SK디앤디 (210980)

SMIC 2023년 05월 05일

신재생 선설 Do not Doubt

공포에 사서 탐욕에 팔라.

2023E BPS 35,157원에 Target PBR 1.08x배를 적용한 38,000원을 '23년 말 Target Price로 제시한다. 동사는 건설 불경기와 주춤한 신재생 Pipeline, ESS사업의 피크아웃을 겪고 어둠의 심연을 지나왔다. 이와 더불어 PF리스크와 미분양우려로 건설업 투심 악화의 영향을 받아 현재 주가는 PBR 밴드상 역사적 저점 부근에 위치한 상황이다. 그러나 서울 오피스 쇼티지 하에서 부동산사업은 견조하게 유지될 것이고, 올해부터 신재생사업발 Top-line과 Bottom-line의 성장이 목도될 것이다. '20년 3월 코로나쇼크보다 더 낮은 현 PBR 수준은 동사 내재가치와 괴리가 있다고 판단한다. 이에 보수적으로 '20년 3월 19일 PBR 1.08x를 Target Multiple로 선정한다.

투자포인트 1. 부동산침체 속 오피스 호황, 별은 어두워야 보인다

2022년 이후 금리가 상승하고 주택 수요가 감소하면서 미분양이 속출하였고, 건설과 부동산 경기가 얼어붙으면서 부동산 PF 부실화에 대한 우려가 고개를 들었다. 그러나 동사는 다르다. 부동산 경기악화의 중심에 서 있는 주택이 아니라 오피스 위주로 Pipeline이 구성되어 있다. 서울권 오피스 임대시장은 공급 Shortage로 공실률이 2% 대까지 떨어졌으며, 임대수익은 끊임없이 오르고 있어 아주 매력적이다. 자산가격 하락에 대한 우려 또한 '24년을 기점으로 해소될 전망으로 동사의 Pipeline에 대한 수요는 견조할 것으로 보인다. 이러한 상황 속 동사는 이익체력을 입증하며 시장의 우려를 해소하고 날아오를 것이다.

투자포인트 2. 명실상부 친환경 디벨로퍼

친환경으로의 거부할 수 없는 흐름. 동사는 그 흐름의 중앙에 자리 잡고 있다. ESS사업부의 전성기는 지나갔지만 이제는 그 자리를 연료전지와 태양광, 풍력이 메울 것이다. 기다리고 기다리던 HPS와 탄탄한 연료전지 Pipeline은 친환경 사업부의 단기적 Top-line 성장을 견인할 것이다. 장기적으로는 급증하는 신재생 에너지에 대한 수요가 풍력과 태양광 매출에 미치는 영향도 무시할 수 없다. 동사, 프리미엄을 받을 자격이 충분하다.

손익계산서

(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업수익	**276,376**	**330,812**	**562,772**	**454,720**	**699,753**	**881,837**	**563,437**	**762,735**	**1,430,053**
YoY(%)	*19.49%*	*19.70%*	*70.12%*	*-19.20%*	*53.89%*	*26.02%*	*-36.11%*	*35.37%*	*87.49%*
부동산영업수익	233,739	251,936	405,987	300,739	565,690	681,250	360,087	414,902	708,680
친환경영업수익	24,635	50,875	127,060	109,620	99,228	156,699	171,024	310,817	684,357
가구영업수익	18,002	28,001	29,725	44,362	34,835	43,886	32,325	37,015	37,015
영업비용	235,995	307,157	477,675	372,462	559,945	671,971	499,090	500,079	1,241,639
영업이익	**40,382**	**23,655**	**85,097**	**82,258**	**139,808**	**209,866**	**64,346**	**262,656**	**188,414**
OPM(%)	*14.61%*	*7.15%*	*15.12%*	*18.09%*	*19.98%*	*23.80%*	*11.42%*	*34.44%*	*13.18%*
영업외손익	(5,929)	65,103	(15,955)	(22,949)	(46,598)	(28,271)	49,377	(17,080)	(17,426)
법인세비용차감전순이익	34,453	88,759	69,142	59,309	93,209	181,595	113,723	245,576	170,988
법인세비용	8,112	23,749	16,731	14,406	27,099	47,960	37,510	72,418	50,660
당기순이익	**26,341**	**65,010**	**52,412**	**44,903**	**66,111**	**133,635**	**76,213**	**173,158**	**120,329**
NPM(%)	*9.53%*	*19.65%*	*9.31%*	*9.87%*	*9.45%*	*15.15%*	*13.53%*	*22.70%*	*8.41%*

Rating

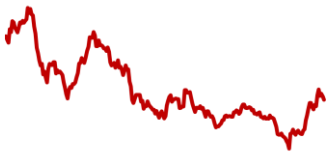
Buy

목표주가: 38,000 원

현재주가: 22,300 원

상승여력: 70%

12M 주가추이



시가총액	4,948 억원

Balance sheet data

순자산(2022)	6,971 억원
PBR(2022)	0.77x
ROE(2022)	11.47 %

Earning data

추정 EPS('23)	7,158 원
Implied PER('23F)	3.12x
Consensus EPS('23)	4,939 원
Consensus PER('23F)	4.52x

주요 주주

SK디스커버리 외 1인	34.12%
한앤코개발홀딩스유한회사	25.08%
KB자산운용	5.02%

SMIC 2 팀

팀장 46 기 김민철

팀원 46 기 정승혁

47 기 강연중

47 기 강지웅

47 기 문준서

CONTENTS

Intro 03

1. 산업분석 04

2. 기업분석: SK디앤디 08

3. 투자포인트 1: 부동산침체 속 오피스 호황, 별은 어두워야 보인다 11

4. 투자포인트 2: 명실상부 친환경 디벨로퍼 19

5. Valuation 26

Appendix 32

Intro

1차적 사고: 시장이 많은 역풍에 직면해 있으니, 주식을 팔자
2차적 사고: 시장이 많은 역풍에 직면해 있지만, 모두가 알고 있고 시장 가격이 어느 정도 할인되어 있으니, 주식을 사자.

- 하워드 막스 『투자에 대한 생각』 中 -

현재 시장에서 **가장 투자 센티먼트가 좋지 않은 섹터**를 꼽으라고 한다면 대다수의 투자자들은 **건설/부동산 섹터**를 이야기할 것이다.

그렇다면 우리는 건설/부동산 섹터를 외면해야 하는가? 이것은 **1차적 사고**이다. **2차적 사고**를 하는 투자자라면 **역으로 건설/부동산 섹터에서 투자 기회를 찾기 위해 노력할 것**이다.

2차적 사고의 아이디어로 시장에 접근할 시, 매력적인 기업은 조건은

① **시장의 우려가 주가에 충분히 반영**되어 있어야 하며,
② **역풍을 이겨내고 전진할 이익체력**을 갖추어야한다.

본 보고서에서 앞으로 소개할 **'SK디앤디'는**

① 역사적 **최저 PBR multiple**을 부여받으며 시장의 우려가 충분이 반영 되어있는 시점이다.
② 또한, 미래도 밝다. **수도권 오피스 시장은 장기 업사이클에 진입한 상태이며, 신재생 에너지 사업은 장기 성장성을 담보할 것이다. 즉, 동사는 디벨로퍼로서의 면모를 다시금 증명**하며 견조한 이익체력을 보여줄 것이다.

더욱이 연초부터 이어진 종합지수의 단기 급등으로 인해 부담이 가중되고 있는 투자자들에게 **주가의 하방 경직성이 확보된 동사의 투자 매력도는 높다.**

Buy the fear, sell the greed
SK D&D ratings: Buy

1. 산업 분석

1.1. 건설업의 player 소개- 시행사(디벨로퍼), 시공사, 신탁사

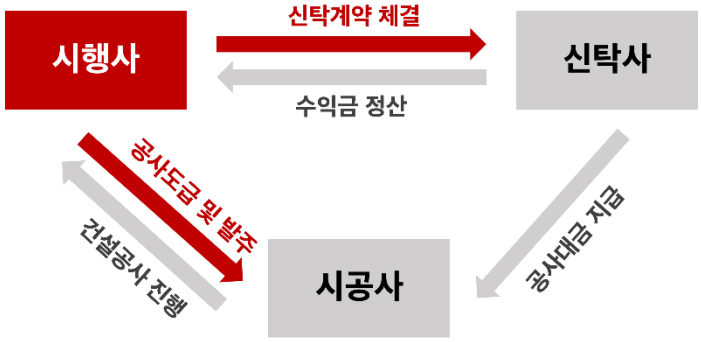
건설업의 player
①디벨로퍼 ②시공사
③신탁사

건설 현장에 참여하는 회사에는 **①시행사(디벨로퍼) ②시공사 ③신탁사**가 있다. 먼저 **①디벨로퍼**는 사업의 계획부터 토지 매입, 인허가 관련 행정 절차, 시공사와 신탁사 선정, 분양, 입주까지 **공사의 모든 과정을 총괄하는 역할**을 한다. **②시공사**는 디벨로퍼로부터 도급을 받아 **건물을 직접 건설**하며 **③신탁사**는 프로젝트 **자금을 위탁받아 관리해주는 역할**을 한다. 프로젝트 도중 디벨로퍼가 부도가 나면 분양을 받은 사람들은 계약금과 중도금을 돌려받을 수 없게 되므로, 이를 **보증하는 역할을 수행**한다.

OPM:
디벨로퍼>시공사

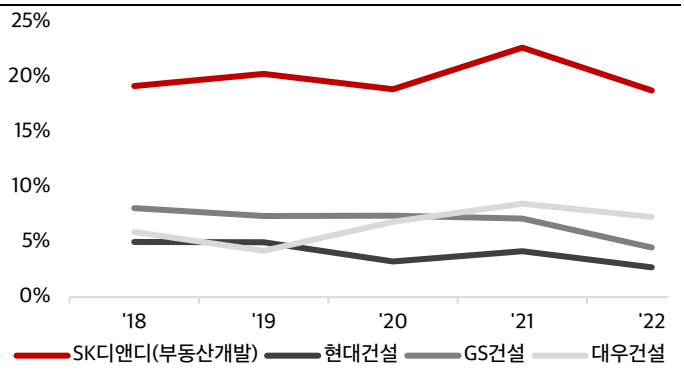
시공사와 디벨로퍼의 영업이익률을 비교해보면 시공사의 영업이익률은 일반적으로 10%이하인 반면 디벨로퍼는 최소 15% 이상으로, **디벨로퍼의 영업이익률이 월등히 높다.** 디벨로퍼 사업을 영위하기 위한 법인을 설립하는 것도 그렇게 어려운 일이 아니다. 그렇다면 왜 시공사가 디벨로퍼의 역할까지 담당하지 않는 걸까? 이는 **디벨로퍼가 굉장히 큰 리스크를 부담**하기 때문이다. 즉, **디벨로퍼는 큰 리스크를 감수하는 대가로 높은 영업이익률**을 얻는 것이다.

그림 1-1. 시공사, 시행사(디벨로퍼), 신탁사



출처: SMIC 2팀

그림 1-2. 디벨로퍼(SK디앤디)와 시공사 OPM (단위: %)



출처: DART, SMIC 2팀

1.2. 디벨로퍼에 대해서 더 자세히 알아보자.

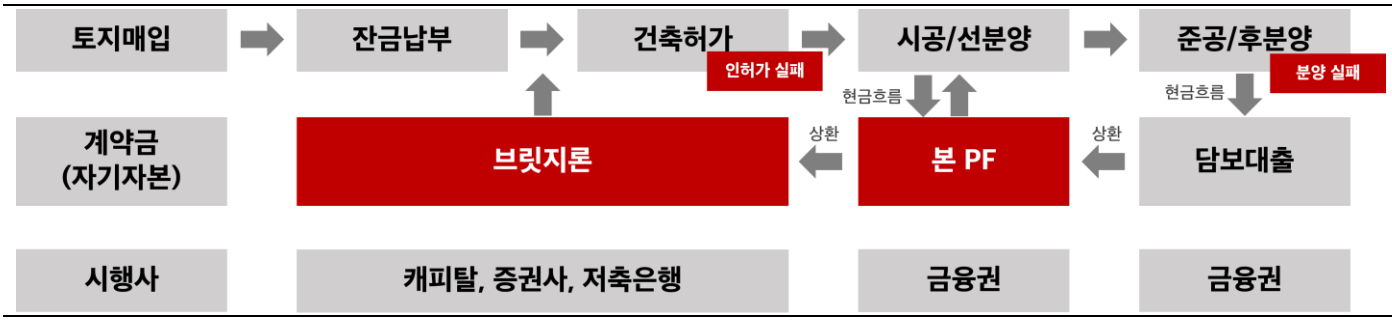
브릿지론: 토지 매입시 자금 조달 방법

디벨로퍼의 **첫 번째 업무는 부동산 개발 상품을 기획하고 토지를 매입**하는 것이다. 이때 천문학적인 자금이 필요하다 보니 대부분의 자금을 **외부 투자자로부터 조달**하는데, 이를 **브릿지론**이라고 한다. 프로젝트 과정에서 인허가가 예정대로 진행되지 않거나 디벨로퍼가 도산하는 경우 투자금 회수에 어려움이 있기 때문에 **브릿지론에 투자하는 금융사는 높은 리스크를 부담**해야한다. 따라서 **브릿지론의 금리는 최소 10% 이상으로 상당히 높은 편**이며 주로 캐피탈사, 저축은행 등 **제 2금융권에서 참여**한다.

브릿지론 → 본 PF
: 본 PF 로 브릿지론 상환

브릿지론을 받아 토지를 매입하고 인허가를 마치면 디벨로퍼는 **시공사를 선정하고 공사에 필요한 자금을 조달**하는데, 이때의 자금조달을 **본PF**라고 한다. 본PF는 사업이 어느정도 가시화된 상태에서의 자금조달로, 브릿지론에 비해 금리가 낮아 **본PF를 받으면 즉시 고금리인 브릿지론을 상환**하여 금융비용 부담을 완화한다. 이렇게 본PF의 조달이 마무리되면 건물 분양 및 착공이 이루어진다.

그림 1-3. PF 업무 과정



출처: SMIC 2팀

디벨로퍼의 이익
① 분양이익
② 매각차익

이와 같은 자금의 조달, 집행 과정에서 **미래의 부동산 경기를 예측하여 프로젝트의 수익성을 판단하는 것이 디벨로퍼의 핵심 경쟁력**이다. 이를 디벨로퍼의 수익구조를 통해 더 자세히 알아보자. **디벨로퍼의 이익**은 **①분양이익과 ②매각차익으로 구분**된다.

① 분양이익
= 분양수익 - 분양원가

①분양이익은 **분양수익-분양원가**이다. 전체 분양원가의 대부분은 토지 매입액이므로 **디벨로퍼의 핵심 능력 중 하나는 토지를 저렴하게 매입하는 것**이다. 개발될 토지의 지주들은 최대한 비싸게 땅을 매각하기를 원하므로 저렴하게 토지를 매입하는 것은 결코 쉬운 일이 아니다. 또한, **공사 기간도 분양원가에 영향**을 미친다. 공사기간이 길어질수록 이자 납부 기간도 길어져 금융비용이 증가한다.

② 매각차익
= 매각액 - 매입액

②매각 차익은 부동산 매각 시 **매입 가격보다 비싸게 매각함으로써 얻는 차익**이므로, 미래의 부동산 가격을 예측하여 부동산의 매입, 매각을 결정해야 한다. 이런 측면에서 **디벨로퍼의 사업은 상당한 경쟁력을 요구하는 사업**이다.

1.3. 디벨로퍼가 돈을 버는 방법

1.3.1. SPC? PFV? REF? REITs? - 핵심 용어 이해하기

SPC? PFV?
REF? REITs?

디벨로퍼가 꼭 모든 프로젝트를 토지 매입부터 시작하는 것은 아니다. 이들의 다양한 사업 방식을 이해하기 위해서는 **SPC(Special Purpose Company), PFV(Project Financing Vehicle), REF(Real Estate Fund), REITs(Real Estate Investment Trusts)에 대한 이해가 선행**되어야 한다. 이 개념들은 부동산 개발 프로젝트 진행 시 **여러 투자자들로부터 자금을 조달하는 방식이라는 점에서 유사**하지만, 참여 주체, 세제 혜택, 규제 등에 있어서 차이가 존재한다. 개념적으로 유사한 **PFV와 SPC, REF와 REITs의 비교**를 통해 각각에 대해 더 자세히 알아보자.

PFV 와 SPC 의 차이
: 규모, 법인세 비과세, 신용도

1) PFV vs SPC: PFV와 SPC의 주요한 차이는 **PFV는 SPC에 비해 규모가 크고 법인세 비과세 혜택이 존재**하는 대신 **책임 준공 의무가 존재**하고 **금융기관의 지분참여를 강조**함으로써 **페이퍼컴퍼니의 신용도를 증가**시켰다는 것이다. 책임 준공 의무란 불가피한 사정이 없는 이상 시공사가 신탁사와 약정한 기간까지 준공을 완료하고, 그렇지 못하면 신탁사의 피해에 대해 보상을 해주는 내용이다. 일반적으로 **자본금이 부족하고 사업 규모가 작은 경우 SPC**를, 동사와 같이 **대형 시행사의 경우에는 PFV를 통해 부동산 프로젝트를 수행**한다.

REF 의 구분
: 프로젝트 참여 or not

2) REF vs REITs: **REF는 앞서 설명한 SPC, PFV보다 광범위한 개념**이다. REF는 크게 두 가지로 구분할 수 있는데, 첫 번째는 **PFV와 비슷하게 직접 프로젝트에 참여하는 기업이 REF에 자본을 출자하는 형태**로 프로젝트를 진행하는 것이다. REF의 형태로 프로젝트에 참여하는 경

우 PFV로 사업에 참여하는 방식과 **개념적으로 거의 유사**하며, 차입금 제한 등 세부적인 내용에서만 차이가 존재한다.

