



## BUY(Maintain)

목표주가: 85,000원  
주가(11/24): 40,400원

시가총액: 4,351억원

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

## Stock Data

KOSPI (11/24)		1,971.26pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	70,700원	40,000원
등락률	-42.9%	1.0%
수익률	절대	상대
1W	-4.3%	-0.6%
1M	-26.0%	-27.3%
1Y	-37.7%	-36.2%

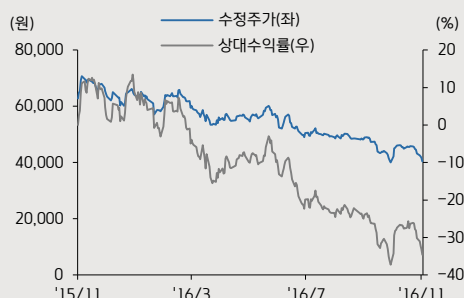
## Company Data

발행주식수		10,770천주
일평균 거래량(3M)		13천주
외국인 지분율		0.5%
배당수익률(16E)		1.2%
BPS(16E)		18,396원
주요 주주	에스케이가스 외1인	55.0%
	국민연금	12.5%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	1,749	2,313	2,846	3,805
영업이익	252	269	302	346
EBITDA	270	327	358	402
세전이익	229	262	260	733
순이익	191	202	194	572
총포괄손익	190	215	176	553
EPS(원)	2,801	2,276	2,220	5,844
증감률(%Y Y)	137.0	-18.8	-2.5	163.2
PER(배)	0.0	28.6	18.8	7.1
PBR(배)	0.0	3.9	2.3	1.8
EV/EBITDA(배)	7.0	34.2	29.2	25.7
영업이익률(%)	14.4	11.6	10.6	9.1
ROE(%)	20.1	13.6	12.3	26.8
순부채비율(%)	157.6	134.7	192.3	158.0

## Price Trend



## ☑ 수송스퀘어 매각

## SK디앤디 (210980)

## 수송스퀘어, 모건스탠리 코어펀드에 매각



〈ISSUE〉 동사의 종속회사인 비앤엠개발이 수송스퀘어를 모건스탠리 코어펀드에 매각했습니다. 577억원의 매각차익이 발생했고, 비용을 제하면 450억원 수준이 될 것으로 추정되며, 내년 2분기에 지분법이익으로 반영될 전망입니다. 시장 기대치 대비 100~150억 정도 증가한 금액으로 성공적인 거래라는 판단입니다. 따라서 실적을 상향 조정하며, 17년 P/E는 7배 수준으로 주가는 저평가 국면입니다.

## &gt;&gt;&gt; Point 1. 수송스퀘어, 모건스탠리 코어펀드에 매각

최근 글로벌 부동산펀드들이 한국 상업용 부동산 시장에 돌아오면서, 매각처의 다양화로 디벨로퍼에게 우호적인 시장 환경이 연출되고 있다는 판단이다. 대표적으로 모건스탠리가 한국 부동산 시장에 돌아왔다. 지난 2010년 서울스퀘어(옛 대우센터빌딩) 매각을 끝으로 국내 상업용 부동산 시장에서 철수했던 모건스탠리가 약 6년 만에 다시 투자를 시작한 셈이다. 돌아온 모건스탠리의 첫 투자는 동사의 선매각 프로젝트인 '수송스퀘어' 프로젝트다. 이번 수송스퀘어에 투자하는 모건스탠리 PPFA Korea I Pte. Ltd.는 코어(Core)펀드로 5% 내외의 안정적인 수익률 추구를 목적으로 한다. 얼마전 미래에셋자산운용으로부터 강남캐피탈타워를 인수한 블랙스톤은 첫 한국 부동산 투자였다. 여의도 '국제금융센터'의 투자자인 브룩필드 역시 첫 한국 부동산 투자자다.

## &gt;&gt;&gt; Point 2. 수송스퀘어 매각차익은 577억원

'수송스퀘어' PJT는 기존 건물을 매입 후 수평증축을 통해 가치를 끌어올려 매각하는 방식이다. 종속회사(76.2%)인 비앤엠개발이 시행사로 수송스퀘어 소유펀드의 수익형 증권을 보유하고 있다. 이번 거래는 비앤엠개발이 보유 중인 수익형 증권 전체를 모건스탠리 PPFA Korea I Pte. Ltd.에 매각한 것으로 577억원의 매각차익이 발생했다. 비용을 제하면 동 PJT에서만 약 450억원 수준의 지분법 이익이 내년 2분기에 반영될 것으로 추정된다. 기존 시장 예상치 대비 100~150억 정도 증가한 금액으로 매우 성공적인 거래라는 판단이다. 따라서 실적을 상향 조정하며, 17년 P/E는 7배 수준으로 주가는 저평가 국면이다.

