	36.1	59.9	0.1
지배주주순이익	31.1	53.9	4.1	(12.4)	3.3	153.4	(12.6)	(0.5)	76.7	143.6	63.3
순이익률 (%)	21.5	49.0	3.3	(6.7)	4.9	56.6	(21.8)	(0.5)	13.6	28.7	7.9

자료: 신한투자증권

SK디앤디 실적 추정 변경 사항

12월 결산	신규 추정		이전 추정		변화율(%)	
(단위: 십억원)	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	500.3	800.7	782.3	904.5	(36.0)	(11.5)
영업이익	209.1	92.2	244.8	94.1	(14.6)	(2.0)
세전이익	179.9	83.5	249.3	106.1	(27.8)	(21.3)
순이익	143.6	63.3	216.9	94.0	(33.8)	(32.7)

자료: 회사 자료, FnGuide, 신한투자증권 추정

분할 전후 재무구조

| 분할 전 |

('23.2Q, 별도 기준)



| 분할 후 |

존속법인

신설법인



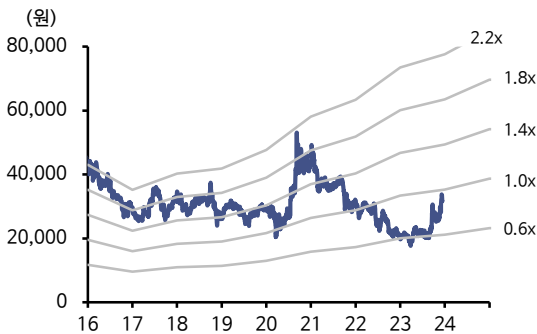
자료: 회사 자료, 신한투자증권

SK디앤디 목표주가 산정

	내용	비고
분할 후 존속법인 순자산 (십억원)	800	
Target PBR (배)	0.53	보수적으로 historical low 수준 적용
A: 존속법인 적정가치 (십억원)	424	
분할 후 신설법인 순자산 (십억원)	200	
Target PBR (배)	2	국내 상장 에너지 디벨로퍼 Trailing PBR
B: 신설법인 적정가치 (십억원)	400	
SK디앤디 적정가치 (십억원)	824	= A + B
목표주가 (원)	37,000	발행주식 수 22.2백만주