REF vs REITs

두 번째는 **단순 투자 목적으로 REF에 투자**하는 경우이다. 여기서 REF는 펀드자산의 50% 이상을 반드시 실물자산에 투자해야 한다. **REITs**는 단순 투자 목적의 REF와 유사하지만, **투자자 입장에서의 차이**는 REITs에는 공시의무가 존재하여 투명한 관리가 가능하며, **소액으로 투자가 가능하고 환급성이 좋다**는 점이 있다.

그림 1-4. SPC, PFV, REF, REITs 비교

SPC, PFV, REF, REITs 비교

	법인세 비과세 혜택	차입금 제한	책임 준공 확약	최소 설립금액	투자자
SPC	X	X	X	없음	프로젝트 참여 기업
PFV	O	X	O	50억 이상	프로젝트 참여 기업+금융기관 5%이상 지분참여 필수
REF	O	자기자본의 4배	X	없음	단순투자 or 프로젝트 참여
REITs	O	자기자본의 2배	X	종류에 따라 상이	단순투자

출처: SMIC 2팀

1.3.2. 프로젝트 유형별 수익 인식 방법

자체 사업,
지분투자형 사업
(PFV, REF, REITs)

디벨로퍼가 프로젝트에 참여하는 방법은 크게 **① 프로젝트의 모든 과정을 책임지는 자체사업**과 **② 투자금을 모아 프로젝트에 참여하는 지분투자형 사업** 두가지로 구분할 수 있다. 지분투자형 사업의 경우 참여하는 **vehicle에 따라** 각각 **PFV, REF, REITs 방식으로 구분되며** 각 vehicle 별로 **수익 인식 방법 또한 상이하다.** ([그림 1-5.] 참고).

자체 사업
1. 선분양형
2. 후매각형

자체 사업에는 **① 선분양형**과 **② 후매각형**, 두 가지가 있다. **선분양형의 경우** 토지 매입부터 파이낸싱, 시공사 선정 등의 모든 과정을 스스로 진행하는 사업이며 **준공 전 분양**을 한 후에 **분양수익을 공정률에 따라 매출로 인식**한다. **후매각형** 사업은 노후되었거나 가치가 떨어진 부동산을 매입하여 용도변경, 증축 등을 통해 가치를 높여 **준공 후 매각하는 프로젝트로 인도시점 기준으로 매출을 한번에 인식**한다. 코로나19시기에 호텔을 매입하여 오피스로 용도변경 후 매각하는 사업이 후매각형 사업의 하나의 예이다.

PFV 수익 인식 방법
1. EPC 도급 이익(공정률)
2. 분양이익

PFV방식은 개념적으로는 앞서 설명한 자체개발 사업과 유사하지만, 이익이 **①EPC 도급이익**과 **②분양이익**, 두 단계로 나뉘어 인식된다는 점에서 차이가 있다. EPC란 **프로젝트의 설계(Engineering), 자재(Procurement), 건설(Construction)을 실행하는 사업**을 의미하며, 프로젝트를 진행하는 발주처로부터 발주를 받아 결과물을 제공한다는 점에서 자체적으로 사업을 진행하는 디벨로퍼와 구분된다.

PFV 가 EPC 를 발주

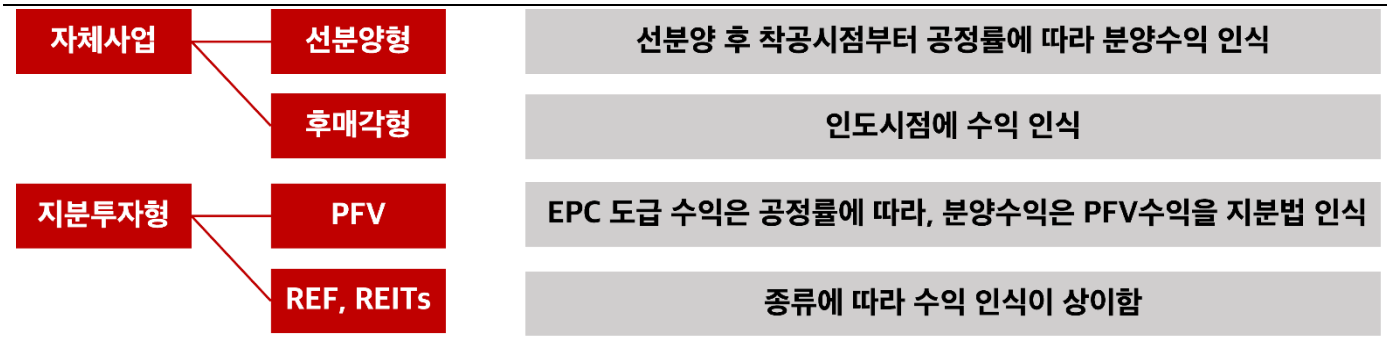
즉, 여기서는 **디벨로퍼가 지분을 출자한 PFV가 실질적인 디벨로퍼 역할을 수행**하며, PFV가 EPC를 디벨로퍼에게 발주하는 방식이다. 이때 **①EPC 도급이익**은 일반적인 EPC사와 동일하게 **공정률에 따라 인식**한다. 그리고 **②분양이익**은 PFV에게 인식되고 일반적으로 **디벨로퍼의 재무제표에 지분법손익으로 반영**된다.

REF, REITs 로 참여하는 방식은 다양함.

REF와 REITs로 참여하는 방식은 **프로젝트마다 수익 인식 방법이 상이**하다. 공정률에 따라 인식되는 경우도 있고, 인도시점에 인식되는 경우도 있다. REF에 출자하고 해당 프로젝트에

디벨로퍼로써 참여하는 경우도 있지만, 그렇지 않고 단순히 지분만 투자한 경우도 있다. 즉, REF, REITs로 프로젝트에 참여하는 방식은 다양하고, 그에 따라 상이한 수익 인식 방법을 가진다.

그림 1-5. 프로젝트의 종류에 따른 수익 인식 방식



출처: SK디앤디, SMIC 2팀

1.4. 남다른 디벨로퍼 'SK디앤디'에 주목

디벨로퍼의 성장 전략 → 지속적인 수익 창출 방안 마련

부동산 디벨로퍼들은 현재 어느 기업들보다도 추운 겨울을 보내고 있다. 지금과 같이 금리가 높은 상황에서는 자금조달이 어려워지고 금융비용 부담이 증가한다. 이로 인해 진행하고 있던 프로젝트의 수익성이 악화되고 신규 프로젝트의 진행이 힘들어질 수 있다. 그렇다면 디벨로퍼들은 **부동산 경기에 따라서 호황과 불황을 오가는, 영원한 시크리컬 주식**으로 남을 수밖에 없는 것인가? 본 보고서는 **그렇지 않다고 주장**한다. 디벨로퍼들은 **각자 안정적인 성장을 위한 전략을 수립**하고 있다.

일반적인 성장전략 : 부동산 사업에서 꾸준한 이익 창출

디벨로퍼들의 공통적인 성장 방향은 **고질적인 문제인 이익 변동성을 줄이는 것**이다. 대표적인 방법으로 건물관리 수입, 임대료 수입 등 부동산 개발에서 지속적인 수익을 창출하는 것이 있다. 이는 일본 디벨로퍼들의 성장 전략과 일맥상통한다. 일본의 디벨로퍼들은 **초기 분양 후 엑싯하기보다 부동산을 장기적으로 보유, 운영하는 수익 모델을 구축**하여 꾸준한 현금흐름을 창출하고 있다. **많은 한국의 디벨로퍼도 이와 유사한 성장 전략**을 펼치고 있다.

차별화된 성장전략 : 신재생에너지 디벨로퍼

하지만 여기, 남들과는 다른 성장 전략을 추구하는 **본 보고서의 주인공, SK디앤디에 주목**해보자. 동사의 성장 전략은 **"신재생에너지 디벨로퍼"**이다. 디벨로퍼라는 개념은 부동산 개발에만 필요한 것이 아니다. 전 세계적인 친환경 기조에 따라 수요가 증가하고 있는 **신재생에너지 부문에서도 디벨로퍼의 역할은 필수적**이다. 신재생에너지 발전 프로젝트 또한 부지를 탐색하고 인허가를 취득하고 수익성을 따지는 등 부동산 개발과 매우 유사한 과정으로 진행되기 때문이다. 따라서 **부동산 개발 역량을 가진 기존 디벨로퍼가 경쟁력이 높을 수밖에 없다.**

1) 태풍이 몰아치는 부동산 시장의 고요한 태풍의 눈, 오피스 시장에서 태풍을 견디며
2) 남들과는 다른 성장전략으로 대한민국을 대표하는 신재생에너지 디벨로퍼로 나아가는

본 보고서의 주인공, SK디앤디를 소개한다.

2. 기업 분석: SK디앤디

2.1. SK디앤디, 그게 누군데?

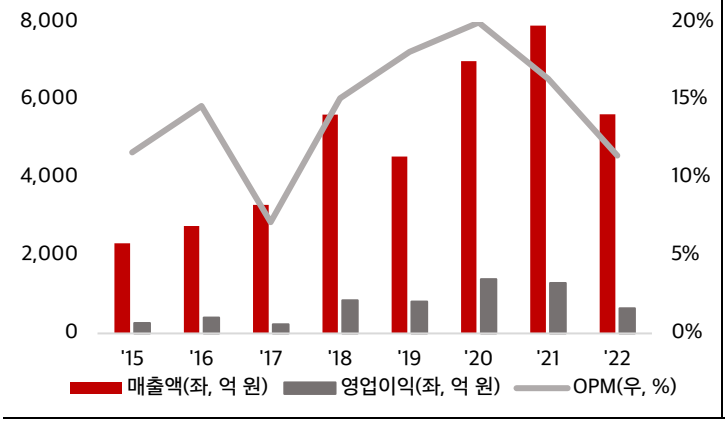
대한민국 1등 부동산 디벨로퍼

동사는 '04년도에 설립된 이후 부동산 개발업을 주 사업으로 영위하며 SK브랜드의 강점을 바탕으로 **초기 한국의 상업용 부동산 시장을 주도하는 디벨로퍼로 성장**해왔다. 하지만 산업의 특성상 큰 이익변동성은 동사의 불가피한 단점으로 지적되어왔다.

신재생에너지 사업 진출

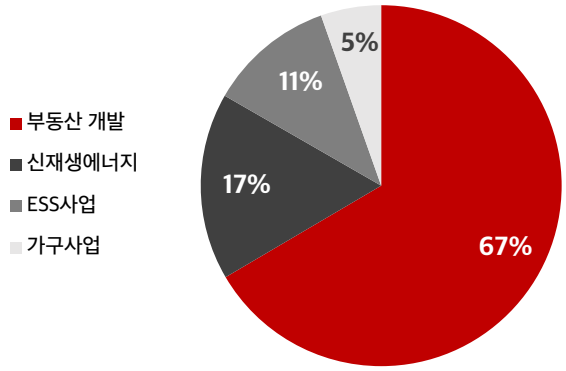
이러한 단점을 보완하기 위해 **부동산 디벨로퍼로서의 역량을 바탕으로 지속적인 수익을 창출**할 수 있는 분야인 **신재생 에너지, ESS 사업에 진출**했다. 동사는 '15년 제주도 가시리 풍력발전소의 가동을 시작으로 **신재생 에너지 디벨로퍼로서 두각을 나타내기 시작**했다. 후술하겠지만, ESS사업은 설치만 완료하면 고객사가 절약한 전기요금의 일정 비율이 지속적으로 수익으로 인식되며, 신재생 에너지 사업 또한 발전소 운영, O&M, REC, 전력 판매 등으로 **꾸준한 영업이익을 창출할 수 있는 비즈니스**이기에 **동사의 이익 변동성을 줄이는데 기여**하였다.

그림 2-1. 동사의 매출, 영업이익 추이 (단위: 억 원, %)



출처: SK디앤디, SMIC 2팀

그림 2-2. '22년 사업부별 영업수익 비중 (단위: %)



출처: SK디앤디, SMIC 2팀

2.2. 재무구조/회계정책

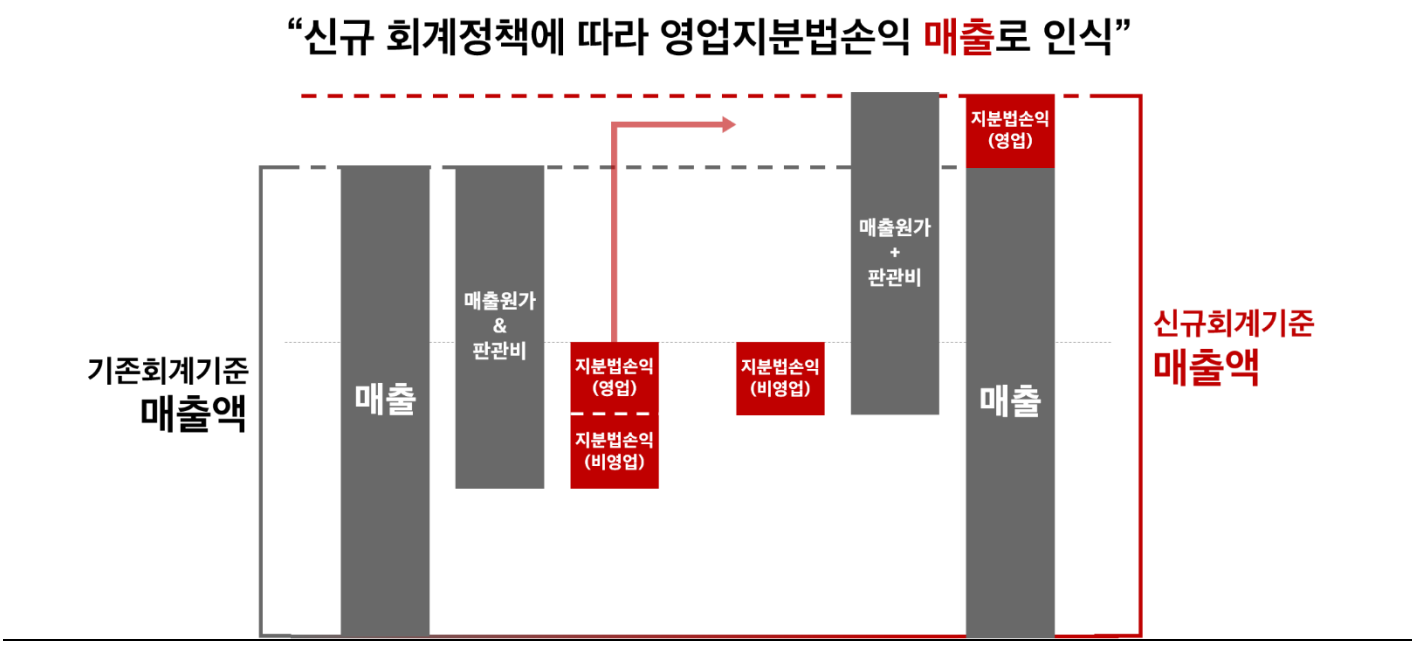
제자리를 찾은 영업이익

동사의 주 사업인 부동산 개발업의 특성 상 **개별 법인을 설립**하여 해당 법인에 출자하는 방식으로 프로젝트를 진행하기도 한다. 하지만 이 법인에 대한 동사의 지분율이 50% 미만일 경우, **실질적으로는 영업에서 발생하는 이익**임에도 동사에게 **지분법손익으로 인식되어 재무제표에 영업외손익으로 반영되는 한계**가 있었다. 즉, 지금까지는 당기순이익을 통해 동사의 영업에서의 수익창출능력을 간접적으로 평가해야 했던 것이다. 하지만 **'22년 회계정책의 변경**으로 인해 **본래 영업외손익으로 인식되었던 부분이 영업수익으로 인식되도록 변경**되었다. 이로써 회계정책이 기업의 현실을 더 정확히 반영할 수 있게 되었다.

높은 부채비율 우려? 우려는 기우에 불과

부동산 디벨로퍼의 고질적인 문제는 부채비율이다. 실제로 동사도 '22년까지 200% 이상의 부채비율을 기록하였고, 이는 투자자들의 우려로 작용하였다. 하지만 '23년 3월 강남역 오피스 매각을 통해서 2,000억 가량의 수익을 거둠으로써 **'23년 말 기준 부채비율은 약 175%까지 낮아질 수 있을 것으로 전망**된다. 또한 '22년 말 기준 총 차입금의 약 75%는 진행 중인 사업이 무리없이 완공되면 자연스럽게 해소되는 PF성 차입금이다. 아울러 동사는 **'22년 말 기준 2,000억이 넘는 현금성자산을 보유**하고 있으며, 강남역 오피스 매각을 통해 대규모의 현금을 확보함으로써 **새로운 프로젝트에 투자할 여력을 갖춘 것으로 보인다.**

그림 2-3. 회계정책 변경 내용



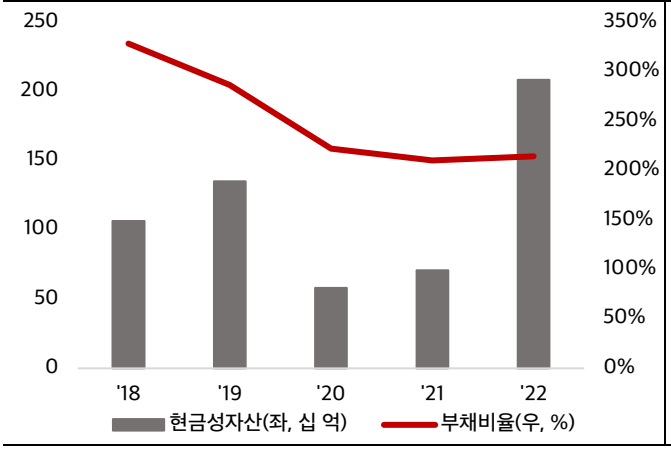
출처: SK디앤디, SMIC 2팀

2.3. 동사의 지배 구조

지배구조 변경으로 사업 확장이 용이해짐

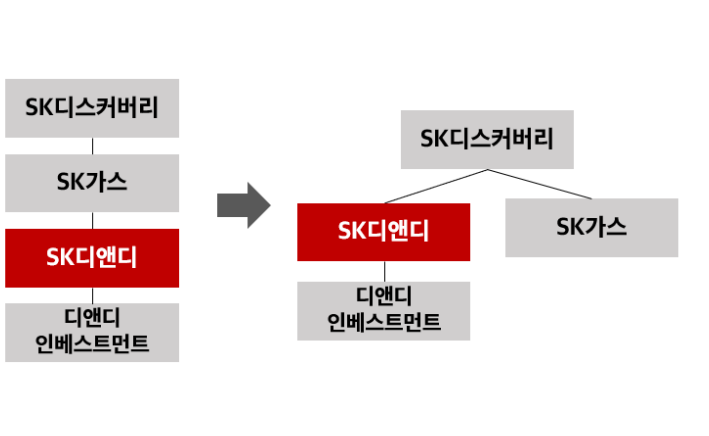
동사의 최대주주는 본래 SK가스였고, SK가스는 SK디스커버리의 자회사이므로 동사는 **SK디스커버리의 손자회사**였다. 손자회사는 공정거래법상 투자회사 지분 100% 취득 혹은 비계열사 지분 30% 미만 취득만 인정되는 등 **사업에 제약이 존재**한다. 하지만 '21년 12월 SK디스크버리가 SK가스의 동사 지분 전량을 매입함으로써 **최대주주는 SK디스커버리로 변경**되었으며 동사는 다양한 지분관계를 통한 파트너십을 통해 **적극적인 사업 확장이 가능**해졌다.

