

SK디앤디(210980)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 54,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(2/9)	2,066
주가(2/9)	39,000
시가총액(십억원)	420
발행주식수(백만)	11
52주 최고/최저가(원)	65,800/39,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	538
유동주식비율/외국인지분율(%)	44.9/0.8
주요주주(%)	SK가스 외 1인 55.0
	국민연금 13.5

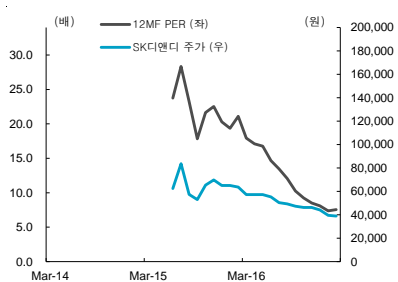
Valuation 지표

	2015A	2016F	2017F
PER(x)	148.1	20.4	8.7
PBR(x)	19.6	1.5	1.2
ROE(%)	13.6	11.5	17.8
DY(%)	0.6	0.9	1.0
EV/EBITDA(x)	33.8	22.0	21.9
EPS(원)	439	2,166	4,459
BPS(원)	3,316	29,195	33,254

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.6)	(21.8)	(37.6)
상대주가(%p)	(6.4)	(22.8)	(45.3)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

최대 실적을 앞둔 2017년

What's new : 2016년 영업실적 전망공시와 유사

4분기 매출은 전년대비 65% 늘어난 1,078억원, 영업이익은 268억원을 기록, 2016년 영업실적 전망 공시를 소폭 웃도는 실적을 발표했다. 참고로 지난 12월, SK디앤디가 공시한 2016년 예상 매출은 2,750억원, 영업이익은 400억원이었다. 11월 14일, 울진 풍력발전 프로젝트의 개발사업권 양수도 계약을 체결함에 따라 매출과 영업이익에 100억원씩 수익이 반영되었다.

Positives : 2017년 사상 최대 실적 예상

지난 11월, SK디앤디는 '수송스퀘어2'를 모건스탠리에 2,160억원에 매각하기로 계약을 체결했다. 이에 대한 최종 매각차익은 2017년 2분기 인식된다. SK디앤디의 장점은 오피스 개발에 있어 선매각 구조다. 수송스퀘어 역시 건물 매입 후 리모델링(증축)으로 1년 반만에 매각을 완료한 성공적 사례다. 처분가 2,160억원, 취득가 1,584억원이며 부대비용 제외 시 약 447억원의 지분법이익 인식이 예상된다. SK디앤디는 2015년 수송G타워와 해운대호텔에 이어 수송스퀘어의 선매각에 성공함으로써 상업용 부동산 시장에서 최강의 개발역량을 보여주었다.

Negatives : 금리 인상기センチメント는 가라앉았으나...

금리 인상이 예고되며 부동산시장이 전반적으로 가라앉고 있다. 최근 3~4년간 대규모 오피스 공급이 늘어나며 일시적인 공실률 상승도 위험 요인이다. 그러나 외국계 기관투자자들은 오히려 한국 오피스를 사들이고 있다. 대표적인 오피스 시장인 홍콩과 싱가포르 오피스의 cap rate는 이미 2% 이하로 낮아졌고 중국은 국가 리스크가 높다. 반면 안정성이 높은 한국 오피스의 cap rate는 여전히 4%대다. 최근 공급이 늘어났음에도 프라임급 오피스의 매매가는 지속 상승하고 이전 수요는 프라임급에 쏠리는 오피스 시장의 양극화도 빨라지고 있다. 동시에 양질의 프로젝트도 SK디앤디에 쏠리고 있다.

