기업브리프

키움증권

2016. 7. 6

☑ 전환사채 발행

SK디앤디 (210980)

디벨로퍼의 development!

BUY(Maintain)

목표주가: 85,000원

주가(7/5): 56,600원

시가총액: 6,096억원

건설/부동산

Analyst 라진성

02) 3787-5226

jsr@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/5)		1,989.85pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	92,900원	50,700원
등락률	-39.1%	11.6%
수익률	절대	상대
1W	1.3%	1.0%
1M	-10.2%	-12.8%
1Y	-23.2%	-18.8%

Company Data

발행주식수		10,770천주
일평균 거래량(3M)		18천주
외국인 지분율		0.4%
배당수익률(16E)		0.9%
BPS(16E)		25,754원
주요 주주	에스케이가스 외1인	55.0%
	국민연금	10.4%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	1,749	2,313	2,732	3,428
영업이익	252	269	297	375
EBITDA	270	327	356	434
세전이익	229	262	296	674
순이익	191	202	229	526
총포괄손익	190	215	229	528
EPS(원)	2,801	2,276	2,222	5,042
증감률(%Y Y)	137.0	-18.8	-2.4	126.9
PER(배)	0.0	28.6	25.5	11.2
PBR(배)	0.0	3.9	2.2	1.8
EV/EBITDA(배)	7.0	34.2	29.6	26.9
영업이익률(%)	14.4	11.6	10.9	11.0
ROE(%)	20.1	13.6	10.2	17.3
순부채비율(%)	157.6	134.7	104.8	118.8

Price Trend

〈장 후 발표〉 동사는 800억원의 전환사채를 발행했다. 풍력발전 시설투자 자금 100억원, 부동산 개발 투자자금으로 700억원이 사용될 예정이다. 현재 진행중인 프로젝트와 향후 개발 프로젝트의 땅 확보가 수월해 질 전망이다. 전환사채 물량 상장 시 EPS 희석률은 약 11.9% 수준으로 다소 부담스러울 수 있지만, 비용의 선반영과 원활한 프로젝트를 위한 자금조달 완료를 통해 하반기부터 본격적인 성장이 기대된다.

>>> Point 1. 자금조달 & 비용 선반영, 성장을 위한 준비 끝!

5일 동사는 800억원의 전환사채 발행을 결정했다. 가시리 풍력발전 시설투자 자금 100억원, 부동산 및 풍력발전 개발 투자자금으로 700억원이 사용될 예정이다. 현재 진행중인 프로젝트와 향후 진행될 부동산 개발 프로젝트의 땅 확보가 보다 수월해 질 전망이다. 더불어 가산 지식산업센터와 창원 Budget 호텔의 분양 호조로 인해 작년 4분기에 54억원, 올해 1분기에 43억원의 비용을 선반영했다. 상반기 기준 가산 V1센터는 100%, 가산 W센터는 98% 이상, 창원 Budget 호텔은 80% 이상, 강남역 BIEL 106 오피스텔은 80% 이상의 계약률을 보이고 있다. 분양 비용의 경우 진행률 기준이 아닌 당기에 인식해야 한다. 따라서 2분기를 끝으로 분양 사업에 대한 비용은 모두 반영되었다는 판단이다.

>>> Point 2. 이익 개선의 속도가 빨리진다!

15년 매출 성장을 견인했던 수송타워가 준공됐음에도 올해 안정적인 매출 성장을 기록할 전망이다. 해운대 호텔, 창원 호텔, 가산 지식산업센터 등 신규 프로젝트들의 반영에 기인한다. 올해 매출을 견인할 해운대 호텔은 선매각이 완료됐다. 17년에 본격적으로 매출 인식되는 강남역 오피스텔, 수송스퀘어, 서소문 오피스텔, 수원 호텔 등도 계획대로 진행되고 있다. 현재 수행중인 약 3,100억원 규모의 대규모 분양사업들 역시 성공적으로 진행되면서 상반기 내 비용 반영은 마무리될 것으로 판단된다. 하반기부터는 본격적인 외형성장과 함께 이익개선의 속도가 빨라질 전망이다. 16년과 17년의 실적 개선 가시성이 높아지고 있다.