## &gt;&gt;&gt; Point 3. 다양한 매각처, 디벨로퍼에게 우호적인 시장 환경

국내 부동산 시장에 대한 외국계 부동산 펀드의 활발한 투자가 시작됐다. 올해 3·4분기까지 12개 펀드, 총 46억달러 규모의 아시아 지역에 투자하는 펀드가 자금 모집을 끝냈다. 10월 말 기준 국내 부동산 펀드 순자산규모는 45조원을 기록하며 2004년 집계 이후 최고치를 기록 중이다. 실제로 국민연금, 공무원연금, 경찰공제회 등도 블라인드펀드를 조성하며 활발한 부동산 투자가 진행 중이다. 국내외 건설한 매각처가 다양해 진다는 점에서 디벨로퍼에게 우호적인 시장 환경이 조성되고 있다. 최근 이지스자산운용은 2,200억원 규모의 블라인드 펀드 조성을 완료했고 동사 역시 이지스와 함께 100억원 규모로 참여했다. 선매각 위주의 매각 방식에서 지분투자를 통해 매입 주체로 참여하면서 출구전략이 다양해지고, 본격적인 운영사업의 시작점이 될 수 있을 것으로 판단된다. 투자여건 BUY, TP 85,000원, 부동산 Top Pick을 유지한다.

수송스퀘어,  
모건스탠리 펀드에 매각  
매각차익은 577억원

과거 부동산 시장은 위치가 좋은 곳의 빌딩을 단순히 사고 파는 방식으로 수익을 보장 받을 수 있었다. 하지만 빌딩의 공급이 증가하고 토지 가격이 상승하면서 단순 매매로는 더 이상 수익률을 보장받을 수 없는 시대가 오고 있다. 동사의 이번 PJT는 완공된 건물을 매입 후 증축을 통해 빌딩 가치를 높인다. 1) 1개 층이었던 리테일을 4개 층까지 확대하는 등 리테일, 오피스, 레지던스 등의 내부 구조를 효율적으로 구성하거나, 2) 양질의 tenant 입점 등 기존의 선매각이나 분양과는 다른 다양한 방법으로 자산가치 확대를 꾀하고 있다.

‘수송스퀘어’는 삼성생명으로부터 이지스자산운용이 조성한 펀드인 이지스사모부동산투자신탁61호에게 약 2,550억원(1,880만원/평)에 매각되었다. 이지스사모부동산투자신탁61호는 동사와 동사의 종속회사인 비엔엠개발이 100% 소유한 부동산펀드로, 동사의 지분율은 0.89%, 비엔엠개발이 99.11%를 보유 중이다. 모건스탠리 PPFA Korea I Pte. Ltd.는 동사와 비엔엠개발의 수익증권을 인수하는 형태로 이 건물을 매입했다. 동사는 이번 계약으로 577억원의 매각차익이 발생했다. 비용을 제하면 동 PJT에서만 약 450억원 수준의 지분법 이익이 내년 2분기에 반영될 것으로 추정된다. 기존 시장 예상치 대비 100~150억 정도 증가한 금액으로 매우 성공적인 거래라는 판단이다. 따라서 실적을 상향 조정하며, 17년 P/E는 7배 수준으로 주가는 저평가 국면이다.

#### 비유동자산 처분결정 (단위: 백만원)

1. 처분 목적물	수익증권
2. 처분 목적물 규모	이지스사모부동산투자신탁61호 수익증권
3. 처분가액 (원)	216,059,800,000
- 최근 사업연도말 자산총액 (원)	159,495,907,167
- 자산총액 대비 (%)	135.46
4. 처분대상 비유동자산 평가가액 (원)	158,381,481,288
5. 거래상대방	PPFA Korea I Pte. Ltd.
- 회사와의 관계	기타
6. 처분목적	수익증권 처분을 통한 투자자금 회수
7. 처분예정일	2016.11.24
8. 처분방법	직접보유자산의 처분
9. 이사회결의일(결정일)	2016.11.22
10. 기타 투자판단에 참고할 사항	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 상기 처분예정일은 수익증권 매매계약체결일이며, 매매거래종결일은 2017년 6월 30일예정임</li> <li>- 상기 처분대상 비유동자산 평가가액은 9월말 기준 장부가액 1,493.8억원에 매매거래종결일까지 수익증권 추가취득 예정분 약 90억원을 포함하여 기재하였음</li> <li>- 상기 내용은 진행상황에 따라 변경될 수 있음</li> </ul>

자료: 비엔엠개발, 키움증권

#### 수송스퀘어



자료: SK디앤디, 키움증권

#### 수송스퀘어 프로젝트 개요

구분	내용
프로젝트 개요	부지 빈 공간을 수평 증축 후 매각 예정
프로젝트 방식	선매각
프로젝트 후 면적	대지 1,596평/ 연면적 15,250평
매입가	약 2,550억원(3.3㎡당 1,880만원)
규모	지하 6층 ~ 지상 16층
기존 임차인	도곡동 군인공제회관 빌딩으로 이전하는 제일모직 패션사업부가 사옥으로 사용했던 빌딩
향후 계획	<ul style="list-style-type: none"> <li>제일모직이 이전하게 되면 100% 공실이 발생,</li> <li>현재 입주중인 인사동 관훈빌딩 계약 만료 예정인 SK건설 등 계열사 입주 예정, 현재 약 70% 정도 임차인 확보</li> </ul>