결론 : 지속 가능한 영업이익률 13%, ROE 12%로 추정

SK디앤디와 같은 비교적 역사가 짧고 고성장기의 디벨로퍼의 투자에 있어 고민은 지속 가능한 매출과 이익수준이다. 2016년 800억원의 CB발행으로 투자여력도 높아졌다. 현재 발굴 중인 프로젝트들과 자금력 고려 시, 2018년 도달할 4천억원대의 매출과 영업이익률 13%가 충분히 지속 가능한 이익레벨로 판단한다. 부동산 시장 리스크를 감안해 목표 PBR을 1.5배로 하향(ROE가 2017년이 이례적으로 높음을 감안, 예상 ROE를 2017~2018년 평균에서 저점인 2018년 기준으로 변경)하나 시장 우려를 충분히 반영한 주가로 판단한다. 이제 기업의 자구적인 성장만으로도 투자매력이 생긴 시점이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q16P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	71	108	51.9	96.0	103.8	82.7	263	339
영업이익	15	27	76.3	20.7	793.3	239.0	34	39
영업이익률	21.4	24.8	3.4	21.5	19.2	11.4	12.8	11.6
세전이익	14	21	49.3	21.3	354.3	197.7	79	79
순이익	11	16	50.5	14.8	360.0	205.0	60	62

<표 1> SK디앤디 분기실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2014	2015	2016P	2017F	2018F	2019F
매출	53.0	58.3	57.1	108.0	51.9	51.9	71.8	87.8	174.9	231.3	276.4	263.4	428.7	483.7
부동산개발	44.8	52.5	53.1	83.3	43.9	43.9	65.8	65.8	161.1	201.0	233.7	219.4	360.7	375.7
신재생에너지	5.2	2.2	1.7	15.5	5.0	3.0	3.0	13.0	2.0	13.3	24.6	24.0	48.0	88.0
기타	3.1	3.6	2.3	9.0	3.0	5.0	3.0	9.0	11.7	17.0	18.0	20.0	20.0	20.0
영업이익	3.0	4.9	5.8	26.8	3.4	4.5	8.2	17.6	25.2	26.9	40.5	33.6	56.1	62.6
YoY	-52.8%	-38.2%	-51.0%	3301.0%	12.9%	-9.0%	41.2%	-34.5%	156.0%	6.9%	50.4%	-17.0%	67.1%	11.6%
부동산개발	3.0	8.7	9.1	18.8	4.4	7.5	11.2	17.6	33.1	34.4	39.5	40.6	63.1	67.6
신재생에너지	2.8	(0.3)	(0.2)	13.1	2.0	0.0	0.0	3.0	(1.8)	1.7	15.4	5.0	5.0	5.0
기타	(2.8)	(3.5)	(3.1)	(5.1)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(6.2)	(9.2)	(14.4)	(12.0)	(12.0)	(10.0)
영업이익률	5.7%	8.4%	10.2%	24.8%	6.5%	8.6%	11.4%	20.0%	14.4%	11.6%	14.6%	12.8%	13.1%	12.9%
세전이익	4.6	3.5	5.5	20.9	2.4	51.0	7.0	19.0	22.9	26.2	34.5	79.3	56.3	63.0
순이익	3.5	2.6	4.2	16.1	1.8	35.7	5.3	17.5	19.1	20.2	26.4	60.3	42.8	47.9

자료: 한국투자증권

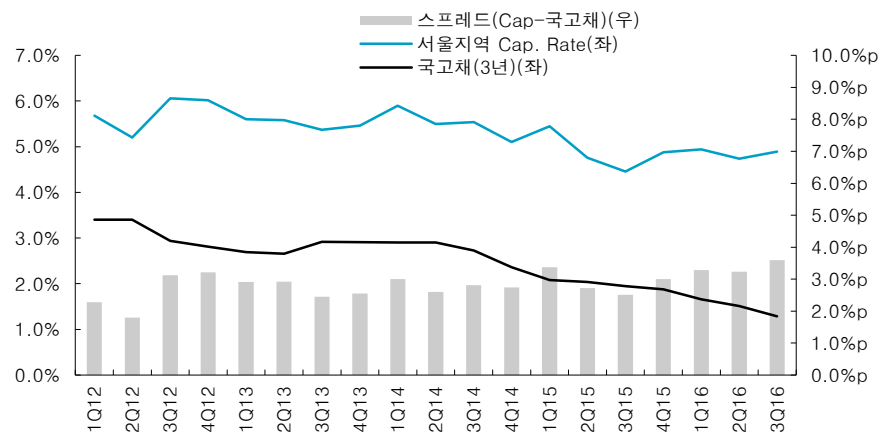
<표 2> SK디앤디 주요 개발 프로젝트 매출 추정

(단위: 십억원)

