

연료전지, 풍력 단지 착공 기대

Analyst 성정환

02-3787-2031 irrever@hmsec.com

현재주가 (11/26)	45,600원
상승여력	20.6%
시가총액	866십억원
발행주식수	18,990천주
자본금/액면가	24십억원/1,000원
52주 최고가/최저가	53,100원/20,450원
일평균 거래대금 (60일)	11십억원
외국인지분율	4.96%
주요주주	SK가스 외 1 인 29.37%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	8.6 13.3 86.9
상대주가(%p)	-3.1 2.2 44.5

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	6,758	3,555	36,000
After	4,522	4,907	55,000
Consensus	3,775	3,306	60,438
Cons. 차이	19.8%	48.4%	-9.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 3분기 연결 매출액은 3,320억원으로 YoY 293% 증가하고 영업이익은 620억원으로 YoY 172% 증가하여 시장기대치를 상회한 호실적 기록
- 20년말~21년초 군위 풍력, 청주/음성 연료전지 프로젝트 착공이 시작되며 본격적으로 신재생에너지 매출/이익 비중이 확대되는 시기가 도래하여 추가적 멀티플 상승 기대
- 투자의견을 유지하고 타겟 밸류에이션을 상향하여 목표주가를 55,000원으로 상향

주요이슈 및 실적전망

- 3분기 실적은 연결 매출액 3,320억원(YoY +293%, QoQ +79%), 영업이익 620억원(YoY +172%, QoQ +45%)을 기록하여 시장 기대치 상회한 호실적 기록.
- 실적 컨센서스 이유는 성수동 프로젝트가 3분기에 수주 잔고가 전액 매출로 인식되었기 때문
- 결국 제주도 호텔 매각이 21년으로 지연되며 20년 4분기 실적 추정치 변경. 청주/음성 연료전지 프로젝트 역시 착공이 밀린 것이 4분기 실적에 부담으로 작용 전망.
- 하지만 20년 말 청주/음성 연료전지 프로젝트, 21년 초 군위 풍력 프로젝트의 착공이 앞두고 있고. 향후 2년간 포항 풍력, 당진 태양광 프로젝트 EPC 매출이 추가될 전망
- 이에 신재생에너지 매출/이익 비중이 본격적으로 확대될 것으로 전망. 22년 기준 신재생 에너지 매출 비중은 전사 매출의 50%에 달하고, 신재생에너지 영업이익 비중은 21년 29%, 22년 32%로 지속 확대 예상
- 현재 기준 향후 2년 간 부동산 개발사업 파이프라인 감소로 전사 영업이익 감소 피할 수 없을 것으로 예상되나 SK네트웍스빌딩, 구로생각공장, 이천물류센터 등 신규 파이프라인 지속 추가 중.
- REF 등 영업외 이익으로 인식되는 부동산 개발 프로젝트들이 21년부터 인식 예상되어 세전이익/지배주주순이익은 증가세 유지 전망. 당사의 주요 가점은 21년 명동호텔/삼일빌딩 영업외 수익 380억원, 22년 강남역오피스 프로젝트 영업외 수익 300억원 인식

주가전망 및 Valuation

- 최근 급등했던 주가는 조정후 횡보 추세를 이어가고 있으나 그동안 지연되었던 연료전지/풍력 프로젝트들의 실제 착공을 확인 후 선제적인 멀티플 상승 예상. Target P/B 2.1배, 목표주가 55,000원은 21년 EPS 기준 P/E 14배 수준. 높은 ROE와 향후 신재생에너지 비중 확대 고려 정당화 가능할 것으로 판단

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2018	563	85	52	97	3,235	-3.8	8.3	1.5	12.5	17.3	2.2
2019	455	82	45	110	2,365	-26.9	12.3	1.5	10.3	12.7	2.1
2020F	710	147	86	179	4,522	91.3	10.1	2.0	7.4	18.8	1.3
2021F	855	106	93	137	4,907	8.5	9.3	1.7	9.6	15.7	1.3
2022F	660	101	94	132	4,933	0.5	9.2	1.5	5.9	13.9	1.3

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 SK디앤디 연결 분기 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	52	81	84	237	97	186	332	95	455	710	855
영업이익	-1	7	23	53	20	43	62	22	82	147	106
세전이익	-7	0	13	54	18	43	37	19	59	117	125
지배주주순이익	-5	0	11	38	14	31	26	14	45	86	93
영업이익률	-1%	8%	27%	23%	20%	23%	19%	23%	18%	21%	12%
세전이익률	-14%	0%	15%	23%	19%	23%	11%	20%	13%	16%	15%
순이익률	-9%	0%	13%	16%	15%	17%	8%	15%	10%	12%	11%

자료: 현대차증권

〈표2〉 SK디앤디 연결 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	710	855	940	854	-24%	0%
영업이익	147	106	194	82	-24%	29%
세전이익	117	125	170	90	-31%	39%
지배주주순이익	86	93	128	68	-33%	37%