그림 2-4. 동사 현금성자산과 부채비율 (단위: 십 억, %)



출처: SK디앤디, SMIC 2팀

그림 2-5. 동사 지배구조 변화



출처: SK디앤디, SMIC 2팀

디앤디인베스트먼트, 동사의 든든한 파트너

동사의 주요 자회사로는 **디앤디인베스트먼트**가 있다. 디앤디인베스트먼트는 리츠의 자산 운영 위탁을 담당하는 **리츠 AMC**(Asset Management Company)로, 동사와의 전략적인 협력을 통해 성장해 나가고 있다. 이외에도 가구사업을 영위하는 디앤디프라퍼티매니지먼트와 개별 프로젝트를 위해 설립된 법인들 등이 연결대상 종속기업으로 편입되어 있다.

2.4. 주가분석을 통해 알아보는 동사의 역사

그림 2-6. 주가 추이 (단위: 원)

출처: 한국거래소, SMIC 2팀

① '15년 6월 ~'17년 2월

'15년 6월 23일 **시장의 뜨거운 관심 속에 상장**하였으나 보호예수 기간 종료 후 **차익실현 물량 출회**, 일회성 비용과 프로젝트 Pipeline **공백으로 인한 매출과 수익 부진**으로 **주가가 지속적으로 하락**하였다.

② '17년 6월 ~ '20년 4월

'18년 중순까지는 부동산 업황이 견조하여 **부동산 부문의 수익성이 증가**하고 **ESS사업에 대한 기대감이 본격화**되었지만 신규 프로젝트 매각 지연, 공정률 둔화 등의 일회성 요인과 ESS 화재사고 영향으로 수익성이 악화되며 **주가가 지속적으로 하락**하였다. '18년부터 본격화된 연준의 금리 인상으로 **'19년부터는 부동산 업황마저 둔화**되었다. 설상가상으로 코로나19로 인한 종합지수 급락 여파로 **'20년 3월 최저 19,850원까지 장기간 주가 하락세가 지속**되었다.

③ '20년 4월 ~ '20년 9월

코로나19 팬데믹 이후 **유동성 장세가 이끈 부동산 호황**과 더불어 **OPM이 높은 ESS사업의 매출이 보조금의 수혜를 받아 본격적으로 확대**되며 **'20년 9월 7일 최고가 60,300원을 기록**하는 등 **단기간에 가파른 주가 상승세**를 나타냈다.

④ '20년 10월 ~ 현재

'21년부터 **ESS에 대한 보조금이 삭감**되어 ESS 사업의 매출 및 영업이익 급감하였으며, 설상가상으로 **연준의 급격한 금리 인상**으로 인해 **부동산 시장이 급격히 악화**되며 동사의 주가는 **역사상 최저가인 17,700원까지 하락 후 반등 추세**를 보이고 있다.

투자포인트 1: 부동산침체 속 오피스 호황, 별은 어두워야 보인다

*'23년 4월 26일, 하나의 공시가 올라왔다. 동사가 강남역 오피스빌딩 개발을 위한 부동산펀드 수익증권을 **2,532억 원에 매각**하였다는 공시였다. 990억원의 매각이익을 실현할 것이란 기존 추정치를 아득히 상회하여 약 **2,100억원의 매각이익이 실현**될 것으로 추정된다. 부동산 경기에 대한 우려 속, 어떻게 이러한 가격이 형성될 수 있었을까?*

3.1. 부동산 경기, 논란의 중심은 주택

주택 투자 목적
: 시세차익

부동산 투자로부터 얻을 수 있는 이익은 크게 **임대수익**과 **시세차익** 2가지이다. 그리고 매매 수요자의 목적에 있어, 주택과 오피스는 주요한 차이를 보인다. **주택의 경우 시세차익만을 목적으로 하는 투자자들**이 주류를 이루며, 투자 규모가 작기 때문에 그 수요자는 주로 개인들이다. 개인들은 대부분 근로소득이 있어 지속적인 현금흐름보다는 시세차익에 따른 자산증식에 더 큰 관심을 둘 뿐만 아니라, 시세차익은 해당 주택에 거주하면서도 얻을 수 있어 개인들에게 더 적합하다.

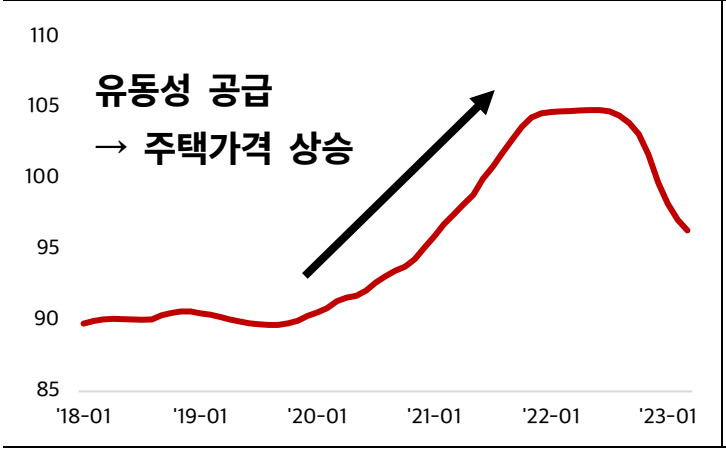
주택 가격 정체
→ 수요 급감
→ 주택 가격 폭락

현재 부동산 경기에 대한 우려의 중심은 주택이다. '20년 팬데믹으로 인해 시장에 **많은 유동성이 풀리면서 주택가격이 급격하게 상승**하였다. 그러나 '22년 이후 금리가 상승하면서 **주택가격이 정체**되었고, 주택 가격이 더 상승하기 힘들 것이라는 시각이 퍼지기 시작하자 주택 가격이 하락하기 시작했다. **시세차익을 노릴 수 없게 되자 주택의 수요는 급격히 감소**하였다. 더하여, 소위 "영끌"을 한 사람들이 높아진 금융비용을 견디지 못하는 상황까지 겹치며 미분양이 속출하였다.

미분양
→ PF 부실화

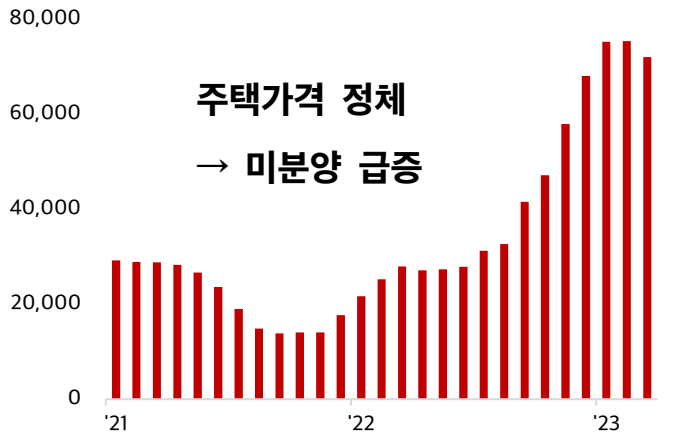
최근 부동산 PF 사태의 중심적인 원인이 바로 **미분양**이다. 산업분석에서 설명했듯, PF는 본 PF로 브릿지론을 상환하고, 분양수익으로 본 PF를 상환하는 **단계적 자금조달 형태**이다. 미분양률이 증가하면서 **본 PF가 제대로 상환되지 못하거나**, 혹은 수익성에 의문이 생기면서 **본 PF가 유치되지 못하여 브릿지론이 부실화**되는 것인 현 부동산 PF 사태의 골자이다.

그림 3-1. 전국 기준 주택가격지수 (21년 6월 = 100)



출처: 한국부동산원, SMIC 2팀

그림 3-2. 전국 월별 미분양 주택 수 (단위: 호)



출처: 한국주택협회, SMIC 2팀

3.2. 빈곤 속의 풍요, 오피스는 다르다

오피스
임대수익 & 자산가격

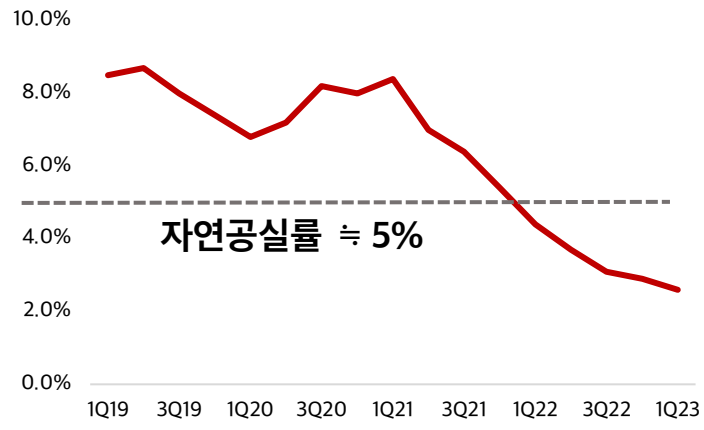
주로 시세차익을 목적으로 하는 주택 매매 수요자들과는 달리, **오피스 매매 수요자들은 주로 임대수익을 목적**으로 한다. 일반적인 오피스 임대차계약은 최소 2-3년에서 최대 10년까지로 장기계약인 경우가 많아 임대료 수준이 안정적이다. 따라서 꾸준한 현금흐름을 원하는 투자자가 많으며, 이들은 크게 **안정적인 임대수익**과 **견조한 자산가격**이라는 2가지 기준으로 오피스 매물을 바라본다. 즉, 이 두 가지를 분석함으로써 오피스의 수요를 예측해볼 수 있다.

3.2.1. 임대차 시장 Shortage, 임대수익의 상승

공실률 최저
→ 임대료 상승

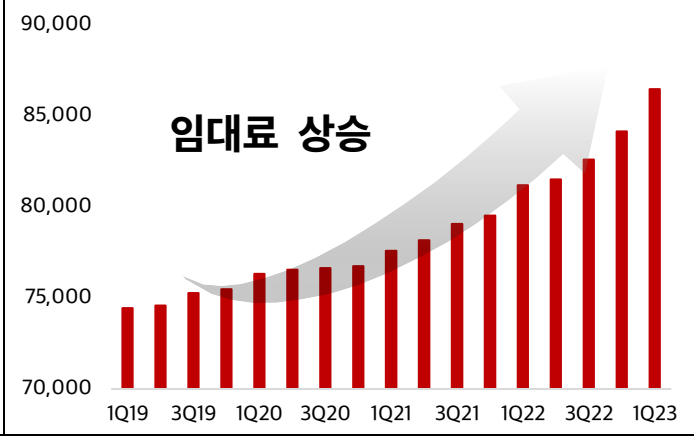
현재 **임대수익 측면에서 오피스는 굉장히 매력적**이며, 적어도 **'25년까지 그 매력도가 유지**될 전망이다. 임대수익을 볼 때에는 일종의 가동률을 나타내는 **공실률**과 **임대료의 추이**를 함께 보아야 한다. 현재 **서울 오피스의 공실률은 최저 수준**이다. 수요와 공급이 일치할 때의 자연공실률을 업계와 연구에서는 대략 5% 전후로 바라보는데, 현재 서울의 공실률은 그보다 낮아 **사실상 초과수요 상태**라고 할 수 있으며, 이에 반응하여 **임대료 또한 꾸준히 상승하고 있는 추세**이다.

그림 3-3. 서울 오피스 공실률 (단위: %)



출처: 젠스타메이트, SMIC 2팀

그림 3-4. 서울 권역 임대료 추이 (단위: 원/평)



출처: 젠스타메이트, SMIC 2팀

꾸준한 임차수요 증가

그 원인은 **임차수요와 임대공급의 비교**를 통해 확인해볼 수 있다. 오피스 임차수요는 견조하게 증가하고 있다. 임차수요의 증가는 신규 임차 면적에서 신규 공실 면적을 뺀 순흡수면적으로 표현되며, 현재 서울 오피스의 **순흡수면적은 지난 5년간 평균 28만평 수준으로 매년 수요가 꾸준히 늘어나고 있음**을 확인할 수 있다. 이는 **IT 산업의 성장과 벤처기업에 대한 국가의 지원 등에 기인**한 것으로 분석된다.

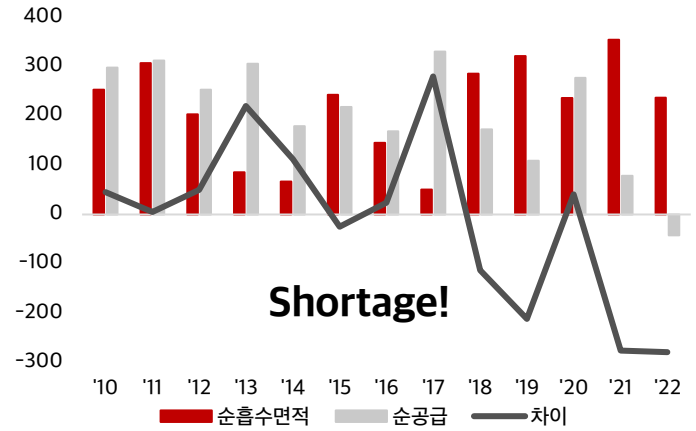
임대공급 증가 불충분
→ Shortage

이에 반해 **임대공급의 증가세는 임차수요를 따라가지 못하고 있다**. 임대공급의 증가를 나타내는 순공급은 **'18년부터 순흡수면적 미만으로 감소**하였다. '20년에는 여의도권역을 중심으로 큰 공급 증가가 있었으나, 동 기간 **멸실이 크게 증가**하면서 그 효과가 퇴색되었다. 더하여 '20년에 **코로나19로 인한 경기침체 우려가 확산**됨에 따라 **'21년과 '22년 공급이 후행적으로 크게 감소**하였고, 멸실도 높아진 수준을 유지함에 따라 **'22년 순공급은 음수**로 떨어졌다. 이로 인해 **'18년을 기점으로 공실률이 하락세**로 돌아섰으며, **'22년에는 자연공실률 아래로 떨어져 Shortage 상태**에 접어들었다.

Shortage
'25 년까지 유지 전망

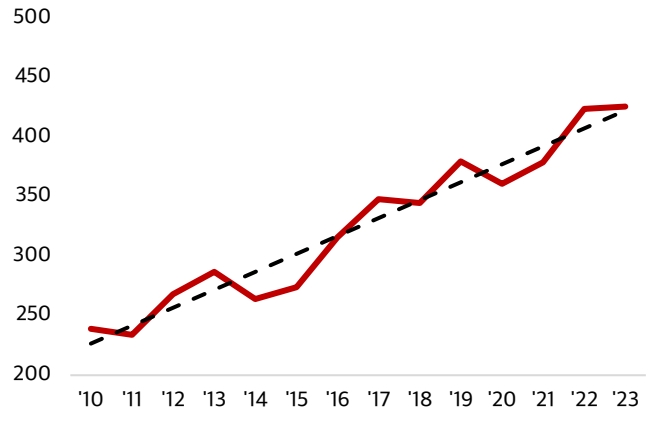
이러한 **Shortage는 당분간 유지될 것이**다. 건설기간이 길어 공급이 상당히 경직적인 부동산 시장의 특성 상, 임대공급도 빠르게 늘어나기는 힘들기 때문이다. 부동산 공급을 고려한 **임대 순공급은 '23년부터 '25년까지 연평균 18만평 수준**으로 예측된다. 이는 최근 5개년 **연평균 수요 증가에 미치지 못하는 수치**로, 수요 증가세가 견조하게 유지된다면 Shortage는 '25년까지 유지 혹은 심화되어 임대료 가격수준을 상승시킬 것이며, 공실률도 낮게 유지될 것으로 전망된다.

그림 3-5. 서울 권역 순흡수면적과 순공급 (단위: 천 평)



출처: 젠스타메이트, SMIC 2팀

그림 3-6. 서울 오피스 매매가격 추이 (2000년 1분기 = 100)



출처: 젠스타메이트, SMIC 2팀

3.2.2. 자산가격, '23년 제한적 하락 후 '24년 이후 견조하게 유지될 전망

자산가격의 미래 전망
→ 금리를 봐야

오피스 매매 수요를 결정하는 두 번째 요소는 **자산가격의 미래 전망**이다. 자산가격은 수요와 공급에 의해 결정되며, 이는 위에 설명한 **임대수익 뿐 아니라 금리, 입지 등 다양한 요소**에 의해 영향을 받는다. 이들 요소 중 지금 시점에 유심히 봐야 할 것은 **금리**이다.