Status	Project	Sales total	2014	2015	2016P	2017F	2018F	2019F	2020F
완료	당산 지식센터	115		13					
완료	수송 G 타워	216	76	140					
진행중	해운대 비즈니스호텔	152	1	24	94	35			
진행중	창원 비즈니스호텔	59		3	47	9			
진행중	수원	54		-	-	1	3	50	
진행중	가산 지식센터 1,2	193		0	52	91	50		
진행중	BIEL 106 오피스텔	54			12	28	15		
진행중	수송스퀘어	216			-	45	-	-	
예정	CBD 지역 오피스	239		-	-	36	167	36	
예정	'J' 비즈니스호텔	160			-	-	35	62	62
예정	#3 M project	75				-	8	68	
예정	#4 S project	196				20	69	108	
예정	#5 y project	150					15	53	83
Total		1,881		184	205	219	361	376	145

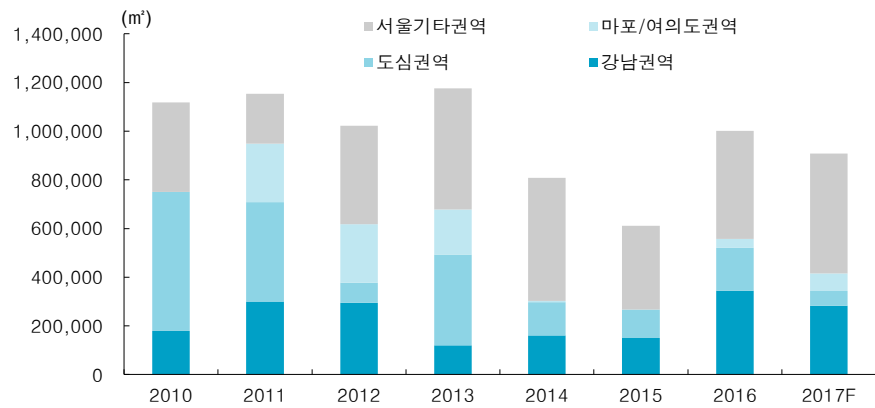
자료: SK디앤디, 한국투자증권

[그림 1] 서울 오피스 cap rate



자료: 젠스타

[그림 2] 서울 오피스 공급면적



자료: 한국투자증권

기업개요

2004년 설립된 SK그룹 계열 부동산 개발업체. 분양, 광고 대행 등 부동산 개발 서비스에서 시작해 현재 오피스, 비즈니스 호텔 등으로 사업 영역을 확대. 2015년 기준 매출은 부동산 86.9%, 신재생 에너지 5.3%, 가구 7.8%로 구성. 2015년 6월 23일 상장함

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	249	574	811	703	735
현금성자산	23	102	122	117	210
매출채권및기타채권	88	21	25	24	39
재고자산	110	427	636	527	429
비유동자산	138	181	222	218	168
투자자산	20	65	22	19	23
유형자산	88	89	170	170	100
무형자산	3	4	3	3	3
자산총계	387	755	1,033	921	903
유동부채	143	65	150	89	112
매입채무및기타채무	41	26	31	29	48
단기차입금및단기사채	19	14	14	14	14
유동성장기부채	80	6	0	0	0
비유동부채	124	436	527	427	354
사채	32	35	115	115	115
장기차입금및금융부채	80	390	390	290	210
부채총계	267	501	677	516	466
지배주주지분	120	179	280	330	362
자본금	8	11	12	12	12
자본잉여금	46	83	162	162	162
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	67	83	104	154	186
비지배주주지분	0	76	76	76	76
자본총계	120	254	356	405	437

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	(47)	(226)	(89)	64	143
당기순이익	19	20	26	54	37
유형자산감가상각비	2	6	2	2	3
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(74)	(247)	(123)	50	97
기타	6	(5)	6	(42)	6
투자활동현금흐름	(92)	(39)	(41)	35	35
유형자산투자	(81)	(3)	(82)	(2)	(3)
유형자산매각	0	0	0	0	70
투자자산순증	(10)	(35)	37	45	(9)
무형자산순증	(0)	(1)	1	(0)	(0)
기타	(1)	0	3	(8)	(23)
재무활동현금흐름	128	344	149	(105)	(85)
자본의증가	3	117	80	0	0
차입금의순증	125	231	74	(100)	(80)
배당금지급	0	(4)	(4)	(5)	(5)
기타	0	0	(1)	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	(11)	79	20	(6)	93

