

SK COMPANY Analysis



Analyst
신서정
seojeong@sk.com
02-3773-9978

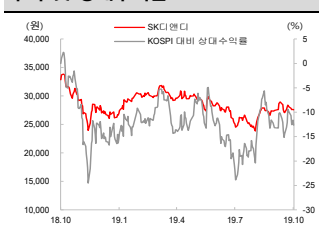
Company Data

자본금	19 십억원
발행주식수	1,899 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	523 십억원
주요주주	
SK가스(외2)	58.67%
국민연금공단	8.34%
외국인지분률	4.50%
배당수익률	2.20%

Stock Data

주가(19/10/11)	27,550 원
KOSPI	2044.61 pt
52주 Beta	0.49
52주 최고가	33,850 원
52주 최저가	23,850 원
60일 평균 거래대금	0 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.4%	0.6%
6개월	-6.9%	1.3%
12개월	-16.1%	-12.6%

SK 디앤디 (210980/KS | 매수(신규편입) | T.P 39,000 원(신규편입))

2020 년은 SK 디앤디의 해가 될 것

SK 디앤디의 3Q19 매출액은 1,010 억원 (YoY-12%), 영업이익은 151 억원 (YoY+55.6%)을 기록하며 시장컨센서스를 상회하는 실적을 전망한다. 특히 동사의 실적은 2019 년 보다 2020 년이 훨씬 기대가 되는데 인도기준으로 인식되는 성수 SK V1,W 센터의 매출이 2Q20-3Q20 에 걸쳐 한꺼번에 반영될 예정이기 때문이다. 사업의 방향성 뿐만 아니라 입증하고 있는 실적면에서도 가치 업종내 Top-Pick 으로 추천할 만하다. 목표주가 39,000 원, 투자의견 Buy 를 제시하며 신규 커버리지 개시한다.

기대되는 2020 년 실적 점프업

SK 디앤디의 3Q19 매출액은 1,010 억원 (YoY-12%), 영업이익은 151 억원 (YoY+55.6%)을 기록하며 시장 컨센서스를 상회하는 실적을 전망한다. 동사의 실적은 2019 년보다 2020 년이 훨씬 기대가 되는데, 이는 인도기준으로 인식되는 성수 SK V1, W 센터의 매출이 2Q20-3Q20 에 걸쳐 한꺼번에 인식될 예정이기 때문이다. 더불어 ESS 부문에서도 2020 년까지 보조금이 반영되며 실적 호조에 기여할 전망이다.

제네콘 보다는 디벨로퍼 마켓

산업 설명에서 자세히 언급을 하였듯 건설업종이 성숙기에 돌입한 현재시점에서는, 제네콘 보단 디벨로퍼 마켓에 대해 더욱 주목을 해야 할 때이다. SK 디앤디는 국내 디벨로퍼 대표기업으로서, 부동산의 개발 관점에서 ESS, 신재생 등 다양한 사업부문을 성공적으로 안착시키고 있다. 연간 수주 6 천억원 가량의 파이프라인이 꾸준히 유지될 것으로 전망되는 바 안정성과 성장성 모두 갖춘 종목이라는 판단이다.