>>> Point 3. BUY, TP 85,000원, 부동산 Top Pick 유지

전환사채 물량 상장 시 EPS 희석률은 약 11.9% 수준이다. 이번 전환사채의 경우 30% 한도 내에서 조기상환권(Call Option)을 행사할 수 있기 때문에 이를 감안하면 EPS 희석률은 8.7% 수준으로 예상된다. 희석률에 대한 부담이 발생할 수 있지만, 1) 성공적으로 진행 중인 각 프로젝트들과 2) 상반기 비용 마무리로 이익개선의 속도가 빨라지는 점, 3) 17년 약 4,000억원 규모의 수송스퀘어 프로젝트에서 기인하는 퀀텀 점프, 4) 향후 매출로 인식될 수주잔고와 향후 사업화될 토지인 재고자산 및 선급금 역시 꾸준히 증가추세인 점을 감안하면 감당할 수 있는 수준이라는 판단이다. 발생가능한 대규모 비용의 선반영과 원활한 프로젝트를 위한 자금조달 완료를 통해 성장을 위한 준비는 끝났다. 건축 공정상 착공 초기에 진행률이 더딘점을 감안하면 하반기부터는 본격적인 성장이 기대된다. 6만원 아래에서는 적극적인 매수전략을 추천한다.

SK디앤디 실적 추정 (단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	2016E
매출액	457	591	611	654	530	657	735	810	2,313	2,732
부동산	389	544	521	556	448	549	555	567	2,010	2,119
신재생에너지	36	18	36	33	52	72	126	179	123	428
가구	31	30	54	65	31	36	55	64	181	186
영업이익	64	79	118	8	30	51	74	143	269	298
영업이익률	*13.9%*	*13.4%*	*19.4%*	*1.2%*	*5.7%*	*7.4%*	*10.9%*	*17.1%*	*11.6%*	*10.9%*
부동산	71	116	127	30	30	47	55	108	344	240
신재생에너지	13	-12	11	6	28	29	38	54	18	148
가구	4	-2	3	6	3	4	6	7	11	19
세전이익	81	70	98	13	46	52	62	135	262	296
순이익	64	53	74	10	35	41	49	105	202	229

자료: SK디앤디, 키움증권

전환사채권 발행결정

사채의 종류			국내 무기명식 이권부 무보증 사모 전환사채
사채의 권면총액 (원)			80,000,000,000
자금조달의 목적	시설자금 (원)		10,000,000,000
	운영자금 (원)		70,000,000,000
사채의 이율	표면이자율 (%)		0.00
	만기이자율 (%)		2.00
사채만기일			2019년 07월 07일
사채발행방법			사모
전환에 관한 사항	전환비율 (%)		100.0
	전환가액 (원/주)		56,549
	전환청구기간	시작일	2017년 07월 07일
		종료일	2019년 06월 07일
납입일			2016년 07월 07일
조기상환권(Call Option)에 관한 사항			인수한 본 사채 총 권면금액의 30/100 한도 내에서 조기상환권을 행사하여 상환 가능

자료: SK디앤디, 키움증권

SK디앤디 주요 부동산 개발사업 프로젝트 계획 추정 (단위: 억원)

프로젝트	규모	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
수송동 복합빌딩	2,188	20	154	667	1,347				
해운대 비즈니스호텔	1,524			6	240	940	338		
엠스테이 호텔 창원	587				30	465	92		
가산SKV1센터	995				5	190	460	340	
가산W센터	930					140	430	360	
강남역 비엘 106	535					130	290	115	
수송스퀘어	40					30	10		
서소문 오피스텔	2,375					160	875	1,150	190
수원 비즈니스호텔	540						10	35	495
합 계	**9,714**	**20**	**154**	**673**	**1,622**	**2,055**	**2,505**	**2,000**	**685**

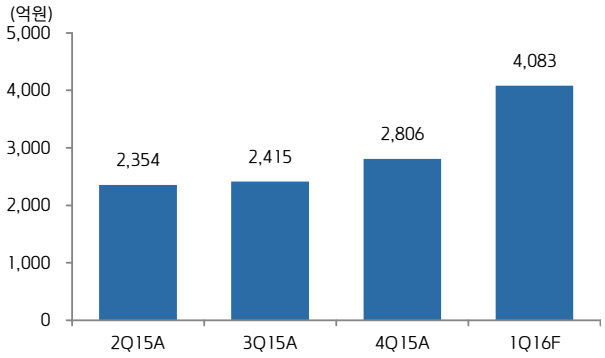
자료: SK디앤디, 키움증권

SK디앤디 1분기 수주현황 (단위: 억원)