자료: 현대차증권

〈표3〉 P/B Valuation

항목	비고
예상 BPS (원)	26,206 21년 예상 BPS
적정 P/B(배)	2.1 17~19년 P/B 상단의 평균 적용
적정주가 (원)	55,032
목표주가 (원)	55,000
현재주가 (원)	45,600
Upside (%)	20.6%

자료: 현대차증권

〈표4〉 SK디앤디 부문별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q 19	2Q 19	3Q 19	4Q 19	1Q 20	2Q 20	3Q2 0	4Q 20F	2019	2020F	2021F	2022F
매출액(연결)	52	81	84	236	97	186	332	95	455	710	855	660
YoY	16%	-71%	-27%	87%	86%	128%	293%	-60%	-19%	57%	20%	-5%
부동산개발	26	56	48	172	62	153	300	54	303	568	414	380
YoY	46%	-78%	-38%	206%	134%	173%	524%	-69%	-25%	88%	-27%	-8%
풍력 등	14	11	9	26	5	3	3	4	61	16	126	333
YoY	-37%	-21%	-64%	-40%	-65%	-72%	-69%	-87%	-43%	-74%	710%	165%
ESS	4	3	17	22	21	20	20	21	46	85	51	51
YoY	181%	33%	192%	90%	462%	532%	18%	-5%	117%	83%	-40%	0%
연료전지											220	
YoY												
가구	9	10	10	15	10	9	9	16	44	44	44	46
YoY	124%	113%	52%	3%	22%	-14%	-15%	5%	47%	-1%	1%	3%
영업이익(연결)	-1	7	23	51	20	43	62	22	82	147	106	101
YoY	-148%	-89%	134%	258%	흑자전환	545%	172%	-57%	-6%	90%	-30%	-5%
부동산개발	2	9	16	35	9	34	56	11	62	111	83	76
YoY	-357%	-85%	82%	301%	510%	269%	250%	-67%	-20%	79%	-25%	-8%
풍력 등	2	1	2	4	1	0	-1	1	8	2	17	32
YoY	-63%	-72%	86%	40%	-26%	-85%	-148%	-62%	-25%	-76%	778%	86%
ESS	0	1	8	14	13	13	13	13	23	52	5	5
YoY	-202%	12%	175%	110%	흑자전환	1117%	62%	-9%	108%	124%	-90%	0%
연료전지											13	0
YoY												
가구	1	0	1	2	2	2	1	1	4	5	5	5
YoY	198%	-74%	124%	91%	168%	456%	23%	-75%	40%	22%	-7%	3%
영업이익률(연결)	-1%	8%	27%	22%	20%	23%	19%	23%	18%	21%	12%	12%
부동산개발	6%	16%	33%	20%	15%	22%	19%	21%	20%	20%	20%	20%
풍력 등	13%	6%	21%	15%	27%	3%	-32%	42%	14%	13%	14%	10%
ESS	-11%	33%	47%	64%	61%	64%	65%	61%	50%	61%	10%	10%
연료전지					0%		0%	#DIV/0!		5%	6%	6%
가구	7%	3%	11%	15%	15%	19%	16%	4%	10%	12%	11%	11%
세전이익	-7	0	13	55	18	43	37	19	59	117	125	125
지배주주순이익	-5	0	11	39	14	31	26	14	45	86	93	94
세전이익률	-14%	0%	15%	23%	19%	23%	11%	20%	13%	16%	15%	19%
순이익률	-9%	0%	13%	17%	15%	17%	8%	15%	10%	12%	11%	14%

자료: 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	563	455	710	855	660
증가율 (%)	70.1	-19.2	56.0	20.4	-22.8
매출원가	421	323	513	684	502
매출원가율 (%)	74.8	71.0	72.3	80.0	76.1
매출총이익	141	132	197	171	157
매출이익률 (%)	25.0	29.0	27.7	20.0	23.8
증가율 (%)	76.3	-6.4	49.2	-13.2	-8.2
판매관리비	56	50	50	65	57
판매비율 (%)	9.9	11.0	7.0	7.6	8.6
EBITDA	97	110	179	137	132
EBITDA 이익률 (%)	17.2	24.2	25.2	16.0	20.0
증가율 (%)	234.5	13.4	62.7	-23.5	-3.6
영업이익	85	82	147	106	101
영업이익률 (%)	15.1	18.0	20.7	12.4	15.3
증가율 (%)	254.2	-3.5	79.3	-27.9	-4.7
영업외손익	-12	-19	-3	22	30
금융수익	8	8	21	7	14
금융비용	21	37	38	33	30
기타영업외손익	1	10	14	48	46
종속/관계기업관련손익	-4	-3	-27	-2	-5
세전계속사업이익	69	59	117	125	125
세전계속사업이익률	12.3	13.0	16.5	14.6	18.9
증가율 (%)	-22.5	-14.5	98.3	6.8	0.0
법인세비용	17	14	31	31	31
계속사업이익	52	45	86	93	94
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	52	45	86	93	94
당기순이익률 (%)	9.2	9.9	12.1	10.9	14.2
증가율 (%)	-20.0	-13.5	91.1	8.1	1.1
지배주주지분 순이익	52	45	86	93	94
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	0	-8	0	0
총포괄이익	53	45	78	93	94