투자의견 매수, 목표주가 39,000 원으로 신규 커버리지 개시

4 분기부터 매출 증가세가 본격적으로 반영될 것으로 전망한다. 더불어 2020 년은 기존 매출 수준의 두 배에 달하는 1 조원대의 매출을 기록할 것으로 기대된다. 특히 부동산 개발 부문에서 인도기준으로 인식되는 성수 SK V1,W 센터 등으로 이익증대가 나타날 것으로 기대되며, Target PBR 은 일본 대표 디벨로퍼 미쓰이의 PBR 1.1 배와 SK 디앤디 20-21 년 평균 ROE 25%를 감안한 target PBR 2.8 배의 평균값(1.8x)을 적용하였다. 목표주가 39,000 원으로 현주가 대비 Upside-Potential 41.6% 기대되며 커버리지 내 탑픽으로 제안한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	276	331	563	339	1,018	757
yoy	%	19.5	19.7	70.1	-39.7	200.2	-25.6
영업이익	십억원	40	24	85	51	183	138
yoy	%	50.2	-41.4	259.7	-40.0	257.9	-24.3
EBITDA	십억원	46	29	98	111	247	192
세전이익	십억원	34	89	69	33	171	132
순이익(지배주주)	십억원	27	54	52	26	130	100
영업이익률%	%	14.6	7.2	15.1	15.1	18.0	18.3
EBITDA%	%	16.7	8.9	17.3	32.7	24.2	25.4
순이익률	%	9.5	19.7	9.3	7.6	12.8	13.2
EPS(계속사업)	원	1,686	3,362	3,237	1,364	6,838	5,259
PER	배	17.5	10.0	8.3	20.2	4.0	5.2
PBR	배	2.3	2.1	1.5	1.5	1.1	0.9
EV/EBITDA	배	20.7	33.4	13.3	12.9	5.4	7.4
ROE	%	14.0	23.1	17.3	7.4	31.3	19.3
순차입금	십억원	403	441	789	910	798	892
부채비율	%	257.7	264.0	328.4	334.4	287.4	259.5

2020년 실적 점프업

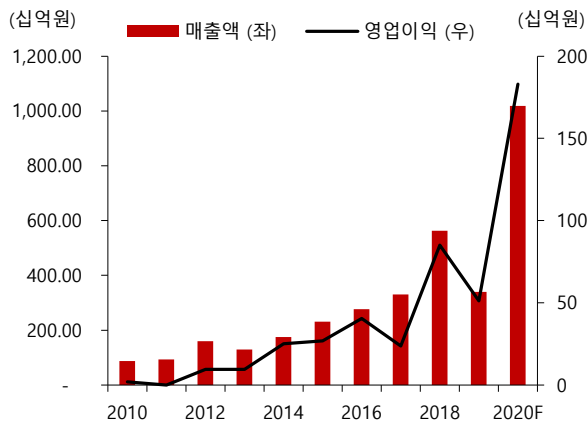
2020년 동사의 매출액과 영업이익은 각각 1조 18억 원, 1,830억 원으로 추정된다. 해당 수치는 2019년 339억 원, 51억 원 대비 각각 YoY +200%, YoY +257% 성장하는 것으로서, 올 해 대비 매우 큰 폭의 이익 성장이 기대되고 있다. 이를 기반으로 한 동사의 주가 및 valuation의 재평가가 충분히 기대되고 있다.

세부적으로 봤을 때, 2020년 실적 점프업은 부동산 개발 부문, 그 중에서도 성수 SK V1센터, 성수 W센터의 기여도가 클 것으로 보인다. 인도기준으로 인식되는 두 사업장이 2~3분기에 걸쳐 한꺼번에 인식이 될 것이기 때문이다. 각각 연간 기준으로 이익 기여도는 1,613억 원, 1,285억 원에 해당할 것으로 보이는데, 이를 통해서 부동산 부문의 이익 성장은 전년대비 279% 성장으로서 회사 전반의 이익 성장세를 견인할 것이다.

신재생에너지는 이익 기여뿐만 아니라, 2020년 이후 전체적인 회사의 성장세를 이끌어 갈 수 있는 성장요소로서 기대된다. 일단 단기적으로는 군위 풍력 발전의 개발이익 및 EPC 매출이 인식될 예정이다. 이미 발전소 허가는 마무리된 상황일 뿐만 아니라 2단계 인허가를 진행중인 의성(80MW), 포항(70MW) 등의 파이프라인 역시 대기 중이다. 이를 통한 이익 기여도는 2020년 3 퍼센트에서 2021년 24 퍼센트까지 올라올 것으로 예상된다. 사업부 목표상 풍력 프로젝트도 매년 1개 이상씩 진행할 것으로 기대되어 성장요인으로서의 역할을 해낼 것으로 기대된다.