자료: 서울경제, 키움증권

## 특수관계인에 대한 부동산임대 (단위: 백만원)

1. 거래상대방	SK건설(주)	회사와의 관계	계열회사
2. 부동산 임대내역	가. 임대일자	2017.07.01	
	나. 임대목적물	건물(사무실)	
	다. 소재지	서울 종로구 율곡로2길 19	
	라. 거래내역	임대기간	2017.07.01 ~ 2027.06.30 (10년)
		거래금액	9,341
		- 보증금	10,175
		- 연간임대료	9,158
3. 거래의 목적	업무용 사무실 임대차 계약		
4. 기타	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 본건은 SK건설과 이지스사모부동산투자신탁61호 간의 부동산 임대차계약의 건임</li> <li>- 당사는 이지스사모부동산투자신탁61호 수익증권에 투자하였음</li> <li>- 상기2. 부동산 임대내역의 라. 거래내역 임대기간은 임차인이 5년차 이후 중도 해지 가능함</li> <li>- 상기2. 부동산 임대내역의 라. 거래내역은 임대 전용면적 5,600평(18,512.48㎡)기준, 최초 임대기간 1년('17.07.01~'18.06.30) 중 3개월 RentFree조건 반영하여 산정 (Rent-Free: 매년 3개월)</li> <li>- 거래금액: 연간임대료 + 환산연간임대료 [환산연간임대료 = 보증금 X 관련법률에 의한 이자율(1.8%)]</li> <li>- 상기 2. 부동산 임대내역은 시장상황 및 계약조건 등에 따라 추후 변경될 수 있음</li> </ul>		

자료: SK디앤디, 키움증권

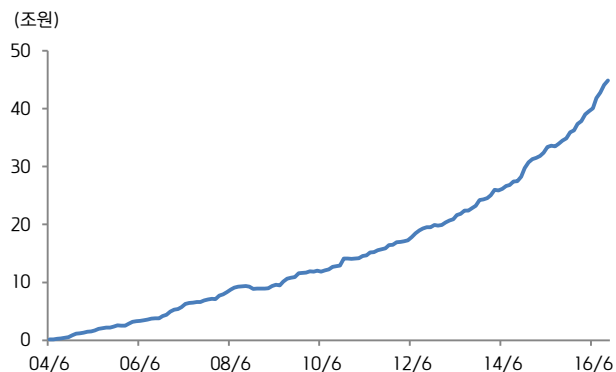
## 부동산펀드 규모 확대

글로벌 저금리 기조가 장기화 될 것으로 전망되면서 안정적인 cash flow 창출이 가능한 수익형 부동산에 대한 관심이 높아지고 있다. 과거 부동산 매매를 통한 capital gain 위주의 투자에서 부동산에서 나오는 현금 흐름을 기반으로 한 투자로 패러다임이 변하고 있는 것이다. 이러한 부동산 수익으로부터 나오는 배당이 개인은 물론 연기금이나 보험사, 운용사 등 기관의 포트폴리오에서 중요한 역할을 하고 있으며, 향후 이와 같은 추세는 보다 확대될 것으로 전망된다.

이를 증명하듯 국내 부동산 펀드의 순자산 규모는 10월 말 기준 45조원을 기록하며 2004년 집계 이후 최고치를 기록하고 있다. 실제로 국민연금, 공무원연금, 경찰공제회 등도 블라인드펀드를 조성하며 활발한 부동산 투자가 진행 중이다.

최근에는 이지스자산운용이 2,200억원 규모의 블라인드 펀드 조성을 완료했다. 동사 역시 이지스와 함께 100억원 규모로 참여했다. 선매각 위주의 매각 방식에서 지분투자를 통해 매입 주체로 참여하면서 출구전략이 다양해지고, 본격적인 운영사업의 시작점이 될 수 있을 것으로 판단된다.

## 국내 부동산 펀드 순자산총액 추이



자료: 금융투자협회, 키움증권

## 이지스 코어 블라인드 펀드 규모

모집금액	2,200억원
주요 투자자	국민연금 1,400억원
	삼성자산운용 500억원
	경찰공제회 200억원
	이지스와 SK 디앤디 100억원
투자 대상	국내 오피스 50%
	물류센터
	리테일
	호텔
총 투자 목표 금액	해외 부동산 등
	8,000억원 규모

자료: 서울경제, 키움증권

다양한 매각처,  
디벨로퍼에게  
우호적인 시장 환경

국내 부동산 시장에 대한 외국계 부동산 펀드의 활발한 투자가 시작됐다. 올해 3·4분기까 지 12개 펀드, 총 46억달러 규모의 아시아 지역에 투자하는 펀드가 자금 모집을 끝냈다. 최근 아시아 지역에 투자하는 코어(Core)펀드 자금을 모아둔 외국계 기관들이 다시 국내 부동산 시장 투자에 나서고 있는 것이다. 코어펀드는 5% 내외의 안정적인 수익률 추구를 목적으로 한다.

