

## SK디앤디(210980)

## 매수(유지)

목표주가: 40,000원(하향)

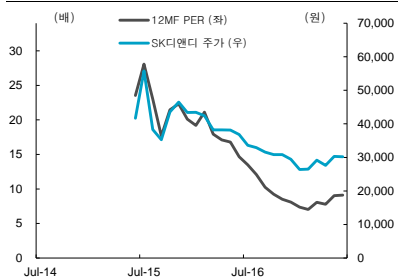
## Stock Data

KOSPI(6/7)	2,360
주가(6/7)	30,200
시가총액(십억원)	488
발행주식수(백만)	16
52주 최고/최저가(원)	40,156/25,448
일평균거래대금(6개월, 백만원)	917
유동주식비율/외국인지분율(%)	44.9/1.2
주요주주(%)	SK가스 외 1인 55.0
	국민연금 13.1

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	11.6	(2.5)	(20.6)
상대주가(%p)	6.3	(21.0)	(37.9)

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 새 정부의 정책방향에 부합하는 디벨로퍼

## 1Q review: 분기 100억원대 영업이익의 체력

매출은 전년대비 46%, 영업이익은 4배 성장하며 분기 100억원대 영업이익을 창출하는 체력으로 변모했다. 해운대와 창원 비즈니스 호텔 프로젝트가 준공됐고 가산 지식센터, 강남 BIEL 오피스텔 등이 공정을 본격화에 접어들어 고정비 절감효과가 나타났기 때문이다.

## 준비된 개발사업 pipeline 풍부

최근 판교 호텔부지에 낙찰된 데 이어, 성수동 지식센터 부지도 인수하며 2건의 부지매입에 성공했다. 취득가액은 각각 1천억원대로 추정된다. 판교호텔은 선매각, 성수동 지식센터는 분양형 프로젝트로 개발매출은 각각 2천억원 이상으로 추정한다. Pipeline을 지속 확보함으로써 추진 중인 프로젝트 규모는 총 1.9조원에 달한다. 이에 따라 2017년 매출은 3천억원대로 레벨업하고, 2019년에는 5천억원에 도달할 전망이다. 지난 5월 발표된 '서울시 생활권 계획안'은 낙후지역의 상업지역 추가지정을 담고 있어 정책변화도 우호적이다.

## 신재생에너지 개발 성과 나타나기 시작

2006년부터 신수종 사업으로 육성해 온 신재생에너지 개발성과가 나타나고 있다. 보유한 제주가시리 풍력(30MW)에서 연 150억원의 운영매출이 발생한다. 이어 올 1분기 착공한 울진풍력은 2019년까지 1,600억원의 EPC 매출이 반영된다. 작년 말 사업권을 양도하며 100억원의 매각차익을 실현했고 준공될 2019년부터 30년간 25억원의 운영매출도 발생한다. 이외에도 300MW에 달하는 5개의 풍력 프로젝트를 추진 중이며 2018년부터 순차적으로 착공된다. 통상 1MW당 25억원의 공사매출이 발생하므로 총 7,500억원의 신재생에너지 개발사업의 수주잔고를 확보했다. 문 대통령은 대선 공약으로 2030년까지 16GW의 풍력설비 건설계획(연 22% 성장)을 발표한 바 있다. 실제 집행률은 아직 불확실하지만 가장 많은 신재생에너지 개발 경험을 보유한 SK디앤디의 수혜는 분명하다.

