

SK 디앤디

(210980.KS)

Engineering & Construction

E&C

2021. 02. 16



부동산/REITs/건설 김열매
02)368-6174
fruitism@eugenefn.com

4Q20 실적 Review: 사업 다각화, 성장을 위한 투자의 시기



시장 Consensus 대비(영업이익 기준)

Above	In-line	Below
		0

BUY(유지)

목표주가(12M, 하향)	52,000원
현재주가(2/15)	41,650원

Key Data (기준일: 2021.02.15)

KOSPI(pt)	3,147
KOSDAQ(pt)	982
액면가(원)	1,000
시가총액(십억원)	791
52 주 최고/최저(원)	60,300 / 19,850
52 주 일간 Beta	0.98
발행주식수(천주)	18,990
평균거래량(3M, 천주)	153
평균거래대금(3M, 백만원)	6,777
배당수익률(20F, %)	2.1
외국인 지분율(%)	5.2
주요주주 지분율(%)	
SK 가스 (외 3인)	58.7
국민연금공단 (외 1인)	8.7

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.6	-4.0	14.1	41.9
KOSPI 대비상대수익률	-9.6	-30.2	-16.6	1.6

Earnings Summary(IFRS 연결기준)

(단위: 십억원, %, %p)	4Q20P					4Q21F			2019	2020		2021F	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	85	91	-6.9	93	-8.9	53	-37.2	-45.4	455	700	53.9	676	-3.4
영업이익	15	18	-18.6	18	-18.3	8	-43.5	-57.3	82	140	69.9	118	-15.8
세전이익	-4	16	작전	18	작전	2	흑전	-86.6	59	93	57.2	119	27.3
순이익	-6	12	작전	8	작전	2	흑전	-87.2	45	66	47.3	86	29.7
영업이익률	17.7	20.3	-2.6	19.7	-2.0	15.9	-1.8	-4.4	18.1	20.0	1.9	17.4	-2.6
순이익률	-6.6	13.5	-20.1	8.8	-15.4	3.5	10.1	-11.3	9.9	9.5	-0.4	12.7	3.2
EPS(원)	-1,180	2,586	작전	2,315	작전	387	흑전	-87.2	2,365	3,478	47.1	4,519	29.9
BPS(원)	22,005	23,020	-4.4	18,744	17.4	21,481	-2.4	14.0	19,032	22,005	15.6	24,953	13.4
ROE(%)	-5.4	11.2	-16.6	12.4	-17.7	1.8	7.2	-14.2	12.7	14.8	2.1	15.1	0.3
PER(X)	na	16.1	-	18.0	-	107.6	-	-	12.3	12.0	-	9.2	-
PBR(X)	1.9	1.8	-	2.2	-	1.9	-	-	1.5	1.9	-	1.7	-

자료: SK디앤디, 유진투자증권

주: EPS는 annualized 기준

■ 4Q20 Review: 영업이익 150억원(YoY -21.4%)기록, 컨센서스 하회

SK 디앤디 4 분기 잠정실적은 매출액 847 억원, 영업이익 150 억원(YoY -21.4%, OPM 17.7%)를 기록, 당사 추정치와 컨센서스를 하회했다. 전분기 성수동 생각공장 준공 효과가 컸는데, 당분기에는 당산 생각공장 매출액이 예상보다 저조하게 반영되며 부동산개발 부문 실적이 부진했다. 동사의 부동산개발은 사업에 따라 매출인식 차이(인도 기준/진행기준)가 크고 부동산펀드 또는 리츠를 활용한 사업의 경우 영업외수익으로 인식되는 등 분기 실적에 변동성이 크게 나타난다. 2020 년 연간 영업이익은 전년비 70% 증가한 1,398 억원(OPM 20.0%)을 기록했다.

■ 2021 년 풍력, 연료전지 등 신재생에너지 비중 확대, 물류센터 등 사업 다각화

동사는 빠르면 3 월 중 83MW 규모의 군위 풍력 착공 예정으로 2 분기부터 EPC 매출액이 발생할 전망이다. 연료전지 사업은 청주에코파크(20MW, 약 1 천억원 규모)가 4 분기 준공 시점 손익에 반영되며 본격적인 성장을 보여줄 것으로 기대한다. 동사는 풍력, 태양광, ESS, 연료전지 등 부동산을 넘어 에너지 디벨로퍼로 성장하고 있다. 부동산 개발부문은 물류센터에 리츠로 투자하는 등 사업 포트폴리오를 다변화해 가는 중이다.