(단위:십억원)

현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	-134	277	112	27	466
당기순이익	52	45	86	93	94
유형자산 상각비	12	27	31	30	30
무형자산 상각비	0	1	1	1	1
외환손익	1	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-212	181	-40	-58	370
기타	13	23	34	-39	-29
투자활동으로인한현금흐름	-266	-73	-108	-14	93
투자자산의 감소(증가)	-46	-37	5	28	112
유형자산의 감소	0	3	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-209	-88	-19	-32	-32
기타	-11	49	-94	-10	13
재무활동으로인한현금흐름	442	-174	335	-11	-162
차입금의 증가(감소)	89	-181	165	0	0
사채의 증가(감소)	-55	215	-133	0	-150
자본의 증가	81	0	133	0	0
배당금	-10	-11	-11	-11	-11
기타	337	-197	181	0	-1
기타현금흐름	-0	-1	0	0	0
현금의증가(감소)	41	29	339	3	397
기초현금	65	107	135	474	477
기말현금	107	135	474	477	874

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	914	818	1,176	1,281	1,319
현금성자산	107	135	474	477	874
단기투자자산	22	51	54	64	51
매출채권	81	27	38	45	36
채고자산	470	438	380	445	358
기타유동자산	234	168	230	250	0
비유동자산	576	579	623	635	553
유형자산	304	345	334	336	337
무형자산	9	14	17	16	14
투자자산	140	179	167	179	96
기타비유동자산	123	41	105	104	106
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,490	1,397	1,799	1,916	1,872
유동부채	733	567	761	793	670
단기차입금	69	131	26	26	26
매입채무	25	25	10	12	9
유동성장기부채	449	194	491	491	491
기타유동부채	190	217	234	264	144
비유동부채	410	468	479	482	479
사채	22	237	105	105	105
장기차입금	370	190	356	356	356
장기금융부채	7	6	5	5	5
기타비유동부채	11	35	13	16	13
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,142	1,036	1,240	1,275	1,148
지배주주지분	348	361	552	634	716
자본금	19	19	24	24	24
자본잉여금	163	163	291	291	291
자본조정 등	6	6	6	6	6
기타포괄이익누계액	-0	1	-7	-7	-7
이익잉여금	160	172	238	320	402
비지배주주지분	0	0	7	7	8
자본총계	348	361	559	641	724

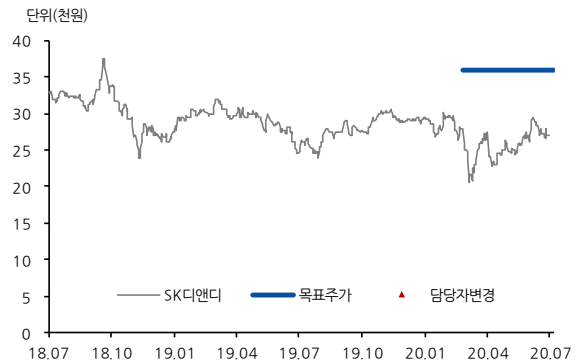
(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	3,235	2,365	4,530	4,923	4,950
EPS(지배순이익 기준)	3,235	2,365	4,522	4,907	4,933
BPS(자본총계 기준)	18,315	19,032	23,120	26,514	29,929
BPS(지배지분 기준)	18,315	19,032	22,825	26,206	29,607
DPS	600	600	600	600	600
P/E(당기순이익 기준)	8.3	12.3	10.1	9.3	9.2
P/E(지배순이익 기준)	8.3	12.3	10.1	9.3	9.2
P/B(자본총계 기준)	1.5	1.5	2.0	1.7	1.5
P/B(지배지분 기준)	1.5	1.5	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA(Reported)	12.5	10.3	7.4	9.6	5.9
배당수익률	2.2	2.1	1.3	1.3	1.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-19.6	-26.9	91.6	8.7	0.5
EPS(지배순이익 기준)	-3.8	-26.9	91.3	8.5	0.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	17.3	12.7	18.7	15.6	13.8
ROE(지배순이익 기준)	17.3	12.7	18.8	15.7	13.9
ROA	4.3	3.1	5.4	5.0	5.0
안정성 (%)					
부채비율	328.4	286.5	221.7	198.7	158.6
순차입금비용	226.8	160.2	81.7	69.4	순현금
이자보상배율	5.7	2.4	4.1	3.2	3.4

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2020.03.10	BUY	36,000	-28.95	-18.33
2020.07.15	BUY	36,000	-11.65	-11.56
2020.11.27	BUY	55,000		

▶ 최근 2년간 SK디앤디 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 중간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 성정환의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘탈과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT: 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL: 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT: 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY: 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM): 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL: 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2019.10.01~2020.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	137건	87.8%
보유	19건	12.2%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.