Cap Rate Spread
→ 0 에 근접

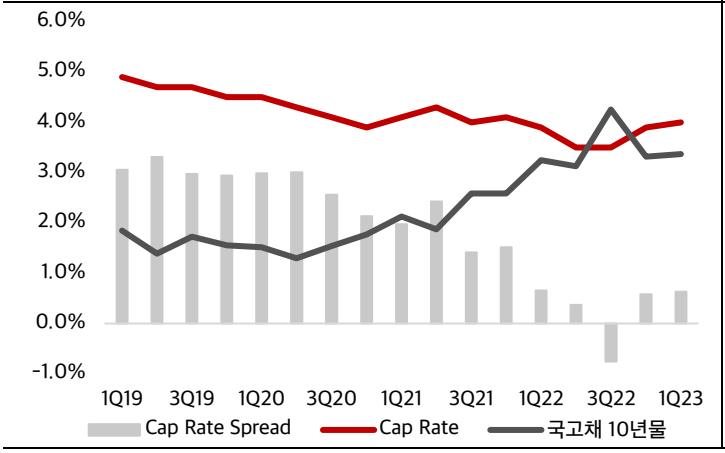
부동산 투자의 투자매력도는 부동산의 **투자수익률을 나타내는 Cap rate와 금리 간 Spread**로 표현할 수 있다. 상기했듯, 국내 오피스의 임대수익은 견조하다. 그러나 현재 **금리가 빠르게 상승하여 Cap Rate Spread가 0에 가까워진 상황**이다. 부동산 가격이 경직적인 성격을 띤다고 하더라도 이 상황이 **장기적으로 지속될 경우 매매수요자는 부동산 가격의 하락을 예측**할 것이며, 오피스의 매력도는 떨어질 것이다.

$$Cap\ Rate\ Spread = \frac{임대수익}{자산가격} - 금리$$

금리 - 연내 동결 후
내년 하락 전망

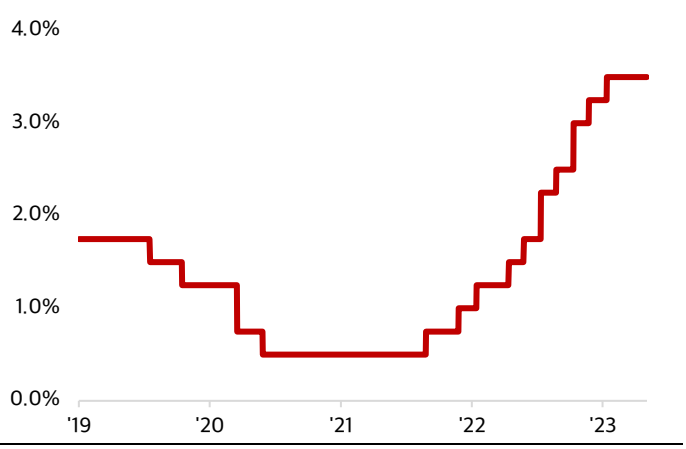
그러나 한국은행은 올해 1월 기준 금리를 3.5%로 인상한 이후, 현재까지 **기준금리 동결 기조**를 이어오고 있다. 가계부채에 대한 우려와 물가 상승률의 둔화 등을 고려할 때 **추가적인 기준금리 인상은 발생하지 않을 것으로 예상**되며, 글로벌 신용평가사 S&P와 다수의 전문가들이 금리의 인하 시점을 내년으로 예상한 것을 반영하여 본 보고서에서는 기준금리는 **연내 동결 후 내년에 하락할 것으로 예상**한다.

그림 3-7. Cap Rate Spread (단위: %)



출처: 젠스타메이트, 한국은행, SMIC 2팀

그림 3-8. 한국은행 기준금리 추이 (단위: %)



출처: 한국은행, SMIC 2팀

'23 년 부동산 가격 조정
'24 년 안정세 전망

더불어 본 보고서는 **금리 인상 효과가 후행적**으로 나타나면서 **'23년 말까지 오피스 부동산 가격이 조정될 것**으로 예상한다. **'24년 이후에는 금리 인하와 자산가격하락에 따른** 기저효과로 인해 **Cap Rate Spread가 안정세**에 들어서면서 **자산가격에 대한 우려는 해소**될 것으로 보인다. 이는 동사에게 상당히 유리한 상황으로 풀이된다. 후술할 동사의 Pipeline에서 추가적인 **매각 및 분양**의 경우 **자산가격에 대한 우려가 해소될 '24년 이후에 진행**되기 때문에, 상기했던 임대수익에 대한 기대와 함께 순조롭게 매각 및 분양이 이루어질 것으로 보인다.

서울 지역
높은 임차수요와 임대료

더하여, 동사가 몸담고 있는 **서울지역 오피스**의 경우 입지 측면에서 대체로 **다른 지역보다 임차수요가 높고 임대료 또한 빠르게 상승**하고 있기에, 동사의 Pipeline에 대한 수요는 상당히 **긍정적이다.** 후술할 각 Pipeline 분석을 참고해보자.

3.3. 나쁜 건 피해가고 좋은 건 가져갈 수 있는 동사의 부동산 Pipeline

지식산업센터
& 오피스

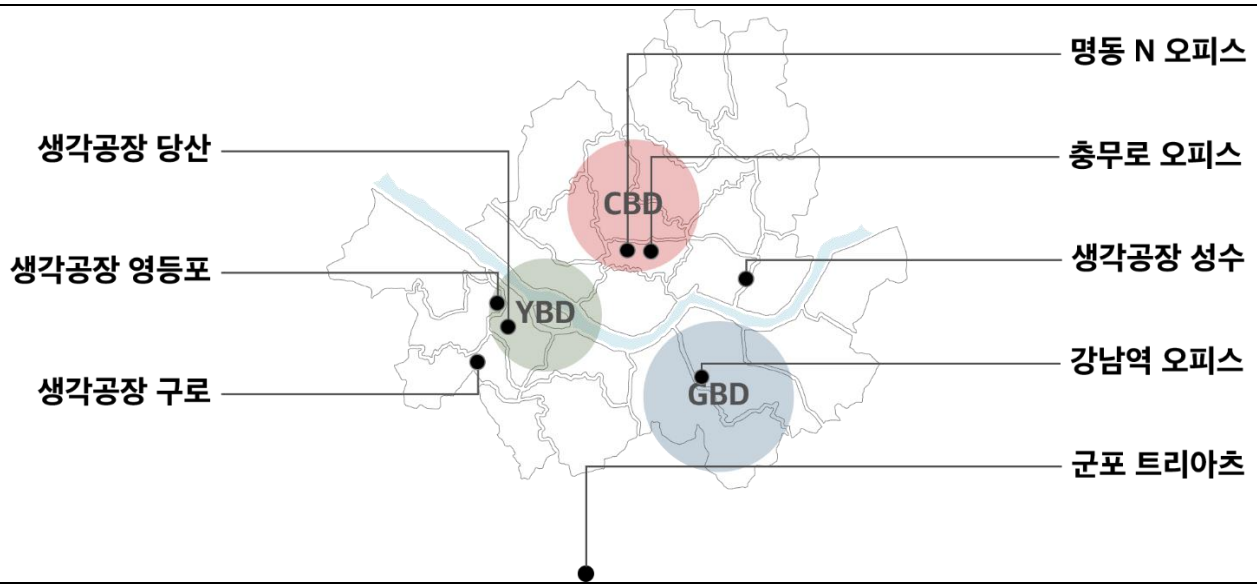
동사의 부동산 개발 관련 Pipeline은 **지식산업센터와 오피스**가 대부분을 차지한다. 지식산업센터란 **제조업과 지식산업, 정보통신업에 종사하는 기업**과 이들에 대한 **지원시설**이 복합적으로 입주할 수 있는 건물로, 오피스와 상당한 유사성을 지닌다. 상술하였듯이, 동사의 Pipeline은 **서울 주요 권역에 대부분 위치**하고 있어 수요가 높기 때문에 대부분의 **분양 및 매각이 순조롭게 진행**되고 있다. 더하여 모든 Pipeline이 **분양이 완료**되었거나 혹은 **'24년 이후**이기에, 최근 부동산 PF 관련 **금융 리스크에서 비교적 자유롭다**. 후술할 Pipeline별 설명에서 하나하나 알아보자.

3.3.1. 지식산업센터

수익형 부동산
오피스와 유사

지식산업센터는 **매매 수요에 개인들이 참여**한다는 점에서 오피스와 차이를 보인다. 오피스 매매는 일반적으로 하나의 건물이 통째로 기관이나 법인, 리츠에 매각되는 데에 반해, 지식산업센터는 각 호별로 **개별 분양**이 되기 때문이다. 그러나 지식산업센터는 "**수익형 부동산**"으로 주로 시세차익보다는 **지속적인 임대수익이 목적인 투자자들**이 많아, **투자 매력도의 판단 기준이 오피스와 상당히 유사**할 것으로 보이며, 그 수요의 양상도 주택가격보다는 오피스 가격과 비슷할 것으로 예상된다. 동사의 현재 지식산업센터 Pipeline에는 **생각공장 브랜드와 군포 트리아츠**가 있다.

그림 3-9. 동사 Pipeline별 위치



출처: SK디앤디, 패스파인딩, SMIC 2팀

1) 생각 공장

생각공장 성수, 당산, 구로, 영등포

생각공장은 **동사의 지식산업센터 브랜드**이다. '20년에 준공한 **생각공장 성수**를 시작으로, 작년 9월에는 생각공장 **당산**을 준공하였으며, 생각공장 **구로**가 분양을 마치고 착공하여 '25년 10월 준공 예정이다. 또한 내년에 분양 및 착공하여 '26년 하반기 준공 예정인 생각공장 **영등포** 또한 대기 중이다.

서울 주요 권역 → 분양률 100%

지식산업센터에는 제조업, 지식산업 및 정보통신업이 입주할 수 있기에, 주요 **타깃층에 따라 제조형, 오피스형, 복합형 등 다양하게 설계**된다. 동사의 생각공장은 **오피스형 지식산업센터**로, 제조업보다는 지식산업 및 정보통신업을 타깃으로 하여 **오피스에 가깝게 설계**되었으며, **서울 주요 권역의 높은 수요**를 바탕으로 성수, 당산, 구로 모두 성공적으로 **분양률 100%**를 달성하였다. 대기 중인 생각공장 영등포 또한 **여의도와 가까운 입지**로 인해 수요가 높을 것으로 예상되며, **금융 리스크가 완화되는 '24년 이후에 시작되는 분양일정**을 고려할 때 순조롭게 분양될 수 있을 것으로 예상된다.

생각공장 구로 '23~'24 년 수익인식

현재 생각공장 당산은 수익인식이 사실상 완료된 상태이다. **'23~'24년에는 작년 말 착공한 생각공장 구로에서 수익이 발생**할 것으로 보이며 분양률이 100%이기에 전액 공정률에 따라 인식될 예정이다.

2) 군포 트리아츠

군포 트리아츠 순조롭게 분양 중

군포 트리아츠는 SK에코플랜트, 태영건설과 함께 **PFV를 구성하여 건설 중인 지식산업센터**이다. 다른 Pipeline과는 다르게 서울에서는 꽤 떨어져 있으나, **수도권 광역급행철도(GTX)**의 C 노선이 근처 금정역에 연결되면 강남까지 약 14분만에 이동할 수 있게 되어 **교통여건이 개선될 것이다.** 현재 분양률은 50% 정도 수준이며, 이는 서울이 아니라는 점과 준공이 '26년, GTX 완공이 '28년임을 고려할 때 순조롭다고 평가할 수 있다. 동사 **내부적으로도 설정한 분양률 목표치를 지속적으로 달성**하고 있는 상황이다.

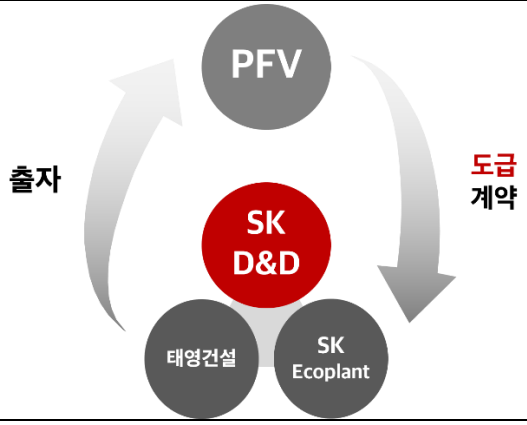
도급액 1452 억
+ 분양 이익

군포 트리아츠는 세 기업이 PFV를 구성하고, 해당 PFV가 다시 세 기업에게 도급을 주는 방식으로 수익이 인식된다. 최근 동사의 공시에 따르면 **도급액은 1,452억으로 공정률에 따라 인식**될 것이다. 이에 더하여 PFV로 인식되는 **분양 이익은 지분율에 따라 추가적으로 인식**될 예정이다.

그림 3-10. 생각공장 (당산)

출처: SK디앤디, SMIC 2팀

그림 3-11. 군포 트리아츠 출자 및 도급 구조



출처: SK디앤디, SMIC 2팀

3.3.2. 오피스

1) 강남구 역삼동 오피스

강남역 오피스
높은 가격에 매각

최근 현대차에 매각된 강남구 역삼동의 오피스이다. 강남역 바로 앞에 위치하여 입지가 매우 좋을 뿐만 아니라 공급이 제한적인 상황에서 **GBD 권역 내 신축 대형 오피스**라는 점을 인정받아 굉장히 **높은 가격에 매각**된 것으로 보인다. 동사는 해당 오피스 개발을 위한 투자신탁 지분 50%에 대한 수익증권을 2,532억에 매각하여 약 **2,100억원의 수익을 인식**할 것으로 예상되며, 부채 등을 고려할 때 건물의 자산가치는 8,000억원 이상인 것으로 보인다.

2) 명동 N 오피스

Value-up 리모델링
'24 년 1 분기 매각 전망

명동 N 오피스는 과거 SK 네트웍스 빌딩을 **리모델링을 통해 Value-up** 하여 재매각하는 사업으로, 작년 말 **리모델링은 완료**되었다. 현재 임차인을 모집 중에 있으며, **임차율은 50% 이상**으로 올라온 상황이다. 연내 100%를 달성한 뒤 **내년 1분기에 매각할 것으로 예상**되며, 디앤디플랫폼리츠에서 우선매수협상권을 가지고 있어 유력한 매수자 후보로 거론되고 있다.

명동 N 오피스
매각 이익 기대감

명동 N오피스는 서울 주요 권역인 명동 을지로입구역 근처에 위치하여 **매각 가능성이 아주 높은 편**에 속한다. 900억원에 기존 빌딩을 매입하여 289억의 리모델링 도급공사가 완료되었기에 장부금액은 약 1,200억원 정도로 예상되며, 근처 오피스빌딩의 평균적인 시세인 평당 3,000~3,500만원을 적용할 때 **최대 250억원의 이익을 기대**할 수 있다.

3) 충무로 오피스

충무로 오피스
'24 년 하반기 매각 예상

충무로 오피스는 **명동 티마크호텔**을 매입하여 **용도변경 및 리모델링 증축**하여 오피스로 탈바꿈시키는 사업이다. '24년 5월 준공 예정이며 '**24년 하반기 내에 매각**될 것으로 예상된다. **서울 주요 권역인 충무로역 근처**에 위치하고 있으며, '**24년 금융시장 및 자산가격 안정화**가 예상되는 상황이기에 **매각가능성은 높을 것**으로 보인다.

서울 주요 권역
수요 ↑, 리스크 ↓

상기 Pipeline의 특성을 종합해보면, 동사의 Pipeline은 **서울권의 지식산업센터 및 오피스에 집중**되어 있어 **수요가 긍정적**일 것으로 예상되며, 현재의 금리 상승에 따른 **자산가격 리스크**나, **PF 리스크에 크게 노출되어 있지 않다**. 따라서 동사의 Pipeline에 대한 매매수요는 충분할 것으로 보이며, 향후 수 년간 안정적으로 이익을 얻을 수 있을 것이다.

3.4. 동사에게 새로운 기회가 될 금융 리스크

위기를 기회로
전화위복

본 보고서에서는 오히려 현재 부동산 경기의 부정적 상황은 **동사에게 기회로 작용**할 수 있을 거라 판단한다. 기업분석에서 서술했듯, 동사는 상당히 많은 현금 및 현금성자산을 축적하였다. 이는 부동산 시장과 금융시장에 대한 우려로 작년 하반기 이후 무리하게 새로운 시행 사업을 진행하지 않았다는 점과 최근 강남역 오피스 매각에 따른 현금흐름에 기인한다. 자산가격의 하락 추세와 금융 리스크로 인해 토지나 공사가 **중단된 사업을 저렴하게 매입함으로써 추가적인 이익 체력을 확보**할 수 있으리라 판단한다.

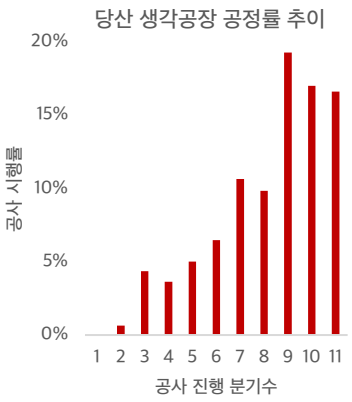
투자포인트 1을 정리하면 다음과 같다.

첫째, *부동산 시장에 대한 우려와 PF 사태는 주택 수요에 기인한 것으로서, 오피스 매매 수요는 비교적 견조할 것으로 예상된다.*
둘째, *오피스 임대시장의 공급 Shortage는 '25년까지 유지되어 임대료 상승을 견인할 것이며, 매매가격은 '23년 일부 조정을 받은 뒤 '24년 이후 견조할 것으로 예상된다.*
셋째, *동사의 Pipeline은 '24년 이후 분양 및 매각이 이루어져 자산가격 조정 우려로부터 벗어나 있으며, 대부분 서울 주요 권역에 위치하여 투자매력도가 매우 높아, 견조한 매매수요가 예상된다. 동사는 실적을 통해 이를 입증하며 시장 우려를 해소하고 주가 상승을 이뤄낼 것이다. 지금이 투자 적기이다.*

3.5. 부동산 사업부 매출 추정

부동산 부분 수익은 크게 개발수익, 지분법이익, 공사수익, 임대수익으로 구분할 수 있으며 '23년, '24년 부동산 부분 수익 추정논리는 아래와 같다.