발주처	수주내용	수주일자	수주총액	기납품액	수주잔고
국민은행 (이지스사모부동산신탁 47 호)	해운대 비즈니스호텔 개발사업 (선매각)	2015.05.29	1,524	380	**1,144**
엠스테이 호텔 창원	엠스테이 호텔 창원 (분양형 사업)	2015.09.03	587	102	**485**
가산 SK V1 Center	지식산업센터 (분양형 사업)	2015.12.02	996	49	**947**
가산 W Center	지식산업센터 (분양형 사업)	2016.01.12	929	46	**883**
강남역 BIEL 106	강남역 BIEL 오피스텔 (분양형 사업)	2016.03.31	536	-	**536**
에스케이건설㈜ 등	가구 납품 등	2014~2016	196	101	**95**
합 계			**4,769**	**678**	**4,091**

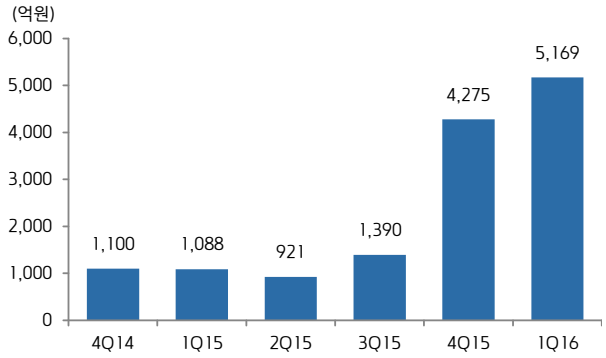
자료: SK디앤디, 키움증권

SK디앤디 수주잔고 추이



자료: SK디앤디, 키움증권

SK디앤디 재고자산 추이



자료: SK디앤디, 키움증권

SK디앤디 1분기 영업용 부동산의 현황 (단위: 억원)

구분	소재지	면적(㎡)	취득가액	장부가액	비고
건설용지	부산시 해운대구 우동	3,847.8	500	382	해운대 신라스테이
	수원시 팔달구 인계동	916.9	54	54	수원 호텔
	창원시 성산구 상남동	2,960.8	105	87	엠스테이 호텔 창원
	서울시 금천구 가산동	5,042.0	300	286	SK V1 Center
	서울시 금천구 가산동	5,042.2	302	287	W Center
	서울시 중구 서소문동	3,056.9	1,049	1,049	서소문 오피스
	서울시 강남구 역삼동	727.2	246	246	강남역 BIEL 106
상업시설	고양시 일산구 대화동	1,380.0	85	79	킨텍스몰 상가
합계		**22,973.8**	**2,641**	**2,470**	

자료: SK디앤디, 키움증권

SK디앤디 1분기 영업용 부동산의 현황 (단위: 억원)

구분	소재지	면적(㎡)	취득가액	장부가액	비고
토지	서울시 종로구 수송동	5,275.0	2,006	2,006	수송스퀘어 토지
건물	서울시 종로구 수송동	44,825.1	696	696	수송스퀘어 건물
미완성공사	서울시 종로구 수송동	-	16	16	증축 공사비
합계		**50,100.1**	**2,718**	**2,718**	