■ 목표주가 52,000 원으로 5.5% 하향, 투자 의견 Buy 유지

SK 디앤디 목표주가를 52,000 원으로 5.5% 하향한다. 완료시점 반영되는 연료전지 사업의 매출인식을 보수적으로 반영하고 부동산 매각 지연가능성을 감안해 2021 년 실적 추정치를 9% 하향했다. 목표주가는 2021 년 예상 BPS 에 Target PBR 2.1 배(예상 ROE 15.1%)를 적용해 산출한 것이다. 그린에너지 산업의 전반적인 밸류에이션 상승을 감안하면 현재 동사의 밸류에이션은 부담스럽지 않다고 판단한다.

도표 1 SK 디앤디 4Q20 실적 Review (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, %)	4Q20P	증감률 (%,%p)		4Q19	3Q20	유진증권 추정	차이 (%,%p)	컨센서스	차이 (%,%p)
		YoY	QoQ						
매출액	84.7	(64.2)	(74.5)	236.7	332.0	91.0	(6.9)	93.0	(8.9)
영업이익	15.0	(71.9)	(75.8)	53.4	62.0	18.4	(18.5)	18.4	(18.5)
세전이익	(4.4)	(108.1)	(112.0)	54.1	36.6	16.4	(126.8)	17.7	(124.9)
순이익	(5.6)	(114.6)	(121.5)	38.4	26.1	12.3	(145.5)	8.2	(168.3)
지배주주순이익	(5.6)	(114.6)	(121.5)	38.4	26.0	12.3	(145.5)	8.2	(168.3)
영업이익률	17.7	(4.8)	(1.0)	22.5	18.7	20.2	(2.1)	19.8	(2.1)
세전이익률	(5.2)	(28.1)	(16.2)	22.9	11.0	18.0	(24.2)	19.0	(24.2)
순이익률	(6.6)	(22.8)	(14.5)	16.2	7.9	13.5	(15.4)	8.8	(15.4)
지배주주순이익률	(6.6)	(22.8)	(14.4)	16.2	7.8	13.5	(20.1)	8.8	(15.4)

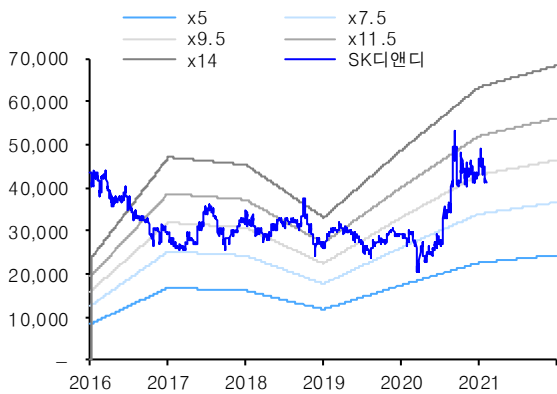
자료: SK 디앤디, 유진투자증권

도표 2 SK 디앤디 분기별 실적 추이 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	2019A	2020P	2021F
매출액	52.3	81.3	84.4	236.7	97.4	185.7	332.0	84.7	454.7	699.8	672.9
판매비	(0.5)	6.7	22.8	53.4	19.9	42.9	62.0	15.0	82.3	139.8	117.7
영업이익	(7.3)	(0.2)	12.7	54.1	18.5	42.5	36.6	(4.4)	59.3	93.3	118.7
세전이익	(4.9)	0.4	11.1	38.4	14.4	31.3	26.1	(5.6)	44.9	66.1	85.8
순이익	(4.9)	0.4	11.1	38.4	14.4	31.3	26.0	(5.6)	44.9	66.1	85.8
판매비율	(1.0)	8.2	27.0	22.5	20.4	23.1	18.7	17.7	18.1	20.0	17.5
영업이익률	(14.0)	(0.2)	15.1	22.9	19.0	22.9	11.0	(5.2)	13.0	13.3	17.6
세전이익률	(9.4)	0.4	13.1	16.2	14.7	16.9	7.9	(6.6)	9.9	9.5	12.8
순이익률	(9.4)	0.4	13.1	16.2	14.7	16.9	7.8	(6.6)	9.9	9.4	12.8