대표적으로 모건스탠리가 한국 부동산 시장에 돌아왔다. 지난 2010년 서울스퀘어(옛 대우센터빌딩) 매각을 끝으로 한국 상업용 부동산 시장에서 철수했던 모건스탠리가 약 6년 만에 다시 투자를 시작한 셈이다. 돌아온 모건스탠리의 첫 투자는 동사의 선매각 프로젝트인 '수송스퀘어' 프로젝트다. 이번 수송스퀘어에 투자하는 모건스탠리 PPFA Korea I Pte. Ltd.는 코어(Core)펀드로 5% 내외의 안정적인 수익률 추구를 목적으로 한다. 얼마 전 미래에셋자산운용으로부터 강남캐피탈타워를 인수한 블랙스톤은 첫 한국 부동산 투자였다. 여의도 '국제금융센터'의 투자자인 브룩필드 역시 첫 한국 부동산 투자다.

CBRE에 따르면 현재 글로벌 부동산펀드들이 아시아 지역에서 보유한 자산 중 한국 시장의 비중은 6%에 불과하다. 이를 감안하면 향후 외국계 기관의 국내 부동산 투자가 보다 확대될 수 있을 것으로 전망해 볼 수 있다. 세빌스코리아에 따르면 2012년 이후 대형 상업용 부동산 시장에서 외국인 투자자의 비중은 매년 늘어 지난해에는 31%를 차지했다.

결론적으로 1) 국내 부동산 펀드의 규모가 점차 커지고 있고, 2) 글로벌 코어펀드들이 한국 상업용 부동산 시장에 돌아오면서, 매각처의 다양화로 디벨로퍼에게 우호적인 시장 환경이 연출되고 있다는 판단이다.

아시아 지역 부동산에 투자하는 주요 펀드 현황 (단위: 백만 달러)

펀드명	펀드매니저	모집금액	투자전략
게이트웨이 리얼 에스테이트 펀드 V	거캐피탈	1,500	오퍼튜니티
SCREP VI	PAG	1,500	오퍼튜니티
알파 아시아 매크로 트렌드 펀드 III	캐펠 캐피탈	1,000	밸류 애드
레드우드 재팬 로지스틱스 펀드 II	이상 레드우드	1,000	밸류 애드
세빌스 IM 아시아 펀드 3	SEB 에셋 매니지먼트	1,000	코어, 코어 플러스
라살 아시아 오퍼튜니티 V	라살 인베스트먼트 매니지먼트	750	오퍼튜니티
SC 코어 펀드 I	SC 캐피탈	400	코어, 코어 플러스

자료: PERE, 서울경제, 키움증권

국민연금 부동산 펀드 개요

구분	내용
위탁운용사	이지스자산운용, 삼성 SRA 자산운용
운용 규모	총 1.1조원으로 각각 5,500억원
운용 방식	블라인드 펀드(투자 대상을 정하지 않고 자금을 먼저 모집하는 펀드)
투자 대상	신용등급 높은 임차인이 확보된 주요 지역의 투자가치 높은 우량 오피스빌딩, 호텔, 물류, 쇼핑몰(리테일)
투자 지역	서울, 수도권, 광역시 등 핵심 지역
펀드 구조	- 펀드 만기: 10년 - 펀드 설립 이후 2년 내 투자 마무리 - 펀드의 차입한도: 60%
예상 수익률	7% 이상 (수익률(IRR)이 8%를 넘을 경우 초과 수익의 1.5% 내에서 성과보수 지급 예정)

자료: 연론정리, 키움증권

## SK디앤디 실적 추정 (단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2015	2016	2017
매출액	457	591	611	654	530	583	571	1,161	2,313	2,846	3,805
매출총이익률(%)	27.8	22.7	27.6	23.8	25.7	24.9	23.8	23.6	25.3	24.3	20.7
영업이익	64	79	118	8	30	49	58	165	269	302	346
영업이익률(%)	13.9	13.4	19.4	1.2	5.7	8.4	10.2	14.2	11.6	10.6	9.1
세전이익	81	70	97	13	46	35	55	145	262	260	733
순이익	64	53	74	10	35	26	42	113	202	194	572

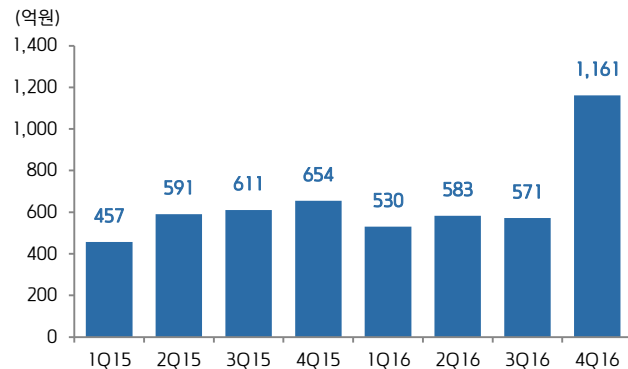
자료: SK디앤디, 키움증권

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

프로젝트	규모	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
수송동 복합빌딩	2,188	20	154	667	1,347					
해운대 비즈니스호텔	1,524			6	238	942	338			
엠스테이 호텔 창원	587				28	465	94			
가산SKV1센터	1,018				4	187	465	362		
가산W센터	984					141	445	398		
강남역 비엘 106	537					133	298	106		
수송스퀘어	40					28	9			
서소문 오피스텔	2,385					162	878	1,152	193	
저동 호텔	1,600							100	700	800
수원 비즈니스호텔	540						9	33	498	
I PJT (복합빌딩)	공동투자 검토 중									
M PJT (지식산업센터)	1,500						250	400	850	
S PJT (지식산업센터)	1,500						100	650	750	
Y PJT (오피스텔)	1,500							250	600	650
합 계	15,903	20	154	673	1,617	2,058	2,886	3,451	3,591	1,450