1) 임대수익은 동사 소유의 임대주택(에피소드)에서 발생하는 수익으로, 매출비중이 작으며 동사가 임대수익 확장을 위해 지속적으로 노력하고 있음을 고려하여 보수적으로 3개년 average flat 처리하였다.



2) 지분법수익의 경우 투자포인트1.에서 서술한 바와 같이 지분 50%를 보유하고 있는 REF를 통해 투자한 **강남오피스 매각 금액 2,532억 원에서 '22년 말 기준 장부가액 347억 원을 차감**하여 추정하였다. '24년에는 공시된 동사의 Pipeline 상으로는 지분법이익으로 계상되는 수익은 발생하지 않는다.

3) 공사수익은 군포트리아츠 PFV가 동사에게 수주한 EPC수익이다. 각 기간의 수익은 **수주총액에 해당 기간의 공정률을 곱하여 산출**된다. 군포트리아츠 수주 총액은 공시된 금액을 반영하였으며, 공정률은 수주일자와 납기사이 기간이 11분기로 동일한 당산 생각공장 공정률 추이를 벤치마킹하여 추정하였다. 군포트리아츠는 4Q22부터 착공에 들어갔으므로 1Q23은 구

로 생각공장의 공사가 진행된지 2번째 분기에 해당되는 분기이며 이를 반영하여 추정한 **군포트리아츠의 '23년, '24년 공정률은 19.5%, 56.8%**이다.

당산 생각공장 공사 진행률

기간	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
공사진행률	0.6%	4.3%	3.6%	5.0%	6.5%	10.6%	9.9%	19.3%	17.0%	16.6%	3.0%

공사수익 추정

(단위: 백만 원)	총 수주	'23년 진행률	'23년 수익	'24년 진행률	'24년 수익
군포 트리아츠	145,200	19.5%	28,252	56.8%	82,431

4) 개발수익은 한번에 인식되는 **매각수익**, 기간에 따라 인식되는 **분양수익** 두 가지 종류로 구분된다.

4-1) 매각수익은 '23년 Pipeline이 존재하지 않아 수익이 발생하지 않는다. '24년에는 **명동N오피스, 충무로 오피스 두 프로젝트의 매각 수익이 발생**하는데 각 매각수익은 계획된 **평수에 추정 평단가를 곱하여 추정**하였다. 명동N오피스의 평단가는 조사 결과 3,000~3,500만원 사이 가격으로 형성될 것으로 추정되기에 3,250만원으로 추정하였다. 충무로 오피스는 앞서 언급했던 바와 같이 자산가격이 소폭 하락할 수 있기 때문에 '20년 CBD구역의 거래 평단가 2,400만 원을 반영하여 추정하였다.

개발 분양수익 추정

(단위: 백만 원)	총 수주	'23년 진행률	'23년 수익	'24년 진행률	'24년 수익
구로 생각공장	522,358	25.8%	134,513	62.7%	327,727
당산 생각공장	478,171	5.7%	27,300		

개발 매각수익 추정

(단위: 평, 백만 원)	평수	평단가	'24년 수익
명동N오피스	4,143	33	134,648
충무로 오피스	6,546	24	157,518

4-2) 기간에 따라 인식되는 분양수익의 경우 3Q22에 착공하여 현재 매출이 인식되고 있는 **구로 생각공장, 2Q24부터 발생하는 영등포 생각공장**이 해당된다. 그러나 영등포 생각공장은 아직 회사 내부적으로도 사업계획이 확정된 바가 없으며 착공초기에는 매출발생액이 적기 때문에 보수적 추정을 위하여 매출에 반영하지 않았다. 구로 생각공장 매출액은 군포 트리아츠 추정 논리와 동일하게 **수주총액에 공정률을 곱하여 추정**한다. 구로 생각공장의 경우 1Q23은 착공에 접어든지 3분기 째에 해당되는 기간이므로 이를 반영하여 추정한 **'23년, '24년 공정률은 25.8%, 62.7%**이다. 추가적으로 '23년에 반영될 당산 생각공장의 수주잔고 273억원을 반영하였다.

상기 논리를 종합한 부동산 부문 '23년, '24년 매출액은 아래와 같다.

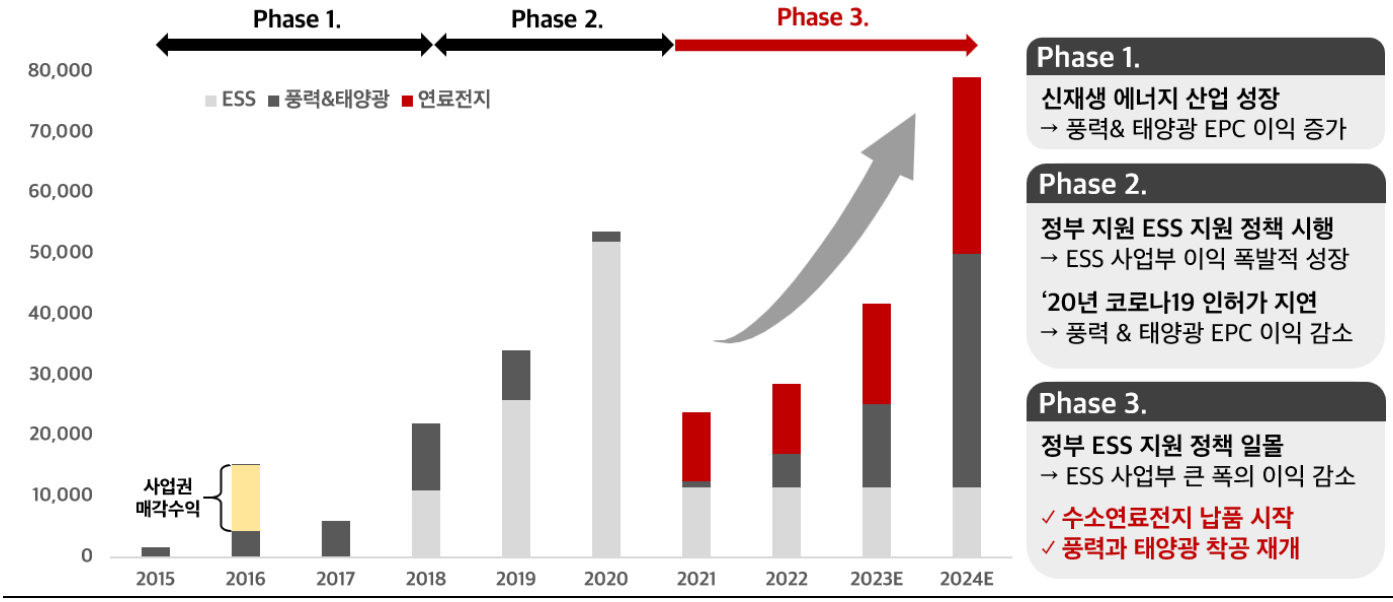
SK디앤디 부동산 부문 매출액

(단위: 백만 원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
개발	193,755	227,895	245,105	397,855	294,331	559,003	581,673	323,761	161,813	619,892
임대	7,203	5,844	6,831	8,132	6,408	5,216	8,697	5,160	6,358	6,358
공사	-	-	-	-	-	1,471	-	-	28,252	82,431
지분법	-	-	-	-	-	-	-	31,166	218,481	-
합계	**200,958**	**233,739**	**251,936**	**405,987**	**300,739**	**565,690**	**590,370**	**360,087**	**414,902**	**708,680**

투자포인트 2. 명실상부 친환경 디벨로퍼

__상단을 초과한 공모가__, 청약 증거금 __4조 4096억원__. 동사가 상장 당시 받은 관심을 잘 나타내는 숫자이다. 동사가 시장에서 엄청난 주목을 받을 수 있었던 이유는 무엇이었을까? __군계일학__. 그것은 바로 동사가 단순 부동산 디벨로퍼가 아닌 __신재생에너지의 DNA__를 가진 비범한 디벨로퍼이기 때문이다.

그림 4-1. 친환경에너지 사업부 영업이익 추이 및 전망 (단위: 백만 원)



출처: SK디앤디, SMIC 2팀

친환경 디벨로퍼란?

친환경 디벨로퍼란 **신재생 에너지 EPC 사업을 전문적으로 영위**하는 디벨로퍼를 가르킨다. 동사는 신재생 에너지 발전소 건립을 위한 **사업 계획, 자금 조달, 부지 확보, 정부 인허가 획득** 등의 임무를 처리한다. 친환경 사업부 대부분의 수익은 신재생 에너지 발전소의 EPC에서 발생하지만, 일부 사이트에서는 유지보수, 관리 등 부가 수익이 창출되기도 한다.

동사가 친환경 디벨로퍼로서 어떠한 전철을 밟아왔는지를 실적 중심으로 살펴보자.

Phase 1) 태동기 ('15~'18년)

친환경 에너지 급증

한국 **친환경 에너지산업의 급격한 성장**에 따라 동사의 친환경 EPC 실적은 점진적으로 증가했다. '15년 2월에는 당시 국내 풍력 발전 규모의 3%나 되는 제주 가시리 풍력 발전소를 완공하였고 '16년에는 울진 풍력 발전소 착공에 들어갔다. **신재생 에너지 매출은 순탄하게 '15년 122억에서 '18년 1,057억까지 늘어났다.**

폭증한 ESS 수요

'17년부터는 ESS 매출 또한 발생했고 2억 원이었던 매출은 '18년 212억 원으로 급증했다. ESS는 에너지 저장 장치로 전기료가 저렴할 때 전력을 저장해 두었다가 전기료가 비싼 시간대에 전력을 사용하여 비용절감을 돕는다. **정부는 ESS 활성화를 위해 '17년에 ESS를 통해 절약한 전기 요금의 3배를 기존 전기 요금에서 할인**해주었으며 덕분에 **ESS에 대한 수요도 덩**

달아 폭증했다.

Phase 2) 원히트 원더 ESS ('19년~'20년)

부진한 풍력&태양광 전성기 ESS

동사의 신재생 에너지 수익 대부분을 담당하고 있었던 태양광, 풍력 EPC 프로젝트들은 **코로나19로 인해 인허가가 지연**되었고 끝없는 고착 상태에 빠졌다. 그러나 동사의 선제적인 **ESS 사업부 투자**는 신의 한 수였다. '18년도부터 꾸준하게 성장한 ESS사업부는 기존의 태양광, 풍력 EPC 사업의 공백을 메우면서 **'친환경 디벨로퍼'**로서의 체면을 유지할 수 있게 해주었다.

고마워요 ESS!

동사의 ESS 설치 규모는 '17년 1GWh에서 '20년 2.8GWh로, 매출은 '17년 2억에서 '20년 837억으로 **퀀텀점프했다**. OPM 10%대를 기록하던 다른 사업부와 달리 ESS 사업부는 '20년 **62.1%의 OPM**을 기록할 만큼 **수익성이 높았다**. 비록 신재생 에너지 EPC의 Pipeline은 끊겼지만 정부 정책을 등에 업고 비상한 ESS 매출은 동사의 밸류 프리미엄을 든든히 지탱했다.

ESS 사업부의 침몰 토해낸 친환경 프리미엄

그러나 잘 나가던 동사의 ESS 사업부 성장에 **2가지 적신호**가 켜졌다. 첫째, '18년부터 발생하기 시작한 **ESS 화재**는 산업 신뢰도의 하락으로 ESS 설치 감소를 유발했다. 둘째, '20년말 피크제어용 **ESS 특례요금제도가 일몰**되며 그 수요가 감소했다. 따라서 현재 동사의 ESS매출은 신규 설치에 따른 EPC가 아닌 '18년, '19년에 설치한 ESS의 전기료 절감분 분배에서만 발생한다. 신규 Pipeline의 부재에 당연하게도 ESS 매출은 급격히 감소했으며, ESS 사업부의 정체로 인해 동사가 **친환경 디벨로퍼로서 받던 프리미엄이 대폭 감소했다.**

Phase 3) 제2의 도약기 ('21~ Now)

신재생 포트폴리오 다변화

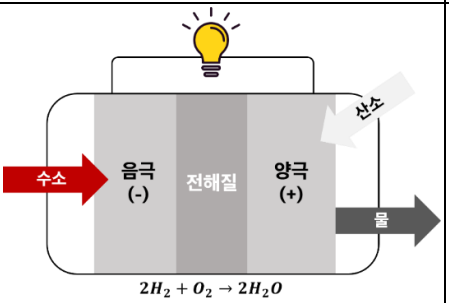
잘 나가던 ESS 사업부의 축소와 건설경기 악화는 동사의 주가의 폭락을 유발했다. 그러나 동사는 친환경 디벨로퍼로서의 아이덴티티를 포기하지 않았다. 저무는 **ESS 대신 연료전지로 신재생 포트폴리오를 다변화**했으며 **풍력, 태양광 사업부문의 재활**에 힘쓰고 있다. 후술할 내용에서는 동사의 **친환경 부문**은 과거의 영광 이상을 이루어 내며 동사의 **프리미엄이 회복을 견인할 것임을 보이고자 한다.**

4.1. 연료전지란?

그림 4-2. Bloom Energy 연료전지

출처: Bloom Energy, SMIC2팀

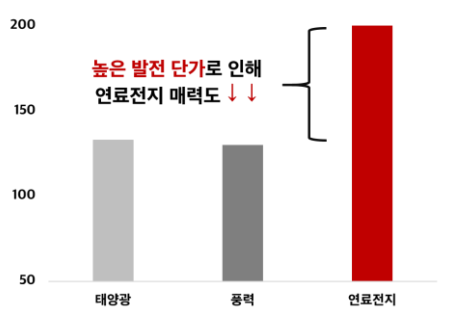
그림 4-3. 연료전지 원리



출처: 두산퓨얼셀, SMIC 2팀

그림 4-4. 에너지원별 발전단가

(단위: 원/kWh)



출처: 산업통상자원부, SMIC 2팀

연료전지란?
수소와 산소를 이용한 친환경 에너지

연료전지는 LNG 연료를 기반으로 **연소반응 없이** 오로지 수소와 산소의 화학적 반응을 통해 전기 에너지를 생산하는 친환경 에너지 기술이다. 연소반응이 없는 덕분에 **유해물질을 배출하지 않아** 친환경 발전 설비로 많은 각광을 받고 있다. 더불어 에너지 효율도 높다. 현재 사용되는 어떠한 열기관도 열효율 30%를 초과하지 못하지만 연료전지는 순수효율만 따져보더라도 **40~50%의 효율을 낸다**.

4.1.1. 연료전지 산업의 폭풍성장

Eyes On Me
연료전지

한국을 포함한 선진국들은 **연료전지에 진심**이다. 예를 들어 미국은 이미 연료전지 개발을 위해 약 27억 달러를 지원하였으며 연료 전지 분야에서 1,100개 이상의 특허와 30개 이상의 상용 기술을 확보했다. 수소경제 설립에 있어 **한국도 착실히 준비해왔다.** '30년까지 수소 생산, 유통 등 수소경제 민간 분야에 43조원 투자를 계획하고 있으며 그 방점을 찍을 **HPS 가 출격 대기 상태**이다.

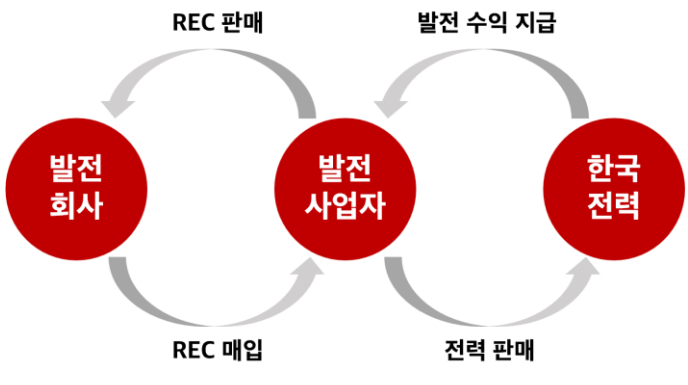
구원투수 HPS

국내 수소경제 정책의 핵심은 올해 6월부터 시작될 **HPS(수소 발전의무화 제도)**이다. HPS를 이해하기 위해서는 우선 RPS부터 이해해야 한다. RPS는 500MW 규모 이상의 대형 발전 사업자들로 하여금 일정 비율 이상의 전기를 신재생 에너지 발전을 통해 공급하게끔 하는 제도이다. 그러나 **연료전지는 태양광, 풍력 등의 타 재생에너지에 비해 발전단가가 높아 상용화되지 못했다.** HPS는 수소 연료전지용 RPS를 따로 분리하는 제도로 수소 발전을 통한 전력 공급이 의무화되는 효과를 가진다.

어쨌든 늘어날
연료전지 수요

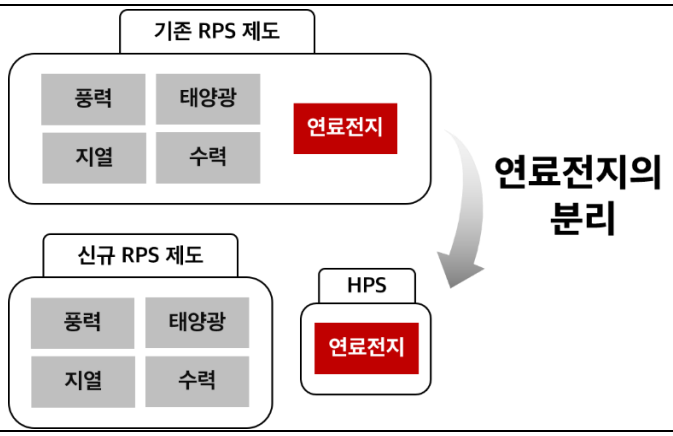
대형 발전사들이 해당 쿼터를 채우는 방법은 크게 2가지가 있다. **대형 발전소에서 직접 생산**을 하거나 **외부에서 신재생 발전을 증명해주는 인증서인 REC를 구매**하는 것이다. 전자의 경우, **발전사들은 직접 연료전지를 설치**하여야 한다. 후자의 경우, 수소발전 REC에 대한 수요가 늘어나 수익성이 보장되면서, **중소형 발전사업자들에 의한 연료전지 설치가 증가**할 것이다. 수익성이 보장되는 태양광에 많은 중소 업자들이 포진해 있는 것처럼, REC의 수익성만 보장된다면 연료전지 또한 각광받을 수 있을 것이다. 즉, HPS는 대형, 중소형 발전사업자 구분없이 연료전지 수요를 높여주는 정책이다.