## SK디앤디의 강점은 도시환경 정비사업, 새 정부의 정책방향과 일치

1주당 0.5주의 무상증자에 따른 주당 가치 희석을 반영해 목표주가를 40,000원으로 하향한다. 2분기 '수송스퀘어' 매각이익 470억원 반영과 함께 1,070억원의 투자자금이 회수된다. 올해부터는 미래를 위한 투자를 병행하더라도 순차적으로 완공될 프로젝트의 자금 회수로 연말 부채비율은 200% 초반대로 하락할 것이다. SK디앤디의 본질적 강점은 서울 내 노후 CBD(Central Business District)지역의 상업용 부동산 개발이다. 새 정부의 부동산 정책방향도 노후도시의 개량에 있다. CBD 지역은 도시환경정비사업 유형으로 개발될 수밖에 없는데, 환경영향평가 등 까다로운 인허가 역량을 요구한다. SK디앤디는 빠른 인허가 작업과 적절한 tenant 유치, 수요에 맞는 상품개발 등을 갖춘 가장 노련한 디벨로퍼다.

	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	2,166	15.3	46	20.4	22.0	1.5	14.0	1.8
2017F	341	41	65	4,043	699.7	43	7.5	21.5	1.4	27.1	1.0
2018F	423	55	42	2,584	(36.1)	58	11.7	11.7	1.3	14.4	1.0
2019F	501	68	52	3,193	23.5	71	9.5	9.7	1.1	15.6	1.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준, 2015-2016년은 무상증자 이전 수치 기준

이경자 3276-6155  
kyungja.lee@truefriend.com

허나래 3276-4126  
narae.heo@truefriend.com

### ‘서울 2030’ 플랜

서울시는 지난 5월 15일, 새로운 도시계획체계인 ‘서울시 생활권 계획안’을 발표하고 2030년까지 낙후지역 위주로 192만㎡(서울광장 145개 규모)의 상업지역을 추가 지정하기로 했다. 서울 내에서도 지역별 격차가 커, 균형발전을 위한 조치다. 동북권의 권역별 1인당 상업지역 면적이 동남권의 36%에 머물고 있는 만큼, 동북권에 상업지역 지정을 집중 배분하기로 했다.

이를 위해 상업지역 내 주거제한 규정도 개선한다. 상업지역 내 비주거 의무비율 30% 이상을 20% 이상으로 낮추고, 주거 용적률을 400%까지 일괄 허용하는 내용의 조례를 개정할 계획이다. 이를 포함한 생활권 계획안은 관계기관 협의와 도시계획위원회 심의를 거쳐 10월 최종 확정된다. 새 정부의 부동산 정책은 아직 구체화되지 않아, ‘도시재생 뉴딜사업’이 일시적인 테마로 치부되기도 한다. 그러나 주택시장 과열과 난개발은 막되, 노후 도심의 체계적인 개량은 분명한 정책 방향성이다. 상업용 부동산 디벨로퍼인 SK디앤디에게 기회로 판단한다.

[그림 1] ‘서울시 생활권 계획안’: 2030년까지 192만㎡의 상업지역 지정



자료: 서울시

<표 1> SK디앤디 실적추정 요약

(단위:십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출	53.0	58.3	57.1	108.0	77.4	89.0	66.6	107.9	174.9	231.3	276.4	340.9	423.5	501.1
부동산개발	44.8	52.5	53.1	83.3	62.1	75.0	53.6	77.2	161.1	201.0	233.7	267.9	335.5	383.1
신재생에너지	5.2	2.2	1.7	15.5	9.7	9.0	10.0	21.3	2.0	13.3	24.6	50.0	60.0	88.0
상품(가구)연결조정	3.1	3.6	2.3	9.0	5.6	5.0	3.0	9.4	11.7	17.0	18.0	23.0	28.0	30.0
영업이익	3.0	4.9	5.8	26.8	12.2	7.5	7.7	13.1	25.2	26.9	40.5	40.6	55.1	67.8
YoY	-52.8%	-38.2%	-51.0%	3301.0%	306.7%	53.1%	33.0%	-50.9%	156.0%	6.9%	50.4%	0.2%	35.7%	23.1%
부동산개발	3.0	8.7	9.1	18.8	11.4	10.5	10.7	16.9	33.1	34.4	39.5	49.6	62.1	72.8
신재생에너지	2.8	(0.3)	(0.2)	13.1	3.6	0.0	0.0	1.4	(1.8)	1.7	15.4	5.0	6.0	8.0
상품(가구)연결조정	(2.8)	(3.5)	(3.1)	(5.1)	(2.9)	(3.0)	(3.0)	(5.1)	(6.2)	(9.2)	(14.4)	(14.0)	(13.0)	(13.0)
영업이익률	5.7%	8.4%	10.2%	24.8%	15.8%	8.4%	11.6%	12.2%	14.4%	11.6%	14.6%	11.9%	13.0%	13.5%
세전이익	4.6	3.5	5.5	20.9	12.3	54.0	6.5	13.0	22.9	26.2	34.5	85.9	54.9	67.8
순이익	3.5	2.6	4.2	16.1	8.4	37.8	5.0	14.1	19.1	20.2	26.4	65.3	41.7	51.5