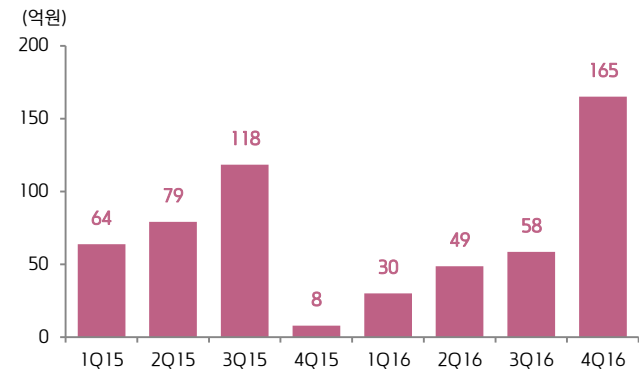
자료: SK디앤디, 키움증권

## SK디앤디 분기 매출액 추이



자료: SK디앤디, 키움증권

## SK디앤디 분기 영업이익 추이



자료: SK디앤디, 키움증권

## SK디앤디 신재생에너지 설비 현황 (단위: 억원)

구분	소재지	규모	취득가액	장부가액
가시리 풍력발전소	서귀포시 표선면 가시리	30MW	779	708
남원사량 태양광발전소	남원시 보절면 진기리 외	1MW	87	45
순천 태양광발전소	순천시 교량동	1MW	22	19
합계		32MW	888	772

자료: SK디앤디, 키움증권

## SK디앤디 3분기 수주현황 (단위: 억원)

발주처	수주내용	수주일자	수주총액	기납품액	수주잔고
국민은행 (이지스사모부동산신탁 47 호)	해운대 비즈니스호텔 개발사업 (선매각)	2015.05.29	1,524	814	710
엠스테이 호텔 창원	엠스테이 호텔 창원 (분양형 사업)	2015.09.03	587	306	281
가산 SK V1 Center	지식산업센터 (분양형 사업)	2015.12.02	1,017	193	825
가산 W Center	지식산업센터 (분양형 사업)	2016.01.12	984	193	791
강남역 BIEL 106	강남역 BIEL 오피스텔 (분양형 사업)	2016.03.31	536	60	476
에스케이건설(주) 등	가구 납품 등	2015~2016	343	38	305
합 계			4,992	1,604	3,388

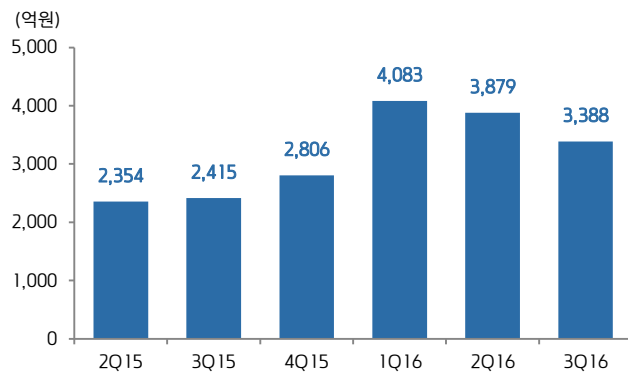
주1: 수주현황은 계약서상 금액이 확정되어 있는 수주 PJT만을 표기하였으며, 계약은 체결되었으나 진행실적에 따라 수익이 인식되는 마케팅사업 등의 용역계약과 가시리 풍력발전소 20년간 매출 등은 사업확보 하였으나 미표기

주2: 분양형 사업은 분양공고금액 기준으로 표기

주3: 사업을 추진할 수 있는 건설용지 등 사업권은 확보하였으나 분양금액 등 수주금액이 확정되지 않은 사업은 미표기(ex. 서소문동 PJT 등)