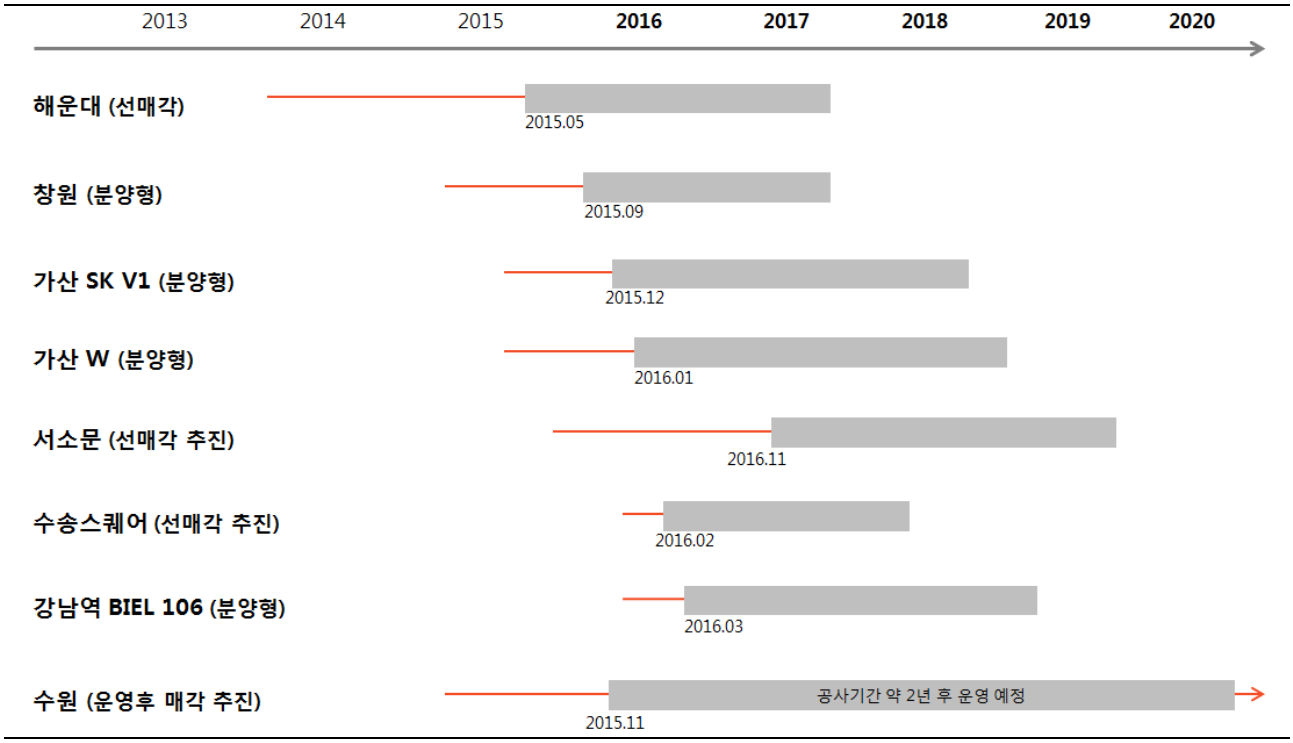
자료: SK디앤디, 키움증권

SK디앤디 1분기 신재생에너지 설비 현황 (단위: 억원)

구분	소재지	규모	취득가액	장부가액	비고
가시리 풍력발전소	서귀포시 표선면 가시리	30MW	779	727	
남원사랑 태양광발전소	남원시 보절면 진기리 外	1MW	87	47	
순천 태양광발전소	순천시 교량동	1MW	22	20	
합계		**32MW**	**888**	**794**	