그림 4-5. RPS 시장구조



출처: SMIC 2팀

그림 4-6. HPS 제도



출처: 산업통상자원부, SMIC 2팀

4.1.2. 자명한 동사의 성장

블룸에너지 연료전지 독점 공급

수소연료전지 시장의 성장은 연료전지 설치를 맡은 **동사의 성장과 직결된다**. HPS가 시행되게 되면 연료전지의 수요는 크게 증가할 것이 자명한데, 미국 블룸에너지의 연료전지를 설치하기 위해서는 반드시 **독점권을 확보한 동사**와 함께 해야 하기 때문이다. 현재 국내 연료전지 시장은 두산퓨얼셀과 미국의 블룸에너지가 양분하고 있으나 이 중 블룸에너지의 제품이 두산퓨얼셀의 제품에 비해서 **발전효율이 약 10% 뛰어나** 더욱 선호되는 추세에 있어 블룸에너지 제품의 수요는 견조할 것으로 예상된다.

탄탄한 Pipeline 준비 완료

아직 HPS가 시행되지 않은 현 상황에서도 연료전지 Pipeline은 견조하다. '22년 11월에는 총 1,320억 원을 투입한 연료전지발전소 '음성에코파크'의 상업운전을 개시했으며 이외에도 파주에코그린, 보은 연료전지 등의 수소연료전지 발전소 사업권을 다수 확보하고 있다. **HPS가 드디어 구체화되고 연료전지 고객사들이 사업 수지를 계산**할 수 있게 되면 사업추진 기간이 짧은 연료전지 프로젝트 특성상 새로운 Pipeline의 유입이 가속화될 것으로 전망한다.

4.2. 성장하는 한국 신재생 에너지와 동사

4.2.1. 성장하는 한국 풍력산업

다시 시작되는 Pipeline

엔데믹이 찾아오며 멈추었던 동사의 Pipeline은 다시금 시작되고 있다. 실제로 군위 풍백 육상풍력 프로젝트는 3Q22부터 착공에 들어가 매출로 인식되고 있으며, 앞으로도 **신재생에너지 산업 성장**의 수혜를 받을 것이 확실하다.

개화하는 해상풍력

특히 동사의 성장을 담보하는 것은 바로 **개화하는 해상풍력**이다. 한국은 3면이 바다이며 토지 면적이 넓지 않기 때문에 한국에서 신재생 에너지로의 전환을 위해서는 **해상풍력이 필수적**이다. '22년 운영 중인 해상풍력 단지의 규모는 143MW에 불과하지만, 한국 정부는 10차 전력수급기본 계획을 통해 **'30년 14.3 GW까지 확대**할 것으로 밝혔다.

해상풍력 프로젝트 → 대규모 프로젝트

해상풍력은 토지 면적 제한으로부터 자유로워 **대규모 프로젝트가 가능**하기 때문에 프로젝트 하나당 규모가 육상풍력과 비교할 수 없을 정도로 크다. 일례로 현재 동사가 공사를 진행하고 있는 군위 풍백 프로젝트의 규모는 1,800억원인 반면 '24년 착공에 들어가는 신안우이 해상풍력 프로젝트의 규모는 동사 IR의 MW당 단가 추정에 따르면 2.7조원으로 예상된다.

현 정부: 친환경 에너지에 우호적인 스탠스

하지만 해상풍력 프로젝트에는 2가지의 걸림돌이 있었다. 첫번째는 윤석열 정부가 친환경에너지에 대한 부정적인 스탠스를 고수할 것이라는 우려였다. 하지만 최근 들어 윤석열 정부는 **친환경 정책에 우호적인 스탠스**를 보이고 있다. 일례로 '23년 1월에는 풍력 발전을 수출 동력으로 발굴하겠다는 의지도 내비쳤으며 글로벌 1위 풍력기업인 **Vestas의 3억 달러 규모 투자유치 신고식에 대통령이 직접 참가**하기도 하였다.

우호적인 어민들

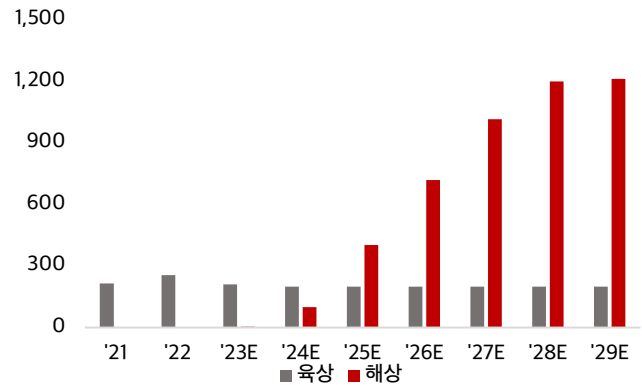
다음 걸림돌은 **어민들의 강력한 반발**이었다. 하지만 최근 정부 및 진행 담당사들은 어민들에게 해상풍력을 통해 벌어들인 수익의 일부분을 꾸준히 지급한다는 조건을 내걸기 시작했고 어민들 또한 **우호적인 분위기로 전환**되고 있다. 실제로 동사의 가까운 Pipeline인 신안해상풍력 프로젝트의 경우 오히려 **어민들이 '즉각 추진'을 위한 성명을 발표**할 정도로 매우 우호적

이다. 추가 확인 결과 신안 우이 프로젝트는 산업통상자원부의 예산을 받아 순조롭게 진행중이다.

그림 4-7. 에너지원별 수익 인식법

출처: SK디앤디, SMIC 2팀

그림 4-8. 국내 풍력 발전 증가 추이 전망 (단위: MW)



출처: 한국풍력산업협회, SMIC 2팀

4.2.2. 풍력 산업의 성장에서 동사의 수혜

자체 보유 발전소 & EPC 도급 진행 발전소

동사의 풍력 pipeline에는 **(1)동사가 자체적으로 보유, 운영중인 풍력 발전소**와, **(2)SPC를 통해 EPC도급을 진행하는 발전소,** 두 가지 유형이 있다. 동사의 pipeline을 유형별로 분류하고, 각각의 수익 인식 방법에 대해 알아보자.

1) 발전 시설 자체 보유: 제주 가시리 풍력 발전소

자체 보유 발전소
→ 전력 판매+REC 판매

제주 가시리 풍력발전소는 '15년에 상업운전을 시작하였으며, 동사가 자체적으로 운영중인 동사 최초의 풍력부문 pipeline이다. 직접 운영하는 발전소의 경우 **발전한 전력을 한국전력에 판매**함으로서 발전 매출을 인식한다. 또한, 다른 발전사업자에게 **REC를 판매하여 추가 수익을 창출**할 수 있다. 가시리 풍력발전소의 설비 규모는 30MW로, 전력 판매 수익과 REC매각 수익을 더하여 대략 **연간 150억원의 영업수익을 창출**한다. 영업이익률 또한 40%대로 높다.

2) SPC를 통해 EPC 도급 수행: 가시리 풍력발전소 외 나머지

EPC 도급 수행 발전소
→도급 수익+O&M

가시리 풍력발전소를 제외한 나머지 pipeline은 **EPC 도급을 수행하는 사업지**로, 도급 수익을 공정률에 따라 인식한다. 또한, 일부 풍력발전소의 경우 상업운전을 개시한 후에도 **O&M(Operation & Maintenance)이라는 형태로 발전소의 유지 보수를 수행하며 추가 수익을 인식**한다. 울진 현종산 풍력 발전소(53MW)는 동사가 EPC 도급을 수행하여 현재 상업운전중인 pipeline인데, O&M방식을 통해 연간 24억의 영업수익이 발생하며, 영업이익률 또한 20%로 높다. 그 외에도 '22년 7월 착공하여 현재 EPC도급을 수행중인 군위 풍백 풍력발전소(75MW)를 포함하여 다양한 pipeline을 보유하고 있다.

풍력 사업은 동사의 꾸준한 이익 창출에 기여할 것

위 (1), (2)를 통해 알 수 있듯, 풍력 발전 사업은 꾸준한 수익을 창출하게 해준다는 점에서 **산발적 이익 발생이라는 동사의 콤플렉스를 해결**해준다. 또한 완공된 발전 단지가 누적될수록, **전력수입과 O&M 수익이 축적되며 꾸준하게 발생하는 이익 비중이 점차 높아질 것**이다. 실제로 세계 1위 해외 풍력 터빈 업체인 베스타스는 설치한 풍력 프로젝트들이 누적되면서

현재 O&M 수입을 통해 '22년 31억 유로의 서비스 매출을 올리고 있으며 이는 전체 매출액의 21%나 되는 높은 수치이다.

4.3. 태양광도 빼먹지 말자.

Last but not Least 태양광

동사는 태양광 사업부 또한 견조한 성장을 보일 것으로 예상한다. 동사는 '26년까지 1.2GW로 태양광 발전의 규모를 늘릴 계획이다. 그 계획의 일환으로써 18MW 규모의 제주 위미사업과 80MW 규모의 진도 염해농지 사업 등 **다수의 태양광 Pipeline을 보유**하고 있다.

든든한 아군 글렌몬트

최근 동사는 세계 1위 청정에너지 인프라 펀드 회사인 **글렌몬트와 조인트 벤처를 설립**하여 태양광 발전 자원 매입 기반을 확보했다. 동사는 조인트 벤처에서 **디벨로퍼의 자격**으로 발전자원 조달, 유지보수, 전력중개 업무를, 글렌몬트는 **인프라 펀드의 자격**으로 PF의 업무를 수행하기로 결의하였다. 덕분에 동사는 **자금 걱정 없이 공격적으로 태양광 사업을 확대**할 수 있게 되었다. 두 회사는 이미 80MW가량의 태양광 발전소 부지를 매입하기로 결정하였고 이는 동사의 누적 태양광 설치량인 32MW의 2배가 넘는 수치이다.

수금할 준비 완료!

정리하자면 대한민국 신재생 발전 시장의 거대한 구조적 성장에서 **동사는 수금할 준비가 되었다**. 연료전지는 늘 그랬듯 꾸준히 매출을 뽑아낼 것이며 풍력과 태양광은 기존의 부진에서 벗어나 **전성기를 누릴 것**이다. 친환경과 탄소저감으로 나아가는 세계의 트렌드에서 동사의 장기 성장성은 담보 되어있다.

그림 4-9. 에너지 개발 Pipeline

SK디앤디 에너지 개발 Pipeline								
풍력 발전 프로젝트명	용량(MW)	개발 일정	태양광 발전 프로젝트명	용량(MW)	개발 일정	연료 전지 프로젝트명	용량(MW)	개발 일정
제주 가시리 육상풍력	30	1Q14~1Q15	순천맑은물센터	1	~4Q14	청주, 음성 에코파크	40	1Q22~4Q22
울진 육상풍력	54	4Q16~2Q19	당진에코파워	10	~4Q19	칠곡 에코파크	20	1Q23~4Q23
군위풍백 육상풍력	75	3Q22~1Q25	제주 위미	18	4Q23~3Q24	약목 연료전지	9	2Q23~4Q23
의성 육상풍력	99	3Q23~4Q26	진해 염해농지	80	1Q24~1Q25	파주 에코그린	31	3Q23~2Q24
청도 육상풍력	30	1Q24~4Q25	서산 염해농지	50	3Q24~1Q25	보은 연료전지	20	3Q23~2Q24
신안우이 해상풍력	400	3Q24~4Q25	장흥 염해농지	240	3Q24~2Q25	아산 연료전지	20	1Q24~2Q24
굴업도 해상풍력	230	1Q26~4Q26	당진 염해농지	150	2Q25~4Q26	충주 에코파크	40	2Q24~1Q25

출처: SK디앤디, SMIC 2팀

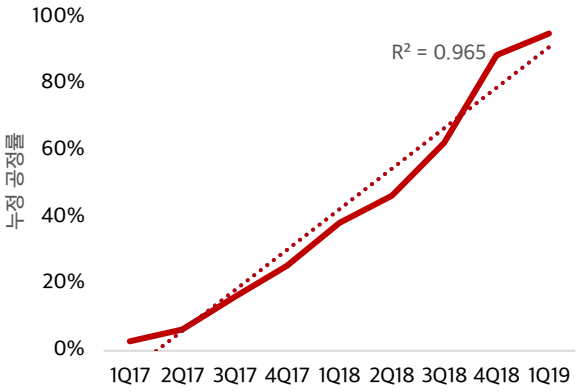
4.4. 신재생 부문 매출 추정

동사의 친환경 사업부는 크게 **풍력&태양광, ESS, 연료전지 사업부로 구분**할 수 있다. 상기 투자포인트2에서 서술한 논리에 입각한 친환경 사업부의 매출 추정 논리는 아래와 같다.

1) ESS 사업부는 추가적인 ESS 설치가 이루어지지 않을 예정으로 기존에 발생하던 피크저감 매출만이 지속될 것이다. 따라서 '23,'24년 ESS 매출은 '21,'22년 수준이 매출이 발생할 것으로 판단되기에 2개년 average flat으로 추정하였다.

2) 연료전지 사업부 매출액은 '21,'22년 청주, 음성 에코파크 매출액을 이용하여 추정하였다. 두 납품처 모두 20MW 규모의 납품이 이루어졌기 때문에 이를 이용하여 MW당 매출액을 추정한 후 동사의 향후 Pipeline 납품 발전용량을 이용하여 추정하였다.

연료전지 매출 추정	
(단위: 백만 원, MW)	
'21년, '22년 납품액	201,223
'21년, '22년 납품액 용량	40
MW당 평균 단가 (백만 원/ MW)	**5,031**
'23년 납품 용량	29
'23년 연료전지 매출액	**145,887**
'24년 납품 용량	51
'24년 연료전지 매출액	**256,560**



3) 풍력&태양광 각 Pipeline별 총 매출은 연료전지와 동일하게 **(MW당 단가) × (각 Pipeline 용량)**으로 추정할 수 있다. 풍력&태양광 매출은 **EPC 수익이기 때문에 공정률에 따라 매출에 반영**된다. 과거 매출이 발생했던 울진풍력발전 사업의 풍력&태양광 EPC 공정률을 1차식 근사하여 추정한 결과 R-square 값이 0.965로 **선형적으로 증가하는 추세**를 보인다. 이에 따라 각 Pipeline별 매출 및 착공과 준공시기를 반영하여 '23년, '24년 매출을 추정하였다.

보수적인 추정을 위하여 매출액에 반영한 Pipeline은 IR과 사업담당 지자체에 직접 연락하여 **사업이 정상적으로 진행되고 있는 Pipeline만 반영**하였다. 더불어 동사의 가시리 풍력 발전소의 전력발전 매출은 '23,'24년 flat 처리하였다.

군위 풍백 육상풍력 EPC 수주금액의 경우 공시된 금액을 사용하였으며 의성 육상풍력 MW당 단가는 군위 풍백 육상풍력 MW당 단가로 반영하였다. 신안우이 해상풍력 EPC금액의 경우 IR자료에서는 65억 원/MW로 제시되어 있지만 보수적인 추정을 위하여 NREL(세계친환경에너지연구소)에서 제시되는 55억 원/MW을 이용하여 추정하였다. 태양광 EPC의 경우 최근 삼성물산의 카타르 태양광 납품 EPC 수주금액을 이용하여 추정하였다.

풍력&태양광 매출 추정

(단위: 백만 원, MW)	착공	준공	공사기간	총 용량	MW당 단가	지분율	총 매출액	분기당 매출액	'23년 매출	'24년 매출
가시리 풍력 전기 발전	1Q14	1Q15	4Q	10					17,344	17,344
군위 풍백 육상풍력 EPC	3Q22	2Q25	12Q	75	2,400	100%	180,000	15,000	60,000	60,000
의성 육상풍력 EPC	3Q23	1Q26	11Q	99	2,400	100%	237,600	21,600	43,200	86,400
신안우이 해상풍력 EPC	3Q24	2Q27	12Q	400	5,500	40%	880,000	73,333	0	146,667
풍력									**120,544**	**310,410**
제주 위미 태양광 EPC	4Q23	3Q24	4Q	18	1,000	100%	18,000	4,500	4,500	13,500
진도 태양광 EPC	1Q24	1Q25	5Q	80	1,000	100%	80,000	16,000	0	64,000
태양광									**4,500**	**77,500**
합계									**125,044**	**387,910**

상기 논의한 논리를 이용하여 추정한 동사의 친환경 사업부 매출은 다음과 같다.

SK디앤디 친환경 부문 매출액

(단위: 백만 원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
풍력&태양광	12,254	24,635	50,641	105,783	60,805	15,429	13,235	33,491	125,044	387,910
ESS사업			234	21,277	48,815	83,799	39,395	40,378	39,887	39,887
연료전지							104,069	97,155	145,887	256,560
합계	**12,254**	**24,635**	**50,875**	**127,060**	**109,620**	**99,228**	**156,699**	**171,024**	**310,817**	**684,357**

5. Valuation

5.1. 총 매출 추정

동사는 부동산 사업부문, 친환경 사업부문을 제외하고 가구부문 매출이 발생한다. 가구 부문은 매출규모가 상대적으로 작으며 최근 몇 년간 꾸준한 비슷한 규모로 발생하고 있다는 점에서 '23년, '24년 매출액을 과거 3개년 average flat으로 추정하였다. 앞선 3.5.와 4.4.에서 추정한 부동산 사업부, 신재생 에너지 사업부의 매출을 반영한 동사의 총 매출은 아래와 같다.