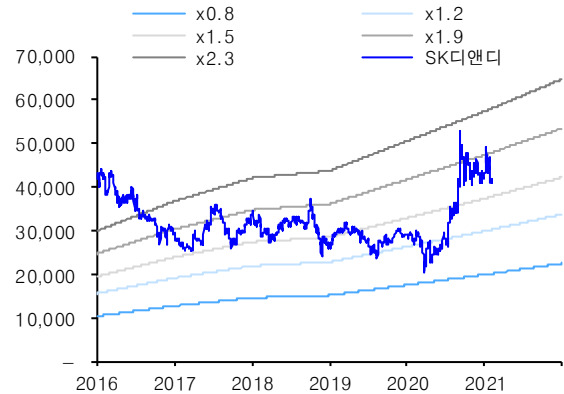
자료: SK 디앤디, 유진투자증권

도표 3 SK 디앤디 12M FWD PER Band



자료: Dataguide, 유진투자증권

도표 4 SK 디앤디 12M FWD PBR Band



자료: Dataguide, 유진투자증권

도표 5 SK 디앤디 부문별 실적 추이 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	2019A	2020P	2021F
매출액	52.3	81.3	84.4	236.7	97.4	185.7	332.0	84.7	454.7	699.8	672.9
부동산개발	26.3	56.2	48.1	170.2	61.5	153.4	300.6	50.4	300.7	565.9	432.0
신재생에너지	13.9	11.5	9.1	26.3	4.9	3.2	2.8	4.5	60.8	15.4	165.0
ESS 사업	3.6	3.2	17.2	24.8	20.5	22.2	22.0	22.8	48.8	87.5	45.0
가구사업	8.5	10.4	10.0	15.4	10.4	9.0	8.5	6.9	44.4	34.8	34.8
(YoY, %)	16.0	-70.6	-26.6	87.6	86.1	128.3	293.4	-64.2	-19.2	53.9	-3.8
부동산개발	45.7	-77.9	-37.6	202.6	134.3	172.8	524.9	-70.4	-25.9	88.2	-23.7
신재생에너지	-36.9	-21.2	-64.2	-39.9	-64.5	-72.0	-69.5	-82.9	-42.5	-74.6	970.0
ESS 사업	184.0	32.2	191.7	112.2	462.4	595.5	28.1	-8.1	129.4	79.3	-48.6
가구사업	125.1	110.9	53.2	2.5	22.5	-14.1	-14.8	-55.1	46.5	-21.4	0.0
매출원가	43.7	63.4	49.7	166.0	62.6	122.5	241.5	47.8	322.7	474.4	464.0
매출원가율(%)	83.4	78.0	58.9	70.1	64.3	66.0	72.7	56.4	71.0	67.8	69.0
매출총이익	8.7	17.9	34.7	70.7	34.8	63.2	90.5	36.9	132.0	225.4	208.9
GPM(%)	16.6	22.0	41.1	29.9	35.7	34.0	27.3	43.6	29.0	32.2	31.0
판매비	9.2	11.3	11.9	17.4	15.0	20.3	28.5	21.9	49.7	85.6	94.2
판매비율(%)	17.6	13.9	14.1	7.3	15.3	10.9	8.6	25.9	10.9	12.2	14.0
영업이익	-0.5	6.7	22.8	53.4	19.9	42.9	62.0	15.0	82.3	139.8	117.7
부동산개발	1.5	9.2	15.9	34.5	9.4	34.1	55.8	7.7	61.2	107.0	83.0
신재생에너지	1.8	0.7	1.9	3.9	1.3	0.1	-0.9	-0.5	8.2	-0.1	22.3
ESS 사업	-0.4	1.1	8.1	17.1	12.6	12.9	12.2	15.1	25.9	52.8	23.4
가구사업	0.6	0.3	1.1	2.3	1.6	1.7	1.4	0.5	4.4	5.2	5.1
영업이익률(%)	-1.0	8.2	27.0	22.5	20.4	23.1	18.7	17.7	18.1	20.0	17.5
부동산개발	5.9	16.4	33.1	20.3	15.3	22.3	18.6	15.3	20.3	18.9	19.2
신재생에너지	12.6	5.9	20.7	14.7	25.4	1.8	-32.3	-11.1	13.4	-0.6	13.5
ESS 사업	-11.2	33.2	47.4	69.0	61.2	58.0	55.7	66.2	53.1	60.3	52.0
가구사업	7.0	2.9	11.4	15.0	15.4	19.4	16.3	7.2	9.8	15.0	14.6
금융손익	-7.0	-0.9	-14.4	-7.5	-10.1	2.8	-7.0	-7.0	-29.8	-21.3	-24.0
관계기업	-0.1	-1.3	-0.9	-0.7	-2.3	-5.7	-15.6	-17.3	-3.0	-40.9	25.0
세전이익	-7.3	-0.2	12.7	54.1	18.5	42.5	36.6	-4.4	59.3	93.3	118.7
세전이익률(%)	-14.0	-0.2	15.1	22.9	19.0	22.9	11.0	-5.2	13.0	13.3	17.6
법인세	-2.4	-0.5	1.6	15.7	4.1	11.2	10.5	1.2	14.4	27.1	32.9
법인세율(%)	32.9	285.2	12.8	29.1	22.3	26.4	28.8	-27.3	24.3	29.1	27.7
당기순이익	-4.9	0.4	11.1	38.4	14.4	31.3	26.1	-5.6	44.9	66.1	85.8
당기순이익률(%)	-9.4	0.4	13.1	16.2	14.7	16.9	7.9	-6.6	9.9	9.5	12.8

