



## Outperform(Downgrade)

목표주가: 40,000원

주가(2/6): 32,700원

시가총액: 5,283억원

건설/부동산  
Analyst 라진성  
02) 3787-5226  
jsr@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (2/6)		
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	44,750원	25,750원
등락률	-26.9%	27.0%
수익률	절대	상대
1M	-3.0%	-1.2%
6M	-2.4%	-4.7%
1Y	21.6%	3.0%

## Company Data

발행주식수	16,155천주
일평균 거래량(3M)	41천주
외국인 지분율	2.0%
배당수익률(17E)	1.8%
BPS(17E)	16,070원
주요 주주	에스케이가스 외1인
	국민연금공단
	55.0%
	12.5%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,764	3,309	4,074	4,675
영업이익	404	236	377	625
EBITDA	460	293	434	682
세전이익	345	887	383	644
순이익	263	662	293	490
총포괄손익	279	651	312	494
EPS(원)	1,686	3,427	1,866	3,040
증감률(%Y Y)	12.5	103.3	-45.6	63.0
PER(배)	17.5	9.8	17.5	10.8
PBR(배)	2.3	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA(배)	21.4	31.1	22.1	13.4
영업이익률(%)	14.6	7.1	9.3	13.4
ROE(%)	14.0	23.5	11.1	16.1
순부채비율(%)	151.7	140.4	152.4	119.0

## Price Trend



## ☑ 4Q 실적 Review

## SK디앤디 (210980)

## 2세대 디벨로퍼로의 전환을 위한 진통



<장 후 실적발표> 동사는 4분기 매출액 873억원(YoY -18.6%), 영업이익 -15억원(YoY 적자전환)을 기록해 어닝쇼크를 기록했습니다. 주요인은 분양 마케팅 비용 89억원(문래동 10억원, 성수동 79억원)이 반영됐기 때문이다. 이 비용을 제외하면 당사 추정치에는 부합하는 실적을 기록한 셈이다. 3분기에 문래동 지식산업센터가 분양을 시작했으며, 연말 기준 80%, 현재 100%의 분양률을 기록하고 있다. 12월에 분양을 시작한 성수동 지식산업센터의 분양률이 1달만에 50%를 기록하면서 분양 마케팅 비용이 4분기에 급증하게 됐다. 성수동 지식산업센터의 현재 분양률은 80% 수준으로, 올해 1분기까지는 분양 마케팅 비용 반영이 지속될 것으로 판단된다. 3분기 실적에서도 경험했듯이 분양 마케팅 비용의 증가는 성공적인 사업을 의미하며, 하반기부터는 실적개선이 빠르게 진행될 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; Point 1. 분양 마케팅 비용의 증가는 성공적인 사업을 의미

동사는 4분기 매출액 873억원(YoY -18.6%, QoQ +8.2%), 영업이익 -15억원(YoY 적자전환, QoQ 적자전환%)을 기록해 어닝쇼크를 기록했다. 주요인은 분양 마케팅 비용 약 89억원(문래동 10억원, 성수동 79억원)이 반영됐기 때문이다. 이 비용을 제외하면 당사 추정치에는 부합하는 실적을 기록한 셈이다. 3분기에 문래동 지식산업센터가 분양을 시작했으며, 연말 기준 80%, 현재 100%의 분양률을 기록하고 있다. 12월에 분양을 시작한 성수동 지식산업센터의 분양률이 1달만에 50%를 기록하면서 분양 마케팅 비용이 4분기에 급증하게 됐다. 성수동 지식산업센터의 현재 분양률은 80% 수준으로, 올해 1분기까지는 분양 마케팅 비용 반영이 지속될 것으로 판단된다. 3분기 실적에서도 경험했듯이 분양 마케팅 비용의 증가는 성공적인 사업을 의미하며, 하반기부터는 실적개선이 빠르게 진행될 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; Point 2. 성공적인 Green Developer의 모습

동사는 지난 3분기에 ESS 사업을 런칭했다. 연말 기준 24MW, 현재 38MW가 가동 중이며, 122MW가 추가로 계약 완료됐다. 연내 추가로 553MW를 확보할 계획으로, 내년에는 총 713MW가 가동될 전망이다. 당사는 동사의 목표 대비 약 70%의 성공확률을 반영해 실적을 추정했으며, 이와 같은 시나리오 상에서 내년 ESS부문 영업이익은 254억원에 달할 것으로 예상된다. 최근 부동산개발 사업을 진행하는 데 있어 금리인상 등 불리한 여건이 확대되고 있다. 따라서 풍력발전사업과 함께 ESS사업은 부동산개발로 인한 실적 변동성을 크게 줄여줄 뿐만 아니라 수익성 개선 추세가 지속되는데 큰 역할을 할 것으로 기대된다.