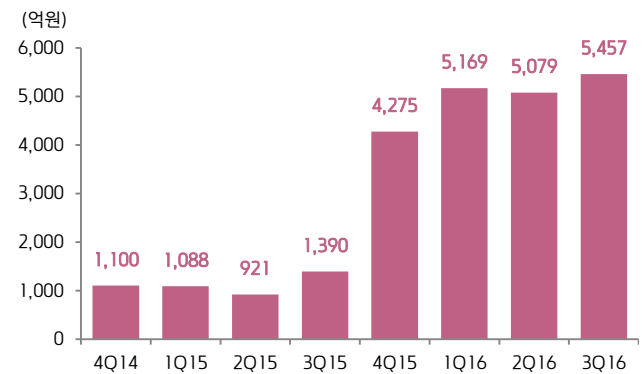
자료: SK디앤디, 키움증권

## SK디앤디 수주잔고 추이



자료: SK디앤디, 키움증권

## SK디앤디 재고자산 추이



자료: SK디앤디, 키움증권

## SK디앤디 영업용 부동산의 현황 (단위: 억원)

구분	소재지	면적(㎡)	취득가액	장부가액	비고
건설용지	부산시 해운대구 우동	3,847.8	500	246	해운대 신라스테이
	수원시 팔달구 인계동	916.9	54	54	수원 호텔
	창원시 성산구 상남동	2,960.8	105	50	엠스테이 호텔 창원
	서울시 금천구 가산동	5,042.0	300	243	SK V1 Center
	서울시 금천구 가산동	5,042.2	302	242	W Center
	서울시 중구 서소문동	3,056.9	1,170	1,170	서소문 오피스
	서울시 강남구 역삼동	727.2	246	218	강남역 BIEL 106
	서울시 중구 저동	1,211.1	316	316	저동 호텔
상업시설	고양시 일산구 대화동	1,380.0	85	78	킨텍스몰 상가
합계		24,457.5	3,078	2,617	