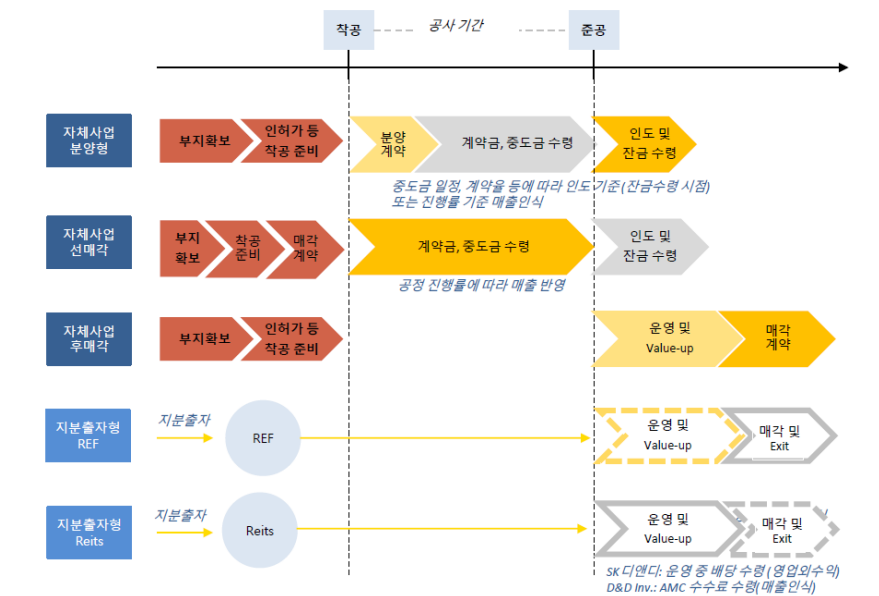
자료: SK 디앤디, 유진투자증권

SK 디앤디의 부동산 개발은 사업구조가 다양하며 각 사업마다 손익인식 방식에 차이가 있다. <도표 6>에서와 같이 자체사업 분양형의 경우에는 일반적으로 자체사업을 수행하는 건설사 회계와 유사한 방식으로 손익을 인식한다. 초기 계약금과 중도금 그리고 공사 진행률에 따라 진행률 또는 인도기준 회계처리가 결정된다.