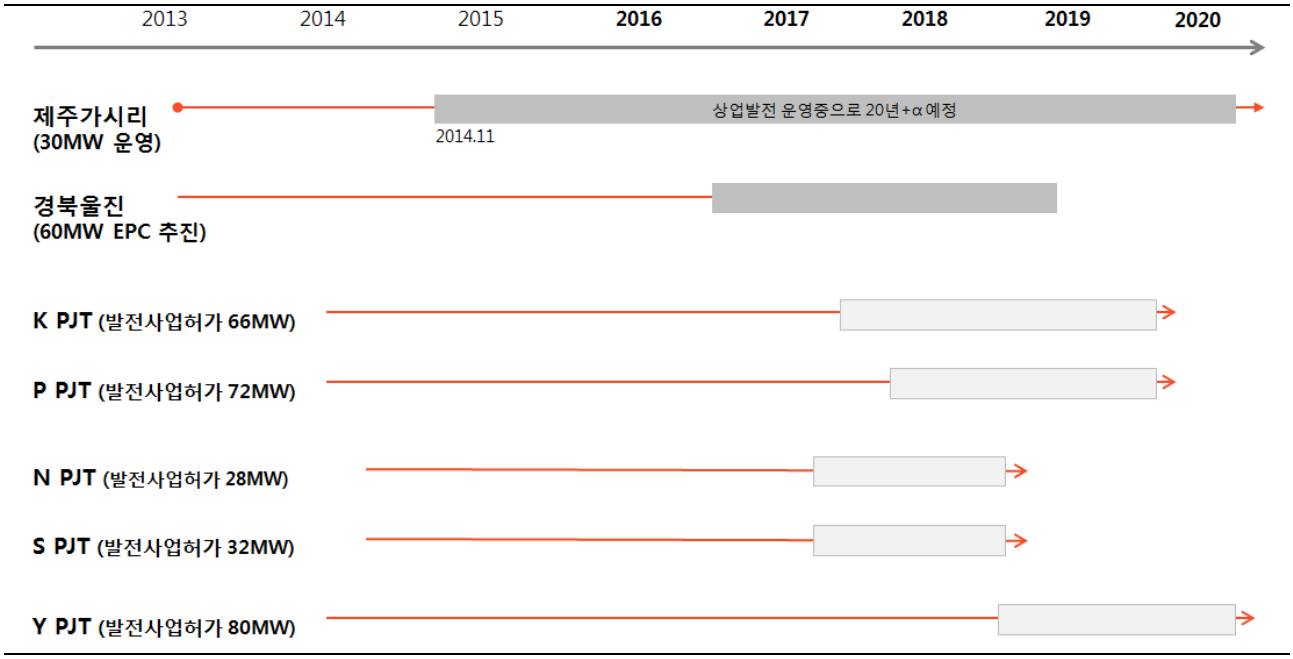
자료: SK디앤디, 키움증권

SK디앤디 부동산개발 주요 프로젝트 예상일정



자료: SK디앤디, 키움증권

SK디앤디 풍력개발 주요 프로젝트 예상일정



자료: SK디앤디, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	1,749	2,313	2,732	3,428	3,624
매출원가	1,296	1,728	2,099	2,694	2,844
매출총이익	453	585	634	734	781
매출총이익률(%)	25.9	25.3	23.2	21.4	21.5
판매비및일반관리비	201	316	336	359	373
영업이익	252	269	297	375	407
영업이익률(%)	14.4	11.6	10.9	11.0	11.2
영업외손익	-22	-7	-2	299	-19
금융수익	16	26	43	38	51
금융원가	38	53	80	89	94
기타수익	6	20	12	16	20
기타비용	14	3	6	8	6
종속및관계기업관련손익	7	2	28	342	10
법인세차감전이익	229	262	296	674	389
법인세비용	38	60	67	148	85
유효법인세율	16.7	23.1	22.5	22.0	22.0
당기순이익	191	202	229	526	303
순이익률(%)	10.9	8.7	8.4	15.3	8.4
총포괄손익	190	215	229	528	303
EBITDA	270	327	356	434	466
EBITDA margin (%)	15.5	14.1	13.0	12.7	12.8
증감율(%, YoY)					
매출액	34.4	32.3	18.1	25.5	5.7
영업이익	156.1	6.8	10.6	26.2	8.5
법인세차감전이익	123.0	14.2	12.8	128.1	-42.4
당기순이익	137.2	5.4	13.7	129.6	-42.4
지배주주지분당기순이익	137.2	6.1	14.2	126.9	-42.4
EBITDA	142.0	20.8	8.9	21.9	7.4
EPS	137.0	-18.8	-2.4	126.9	-42.4

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	2,492	5,742	7,804	8,772	9,787
현금및현금성자산	232	1,024	1,905	1,484	2,048
매출채권및기타유동채권	882	210	255	336	359
재고자산	1,100	4,275	5,169	6,468	6,838
기타유동자산	278	233	475	484	542
비유동자산	1,376	1,810	1,894	2,082	2,092
장기매출채권및기타비유동채권	0	0	0	0	0
유형자산	879	893	840	787	734
무형자산	34	41	42	42	42
투자자산	393	797	925	1,146	1,204
기타비유동자산	70	79	86	107	113
자산총계	3,868	7,552	9,698	10,853	11,880
유동부채	1,427	646	640	743	963
매입채무및기타유동채무	408	259	343	229	242
유동성이자발생차입금	1,000	196	174	374	574
기타유동부채	19	191	124	141	147
비유동부채	1,239	4,364	5,530	6,054	6,554
장기매입채무및기타비유동채무	92	101	83	104	110
사채및장기차입금	1,126	4,251	5,428	5,928	6,428
기타비유동부채	21	12	20	22	16
부채총계	2,666	5,010	6,171	6,797	7,517
자본금	77	108	122	122	122
자본잉여금	457	835	1,621	1,621	1,621
이익잉여금	668	827	1,016	1,542	1,845
기타자본	0	16	15	18	22
지배주주지분자본총계	1,202	1,786	2,774	3,303	3,609
자본총계	1,202	2,542	3,527	4,056	4,363
총차입금	2,126	4,447	5,601	6,301	7,001
순차입금	1,894	3,424	3,696	4,818	4,953

