

SK디앤디(210980)

리츠를 활용한 asset play

리츠AMC인 ‘디앤디인베스트먼트’ 설립

SK디앤디의 리츠AMC인 ‘디앤디인베스트먼트’는 2017년 말 국토부 본인가를 받았다. 1~2인 가구 중심의 임대주택을 포함, 다양한 자산을 운용하는 공모 리츠를 만들 계획이다. SK디앤디는 전통적으로 오피스와 지식산업센터 등, 비주택 부동산 개발에 강점을 보여 왔으나 최근 임대주택 사업도 검토하고 있다. 서울 내 3개의 임대주택 사업을 추진할 예정이며 이 중 일부는 토지 확보가 마무리되었다.

사이클에 따라 다양한 상품 개발

최근 SK디앤디와 같은 디벨로퍼의 고민은 토지가격이 많이 올라 개발 후 최종 수익률을 확보하기가 어렵다는 점이다. 따라서 SK디앤디는 한동안 집중했던 오피스보다 외곽에 유치해 토지 취득 부담이 상대적으로 적고, 틈새시장으로 수요가 높아지는 지식센터를 주요 상품으로 삼고 있다. 2018년 주력 프로젝트는 성수동 지식산업 단지와 판교/중구 저동/명동의 호텔 등이다.

리츠AMC 설립으로 본격 asset play 나서

과거에는 공급자(디벨로퍼)와 수요자(운용사)의 영역이 구분됐으나 최근 이 경계가 무너지고 있다. 다양한 주체들이 리츠시장에 진출하고 있으나 무엇보다 리츠의 기본은 ‘부동산’이다. 리츠를 통해 유동자금을 확보할 수 있는 다양한 채널 확보는 개발 역량이 구축된 SK디앤디 등 전문 디벨로퍼에 긍정적 시장 변화다. 향후 SK디앤디는 리츠AMC를 활용해 부동산을 개발하고 리츠AMC는 운영수익을 확보하는 동시에, 매각 시 capital gain도 누릴 수 있다. 리츠AMC는 SK디앤디의 개발 자산 일부를 리츠펀드에 편입하는 등 계열사 시너지를 활용하는 동시에 외부 자산도 매입해 본격적인 asset play를 할 계획이다.

매수(유지)

목표주가: 40,000원(유지)

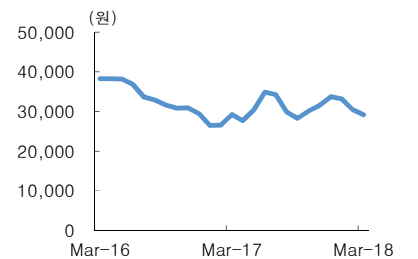
Stock Data

KOSPI(3/5)	2,375
주가(3/5)	29,150
시가총액(십억원)	471
발행주식수(백만)	16
52주 최고/최저(원)	36,000/25,548
일평균거래대금(6개월, 백만원)	1,275
유동주식비율/외국인지분율(%)	44.9/2.0
주요주주(%)	SK가스 외 2인 55.0
	국민연금 12.5

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(10.6)	(3.2)	10.8
KOSPI 대비(%p)	(5.9)	(5.2)	(3.5)

주가추이



자료: WISEFn

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	231	27	20	439	(29.5)	33	98.8	33.8	13.1	13.6	0.9
2016A	276	40	27	506	15.3	46	58.2	20.7	7.5	14.0	1.8
2017F	331	24	66	4,090	708.9	26	8.2	37.7	1.6	27.6	1.8
2018F	461	58	40	2,461	(39.8)	61	11.8	13.2	1.3	14.1	2.1
2019F	560	75	53	3,260	32.5	78	8.9	9.4	1.1	16.5	2.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