자료: 한국투자증권

&lt;표 2&gt; SK디앤디의 개발 프로젝트

(단위: 십억원)

Status	Project	매출	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
Completed	당산지식센터	115		13					
Completed	수송타워 #1	216	76	140					
Completed	해운대 비즈니스호텔	152	1	24	94	35			
Completed	문래 비즈니스호텔	4		4	-	-			
Completed	창원 비즈니스 호텔	59		3	47	9			
Underway	수원 비즈니스 호텔	54		-	-	1	3	50	
Underway	가산 1,2 지식센터	193		-	52	130	11		
Underway	BIEL 106 officetel	54			12	28	15		
Underway	수송타워 #2	216			-	45	-	-	
Underway	서소문 오피스	237		-	-	36	166	36	
Scheduled	CBD 지역 비즈니스호텔	160			-	-	35	62	62
Scheduled	문래 지식센터	75				-	8	68	
Scheduled	성수동 지식센터	196				29	69	98	
Scheduled	판교 호텔	200					30	70	100
Total		1,930		184	205	268	335	383	162

자료: SK디앤디, 한국투자증권

SK디앤디의 신수종 사업인 신재생에너지는 2006년부터 역량을 축적해 올 들어 본격 성과가 나타나고 있다. 신재생에너지 개발 역시 상업용 부동산 개발과 마찬가지로 인허가 작업과 부지 선정 등 경험이 가장 중요하다. SK디앤디는 이에 가장 앞서 있다.

&lt;표 3&gt; SK디앤디의 풍력 발전 프로젝트

(단위: MW)

현황	프로젝트	용량	완공	품질/기타
보유·운영	제주 가시리	30	2015.02.	3 m/s의 풍속부터 시동, 우수한 입지 조건
착공	경북 울진	60	2018.06.	2007 년 대형산불 계기로 조성, 지멘스 기기로 효율성
인허가단계	K project	66	2020	2018 년 착공 목표
인허가단계	P project	72	2020	2018 년 착공 목표
인허가단계	N project	45	2021	
인허가단계	S project	30	2021	
인허가단계	Y project	80	2022	