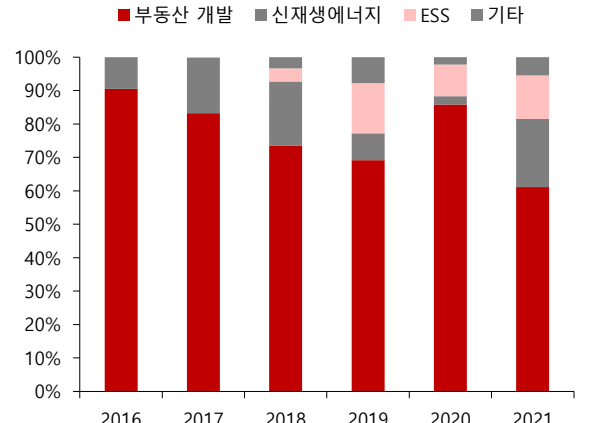
ESS 부문의 경우도 2020년까지는 정부보조금이 유지된다는 점을 감안하면 부동산 개발과 마찬가지로 2020년 최대 매출, 이익을 볼 것으로 기대된다.

SK 디앤디 이익 추이 및 전망치



자료: Dataguide, SK 증권

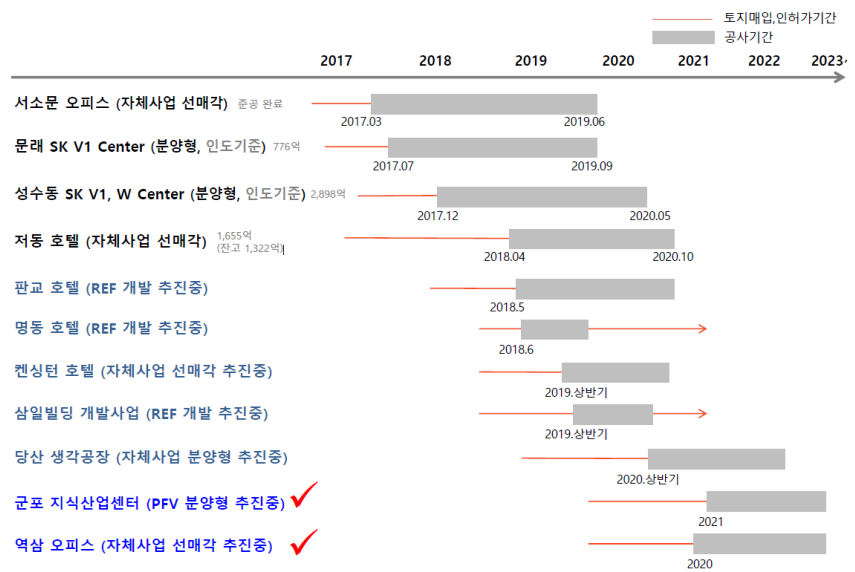
SK 디앤디 사업부별 이익비중 추이



자료: DataGuide, SK 증권

물론 2020 년의 높은 이익 창출 대비 부동산 개발 부문의 기저 탓에 2021 년의 이익 가시성은 떨어지는 것이 불가피한 사실이다. 다만 본문에서 분석한 바와 같이 디벨로퍼 시장이 성장할 수밖에 없는 한국 부동산 시장의 거시환경과, 신재생에너지 등 다양한 성장사업부를 갖춘 동사의 영업력을 감안할 때 2020 년과 크게 다르지 않은 매출액 수준을 유지할 수 있을 것으로 기대된다.

부동산 개발 주요 PJT 예상 일정



자료 : SK 디앤디, SK 증권

신재생에너지 발전 Deal pipeline

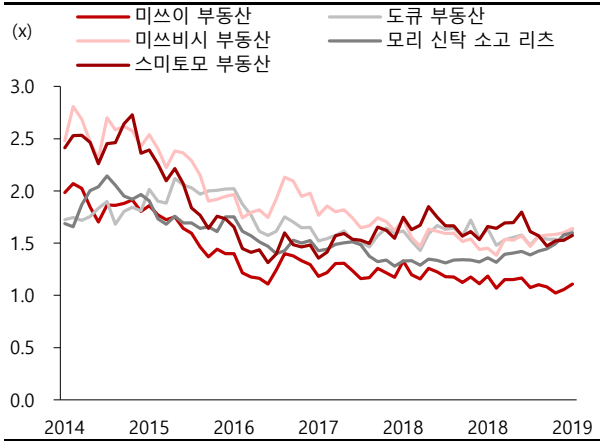
(단위: 억원)