자체사업 선매각의 경우에는 사업 초기부터 건물을 매각하고 진행하는 사업인 만큼 일반적인 도급공사와 유사하게 진행률에 따라 손익을 인식한다. 한편, 자체사업을 준공 후 매각하는 경우에는 매각 시 일시에 수익을 인식한다. 올해 상반기 중 제주호텔 매각(약 2,500 억원 예상)할 계획으로 매각시점에 사업수익이 한꺼번에 반영될 예정이다.

지분출자형 REF(Real Estate Fund)와 REITs 를 활용한 사업의 경우, 통상 SK 디앤디가 약 30%대 지분을 출자하고 개발 또는 Value-add 후 매각 시 지분법이익으로 수익을 인식한다. 삼일빌딩과 명동호텔이 이와 같은 방식으로 추진한 사업이며 매각 시점 지분법이익에 약 300~400 억원 기여할 전망이다.

도표 6 SK 디앤디 프로젝트 유형별 손익인식



자료: SK 디앤디, 유진투자증권

도표 7 SK 디앤디 부동산개발 PJT 추진 현황

PJT 명	구분	개발방식	착공시점	완공시점	비고
명동호텔	호텔	REF	1H18	2H19	운영 중
삼일빌딩	오피스	REF	1H19	2H20	운영 준비중
제주조선호텔	호텔	자체개발	2H19	2H20	'21 년 상반기 매각예정
당산 생각공장	지식산업센터	자체개발	1H20	2H22	진행률 인식
강남역오피스	오피스	REF	2H20	1H23	-
SK 네트워크빌딩	오피스	자체개발 (Value-up)	1H21	2H22	후매각 예정
군포복합개발	지식산업센터 & 오피스	PFV	2H21	1H24	-
이천물류센터	물류센터	REF	2H21	2H24	-
구로 생각공장	지식산업센터	자체개발	1H22	2H24	-
신갈물류센터	물류센터	REF	2H22	2H23	-

자료: SK 디앤디, 유진투자증권

도표 8 SK 디앤디 신규사업(연료전지) 사업권 확보

지역	개발형태	용량	착공(예정)	준공(예정)	비고
청주에코파크	SPC	20MW	4Q20	4Q21	'21 년 준공예정
음성에코파크	SPC	20MW	1H21	2H21	'21 년 착공예정
충주에코파크 (충주 I)	SPC	55MW	2022	2024	관련 인허가 완료
대소월에코파크 (충주 II)	SPC	40MW	2022	2024	전기사업허가 완료 관련 인허가 진행중
Pipeline (135MW)					

자료: SK 디앤디, 유진투자증권

SK디앤디(210980.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020P	2021F	2022F
유동자산	914	818	1,018	998	959
현금성자산	128	186	809	588	297
매출채권	104	65	8	20	36
재고자산	470	438	119	306	542
비유동자산	576	579	719	830	972
투자자산	263	219	360	374	389
유형자산	304	345	342	440	567
무형자산	9	14	17	17	16
자산총계	1,490	1,397	1,737	1,828	1,931
유동부채	733	567	699	719	742
매입채무	80	64	11	29	51
단기차입금	518	332	518	518	518
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	410	468	498	499	500
사채및장기차입금	399	456	485	485	485
기타비유동부채	10	12	13	14	15
부채총계	1,142	1,036	1,198	1,218	1,242
자본금	19	19	24	24	24
자본잉여금	163	163	291	291	291
자본조정	6	7	-1	-1	-1
자기주식	-0	-0	-0	-0	-0
이익잉여금	160	172	218	290	368
자본총계	348	361	539	611	689
총차입금	917	788	1,002	1,002	1,002
순차입금(순현금)	789	602	193	414	705
투하자본	1,096	847	601	887	1,251