이경자

kyungja.lee@truefriend.com

김치호

chiho.kim@truefriend.com

〈표 1〉 SK디앤디 실적 추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2014	2015	2016	2017P	2018F	2019F
매출	77.4	84.5	81.2	87.8	89.6	147.6	100.6	123.3	174.9	231.3	276.4	330.8	461.0	560.1
부동산개발	62.1	68.7	56.4	64.7	74.6	130.6	74.6	93.3	161.1	201.0	233.7	251.9	373.0	442.1
신재생에너지/ESS	9.7	7.2	16.2	17.7	10.0	8.0	17.0	25.0	2.0	13.3	24.6	50.8	60.0	88.0
가구사업/기타	5.6	8.6	8.4	5.4	5.0	9.0	9.0	5.0	11.7	17.0	18.0	28.0	28.0	30.0
영업이익	12.2	7.1	5.8	(1.5)	14.4	20.9	10.1	12.6	25.2	26.9	40.5	23.6	58.0	75.0
YoY	305.5%	45.2%	(0.1%)	NM	18.4%	193.7%	74.7%	NM	156.0%	6.9%	50.4%	(41.7%)	145.8%	29.3%
부동산개발	11.4	10.4	9.5	3.9	11.2	19.6	7.5	30.8	33.1	34.4	39.5	35.2	69.0	84.0
신재생에너지/ESS	3.6	(0.6)	(1.2)	3.4	1.0	0.8	1.7	2.5	(1.8)	1.7	15.4	5.2	6.0	8.0
가구사업/기타	(2.9)	(2.5)	(2.5)	(8.8)	(5.0)	(5.0)	(5.0)	(2.0)	(6.2)	(9.2)	(14.4)	(16.7)	(17.0)	(17.0)
영업이익률	15.7%	8.4%	7.1%	(1.7%)	16.1%	14.2%	10.1%	10.2%	14.4%	11.6%	14.6%	7.1%	12.6%	13.4%
세전이익	12.3	70.6	7.7	(1.8)	13.4	19.9	9.1	9.9	22.9	26.2	34.5	88.7	52.3	69.3
순이익	8.4	53.4	6.1	(1.8)	10.2	14.9	6.8	7.8	19.1	20.2	26.4	66.2	39.8	52.7
지배주주순이익	8.9	42.2	6.2	8.8	10.2	14.9	6.8	7.8	19.1	20.3	27.2	66.1	39.8	52.7

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 부동산 개발 프로젝트 매출 예상

(단위: 십억원)

Status		2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
진행 중	해운대 비즈니스 호텔	1	24	94	35			
진행 중	엠스데이 창원 비즈니스 호텔		3	47	9			
진행 중	가산 V1, W 지식센터		0	52	130	18		
진행 중	강남역 BIEL 106			12	28	13		
진행 중	수송스퀘어(선매각 완료)			-	45	-	-	
진행 중	서소문 오피스(선매각)		-	-	34	160	34	
진행 중	문래 SK V1 지식센터				-	8	70	
진행 중	성수 V1, W 지식센터				-	101	188	
계획	저동 호텔			-	-	35	62	93
계획	판교 호텔					29	67	95
계획	명동 비즈니스 호텔					9	21	30
		180	205	236	373	442	217	

자료: SK디앤디, 한국투자증권

기업개요

2004년 설립된 SK그룹 계열 부동산 개발업체. 분양, 광고 대행 등 부동산 개발 서비스에서 시작해 현재 오피스, 비즈니스 호텔 등으로 사업 영역을 확대. 2016년 기준 매출은 부동산 84.6%, 신재생 에너지 8.9%, 가구 6.5%로 구성. 2015년 6월 23일 상장함

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	574	802	890	963	1,142
현금성자산	102	41	50	69	84
매출채권및기타채권	21	83	99	138	168
재고자산	427	268	397	392	476
비유동자산	181	219	123	132	136
투자자산	65	117	21	23	22
유형자산	89	84	84	84	84
무형자산	4	5	3	3	3
자산총계	755	1,021	1,013	1,095	1,278
유동부채	65	481	455	531	678
매입채무및기타채무	38	64	66	69	84
단기차입금및단기사채	14	10	10	10	10
유동성장기부채	6	222	222	172	122
비유동부채	436	255	216	192	185
사채	35	51	51	51	51
장기차입금및금융부채	390	194	145	117	118
부채총계	501	736	671	723	863
지배주주지분	179	211	267	297	340
자본금	11	11	16	16	16
자본잉여금	83	89	84	84	84
기타자본	0	2	2	2	2
이익잉여금	83	106	162	192	235
비지배주주지분	76	75	75	75	75
자본총계	254	286	342	372	415