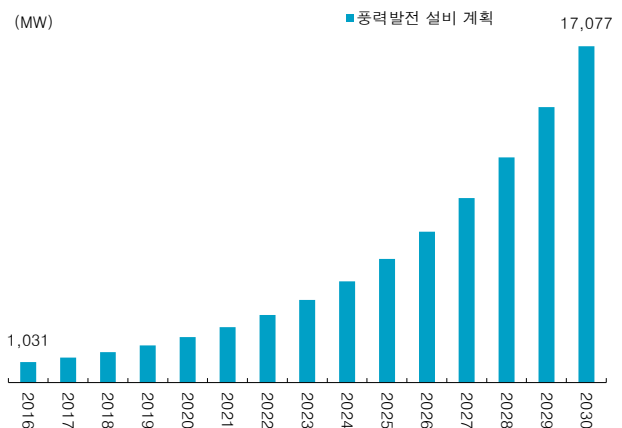
자료: SK디앤디, 한국투자증권

[그림 2] SK디앤디의 제주 가시리 풍력단지 전경



자료: SK디앤디

[그림 3] 문 대통령의 풍력발전 설비 계획



자료: 더불어민주당

〈표 4〉 새 정부의 신재생에너지 정책

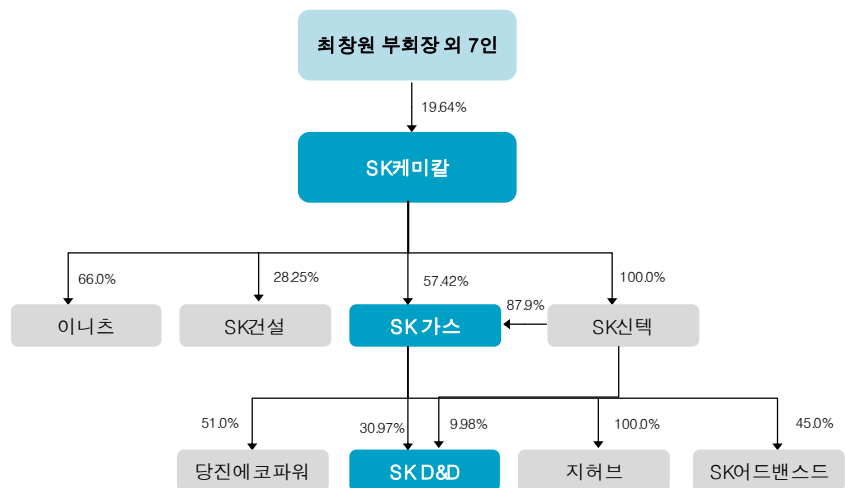
정책	내용	비고
에너지 정책	- 급전 방식을 환경과 안전 중심으로 전환 - 원전 중심의 발전 정책 폐기	
신재생 에너지	- 신재생에너지 생산 비중을 2030년까지 20%로 확대 - RPS(신재생에너지공급의무화) 의무공급비율 목표 상향 - 신재생에너지에 대한 민간투자 활성화 - 발전차액지원제도 (FIT) 한시적 도입	- 소규모 신재생 설비 대상

자료: 더불어민주당

## 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. 그룹 지배구조는 아래와 같음

## SK케미칼 그룹 지배구조



주: 17년 1분기 기준  
자료: 각사, 한국투자증권

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	574	802	917	1,031	1,097
현금성자산	102	41	51	210	150
매출채권및기타채권	21	83	102	127	150
재고자산	427	268	409	360	426
비유동자산	181	219	124	130	133
투자자산	65	117	21	22	22
유형자산	89	84	84	84	84
무형자산	4	5	3	3	3
자산총계	755	1,021	1,041	1,161	1,230
유동부채	65	481	479	587	615
매입채무및기타채무	38	64	68	64	75
단기차입금및단기사채	14	10	10	10	10
유동성장기부채	6	222	222	172	122
비유동부채	436	255	216	191	185
사채	35	51	51	51	51
장기차입금및금융부채	390	194	145	117	118
부채총계	501	736	695	778	800
지배주주지분	179	211	271	308	355
자본금	11	11	16	16	16
자본잉여금	83	89	84	84	84
기타자본	0	2	2	2	2
이익잉여금	83	106	166	203	250
비지배주주지분	76	75	75	75	75
자본총계	254	286	346	383	430

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(226)	(143)	(106)	253	2
당기순이익	20	26	65	42	52
유형자산감가상각비	6	6	2	3	3
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(247)	(167)	(126)	209	(53)
기타	(5)	(8)	(47)	(1)	0
투자활동현금흐름	(39)	(87)	169	(11)	(8)
유형자산투자	(3)	(0)	(2)	(3)	(3)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(35)	(83)	144	(1)	1
무형자산순증	(1)	(1)	2	(0)	(0)
기타	0	(3)	25	(7)	(6)
재무활동현금흐름	344	194	(53)	(83)	(53)
자본의증가	117	0	0	0	0
차입금의순증	231	198	(48)	(78)	(48)
배당금지급	(4)	(4)	(6)	(5)	(5)
기타	0	0	1	0	0
기타현금흐름	(0)	(25)	0	0	0
현금의증가	79	(61)	10	159	(60)