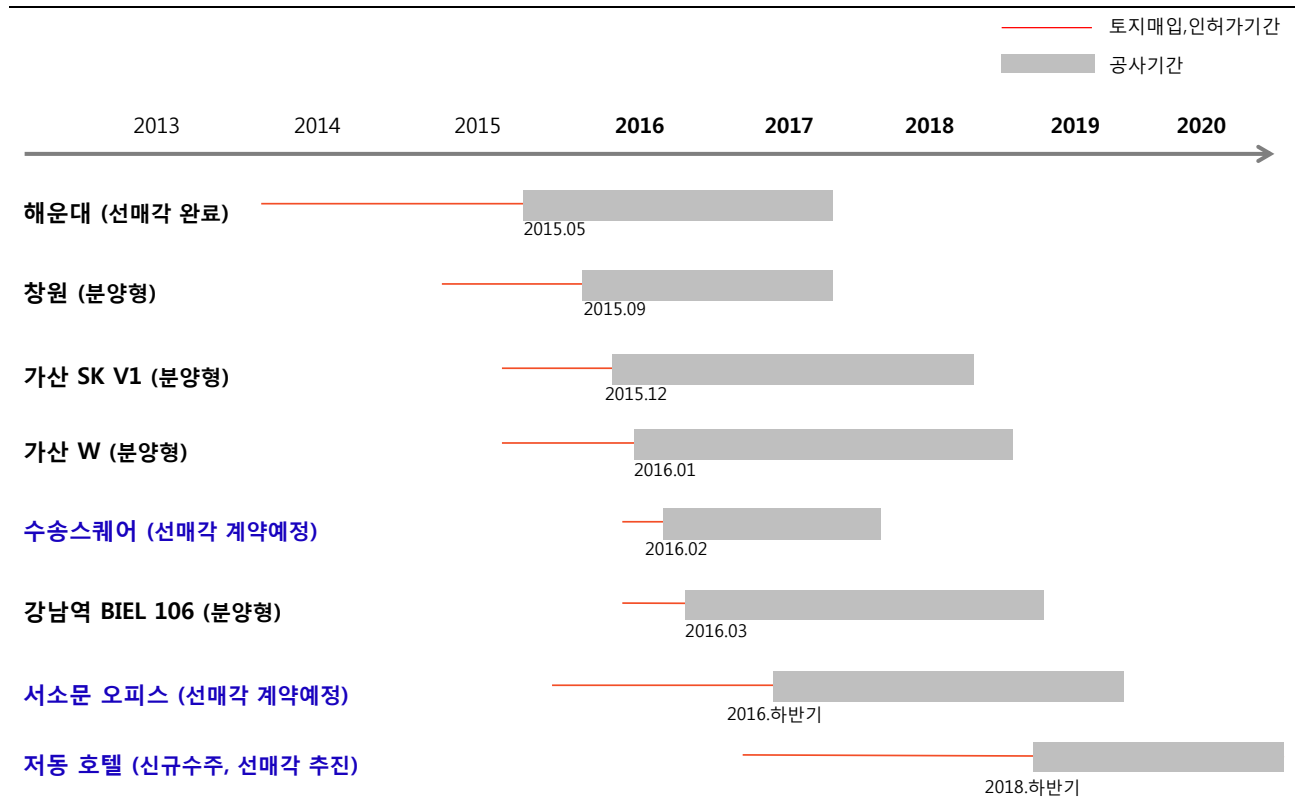
자료: SK디앤디, 키움증권

## SK디앤디 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	-	139	139	증축 공사비
합계		50,100.1	2,841	2,841	

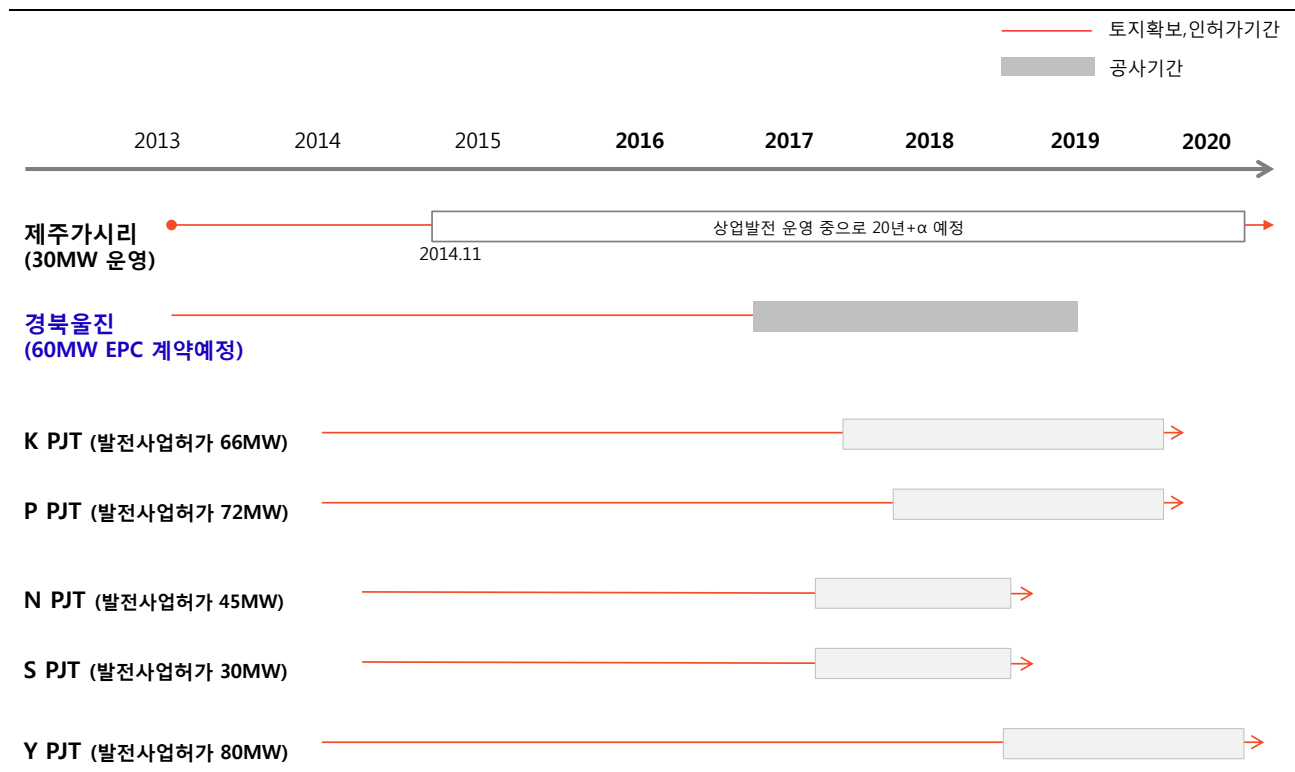
자료: SK디앤디, 키움증권

### 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	2,846	3,805	4,214
매출원가	1,296	1,728	2,155	3,016	3,297
매출총이익	453	585	691	788	917
매출총이익률(%)	25.9	25.3	24.3	20.7	21.8
판매비및일반관리비	201	316	389	442	434
영업이익	252	269	302	346	483
영업이익률(%)	14.4	11.6	10.6	9.1	11.5
영업외손익	-22	-7	-42	386	-51
금융수익	16	26	34	42	45
금융원가	38	53	101	118	118
기타수익	6	20	10	14	19
기타비용	14	3	7	8	6
종속및관계기업관련손익	7	2	23	457	9
법인세차감전이익	229	262	260	733	432
법인세비용	38	60	67	161	95
유효법인세율	16.7	23.1	25.6	22.0	22.0
당기순이익	191	202	194	572	337
순이익률(%)	10.9	8.7	6.8	15.0	8.0
총포괄손익	190	215	176	553	337
EBITDA	270	327	358	402	539
EBITDA margin (%)	15.5	14.1	12.6	10.6	12.8
증감율(%, YoY)					
매출액	34.4	32.3	23.0	33.7	10.8
영업이익	156.1	6.8	12.3	14.7	39.4
법인세차감전이익	123.0	14.2	-0.6	181.4	-41.1
당기순이익	137.2	5.4	-3.9	194.9	-41.1
지배주주지분당기순이익	137.2	6.1	14.1	163.2	-41.1
EBITDA	142.0	20.8	9.7	12.2	34.0
EPS	137.0	-18.8	-2.5	163.2	-41.1