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	-471	-2,261	1,228	223	1,282
당기순이익	191	202	229	526	303
감가상각비	18	57	58	58	58
무형자산상각비	1	0	0	0	0
운전자본변동	-742	-2,465	1,188	-12	1,226
매출채권및기타채권의증감	-618	674	-46	-80	-24
재고자산의증감	-85	-3,021	-781	-1,299	-370
매입채무및기타채무의증감	155	-168	-3	-114	13
영업에서창출된현금흐름	-462	-2,084	1,499	688	1,625
투자활동현금흐름	-922	-387	-1,504	-1,344	-1,418
투자자산의감소(증가)	-98	-346	-1,427	-1,267	-1,341
유형자산의감소	0	0	0	0	0
유형자산의증가(CAPEX)	-808	-25	-5	-5	-5
무형자산의감소(증가)	0	-8	-4	-4	-4
기타	-15	-8	-69	-69	-69
재무활동현금흐름	1,279	3,438	1,158	700	700
차입금의증가(감소)	1,247	2,312	1,158	700	700
자본증가(감소)	33	1,166	0	0	0
자기주식의처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	-40	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	-113	791	881	-421	564
기초현금및현금성자산	346	232	1,024	1,905	1,484
기말현금및현금성자산	232	1,024	1,905	1,484	2,048
GrossCashFlow	280	381	311	700	400
FreeCashFlow	-1,271	-2,117	1,491	680	1,617

투자지표

(단위: 원, 배, %)

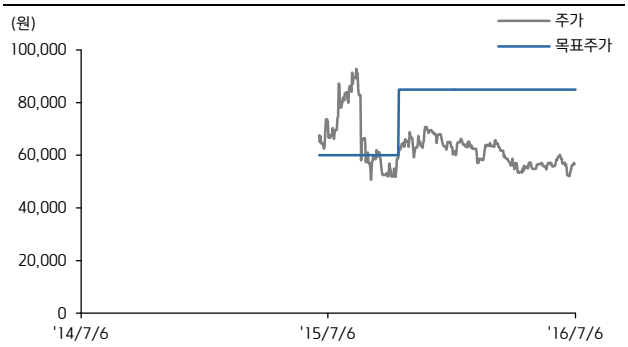
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	2,801	2,276	2,222	5,042	2,905
BPS	16,995	16,582	25,754	30,665	33,512
주당EBITDA	3,960	3,663	3,409	4,157	4,462
SPS	25,619	25,944	26,189	32,857	34,737
DPS	0	400	500	700	700
주가배수(배)					
PER	0.0	28.6	25.5	11.2	19.5
PBR	0.0	3.9	2.2	1.8	1.7
EV/EBITDA	7.0	34.2	29.6	26.9	25.4
PSR	0.0	2.5	2.2	1.7	1.6
배당수익률	N/A	0.6	0.9	1.2	1.2
배당성향	0.0	21.2	23.2	14.3	24.9
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.1	13.6	10.2	17.3	8.8
총자산이익률(ROA)	6.1	3.5	2.7	5.1	2.7
투하자본이익률(ROIC)	11.5	5.4	4.1	4.3	4.1
안정성(%)					
부채비율	221.9	197.1	174.9	167.6	172.3
순차입금비율	157.6	134.7	104.8	118.8	113.5
유동비율	174.6	889.3	1,219.3	1,180.8	1,016.6
이자보상배율(배)	17.6	9.9	4.6	5.2	5.1
활동성(회)					
매출채권회전율	3.0	4.2	11.7	11.6	10.4
재고자산회전율	1.2	0.6	0.4	0.5	0.4
매입채무회전율	5.7	6.9	9.1	12.0	15.4

- 당사는 7월 5일 현재 'SK디앤디' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가
SK디앤디 (210980)	2015/06/23	BUY(Initiate)	60,000원
	2015/10/19	BUY(Maintain)	85,000원
	2015/11/16	BUY(Maintain)	85,000원
	2015/11/24	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/01/12	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/02/04	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/05/17	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/07/06	BUY(Maintain)	85,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2015/6/1~2016/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	96.36%
중립	6	3.64%
매도	0	0.00%