## &gt;&gt;&gt; Point 3. 2세대 디벨로퍼로의 전환을 위한 진통

동사는 현재 1조원 이상의 수주잔고를 보유하고 있으며, 사업추진 중인 deal 파이프라인은 1.7조원에 달해 부동산개발부문의 안정적인 성장이 전망된다. 추가적인 풍력발전개발 사업이 가시화되고 있고, 2020년부터는 임대사업의 성과도 기대된다. ESS사업은 이익 기여도가 빠른 속도로 올라갈 전망이다. 그동안 동사는 부동산개발부문 이익비중이 80% 이상을 차지하면서 프로젝트별 상황과 경기 싸이클에 따라 분기별 실적 변동성이 큰 편이었다. 하지만 내년부터는 개발이익과 운영이익이 6:4 수준을 유지하면서, 선진국 디벨로퍼와 같은 안정적인 비즈니스 구조가 갖춰질 전망이다.

## SK디앤디 분기별 실적 Review

(억원, IFRS 연결)	4Q16		3Q17		4Q17		당사 추정치		컨센서스	
	발표치	YoY	QoQ	추정치	차이	컨센서스	차이			
매출액	1,079	812	878	-18.6%	8.2%	900	-2.4%	874	0.5%	
GPM	35.6%	19.3%	21.5%	-14.1%p	2.1%p	21.2%	0.3%p	26.8%	-5.3%p	
영업이익	267	58	-15	적자전환	적자전환	78	적자전환	74	적자전환	
OPM	24.7%	7.1%	-1.7%	-26.4%p	-8.8%p	8.6%	-10.3%p	8.5%	-10.1%p	
세전이익	207	77	-18	적자전환	적자전환	46	적자전환	70	적자전환	
순이익	161	61	-18	적자전환	적자전환	36	적자전환	53	적자전환	

자료: SK디앤디, 키움증권

## SK디앤디 실적 추정 (단위: 억원)

IFRS 연결	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	530	583	571	1,079	774	845	812	878	2,764	3,309	4,074
부동산	448	525	531	834	621	689	563	647	2,337	2,519	2,749
신재생에너지	52	22	17	155	97	72	163	175	246	507	860
0	0	0	0	0	0	0	1	2	0	3	177
가구	31	36	23	90	56	84	86	54	180	280	288
매출총이익률(%)	25.7	24.9	23.8	35.6	26.4	27.0	19.3	21.5	29.0	23.5	20.3
영업이익	30	49	58	267	122	71	58	-15	404	236	377
영업이익률(%)	5.7	8.4	10.2	24.7	15.7	8.4	7.1	-1.7	14.6	7.1	9.3
부동산(%)	6.7	16.5	17.2	22.3	18.4	15.0	16.9	6.1	16.8	14.0	14.6
신재생에너지(%)	54.5	-14.4	-9.7	84.1	37.5	-9.6	-4.4	21.2	62.5	11.7	9.8
가구(%)	10.4	-4.0	0.2	19.9	11.1	14.2	12.8	-3.7	10.9	9.7	9.4
세전이익	46	35	55	207	123	706	77	-18	345	887	383
순이익	35	26	42	161	84	534	61	-18	263	662	293
총포괄손익	30	28	29	193	63	540	54	-5	279	651	312