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

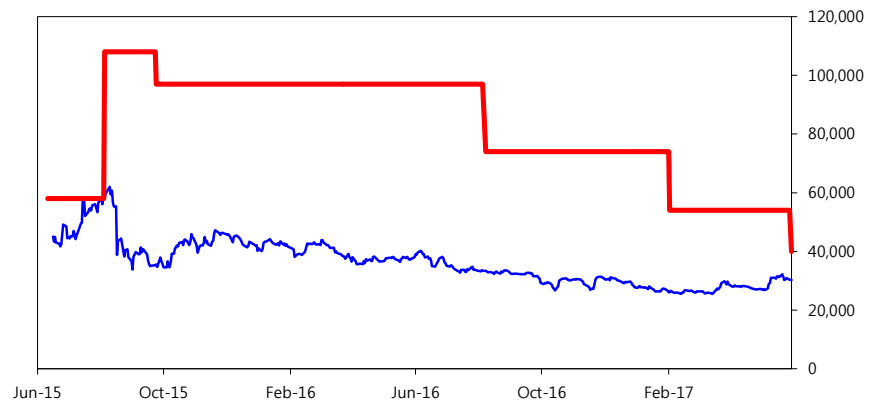
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	231	276	341	423	501
매출원가	173	196	265	338	403
매출총이익	59	80	76	85	98
판매관리비	32	40	35	30	30
영업이익	27	40	41	55	68
금융수익	3	4	1	1	1
이자수익	1	2	1	1	1
금융비용	5	11	3	2	1
이자비용	3	9	3	2	1
기타영업외손익	2	(1)	(0)	(0)	(0)
관계기업관련손익	0	2	48	1	1
세전계속사업이익	26	34	86	55	68
법인세비용	6	8	21	13	16
연결당기순이익	20	26	65	42	52
지배주주지분순이익	20	27	65	42	52
기타포괄이익	1	2	0	0	0
총포괄이익	21	28	65	42	52
지배주주지분포괄이익	22	29	65	42	52
EBITDA	33	46	43	58	71

## 주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	439	2,166	4,043	2,584	3,193
BPS	3,316	29,195	21,418	23,702	26,595
DPS	400	530	300	300	300
성장성(% , YoY)					
매출증가율	32.3	19.5	23.4	24.2	18.3
영업이익증가율	6.8	50.2	0.5	35.7	23.1
순이익증가율	6.1	34.2	139.9	(36.1)	23.5
EPS증가율	(29.5)	15.3	699.7	(36.1)	23.5
EBITDA증가율	20.8	40.9	(7.5)	36.4	21.9
수익성(%)					
영업이익률	11.6	14.6	11.9	13.0	13.5
순이익률	8.8	9.9	19.2	9.9	10.3
EBITDA Margin	14.1	16.6	12.5	13.7	14.1
ROA	3.5	3.0	6.3	3.8	4.3
ROE	13.6	14.0	27.1	14.4	15.6
배당수익률	0.9	1.8	1.0	1.0	1.0
배당성향	21.2	21.0	7.4	11.6	9.4
안정성					
순차입금(십억원)	341	403	360	118	125
차입금/자본총계비율(%)	174.9	166.8	122.8	90.0	68.6
Valuation(X)					
PER	98.8	20.4	7.5	11.7	9.5
PBR	13.1	1.5	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	33.8	22.0	21.5	11.7	9.7

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
SK 디앤디(210980)	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
	2017.06.07	매수	40,000 원



## ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 6월 7일 현재 SK디앤디 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※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.