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

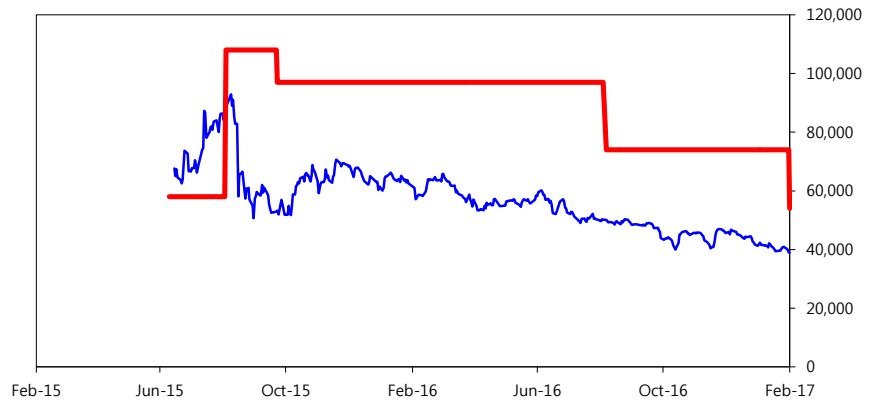
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	175	231	276	263	429
매출원가	130	173	196	195	343
매출총이익	45	59	80	69	86
판매관리비	20	32	40	35	30
영업이익	25	27	40	34	56
금융수익	2	3	0	1	1
이자수익	1	1	0	1	1
금융비용	4	5	0	3	2
이자비용	1	3	0	3	2
기타영업외손익	(1)	2	0	0	0
관계기업관련손익	1	0	(6)	42	(5)
세전계속사업이익	23	26	35	73	50
법인세비용	4	6	8	19	14
연결당기순이익	19	20	26	54	37
지배주주지분순이익	19	20	26	54	37
기타포괄이익	(0)	1	0	0	0
총포괄이익	19	21	26	54	37
지배주주지분포괄이익	19	22	26	54	37
EBITDA	27	33	43	36	59

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	622	439	2,166	4,459	3,026
BPS	15,666	3,316	29,195	33,254	35,880
DPS	13,000	400	400	400	400
성장성(%, YoY)					
매출증가율	34.4	32.3	19.5	(4.7)	62.8
영업이익증가율	156.1	6.8	50.5	(17.0)	67.1
순이익증가율	137.2	6.1	30.1	105.9	(32.1)
EPS증가율	(46.3)	(29.5)	393.6	105.9	(32.1)
EBITDA증가율	142.0	20.8	30.1	(16.2)	66.1
수익성(%)					
영업이익률	14.4	11.6	14.6	12.8	13.1
순이익률	10.9	8.8	9.5	20.6	8.6
EBITDA Margin	15.5	14.1	15.4	13.5	13.8
ROA	6.1	3.5	3.0	5.6	4.0
ROE	20.1	13.6	11.5	17.8	10.7
배당수익률	-	0.6	0.9	1.0	1.0
배당성향	20.9	21.2	18.5	9.0	13.2
안정성					
순차입금(십억원)	179	341	395	292	112
차입금/자본총계비율(%)	177.0	174.9	145.9	103.4	77.5
Valuation(X)					
PER	NM	148.1	20.4	8.7	12.9
PBR	NM	19.6	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.6	33.8	22.0	21.9	10.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
SK 디앤디(210980)	2015.06.01	NR	-
	2015.06.18	매수	58,000 원
	2015.08.12	매수	108,000 원
	2015.10.01	매수	97,000 원
	2016.08.15	매수	74,000 원
	2017.02.09	매수	54,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 2월 9일 현재 SK디앤디 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 SK디앤디 발행주식에 기타이해관계가 있습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.