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(226)	(143)	(56)	123	82
당기순이익	20	26	66	40	53
유형자산감가상각비	6	6	2	3	3
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(247)	(167)	(125)	81	27
기타	(5)	(8)	1	(1)	(1)
투자활동현금흐름	(39)	(87)	123	(16)	(9)
유형자산투자	(3)	(0)	(2)	(3)	(3)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(35)	(83)	97	(2)	2
무형자산순증	(1)	(1)	2	(0)	(0)
기타	0	(3)	26	(11)	(8)
재무활동현금흐름	344	194	(58)	(88)	(58)
자본의증가	117	0	0	0	0
차입금의순증	231	198	(48)	(78)	(48)
배당금지급	(4)	(4)	(6)	(10)	(10)
기타	0	0	(4)	0	0
기타현금흐름	(0)	(25)	0	0	0
현금의증가	79	(61)	8	19	15

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

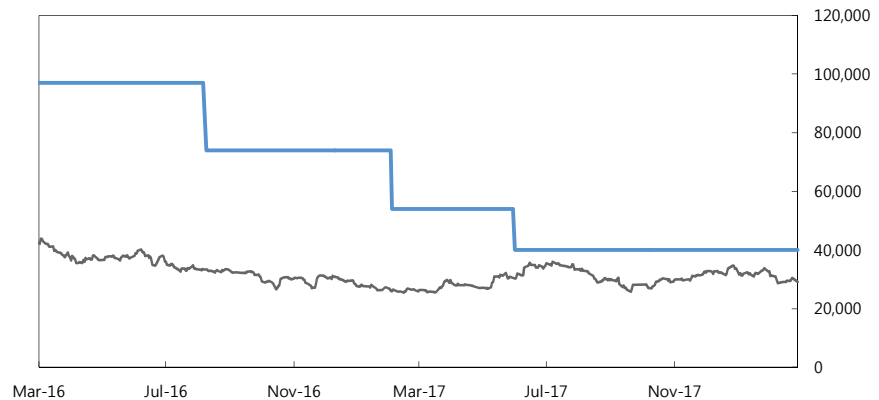
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	231	276	331	461	560
매출원가	173	196	262	368	450
매출총이익	59	80	69	93	110
판매관리비	32	40	45	35	35
영업이익	27	40	24	58	75
금융수익	3	4	6	1	1
이자수익	1	2	1	1	1
금융비용	5	11	7	7	7
이자비용	3	9	7	7	7
기타영업외손익	2	(1)	66	(0)	(0)
관계기업관련손익	0	2	0	1	1
세전계속사업이익	26	34	89	52	69
법인세비용	6	8	23	13	17
연결당기순이익	20	26	66	40	53
지배주주지분순이익	20	27	66	40	53
기타포괄이익	1	2	0	0	0
총포괄이익	21	28	66	40	53
지배주주지분포괄이익	22	29	66	40	53
EBITDA	33	46	26	61	78

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	439	506	4,090	2,461	3,260
BPS	3,316	3,915	21,171	23,032	25,692
DPS	400	530	600	600	600
성장성(% , YoY)					
매출증가율	32.3	19.5	19.7	39.4	21.5
영업이익증가율	6.8	50.2	(41.6)	145.8	29.3
순이익증가율	6.1	34.2	142.6	(39.8)	32.5
EPS증가율	(29.5)	15.3	708.9	(39.8)	32.5
EBITDA증가율	20.8	40.9	(44.3)	138.2	27.8
수익성(%)					
영업이익률	11.6	14.6	7.1	12.6	13.4
순이익률	8.8	9.9	20.0	8.6	9.4
EBITDA Margin	14.1	16.6	7.7	13.2	13.9
ROA	3.5	3.0	6.5	3.8	4.4
ROE	13.6	14.0	27.6	14.1	16.5
배당수익률	0.9	1.8	1.8	2.1	2.1
배당성향	21.2	21.0	14.7	24.4	18.4
안정성					
순차입금(십억원)	341	403	362	257	188
차입금/자본총계비율(%)	174.9	166.8	124.2	92.6	71.0
Valuation(X)					
PER	98.8	58.2	8.2	11.8	8.9
PBR	13.1	7.5	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	33.8	20.7	37.7	13.2	9.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SK디앤디(210980)	2016.02.03	매수	97,000원	-61.1	-54.8
	2016.08.15	매수	74,000원	-59.4	-54.7
	2017.02.09	매수	54,000원	-48.5	-40.4
	2017.06.07	매수	40,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 3월 5일 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 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

* 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 높게 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.