자료: SK디앤디, 키움증권

## SK디앤디 주요 부동산 개발사업 프로젝트 계획 추정 (단위: 억원)

프로젝트	방식	규모	2015	2016	2017E	2018E	2019E
당산 SK V1 지식산업센터	분양형	1,155	132				
울산 비즈니스호텔 개발사업	선매각 완료	104	42				
수송동 복합개발	선매각 완료	2,159	725				
해운대 비즈니스호텔	선매각 완료	1,524	238	947	339		
엠스테이 호텔 창원	분양형	587	42	415	131		
가산SKV1센터	분양형	1,017	10	309	546	153	
가산W센터	분양형	984	0	295	561	128	
수송스퀘어	선매각 완료						
강남역 비엘 106	분양형	536		108	316	113	
서소문 오피스	선매각 완료	2,286			457	1,074	754
문래동 지식산업센터	분양형	776			37	279	422
성수동 지식산업센터	분양형	2,500			8	759	1,383
저동 호텔	선매각 추진	1,600				144	710
판교 호텔	선매각 추진	2,000					
울진풍력발전소 EPC	EPC	1,420		1	354	710	355
합계		18,649	1,189	2,074	2,749	3,360	3,625

자료: SK디앤디, 키움증권

## SK디앤디의 신재생에너지 사업 유형

사업의 유형	세부내용
개발 사업	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 개발후 발전사업에 대한 권리(사업권)를 매각하고, EPC 도급을 통하여 수익을 창출하는 사업</li> <li>* EPC 사업은 설계(Engineering), 조달(Procurement), 공사(Construction)로 구분 <ul style="list-style-type: none"> <li>- 설계: 도면작성, 구조검토, 인허가 서류 등 공사전 사업단계 준비 작업</li> <li>- 조달: 각 사업에서 사용되는 자재 조달</li> <li>- 공사: 발전소 건설 공사</li> </ul> </li> <li>※ 직접 개발단계 없이 순수하게 공사마진을 추구하는 EPC사업도 수행</li> </ul>
운영 사업	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 발전사업의 개발단계부터 건축까지 자체적으로 수행하고 운영단계에서 전력등의 판매를 통하여 수익을 창출하는 사업</li> <li>* 운영사업의 매출은 전력판매와 REC판매로 구성됨 <ul style="list-style-type: none"> <li>- 전력판매수익: 생산된 전력을 전력거래소에 판매하여 발생되는 수익</li> <li>- REC판매수익: 신재생에너지 의무공급제도(RPS)에 따라 발생된 공급인증서(REC)를 판매하여 발생되는 수익</li> </ul> </li> </ul>