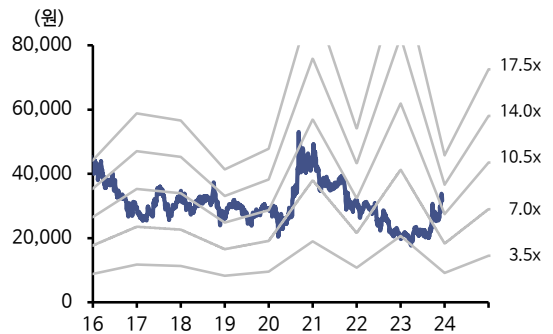
자료: 신한투자증권

SK디앤디 12개월 선행 PBR 밴드



자료: QuantiWise, 신한투자증권

SK디앤디 12개월 선행 PER 밴드



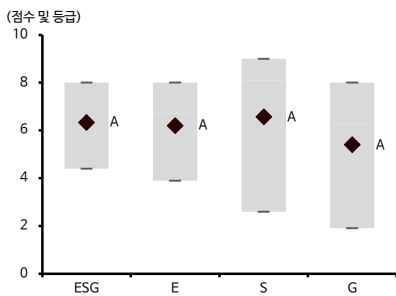
자료: QuantiWise, 신한투자증권

ESG Insight

Analyst Comment

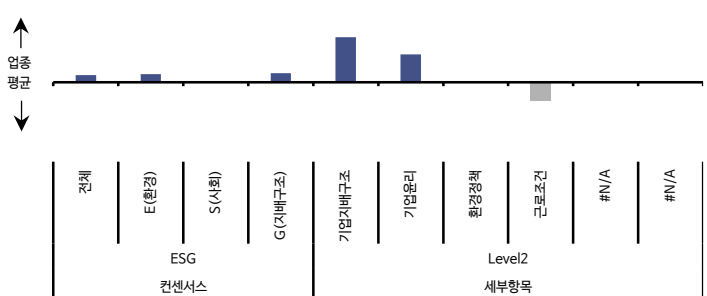
- ◆ 개발 부동산의 친환경인증 확보, 신재생에너지 발전 규모 확대 등 경영진 KPIs에 ESG 관련 항목을 포함하여 관리
- ◆ 취약계층, Green, Health 3개 테마를 중심으로 사회공헌활동을 진행, 매년 1회 이사회 내 ESG 위원회를 통해 사회공헌 활동 결과 및 계획을 승인 받음
- ◆ 이사회 내 감사위원회, ESG위원회, 인사위원회 사외이사후보추천위원회를 설치해 운영하고 있음

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권 / 주: 8개사 평균과 분포

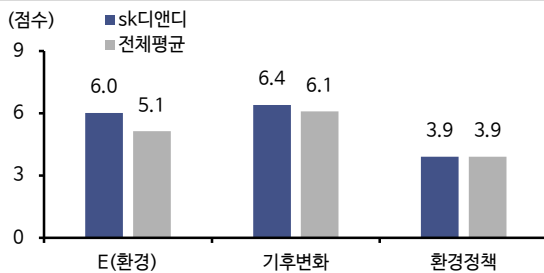
ESG 컨센서스 및 세부 항목별 업종 대비 점수차



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

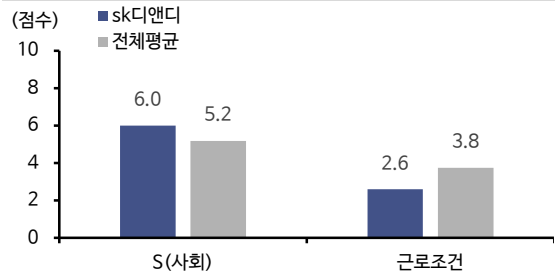
Key Chart

환경 세부 점수 및 전체평균



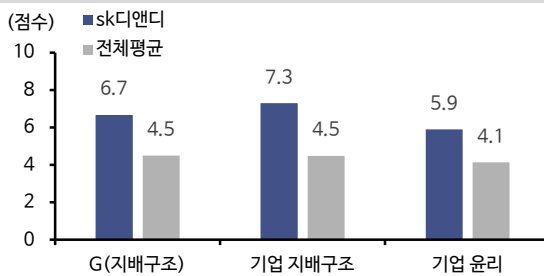
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

사회 세부 점수 및 전체평균



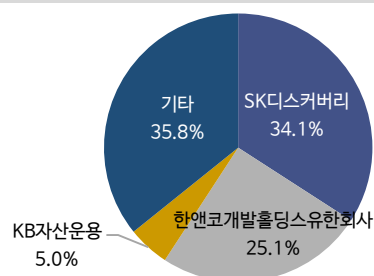
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