	개발형태	예상용량	수주일자	준공예정	수주총액(€)
의성 풍력발전	SPC	80MW	'20년	'22년	2,000
포항 풍력발전		70MW			1,750
전남1 풍력발전	SPC	60MW	'21년	'23년	1,350
경북1 풍력발전		60MW			1,350
전북1 풍력발전	SPC	60MW	'22년	'24년	1,350
전북2 풍력발전		60MW			1,350
전남2 풍력발전	SPC	60MW	'23년	'25년	1,350
해상풍력(1개)	SPC	100MW	'22년	-	8,000
Deal-Pipeline (550MW)					18,500

※ 풍력발전개발 사업의 수주총액은 인허가중인 PJT별 예상용량에 대한 EPC 기준으로 설정

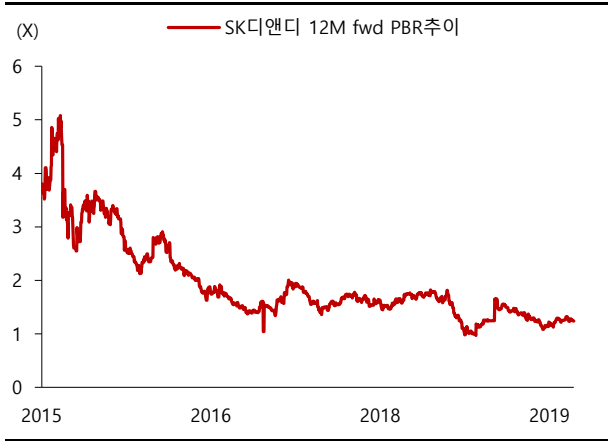
자료 : SK 디앤디, SK 증권

일본 5 대 디벨로퍼 PBR 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

SK 디앤디 12M fwd PBR 추이



자료: DataGuide, SK 증권

PBR Valuation Table

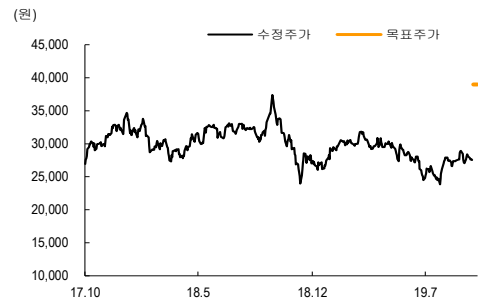
항목	비고
예상 BPS (원)	21,869.7 19~20 년 예상 평균 BPS
적정 P/B (배)	1.8 일본 미쓰이 디벨로퍼 PBR 1.1 배와 SK 디앤디 20-21 년 평균 ROE 25% 감안한 target PBR 2.8 의 평균값 적용
적정주가 (원)	39,365.6
목표주가 (원)	39,000
현재주가 (원)	27,550 2019-10-11 기준
Upside (%)	41.6

자료 :SK 증권

재무상태표

일시	투자의건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.14	매수	39,000원	6개월		

포괄손익계산서



Compliance Notice

- 작성자(신서정)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 10월 14일 기준)

매수	91.73%	중립	8.27%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	702	914	827	1,109	1,276
현금및현금성자산	65	107	128	140	65
매출채권및기타채권	145	104	133	164	195
재고자산	321	470	424	407	545
비유동자산	239	576	721	728	745
장기금융자산	82	102	103	103	103
유형자산	103	304	420	407	414
무형자산	6	9	12	15	18
자산총계	941	1,490	1,548	1,838	2,021
유동부채	308	733	545	754	840
단기금융부채	175	518	416	366	379
매입채무 및 기타채무	98	80	48	145	173
단기충당부채	1	2	1	3	4
비유동부채	375	410	647	609	619
장기금융부채	365	399	638	588	594
장기매입채무 및 기타채무	0	1	1	2	6
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	683	1,142	1,192	1,363	1,459
지배주주지분	259	348	356	474	562
자본금	16	19	19	19	19
자본잉여금	85	163	163	163	163
기타자본구성요소	4	6	6	6	6
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	154	160	169	287	376
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	259	348	356	474	562
부채외자본총계	941	1,490	1,548	1,838	2,021