자료: SK디앤디, 키움증권

## SK디앤디 제주 가시리 풍력발전소



자료: SK디앤디, 키움증권

## SK디앤디 울진 풍력발전소



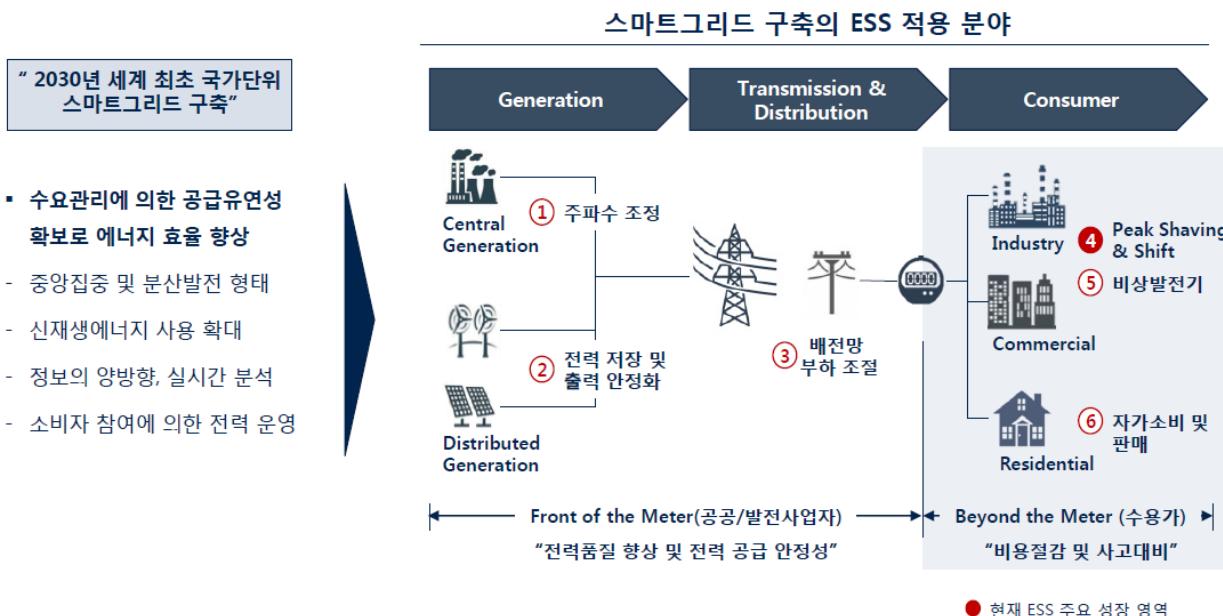
자료: SK디앤디, 키움증권

## SK디앤디 제주 가시리 풍력발전소 vs 울진 풍력발전소

구분	제주 가시리 풍력발전소	울진 풍력발전소																					
프로젝트	제주 가시리 풍력발전단지 건설공사	울진 현종산 풍력발전단지 건설공사																					
방식	소유 및 운영	EPC 및 O&M																					
사업규모	779억원	<ul style="list-style-type: none"> <li>- EPC 1,601억원</li> <li>- O&amp;M 375억원 (연간 25억 기준 15년간)</li> </ul>																					
위치	제주 서귀포시 표선면 가시리	경상북도 울진군 현종산 일원																					
설치용량	30MW (3MW 10기)	60.6MW 예정 (17기 예정)																					
면적	2,817,441㎡ (852,276평)	175,998㎡ (53,239평)																					
상업발전개시	2014년 11월	2019년 5월 예정																					
실적	연간 전력판매수입 130억원, EBITDA 80억원 수준	<ul style="list-style-type: none"> <li>- EPC 공사매출 1,601억원, GP마진 10% 내외</li> <li>- O&amp;M 매출 연간 25억원 (15년간)</li> </ul>																					
특징	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 유기 축산 단지 내 신재생에너지 발전 단지 병행 개발</li> <li>- 마을 발전기금으로 임대료 지급</li> <li>- 연평균 이용률은 25% 수준으로 연간 약 7만Mwh 전기 생산</li> <li>- 풍력발전으로 만들어진 전기를 전력거래소에서 직접 현물 거래 할 수도 있고 REC로 쌓아뒀다가 RPS 대상 발전사들과의 판매계약도 가능</li> </ul> <table border="1" style="margin-top: 5px;"> <tr> <td>(발전단지 가동률)</td> <td>Guaranteed</td> <td>Achieved</td> </tr> <tr> <td>2015년</td> <td>95.25%</td> <td>98.3%</td> </tr> <tr> <td>2016년</td> <td>97.0%</td> <td>98.5%</td> </tr> <tr> <td>2017년</td> <td>97.0%</td> <td>99.1% ('17.06 현재)</td> </tr> </table>	(발전단지 가동률)	Guaranteed	Achieved	2015년	95.25%	98.3%	2016년	97.0%	98.5%	2017년	97.0%	99.1% ('17.06 현재)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- EPC 계약기간: 착공일('17.2)로부터 28개월이 되는 날까지</li> <li>- O&amp;M 계약기간: 발주자가 풍력발전기 전체를 인계 받은 날로부터 15년간, 추가 5년 연장 가능</li> </ul> <table border="1" style="margin-top: 5px;"> <tr> <td rowspan="4">(공사 계획)</td> <td>일자</td> <td>내용</td> </tr> <tr> <td>2017. 02</td> <td>착공</td> </tr> <tr> <td>2018. 09</td> <td>상업운전 개시</td> </tr> <tr> <td>2019. 03</td> <td>준공목표</td> </tr> </table>	(공사 계획)	일자	내용	2017. 02	착공	2018. 09	상업운전 개시	2019. 03	준공목표
(발전단지 가동률)	Guaranteed	Achieved																					
2015년	95.25%	98.3%																					
2016년	97.0%	98.5%																					
2017년	97.0%	99.1% ('17.06 현재)																					
(공사 계획)	일자	내용																					
	2017. 02	착공																					
	2018. 09	상업운전 개시																					
	2019. 03	준공목표																					

자료: SK디앤디, 키움증권

## SK디앤디 신재생에너지 개발사업 Update: ESS 사업



자료: SK디앤디, 키움증권

## ESS 개념도



주1: 전 세계 ESS 시장은 2016년 24GWh에서 2020년 52GWh로 연평균 17%씩 성장, 관련 시장도 2020년에는 10배 커진 150억달러에 달할 것으로 전망