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	2,492	5,742	7,559	8,212	8,683
현금및현금성자산	232	1,024	1,006	1,298	1,337
매출채권및기타유동채권	882	210	537	523	566
재고자산	1,100	4,275	5,580	5,854	6,197
기타유동자산	278	233	435	537	582
비유동자산	1,376	1,810	1,933	2,042	2,090
장기매출채권및기타비유동채권	0	0	0	0	0
유형자산	879	893	840	785	731
무형자산	34	41	53	53	53
투자자산	393	797	954	1,107	1,203
기타비유동자산	70	79	85	97	104
자산총계	3,868	7,552	9,491	10,254	10,773
유동부채	1,427	646	4,610	4,829	5,049
매입채무및기타유동채무	408	259	316	317	324
유동성이자발생차입금	1,000	196	4,183	4,383	4,583
기타유동부채	19	191	111	129	142
비유동부채	1,239	4,364	2,160	2,172	2,174
장기매입채무및기타비유동채무	92	101	84	95	100
사채및장기차입금	1,126	4,251	2,056	2,056	2,056
기타비유동부채	21	12	19	20	17
부채총계	2,666	5,010	6,770	7,001	7,223
자본금	77	108	108	108	108
자본잉여금	457	835	835	835	835
이익잉여금	668	827	1,016	1,593	1,918
기타자본	0	16	23	26	30
지배주주지분자본총계	1,202	1,786	1,981	2,562	2,891
자본총계	1,202	2,542	2,722	3,253	3,551
총차입금	2,126	4,447	6,239	6,439	6,639
순차입금	1,894	3,424	5,233	5,141	5,302

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	-471	-2,261	-1,225	330	56
당기순이익	191	202	216	572	337
감가상각비	18	57	56	55	55
무형자산상각비	1	0	0	0	0
운전자본변동	-742	-2,465	-1,244	217	31
매출채권및기타채권의증감	-618	674	-327	14	-43
재고자산의증감	-85	-3,021	-1,193	-274	-343
매입채무및기타채무의증감	155	-168	82	1	7
영업에서창출된현금흐름	-462	-2,084	-845	1,083	586
투자활동현금흐름	-922	-387	-541	-195	-174
투자자산의감소(증가)	-98	-346	-513	-184	-163
유형자산의감소	0	0	0	0	0
유형자산의증가(CAPEX)	-808	-25	-2	-1	-1
무형자산의감소(증가)	0	-8	-8	-10	-10
기타	-15	-8	-18	-1	-1
재무활동현금흐름	1,279	3,438	1,749	157	157
차입금의증가(감소)	1,247	2,312	1,792	200	200
자본증가(감소)	33	1,166	0	0	0
자기주식의처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	-40	-43	-43	-43
현금및현금성자산의순증가	-113	791	-17	292	39
기초현금및현금성자산	346	232	1,024	1,006	1,298
기말현금및현금성자산	232	1,024	1,006	1,298	1,337
GrossCashFlow	280	381	399	866	555
FreeCashFlow	-1,271	-2,117	-855	1,072	576

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	2,801	2,276	2,220	5,844	3,444
BPS	16,995	16,582	18,396	23,788	26,840
주당EBITDA	3,960	3,663	3,435	3,853	5,162
SPS	25,619	25,944	27,276	36,468	40,390
DPS	0	400	500	700	700
주가배수(배)					
PER	0.0	28.6	18.8	7.1	12.1
PBR	0.0	3.9	2.3	1.8	1.6
EV/EBITDA	7.0	34.2	29.2	25.7	19.4
PSR	0.0	2.5	1.5	1.1	1.0
배당수익률	N/A	0.6	1.2	1.7	1.7
배당성향	0.0	21.2	23.2	12.4	21.0
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.1	13.6	12.3	26.8	13.2
총자산이익률(ROA)	6.1	3.5	2.3	5.8	3.2
투자자본이익률(ROIC)	11.5	5.4	3.7	3.8	5.1
안정성(%)					
부채비율	221.9	197.1	248.7	215.2	203.4
순차입금비용	157.6	134.7	192.3	158.0	149.3
유동비용	174.6	889.3	164.0	170.1	172.0
이자보상배율(배)	17.6	9.9	3.4	3.4	4.6
활동성(회)					
매출채권회전율	3.0	4.2	7.6	7.2	7.7
재고자산회전율	1.2	0.6	0.4	0.5	0.5
매입채무회전율	5.7	6.9	9.9	12.0	13.1

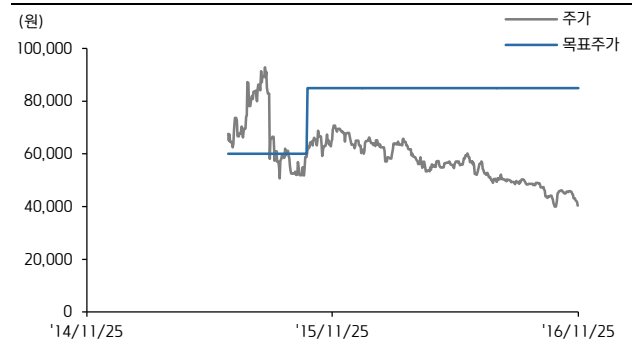


- 당사는 11월 24일 현재 'SK디앤디' 발행주식(전환가능주식)을 1% 이상 전환사채로 보유하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 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
	2016/07/13	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/08/18	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/11/18	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/11/25	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 (2015/9/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%