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	-142	-117	142	196	-8
당기순이익(손실)	65	52	26	130	100
비현금성항목등	-27	52	92	117	92
유형자산감가상각비	6	12	59	63	53
무형자산감가상각비	0	0	0	0	1
기타	-59	5	5	-9	-9
운전자본감소(증가)	-156	-212	32	-9	-168
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-63	-62	-12	-31	-31
재고자산감소(증가)	-90	5	46	17	-138
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	36	31	-43	97	28
기타	-39	-185	41	-92	-26
법인세납부	-25	-10	-8	-41	-32
투자활동현금흐름	196	-266	-183	-52	-59
금융자산감소(증가)	14	-7	19	0	0
유형자산감소(증가)	-25	-209	-180	-50	-60
무형자산감소(증가)	-1	-3	-3	-3	-3
기타	207	-46	-18	2	5
재무활동현금흐름	33	424	63	-132	-8
단기금융부채증가(감소)	-137	-66	-150	-50	13
장기금융부채증가(감소)	196	437	242	-50	6
자본의증가(감소)	0	81	0	0	0
배당금의 지급	-6	-10	-11	-11	-11
기타	-20	-18	-18	-21	-16
현금의 증가(감소)	24	41	21	12	-74
기초현금	41	65	107	128	140
기말현금	65	107	128	140	65
FCF	-141	-237	-68	139	-73

자료 : SK디앤디, SK증권 추정

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	331	563	339	1,018	757
매출원가	251	421	241	703	520
매출총이익	80	141	98	315	237
매출총이익률 (%)	24.2	25.1	29.0	31.0	31.3
판매비와관리비	56	56	47	132	98
영업이익	24	85	51	183	138
영업이익률 (%)	7.2	15.1	15.1	18.0	18.3
비영업손익	65	-16	-18	-12	-7
순금융비용	6	13	16	19	14
외환관련손익	0	-1	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	-4	-1	-1	-1
세전계속사업이익	89	69	33	171	132
세전계속사업이익률 (%)	26.8	12.3	9.6	16.8	17.4
계속사업법인세	24	17	7	41	32
계속사업이익	65	52	26	130	100
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	65	52	26	130	100
순이익률 (%)	19.7	9.3	7.6	12.8	13.2
지배주주	54	52	26	130	100
지배주주귀속 순이익률 (%)	16.42	9.31	7.64	12.75	13.19
비지배주주	11	0	0	0	0
총포괄이익	61	53	25	129	99
지배주주	50	53	25	129	99
비지배주주	11	0	0	0	0
EBITDA	29	98	111	247	192

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	19.7	70.1	-39.7	200.2	-25.6
영업이익	-41.4	259.7	-40.0	257.9	-24.3
세전계속사업이익	157.6	-22.1	-52.7	424.1	-23.1
EBITDA	-36.0	230.9	13.7	122.4	-22.1
EPS(계속사업)	99.4	-3.7	-57.8	401.2	-23.1
수익성 (%)					
ROE	23.1	17.3	7.4	31.3	19.3
ROA	6.6	4.3	1.7	7.7	5.2
EBITDA마진	8.9	17.3	32.7	24.2	25.4
안정성 (%)					
유동비율	228.1	124.8	151.8	147.2	151.9
부채비율	264.0	328.4	334.4	287.4	259.5
순차입금/자기자본	170.4	226.8	255.5	168.3	158.6
EBITDA/이자비용(배)	3.5	6.5	5.9	11.4	9.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,362	3,237	1,364	6,838	5,259
BPS	16,007	18,315	18,764	24,976	29,608
CFPS	3,721	4,002	4,512	10,189	8,085
주당 현금배당금	600	600	600	600	600
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	10.7	11.6	23.3	4.7	6.1
PER(최저)	7.6	7.4	17.5	3.5	4.5
PBR(최고)	2.3	2.0	1.7	1.3	1.1
PBR(최저)	1.6	1.3	1.3	1.0	0.8
PCR	9.0	6.7	6.1	2.7	3.4
EV/EBITDA(최고)	34.7	14.3	13.7	5.7	7.8
EV/EBITDA(최저)	28.9	12.6	12.3	5.1	7.0