주2: ESS는 현재 1MW를 투자하는 데 배터리 5억원에 출력장치 3억원 등 모두 8억원 정도가 든다고 알려짐

자료: 조선일보, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,313	2,764	3,309	4,074	4,675
매출원가	1,728	1,962	2,531	3,246	3,778
매출총이익	585	801	777	828	896
매출총이익률(%)	25.3	29.0	23.5	20.3	19.2
판매비및일반관리비	316	398	541	451	272
영업이익	269	404	236	377	625
영업이익률(%)	11.6	14.6	7.1	9.3	13.4
영업외손익	-7	-59	651	6	19
금융수익	26	44	87	54	72
금융원가	53	114	107	60	65
기타수익	20	5	673	16	14
기타비용	3	17	19	13	17
증속및관계기업관련손익	2	23	18	10	14
법인세차감전이익	262	345	887	383	644
법인세비용	60	81	225	90	154
유효법인세율	23.1	23.5	25.4	23.4	24.0
당기순이익	202	263	662	293	490
순이익률(%)	8.7	9.5	20.0	7.2	10.5
총포괄손익	215	279	651	312	494
EBITDA	327	460	293	434	682
EBITDA margin (%)	14.1	16.6	8.8	10.6	14.6
증감율(% YoY)					
매출액	32.3	19.5	19.7	23.1	14.7
영업이익	6.8	50.2	-41.5	59.6	65.7
법인세차감전이익	14.2	31.5	157.5	-56.8	68.1
당기순이익	5.4	30.7	151.2	-55.7	66.9
지배주주지분당기순이익	6.1	34.2	103.3	-45.6	63.0
EBITDA	20.8	40.9	-36.4	48.3	57.1
EPS	-20.3	12.5	103.3	-45.6	63.0

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,742	8,019	6,490	6,630	7,398
현금및현금성자산	1,024	415	978	689	1,500
매출채권및기타유동채권	210	827	942	1,143	1,311
재고자산	4,275	2,678	3,201	3,528	3,335
기타유동자산	233	4,099	1,369	1,270	1,252
비유동자산	1,810	2,195	1,801	2,400	2,693
장기매출채권및기타비유동채권	0	0	0	0	0
유형자산	893	840	832	867	903
무형자산	41	53	55	55	55
투자자산	797	1,205	822	1,370	1,613
기타비유동자산	79	96	92	107	122
자산총계	7,552	10,214	8,291	9,030	10,091
유동부채	646	4,806	2,122	2,469	2,767
매입채무및기타유동채무	383	635	796	983	1,127
유동성자자발생차입금	196	2,323	1,264	1,408	1,550
기타유동부채	67	1,848	62	78	90
비유동부채	4,364	2,553	3,572	3,726	4,056
장기매입채무및기타비유동채무	101	84	114	54	134
사채및장기차입금	4,251	2,424	3,360	3,600	3,840
기타비유동부채	12	44	97	72	82
부채총계	5,010	7,359	5,694	6,196	6,824
자본금	108	108	162	162	162
자본잉여금	835	890	836	836	836
이익잉여금	827	1,056	1,552	1,795	2,227
기타자본	16	55	46	48	51
지배주주지분자본총계	1,786	2,108	2,596	2,841	3,275
자본총계	2,542	2,855	2,597	2,834	3,268
총차입금	4,447	4,747	4,625	5,008	5,390
순차입금	3,424	4,333	3,646	4,319	3,890

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-2,261	-1,433	-1,021	-68	700
당기순이익	202	263	662	293	490
감가상각비	57	56	56	56	56
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-2,465	-1,670	-1,055	-297	400
매출채권및기타채권의증감	674	-616	-112	-202	-168
재고자산의증감	-3,021	-1,176	-666	-327	193
매입채무및기타채무의증감	-168	472	43	188	144
영입에서창출된현금흐름	-2,084	-1,182	-692	152	1,101
투자활동현금흐름	-387	-870	3,272	2,906	3,239
투자자산의감소(증가)	-346	-833	900	2,116	1,845
유형자산의감소	0	0	0	0	0
유형자산의증가(CAPEX)	-25	-2	-47	-92	-92
무형자산의감소(증가)	-8	-13	-3	-4	-4
기타	-8	-23	2,421	885	1,490
재무활동현금흐름	3,438	1,941	-1,928	-3,127	-3,127
차입금의증가(감소)	2,312	1,984	-145	380	380
자본증가(감소)	1,166	0	0	0	0
자기주식의처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-1,724	-3,448	-3,448
기타	-40	-43	-59	-59	-59
현금및현금성자산의순증가	791	-609	564	-289	811
기초현금및현금성자산	232	1,024	415	978	689
기말현금및현금성자산	1,024	415	978	689	1,500
GrossCashFlow	381	488	363	449	701
FreeCashFlow	-2,117	-1,197	-742	56	1,005