SK디앤디 총 매출액 추정

(단위: 백만 원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
개발	193,755	227,895	245,105	397,855	294,331	559,003	581,673	323,761	161,813	619,892
임대	7,203	5,844	6,831	8,132	6,408	5,216	8,697	5,160	6,358	6,358
공사	-	-	-	-	-	1,471	-	-	28,252	82,431
지분법	-	-	-	-	-	-	-	31,166	218,481	-
부동산 합계	**200,958**	**233,739**	**251,936**	**405,987**	**300,739**	**565,690**	**590,370**	**360,087**	**414,902**	**708,680**
풍력&태양광	12,254	24,635	50,641	105,783	60,805	15,429	13,235	33,491	125,044	387,910
ESS사업	-	-	234	21,277	48,815	83,799	39,395	40,378	39,887	39,887
연료전지	-	-	-	-	-	-	104,069	97,155	145,887	256,560
친환경 합계	**12,254**	**24,635**	**50,875**	**127,060**	**109,620**	**99,228**	**156,699**	**171,024**	**310,817**	**684,357**
가구부문	**18,088**	**18,002**	**28,001**	**29,725**	**44,362**	**34,835**	**43,886**	**32,325**	**37,015**	**37,015**
총합계	**231,300**	**276,376**	**330,812**	**562,772**	**454,721**	**699,753**	**790,955**	**563,436**	**762,735**	**1,430,053**

5.2. 회계정책 변경

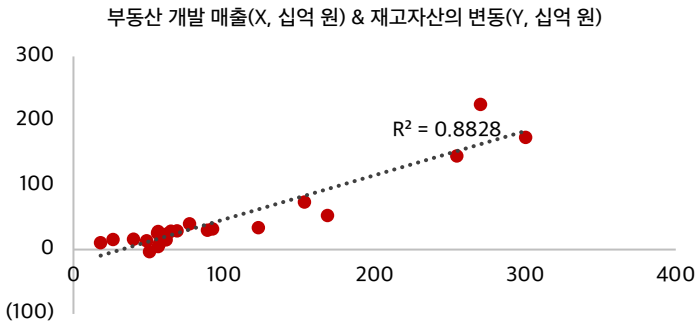
동사의 '22년 사업보고서부터 **회계정책이 변경**되었다. 주력 사업부문인 부동산 부문에서 기존에 영업외수익으로 인식해왔던 개발/운영/매각 관련 간접투자수익이 회계정책 변경으로 **영업수익에 반영**되었다. 이에 본 보고서에서는 변경된 회계기준을 **'21년부터 적용하여 기재**하였다. 또한, '22년 사업보고서부터 매출원가와 판매비와관리비 계정이 통합되어 영업비용으로 기재된다. 따라서 이와 동일하게 과거 매출원가와 판매비와관리비를 합산하여 영업비용으로 추정하였다.

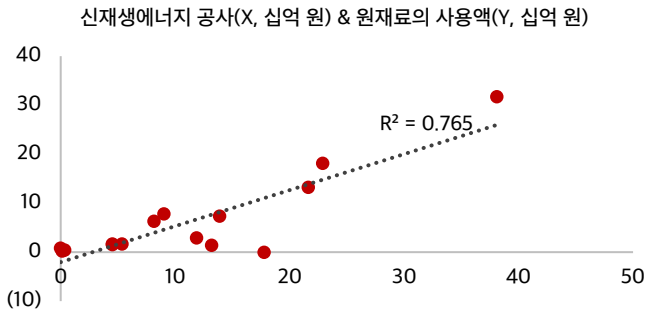
5.3. 영업비용 추정

영업비용 추정

(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업수익	**276,376**	**330,812**	**562,772**	**454,720**	**699,753**	**790,957**	**532,271**	**762,735**	**1,430,053**
영업비용	**235,995**	**307,157**	**477,675**	**372,462**	**559,945**	**671,971**	**499,090**	**500,079**	**1,241,639**
% of sales	*85.39%*	*92.85%*	*84.88%*	*81.91%*	*80.02%*	*84.96%*	*93.77%*	*65.56%*	*86.82%*
재고자산(용지포함)의 변동	85,715	110,036	201,076	91,871	259,925	480,555	199,513	118,570	455,217
원재료의 사용액	3,660	12,058	52,792	28,981	1,495	27	87	96,292	329,402
종업원급여	19,339	25,784	27,206	29,986	35,364	42,090	39,630	41,607	43,171
감가상각비	5,599	5,758	10,317	16,165	26,103	25,181	27,332	24,064	23,122
사용권자산감가상각비	-	-	-	2,075	5,751	4,690	4,302	3,849	3,501
무형자산상각비	35	51	190	386	1,245	1,995	2,624	2,001	1,376
외주비	80,667	67,755	66,602	83,025	146,887	51,647	111,261	119,776	224,567
지급수수료	18,648	56,578	68,037	40,422	56,931	36,363	51,453	66,173	124,068
세금과공과	1,822	7,080	4,922	6,798	10,043	4,193	15,429	11,035	20,689
지급임차료	6,519	7,437	7,846	2,883	287	665	1,360	1,360	1,360
광고선전비	1,524	2,008	666	159	506	755	1,338	866	986
지분법관련손실	-	-	-	-	-	10,383	30,139	-	-
기타 영업비용	12,466	12,612	38,021	69,711	15,409	13,428	14,623	14,487	14,179

영업비용은 **재고자산(용지포함)의 변동**, **원재료의 사용액**, **종업원급여**, **감가상각비 계정들**, **여타 영업비용** 등으로 분류하여 추정하였다. 동사 영업수익의 상당부분은 개발매출(분양 등)과 공사매출(EPC)에서 비롯된다. 그리고 부동산 개발매출이 진행률에 따라 인식될 때, 그에 상응하게 재고자산의 건설용지, 재공품(공사비, 선급공사원가) 등이 영업비용에 반영된다. 따라서 **재고자산(용지포함)의 변동**계정은 **부동산 개발매출과 높은 상관관계**를 갖는다. 수소연료전지 EPC 사업에 연료전지(상품)을 납품한 것이 재고자산에 유의미하게 영향을 미친 4Q21과 4Q22를 제외하고, 1Q17~3Q22(22개 기간)의 분기별 재고자산(용지포함)의 변동과 분기 부동산 개발매출간의 R-square값은 약 0.883으로, 표본의 수를 감안하면 회귀식을 쓰는 데에 무리가 없다. 또한, 수소연료전지의 1-영업이익률(%)을 재고자산사용률으로 추정하여 본 회귀계수와 재고자산사용률간의 차이와 수소연료전지 매출을 바탕으로 '23년과 '24년의 재고자산(용지포함)의 변동을 추정하였다.





또한 동사는 과거 '17년부터 '19년까지 EPC사업에 기자재를 납품하였고 이는 **원재료의 사용액**으로 집계되었다. 따라서 신재생에너지 공사매출(EPC)이 없어지기 전인 1Q17~3Q20까지 분기별 **원재료의 사용액**과 **신재생에너지 공사매출** 간 회귀분석을 실시한 결과, 약 R-square 값이 0.765로 상당히 유의미하게 도출되었다. 표본의 수를 감안하면 회귀식을 쓰는 데에 무리가 없으며, 이를 바탕으로 '23년과 '24년의 원재료의 사용액을 추정하였다.

종업원급여는 사업보고서상의 직원급여와 임원급여를 통합한 임직원급여와, 종업원급여에서 이를 차감한 기타 급여로 나누어서 추정하였다. 임직원급여는 1인당 평균 임직원 급여 추이와 국민연금 데이터를 기반으로 추론한 현재 동사 근로자수를 고려하여 추정하였고, 과거 추이와 전문인력으로 구성된 동사의 특성을 고려해 보았을 때, 임직원수의 변화는 크지 않을 것임을 감안하였다. 연평균 급여상승률 5%도 추가적으로 고려하였다. 기타급여는 종업원급여와 연동되지 않는 모습을 보이므로 과거 7개년도 average flat 처리하였다. 자세한 내용은 [App.3.]에 수록하였다.

감가상각비 등은 [App.4.]에 자세한 추정 과정을 수록하였고, **외주비**와 **지급수수료**, **세금과공과**는 변동비적 성격을 띄고 있기에 매출에 연동하여 추정하였다. **지급임차료**는 그 비중이 크지 않고, 전대사업에서 상당부분 비롯되기 때문에 전년도 flat 처리하여 추정하였다. **광고선전비**는 그 비중이 크지 않고, 추이가 다르므로 과거 3개년 이동평균으로 추정하였다. **지분법관련손실**은 **지분법관련매출**과 같이 상당부분 추정이 현실적으로 불가능하므로 0 flat 처리하여 추정하였다.

5.4. 영업외손익(금융손익, 기타손익, 지분법손익) 추정

영업외손익									
(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업외손익	**(5,929)**	**65,103**	**(15,955)**	**(22,949)**	**(46,598)**	**(28,271)**	**49,377**	**(17,080)**	**(17,426)**
금융손익	**(6,988)**	**(431)**	**(12,980)**	**(29,807)**	**(33,290)**	**(27,940)**	**(18,344)**	**(19,672)**	**(19,481)**
이자손익	(7,519)	(5,801)	(12,665)	(30,484)	(32,891)	(27,611)	(21,804)	(21,578)	(21,387)
외환관련손익	(1,349)	(131)	(1,051)	48	105	(14)	(4,143)	-	-
배당금수익	1,673	2,456	59	508	819	1,904	1,908	1,906	1,906
파생상품관련손익	623	2,526	1,267	(1,026)	(6,071)	3,388	317	-	-
확정계약관련손익	(416)	1,388	(294)	253	6,321	(2,355)	55	-	-
금융보증관련손익	-	-	-	-	-	-	-	-	-
당기손익-공정가치측정관련손익	-	-	(296)	895	(1,573)	(3,252)	5,322	-	-
기타금융손익	-	(869)	-	0	-	-	-	-	-
기타손익	**(1,237)**	**65,291**	**667**	**9,833**	**15,308**	**4,579**	**61,797**	**2,593**	**2,055**
수입임대료	245	1,691	204	154	105	65	99	82	90
종속기업 및 관계기업투자관련 손익	-	-	-	3,090	55	-	1,093	-	-
유형자산관련손익	0	(33)	-	(14,039)	(132)	(331)	136	-	-
투자부동산관련손익	(91)	-	-	(242)	-	-	-	-	-
사용권자산관련손익	-	-	-	-	416	1,373	105	-	-
기타자산관련손익(부동산 및 매각예정자산)	-	64,060	-	-	-	-	60,608	-	-
무형자산관련손익	(11)	-	-	(326)	-	(1)	(48)	-	-
재고자산관련손익	-	-	-	(65)	-	(0)	-	-	-
이 외의 기타손익	(1,381)	(426)	464	21,260	14,864	3,473	(196)	2,511	1,965
지분법적용투자손익	**2,296**	**243**	**(3,642)**	**(2,975)**	**(28,616)**	**(4,910)**	**5,924**	**-**	**-**

성격상 대응되는 계정은 합산하여 **'손익'개념으로 추정**하였다. 금액적 중요성이 낮고, 추정이 난해하며, 일시적인 손익은 average 또는 0 flat 처리하였다. **이자비용**은 이자발생부채에 유효이자율을 곱하여 추정하였다. 동사는 장기차입금 PF 대출 관련 변동이자율 위험을 고정하기 위해 이자율 스왑계약을 체결하였다. 또한, 대부분의 사채는 고정금리로 발행했고, 변동금리부 외화사채는 이자율 변동 및 환율 변동 위험을 고정하는 통화 스왑 계약이 체결되어 있다. 이에 '23년 유효이자율은 '22년과 매우 유사할 것으로 추정한다. 따라서 '22년 유효이자율을 '24년까지 반영하여 추정하였다. 그리고 만기가 도래하는 사채의 규모를 고려하여 이자발생부채를 추정하였다. 이자비용 추정 Table은 [App.5.]에 수록하였다. **배당금수익**은 '21년부터 그 추이가 일정하므로 average flat하여 추정하였고, **외환관련손익**은 현 시점 환율이 '22년 말 환율과 큰 차이가 없다는 점을 반영하여 0 flat 처리하였다.

5.5. 법인세비용 및 비지배지분 순이익 추정

법인세비용 추정									
(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
법인세비용차감전순이익	34,453	88,759	69,142	59,309	93,209	181,595	113,723	245,576	170,988
법인세비용	**8,112**	**23,749**	**16,731**	**14,406**	**27,099**	**47,960**	**37,510**	**72,418**	**50,660**
유효법인세율(%)	*23.54%*	*26.76%*	*24.20%*	*24.29%*	*29.07%*	*26.41%*	*32.98%*	*29.49%*	*29.63%*

법인세비용은 과거 유효법인세율을 고려하여 추정하였다.

한편, 비지배지분의 존재로 '23년과 '24년의 비지배지분 순이익을 추정해야 한다. 하지만 '20~'22년까지의 당기순이익대비 비지배지분 순이익의 비중은 각각 0.32%, 0.26%, -0.58% 수준으로 그 비중이 극히 적고 추이가 불분명하며, 해당기간 비지배지분순이익비중의 평균은 0.00% 수준이다. 따라서 당기순이익을 그대로 지배지분순이익에 적용하여 추정하였다.

5.6. 최종 손익계산서 Table

상기 논의를 종합한 최종 연결손익계산서는 다음과 같다.

손익계산서									
(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업수익	**276,376**	**330,812**	**562,772**	**454,720**	**699,753**	**881,837**	**563,437**	**762,735**	**1,430,053**
YoY(%)	*19.49%*	*19.70%*	*70.12%*	*-19.20%*	*53.89%*	*26.02%*	*-36.11%*	*35.37%*	*87.49%*
부동산영업수익	233,739	251,936	405,987	300,739	565,690	681,250	360,087	414,902	708,680
친환경영업수익	24,635	50,875	127,060	109,620	99,228	156,699	171,024	310,817	684,357
가구영업수익	18,002	28,001	29,725	44,362	34,835	43,886	32,325	37,015	37,015
영업비용	235,995	307,157	477,675	372,462	559,945	671,971	499,090	500,079	1,241,639
영업이익	**40,382**	**23,655**	**85,097**	**82,258**	**139,808**	**209,866**	**64,346**	**262,656**	**188,414**
OPM(%)	*14.61%*	*7.15%*	*15.12%*	*18.09%*	*19.98%*	*23.80%*	*11.42%*	*34.44%*	*13.18%*
영업외손익	(5,929)	65,103	(15,955)	(22,949)	(46,598)	(28,271)	49,377	(17,080)	(17,426)
법인세비용차감전순이익	34,453	88,759	69,142	59,309	93,209	181,595	113,723	245,576	170,988
법인세비용	8,112	23,749	16,731	14,406	27,099	47,960	37,510	72,418	50,660
당기순이익	**26,341**	**65,010**	**52,412**	**44,903**	**66,111**	**133,635**	**76,213**	**173,158**	**120,329**
NPM(%)	*9.53%*	*19.65%*	*9.31%*	*9.87%*	*9.45%*	*15.15%*	*13.53%*	*22.70%*	*8.41%*

5.7. Valuation - Historical PBR Method

동사의 Valuation으로 Historical PBR Method를 사용하였다. 동사는 자본을 바탕으로 레버리지를 일으켜서 영업수익을 창출하는 사업을 영위한다. 그렇기 때문에 자본에서 얼마만큼의 순이익이 나오는지가 Valuation에 있어서 중요한 지표가 된다. 즉, ROE를 고려하려면 PBR Method를 채택해야 하는 것이다. 또한 손익인식에 변동성이 있는 디벨로퍼 특성상, PBR Valuation이 적합하다.

5.7.1. Peer PBR을 쓸 수 없는 이유

Peer PBR Valuation은 동사의 가치를 평가하는데 있어 효과적이지 않다. 순수 디벨로퍼 중에서 국내 상장사는 동사가 유일하고, 동사는 국내에서 사업을 하기 때문에 해외 Peer를 적용할 수 없다. 또한 산업특성상 어느정도 cyclical한 모습을 보이기 때문에 Historical Method가 가장 적절하다고 판단하였다.

5.7.2. PBR 추이 분석

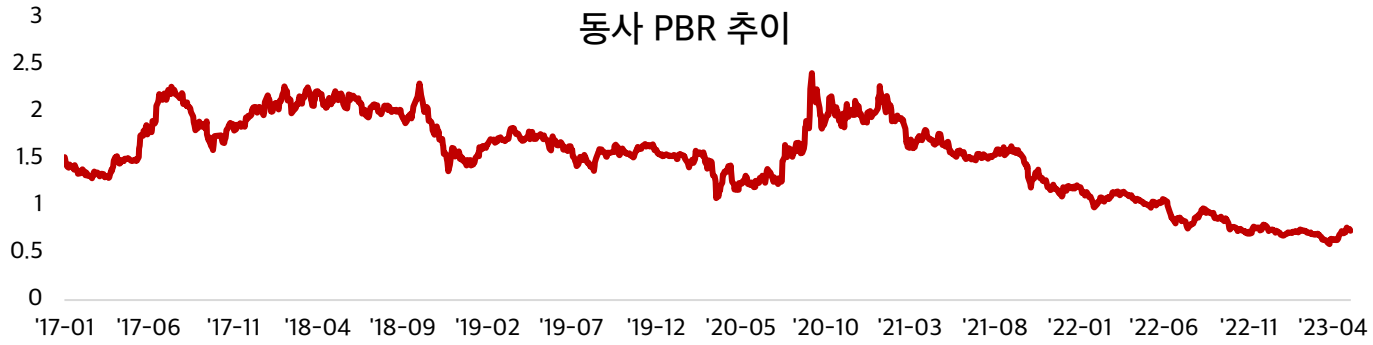
동사의 PBR은 본업인 **부동산사업의 성과**와 장기성장동력인 **신재생에너지사업에 대한 기대감**에 **복합적으로 영향**을 받아왔다.