현금흐름표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020P	2021F	2022F
영업활동현금흐름	-134	275	507	2	-29
당기순이익	52	45	66	86	93
유무형자산상각비	12	27	32	34	43
기타비현금손익(감)	5	-0	253	63	63
운전자본의변동	-212	179	190	-181	-228
매출채권감소(증가)	-62	38	57	-13	-16
재고자산감소(증가)	5	88	318	-187	-235
매입채무증가(감소)	31	-24	-53	18	22
기타	-185	76	-133	1	1
투자활동현금흐름	-266	-71	-357	-216	-255
단기투자자산처분(취득)	13	15	-134	-8	-8
장기투자증권처분(취득)	0	0	-17	-68	-68
설비투자	-209	-88	-27	-131	-170
유형자산처분	0	3	0	0	0
무형자산감소(증가)	-3	-3	-0	0	0
재무활동현금흐름	442	-174	333	-15	-15
차입금증가(감소)	371	-163	204	0	0
자본증가(감소)	71	-11	121	-15	-15
배당금지급	10	11	11	15	15
현금의 증가(감소)	41	29	484	-228	-299
기초현금	65	107	135	619	390
기말현금	107	135	619	390	91
Gross cash flow	104	137	351	183	199
Gross investment	491	-92	33	389	476
Free cash flow	-387	229	318	-206	-277

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020P	2021F	2022F
매출액	563	455	700	676	876
증가율 (%)	70.1	-19.2	53.9	-3.4	29.6
매출총이익	141	132	225	212	249
매출총이익율 (%)	25.1	29.0	32.2	31.3	28.4
판매비와관리비	56	50	86	94	104
증가율 (%)	-0.2	-11.6	72.1	10.0	10.0
영업이익	85	82	140	118	145
증가율 (%)	259.7	-3.3	69.9	-15.8	23.1
EBITDA	97	110	172	152	188
증가율 (%)	230.9	12.4	56.8	-11.6	23.8
영업외손익	-16	-23	-47	1	-9
이자수익	2	4	17	6	7
이자비용	15	34	36	33	33
외환손익	-1	0	-0	0	0
지분법손익	-4	0	-39	-62	-62
기타영업외손익	1	7	12	91	79
세전계속사업손익	69	59	93	119	136
법인세비용	17	14	27	33	43
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	52	45	66	86	93
증가율 (%)	-19.4	-14.3	47.3	29.7	8.0
당기순이익률 (%)	9.3	9.9	9.5	12.7	10.6
EPS	3,136	2,365	3,478	4,519	4,882
증가율 (%)	-6.7	-24.6	47.1	29.9	8.0
완전희석EPS	3,136	2,365	3,314	4,355	4,718
증가율 (%)	-6.7	-24.6	40.2	31.4	8.3

주요투자지표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020P	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	3,136	2,365	3,478	4,519	4,882
BPS	18,315	19,032	22,005	24,953	28,186
DPS	600	600	600	600	600
밸류에이션(배,%)					
PER	8.5	12.3	12.0	9.2	8.5
PBR	1.5	1.5	1.9	1.7	1.5
PCR	4.3	4.0	2.9	5.5	5.1
EV/ EBITDA	13.3	10.5	5.7	7.9	8.0
배당수익율	2.2	2.1	1.4	1.4	1.4
수익성 (%)					
영업이익율	15.1	18.1	20.0	17.4	16.5
EBITDA이익율	17.3	24.1	24.5	22.5	21.5
순이익율	9.3	9.9	9.5	12.7	10.6
ROE	17.3	12.7	14.8	15.1	14.4
ROIC	7.3	6.4	13.7	11.4	9.2
안정성(배,%)					
순차입금/자기자본	226.8	166.6	35.8	67.8	102.4
유동비율	124.8	144.2	145.6	138.9	129.1
이자보상배율	5.7	2.4	3.9	3.6	4.4
활동성(회)					
총자산회전율	0.5	0.3	0.4	0.4	0.5
매출채권회전율	4.5	5.4	19.1	47.5	30.9
재고자산회전율	1.4	1.0	2.5	3.2	2.1
매입채무회전율	6.3	6.3	18.5	34.0	22.1

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고
 객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자 의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가 대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자 의견 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가 대비 +50% 이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가 대비 +15% 이상 ~ +50% 미만	93%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가 대비 -10% 이상 ~ +15% 미만	7%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가 대비 -10% 미만	0%

(2020.12.31 기준)