지배구조 세부 점수 및 전체평균



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

주주 구성



자료: FnGuide, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	1,983.4	2,191.6	2,556.2	3,755.3	2,931.6
유동자산	1,179.7	1,280.0	1,608.4	2,832.6	2,028.9
현금및현금성자산	70.9	208.4	128.0	225.3	161.4
매출채권	30.1	36.5	34.3	60.4	43.3
재고자산	850.4	848.1	1,068.2	1,881.3	1,347.5
비유동자산	803.7	911.6	947.8	922.7	902.7
유형자산	356.6	359.9	300.3	277.4	259.1
무형자산	18.8	17.8	16.7	14.5	12.7
투자자산	314.4	404.4	460.6	460.6	460.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,344.2	1,494.5	1,748.0	2,901.4	1,994.8
유동부채	465.6	476.0	1,000.9	2,081.1	1,209.5
단기차입금	46.0	8.0	(67.5)	254.1	(254.8)
매입채무	18.8	6.9	168.6	414.8	297.1
유동성장기부채	318.2	333.5	548.6	548.6	548.6
비유동부채	878.6	1,018.5	747.1	820.3	785.3
사채	251.6	250.1	64.9	64.9	64.9
장기차입금(경기금융부채 포함)	539.9	743.8	632.1	632.1	632.1
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	639.3	697.1	808.2	853.9	936.8
자본금	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2
자본잉여금	290.8	290.8	290.8	290.8	290.8
기타자본	6.4	7.4	5.7	5.7	5.7
기타포괄이익누계액	(10.2)	(0.7)	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	328.1	375.4	487.3	532.8	615.3
지배주주지분	639.3	697.1	808.2	853.9	936.3
비지배주주지분	0.0	0.0	(0.0)	0.2	0.5
*충차입금	1,160.8	1,339.9	1,188.9	1,526.5	1,009.9
*순차입금(순현금)	1,009.4	1,045.5	808.0	855.6	529.4

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	(19.7)	(38.3)	353.0	(20.6)	355.5
당기순이익	133.6	76.2	142.7	63.5	100.7
유형자산상각비	29.9	31.6	32.1	30.5	28.1
무형자산상각비	2.0	2.6	2.8	2.1	1.8
외환환산손실(이익)	(0.0)	(0.5)	3.4	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(1.0)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(75.6)	(8.0)	(213.1)	3.9	4.2
운전자본변동	(181.5)	(36.8)	362.9	(118.4)	223.2
(법인세납부)	(45.0)	(54.7)	(13.3)	(20.0)	(31.3)
기타	117.9	(48.5)	35.6	17.9	28.9
투자활동으로인한현금흐름	(106.1)	57.5	(233.2)	(196.0)	121.1
유형자산의증가(CAPEX)	(50.1)	(87.8)	(10.9)	(7.6)	(9.8)
유형자산의감소	9.2	156.6	0.2	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.3)	(0.3)	(1.0)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(54.5)	(43.3)	(16.2)	1.9	2.1
기타	(10.4)	32.3	(205.3)	(190.3)	128.8
FCF	(78.1)	66.1	326.7	(96.9)	383.8
재무활동으로인한현금흐름	142.4	118.2	(195.8)	319.8	(534.3)
차입금의 증가(감소)	108.9	153.0	(163.1)	337.5	(516.5)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(17.2)	(31.8)	(28.2)	(17.8)	(17.8)
기타	50.7	(3.0)	(4.5)	0.1	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(4.1)	(5.8)	(6.3)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(3.8)	0.0	(0.5)	0.0	0.0
현금의증가(감소)	12.8	137.5	(80.5)	97.4	(63.9)
기초현금	58.1	70.9	208.4	128.0	225.3
기말현금	70.9	208.4	128.0	225.3	161.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