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,499	1,686	3,427	1,866	3,040
BPS	11,055	13,048	16,070	17,585	20,275
주당EBITDA	2,412	2,848	1,811	2,685	4,219
SPS	17,081	17,108	20,482	25,218	28,936
DPS	400	530	600	650	700
주가배수(배)					
PER	28.9	17.5	9.8	17.5	10.8
PBR	3.9	2.3	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	34.2	21.4	31.1	22.1	13.4
PSR	2.5	1.7	1.6	1.3	1.1
배당수익률	0.6	1.2	1.8	2.0	2.1
배당성향	21.2	21.0	17.5	34.8	23.0
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.6	14.0	23.5	11.1	16.1
총자산이익률(ROA)	3.5	3.0	7.2	3.4	5.1
투하자본이익률(ROIC)	5.4	5.7	3.2	5.3	8.7
안정성(%)					
부채비율	197.1	257.7	219.2	218.6	208.8
순차입금비율	134.7	151.7	140.4	152.4	119.0
유동비율	889.3	166.9	305.9	268.5	267.3
이자보상배율(배)	9.9	4.3	3.2	10.2	15.6
활동성(회)					
매출채권회전율	4.2	5.3	3.7	3.9	3.8
재고자산회전율	0.6	0.6	0.9	1.0	1.1
매입채무회전율	5.8	5.4	4.6	4.6	4.4

## Compliance Notice

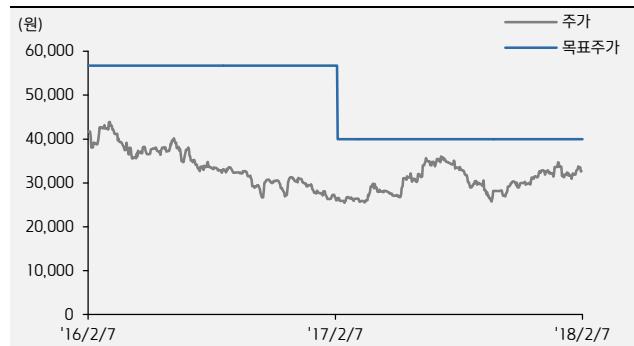
- 당사는 2월 6일 현재 'SK디앤디' 발행주식(전환가능주식)을 1% 이상 전환사채로 보유하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점			과리율(%)
				평균 주가대비	최고 주가대비	최저 주가대비	
SK디엔디 (210980)	2016/02/04	BUY(Maintain)	56,700원	6개월	-29.41	-25.18	
	2016/02/22	BUY(Maintain)	56,700원	6개월	-30.76	-22.59	
	2016/05/17	BUY(Maintain)	56,700원	6개월	-31.71	-22.59	
	2016/07/06	BUY(Maintain)	56,700원	6개월	-31.97	-22.59	
	2016/07/13	BUY(Maintain)	56,700원	6개월	-32.98	-22.59	
	2016/08/18	BUY(Maintain)	56,700원	6개월	-45.02	-40.83	
	2016/11/18	BUY(Maintain)	56,700원	6개월	-45.39	-40.83	
	2016/11/25	BUY(Maintain)	56,700원	6개월	-45.62	-40.83	
	2016/12/13	BUY(Maintain)	56,700원	6개월	-47.11	-40.83	
	2017/02/10	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-29.42	-13.75	
	2017/06/20	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-27.24	-10.88	
	2017/07/10	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-24.89	-10.00	
	2017/08/14	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-27.08	-17.88	
	2017/11/15	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-23.57	-13.25	
	2018/02/07	Outperform (Downgrade)	40,000원	6개월			

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가 추이



## 투자의견 및 적용기준

기입	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 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%