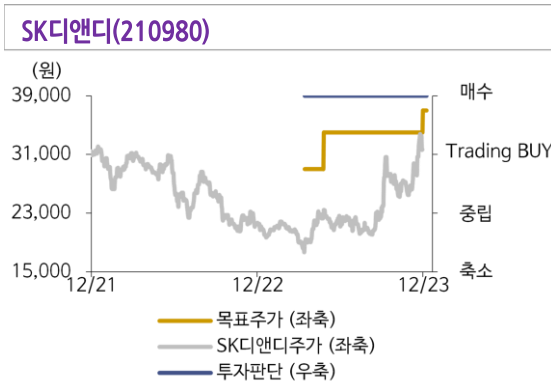
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	881.8	563.4	500.3	800.7	1,284.3
증감률 (%)	26.0	(36.1)	(11.2)	60.0	60.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	881.8	563.4	500.3	800.7	1,284.3
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	672.0	499.1	291.3	708.6	1,146.3
영업이익	209.9	64.3	209.1	92.2	138.0
증감률 (%)	50.1	(69.3)	224.9	(55.9)	49.7
영업이익률 (%)	23.8	11.4	41.8	11.5	10.7
영업외손익	(28.3)	49.4	(29.2)	(8.6)	(6.1)
금융손익	(27.9)	(18.3)	(31.4)	(31.5)	(31.3)
기타영업외손익	4.6	61.8	(0.6)	19.5	22.0
중속 및 관계기업관련손익	(4.9)	5.9	2.8	3.4	3.2
세전계속사업이익	181.6	113.7	179.9	83.5	131.9
법인세비용	48.0	37.5	37.2	20.0	31.3
계속사업이익	133.6	76.2	142.7	63.5	100.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	133.6	76.2	142.7	63.5	100.7
증감률 (%)	102.1	(43.0)	87.3	(55.5)	58.6
순이익률 (%)	15.2	13.5	28.5	7.9	7.8
(지배주주)당기순이익	133.3	76.7	143.6	63.3	100.3
(비지배주주)당기순이익	0.4	(0.4)	(0.9)	0.2	0.4
총포괄이익	144.2	75.9	141.9	63.5	100.7
(지배주주)총포괄이익	143.9	76.4	142.8	61.9	98.2
(비지배주주)총포괄이익	0.4	(0.4)	(0.9)	1.5	2.4
EBITDA	241.7	98.6	243.9	124.8	167.8
증감률 (%)	39.8	(59.2)	147.4	(48.8)	34.5
EBITDA 이익률 (%)	27.4	17.5	48.8	15.6	13.1

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	5,440	3,066	5,867	2,624	4,161
EPS (지배순이익, 원)	5,425	3,084	5,904	2,616	4,146
BPS (자본총계, 원)	26,426	28,816	33,408	35,298	38,725
BPS (지배지분, 원)	26,426	28,816	33,408	35,290	38,703
DPS (원)	800	800	800	800	800
PER (당기순이익, 배)	5.8	6.5	5.4	12.1	7.6
PER (지배순이익, 배)	5.9	6.5	5.4	12.1	7.6
PBR (자본총계, 배)	1.2	0.7	0.9	0.9	0.8
PBR (지배지분, 배)	1.2	0.7	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA (배)	7.1	15.1	6.2	12.5	7.3
배당성향 (%)	14.9	24.2	12.4	28.1	17.7
배당수익률 (%)	2.5	4.0	2.5	2.5	2.5
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	27.4	17.5	48.8	15.6	13.1
영업이익률 (%)	23.8	11.4	41.8	11.5	10.7
순이익률 (%)	15.2	13.5	28.5	7.9	7.8
ROA (%)	7.2	3.7	6.0	2.0	3.0
ROE (지배순이익, %)	22.9	11.5	19.1	7.6	11.2
ROIC (%)	12.2	3.4	15.4	7.7	9.2
안정성					
부채비율 (%)	210.3	214.4	216.3	339.8	212.9
순차입금비율 (%)	157.9	150.0	100.0	100.2	56.5
현금비율 (%)	15.2	43.8	12.8	10.8	13.3
이자보상배율 (배)	6.6	2.4	4.9	1.5	2.1
활동성					
순운전자본회전율 (회)	1.1	0.6	0.6	1.0	1.6
재고자산회수기간 (일)	305.3	550.2	699.0	672.2	458.8
매출채권회수기간 (일)	11.9	21.6	25.8	21.6	14.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2023년 03월 28일	매수	29,000	(28.0)	(19.8)
2023년 05월 09일	매수	34,000	(31.9)	(9.9)
2023년 11월 10일		6개월경과	(13.8)	(0.6)
2023년 12월 13일	매수	37,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박광래)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 12월 11일 기준)

매수 (매수)	93.33%	Trading BUY (중립)	4.71%	중립 (중립)	1.96%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------