18 년: 부동산 호조 & ESS 기대감
19 년: 부동산 업황 둔화
20 년 초: 코로나 19 쇼크 -'20.03.19 PBR 1.08x

동사는 '18년 중순까지 견조한 부동산 업황을 바탕으로 **부동산사업이 호조**를 보였고, **ESS사업에 대한 기대감**이 존재하여 '18년 평균 PBR은 1.99x 수준이었다. 하지만 이후 부동산 신규 프로젝트 매각 지연 및 공사진행률 둔화, ESS화재사고가 발생하며 PBR이 하락하기 시작했고, '19년부터는 **부동산 업황이 둔화**하면서 '19년 평균 PBR은 1.62x까지 떨어졌다. 심지어 '20년에는 코로나19쇼크로 인해 종합지수가 급락하며 동시에 동사 PBR도 급락했고, '20년 3월 19일 PBR 1.08x에 이르게 된다(동 일자 Kospi: 1457point).

'20 년 말: 부동산 호황 진입 & ESS 실적견인
'21 년: ESS 매출 급감
'22 년: 동사 상장이래 최악의 부동산 시장

하지만 이후 **부동산 호황**과 **ESS사업이 실적을 견인**하며 PBR이 가파르게 상승했고, '21년도 상반기까지 높은 수준을 유지했다('20년 9월~'21년 3월 평균 PBR 1.95x). 그러나 ESS에 대한 보조금이 삭감되어 장기 성장 동력으로 여겨지던 **ESS 사업의 매출과 영업이익이 급감**하였다. 이후 급격한 금리인상과 함께 **부동산 시장은 급 냉각**되었고, PF리스크가 붉어지면서 동사 상장 이후 **최악의 부동산 시장**을 맞이했다. 동시에 PBR은 역사적 저점을 뚫고 내려갔다.



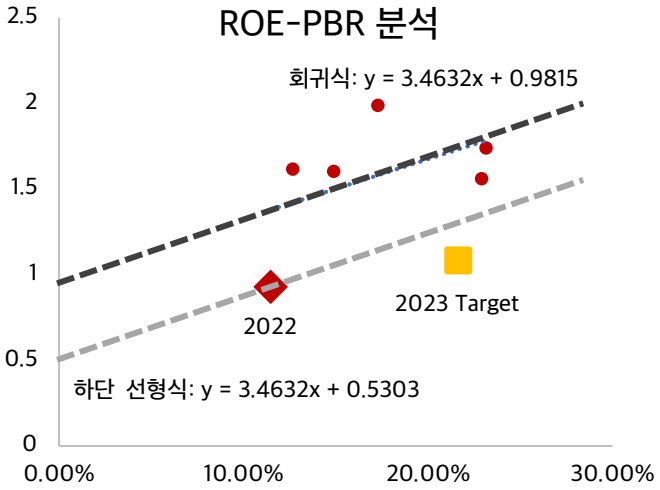
5.7.3. Target PBR 선정

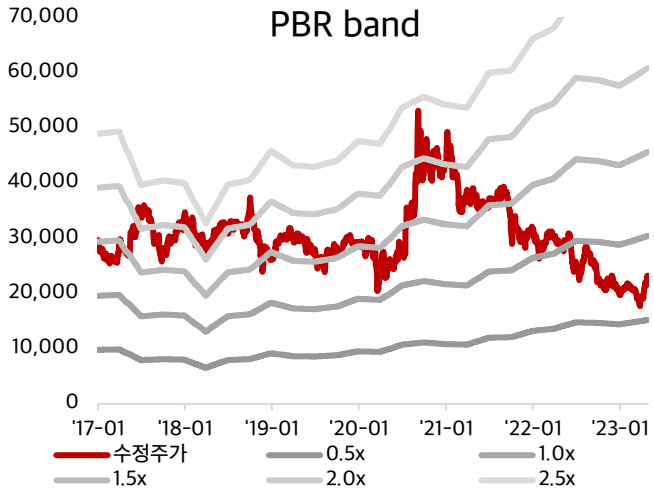
그러면 지금 동사는 어떤 상황에 처해있는가? **회복의 발판** 위에 서있다. 현재 부동산 시장에 대한 **우려와 PF사태는 미분양 '주택'으로부터 비롯**되었다. **동사는 이와 거리가 멀다.** 영업수익 중 주택 분양 노출도는 **"0"**이고, 오피스 위주의 Pipeline은 '25년까지 이어질 **서울의 오피스 공급 Shortage를 맞이하여 견조한 수익**을 보여줄 것이다.

또한, 약 **2,000억원의 매각수익을 통해 자금을 조달**한 동사는 우량자산임에도 불구하고 사업이 엎어져 저렴한 가격에 시장에 나올 매물들을 기다리고 있다. 이는 추후 성장에 일조할 것이다. 이뿐만이 아니다. '23년과 '24년에 걸쳐 **급격히 성장하는 신재생에너지 사업의 Top-line과 Bottom-line**은 동사의 장기성장성을 어김없이 드러낼 것이다.

이에 현재 동사에게 부여된 Trailing PBR 0.73x는 주택 미분양과 PF리스크, 중소건설사 줄도산 우려가 촉발한 **국내 건설업에 대한 전반적인 공포가 반영**되어 **극히 과소평가된 주가수준**이라고 판단한다. 견조하게 나타날 부동산사업부의 성과와 신재생사업부의 성장이 주가에 반영되기 위해서는 최소한 코로나19쇼크로 인해 **'21년 이전 최저점을 기록한 '20년 3월 19일 PBR 1.08x보다 높은 멀티플을 받아야 한다**고 본 보고서는 강력하게 주장한다.

이에, 본 보고서는 보수적으로 **'20년 3월 19일 Trailing PBR 1.08x**을 2023E Target Multiple로 제시한다. Target PBR Multiple 1.08x가 적정한 Valuation level인지 확인하기 위해 과거 동사의 ROE-PBR 상관성을 확인해보았다. 최근 6개년치 자료를 확인한 결과, 우선 ROE-PBR 간의 양의 추세가 있음을 확인했다. 또한, 이를 바탕으로 도출한 선형회귀식에 따르면 동사의 '23년 ROE 20.36%에 적합한 PBR level은 1.69x 수준이라는 것을 파악할 수 있었다. 더 나아가, 4Q22의 ROE-PBR을 통과하며 동일한 기울기를 가진 선형 추세선보다 Target Multiple이 하단에 있다는 것을 보아, 본 보고서의 Target Multiple **1.08x는 상당히 보수적인 추정**임을 확인할 수 있다.





5.8. 목표주가 및 투자의견

지금까지의 논의를 종합해 **2023E BPS 35,248원에 Trailing PBR Multiple 1.08x를 적용한 38,000원을 '23년 말 목표주가로 산출**하였으며, **현재주가 22,300원 대비 상승여력 70%로 투자의견 Buy**를 제시한다. Implied PER 검증결과 Target시점 PER대비 15.8% 할인된 역사적 최하단 수준의 Multiple이라고 판단한다. ([App.7.] 참고)

Valuation - PBR Method (2023E)	
지배지분 기말자본 (단위: 백만 원)	850,429
유통가능주식수 (단위: 천 주)	24,189
2023E BPS (단위: 원)	**35,157**
Target PBR Multiple	1.08x
ROE (%)	20.36%
2023E 목표주가 (단위: 원)	**38,000**
Implied PER	5.3x
'20.03.19 PER	6.3x
괴리율	-15.8%
현재주가 (단위: 원)	22,300
상승여력	**70%**

5.9. 왜 동사에 지금 투자해야 하는가?

국내 건설업은 투자자의 관심에서 멀어져 있다. 연일 올라오는 미분양, PF리스크 뉴스는 건설업에 대한 부정적인 식견을 강화한다. 하지만 본 보고서는 **이 시점이 바로 기회의 장**이라고 바라본다. 동사는 부동산 본업의 견조한 실적과 친환경 사업의 성장세를 보여줄 것임에도 불구하고, 산업 전반에 대한 부정적 시선에 영향을 받아 저평가 받고 있다. 동사가 저렴한 매물을 기다리는 것처럼, 우리에게는 **동사가 저렴한 매물이 아닐까. 공포에 사서 탐욕에 팔아라.**

App.1. 연결재무상태표

연결재무제표						
(단위: 백만 원)		2018	2019	2020	2021	2022
자산	**유동자산**	**914,308**	**818,202**	**1,005,809**	**1,179,715**	**1,279,958**
	현금및현금성자산	106,517	135,098	58,091	70,926	208,423
	단기금융상품	12,566	45,114	32,184	54,252	68,413
	단기대여금	5,817	1,352	30,680	20,364	11,340
	유동성장기대여금	3,315	3,139	17,838	2,516	2,983
	매출채권및기타채권	106,038	66,581	36,731	40,576	53,436
	미청구공사	-	-	-	-	-
	계약자산	105,615	34,054	114,660	18,804	-
	재고자산	470,416	437,678	624,561	850,441	848,089
	계약원가	21,134	14,452	9,714	6,427	11,553
	당기법인세자산	5	4	4	983	0
	기타유동금융자산	-	2,796	195	598	212
	기타유동자산	82,784	77,933	74,560	113,068	70,451
	파생상품자산	-	-	274	760	1,022
	확정계약자산	100	-	6,317	-	59
	매각예정비유동자산	-	-	-	-	3,977
	비유동자산	**575,772**	**578,731**	**706,619**	**803,715**	**911,618**
	장기매출채권및기타채권	7	410	448	3,519	1,594
	장기금융상품	60,588	5,985	58,961	63,662	39,566
	장기투자자산	37,363	49,165	52,537	67,885	74,288
	공동기업및관계기업투자	38,915	113,001	128,368	156,397	268,130
	장기대여금	2,825	9,670	8,874	15,730	4,637
	유형자산	303,568	345,227	328,412	356,566	359,856
	사용권자산	-	12,546	10,829	9,072	10,524
	투자부동산	113,486	21,306	89,637	83,846	98,374
	무형자산	9,295	14,032	17,287	18,828	17,846
	순확정급여자산	-	-	289	-	753
	기타비유동금융자산	7,322	3,291	4,407	5,076	5,439
	기타비유동자산	-	751	1,877	2,638	2,746
	파생상품자산	809	1,579	911	5,670	12,299
	이연법인세자산	1,594	1,769	3,782	14,825	15,565
	자산총계	**1,490,080**	**1,396,933**	**1,712,428**	**1,983,431**	**2,191,576**
부채	**유동부채**	**732,672**	**567,435**	**705,305**	**465,594**	**476,003**
	매입채무및기타채무	88,435	81,148	62,453	45,120	56,981
	단기차입금	69,000	131,000	27,000	46,000	8,000
	유동성장기차입금	351,940	194,276	261,817	242,779	254,741
	단기사채	15,000	-	60,000	-	-
	유동성사채	-	-	201,663	75,417	74,925
	유동성전환사채	82,159	-	-	-	-
	충당부채	1,658	1,270	1,178	177	308
	계약부채	8,604	2,363	45,007	-	52,552
	미지급법인세	2,887	9,315	16,852	27,208	8,673
	기타유동금융부채	831	4,912	4,849	2,845	8,833
	파생상품부채	100	-	6,317	-	59
	기타유동부채	112,058	143,150	18,171	26,047	10,896
	확정계약부채	-	-	-	-	35
	비유동부채	**409,599**	**468,073**	**475,651**	**878,580**	**1,018,507**
	장기성매입채무및기타채무	500	23,503	23,841	77,655	16,113
	장기차입금	370,383	189,972	280,376	518,218	631,044
	사채	21,917	237,056	146,960	251,574	250,136
	충당부채	-	1,098	5,813	6,859	5,279
	순확정급여부채	588	915	-	1,028	-
	미지급법인세	-	-	1,848	5,062	7,247
	이연법인세부채	1,731	6,985	3,745	5,121	6,055
	파생상품부채	-	732	3,547	1,674	4,548
	기타비유동금융부채	14,479	7,812	9,520	11,389	98,084
	부채총계	**1,142,272**	**1,035,508**	**1,180,956**	**1,344,175**	**1,494,510**
자본	**지배기업의소유주에게귀속되는자본**	**347,808**	**361,425**	**524,397**	**639,256**	**697,066**
	자본금	18,990	18,990	24,190	24,190	24,190
	자본잉여금	163,172	163,172	290,805	290,805	290,805
	기타자본	5,682	6,339	6,389	(3,941)	5,560
	기타포괄손익누계액	(42)	607	(10,964)	114	1,071
	이익잉여금	160,006	172,317	213,976	328,088	375,441
	비지배지분	-	-	7,075	-	-
	자본총계	**347,808**	**361,425**	**531,472**	**639,256**	**697,066**
자본과부채총계		**1,490,080**	**1,396,933**	**1,712,428**	**1,983,431**	**2,191,576**

App.2. 연결현금흐름표

연결현금흐름표					
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동현금흐름	**(134,456)**	**277,142**	**(227,701)**	**(19,680)**	**(38,280)**
영업에서창출된현금	(107,340)	317,164	(176,106)	(13,352)	59,883
당기순이익	52,412	44,903	66,111	133,635	76,213
조정	51,790	91,747	130,314	34,556	20,478
영업활동의자산 · 부채의변동	(211,542)	180,514	(372,530)	(181,543)	(36,808)
배당금수취(영업)	173	801	1,285	72,118	5,180
이자수취(영업)	631	3,819	13,449	3,851	5,709
이자지급(영업)	(18,154)	(41,072)	(46,897)	(37,262)	(54,347)
법인세납부(환급)	(9,767)	(3,570)	(19,431)	(45,034)	(54,705)
투자활동현금흐름	**(266,431)**	**(73,221)**	**(186,772)**	**(106,117)**	**57,509**
단기금융상품의처분	18,998	1,033,719	1,355,897	1,151,656	1,717,421
단기금융상품의취득	(897)	(1,014,966)	(1,342,967)	(1,173,724)	(1,692,202)
장기금융상품의처분	-	33,073	311,249	771,314	364,629
장기금융상품의취득	(18,402)	(29,770)	(364,225)	(776,015)	(378,045)
관계기업투자의취득	(35,152)	(82,235)	(15,820)	(36,001)	(14,249)
공동기업투자의취득	-	-	-	(18,487)	(26,100)
관계기업투자의처분	-	-	-	-	-
단기대여금의감소	-	3,817	5,850	42,329	19,268
단기대여금의증가	(3,917)	(1,802)	(35,178)	(32,014)	(3,543)
유동성장기대여금의감소	685	2,471	518	15,327	1,205
유동성장기대여금의증가	(1,000)	(37)	(3,000)	-	(1,000)
장기대여금의감소	404	655	150	178	7,555
장기대여금의증가	(1,676)	(8,459)	(11,570)	(9,421)	(3,048)
유형자산의처분	-	3,459	4	9,198	156,607
유형자산의취득	(209,353)	(88,091)	(11,227)	(50,125)	(87,766)
무형자산의취득	(3,468)	(3,281)	(180)	(331)	(287)
투자부동산의취득	(12,491)	-	(69,298)	-	-
당기손익-공정가치측정금융자산의처분	146	1,817	7,816	10,998	5,844
당기손익-공정가치측정금융자산의취득	(1,109)	(11,682)	(15,690)	(11,000)	(8,786)
기타포괄손익-공정가치측정금융자산의처분	-	-	899	-	5
투자부동산의처분	-	68,193	-	-	-
연결범위변동에따른증가(감소)	-	19,170	(0)	-	-
기타비유동자산의증가	(1,179)	-	-	-	-
기타비유동자산의감소	2,117	778	-	-	-
기타비유동부채의증가	175	(50)	-	-	-
기타비유동부채의감소	(312)	-	-	-	-
재무활동현금흐름	**441,990**	**(174,349)**	**337,594**	**142,405**	**118,244**
단기차입금의차입	-	252,501	59,014	76,009	1,200
단기차입금의상환	-	(190,501)	(163,014)	(94,909)	-
유동성장기차입금의차입	-	-	24,300	9,900	74,600
유동성장기차입금의상환	(32,930)	(330,940)	(236,209)	(271,717)	(288,296)
장기차입금의차입	575,313	48,486	465,851	530,371	455,606
장기차입금의상환	(207,480)	(50,291)	(109,735)	(53,900)	(85,240)
사채의발행	48,000	179,640	174,445	204,585	69,790
단기사채의상환	-	-	-	(90,000)	-
유동성사채의상환	(33,000)	(15,000)	-	(201,400)	(74,704)
배당금의지급	(9,693)	(11,394)	(11,394)	(17,202)	(31,813)
리스부채의감소	-	(6,203)	(5,364)	(5,333)	(5,299)
유상증자	80,930	-	132,833	56,000	2,400
외화사채의발행	20,849	34,288	-	-	-
유동성전환사채의상환	-	(84,934)	-	-	-
비지배주주지분의변동	-	-	6,866	-	-
환율변동효과 반영전 현금및현금성자산의 순증가(감소)	41,102	29,572	(76,879)	16,607	137,474
현금및현금성자산에 대한 환율변동효과	(24)	20	(128)	(3,772)	24
계정분류에 따른 증감	-	(1,011)	-	-	-
현금및현금성자산의순증가	**41,078**	**28,580**	**(77,007)**	**12,835**	**137,498**
기초현금및현금성자산	**65,439**	**106,517**	**135,098**	**58,091**	**70,926**
기말현금및현금성자산	**106,517**	**135,098**	**58,091**	**70,926**	**208,423**

App.3. 인건비 추정

종업원급여 추정

(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
종업원급여	**19,339**	**25,784**	**27,206**	**29,986**	**35,364**	**42,090**	**39,630**	**41,607**	**43,171**
임직원급여	**10,269**	**13,662**	**17,383**	**19,731**	**26,201**	**30,920**	**29,042**	**31,294**	**32,858**
등기이사(사외이사포함) 급여	975	2,085	1,236	945	1,602	2,109	1,874		
등기이사(사외이사포함) 수	3	4	4	4	4	8	8	8	8
일반직원급여	9,294	11,577	16,147	18,786	24,599	28,811	27,168		
일반직원수	95	147	190	233	252	274	259	266	266
일반직원 1인당 평균 급여	98	79	85	81	98	105	105		
총 임직원수	98	151	194	237	256	282	267	274	274
기타급여	**9,070**	**12,122**	**9,823**	**10,255**	**9,163**	**11,170**	**10,588**	**10,313**	**10,313**
1인당 평균임직원급여	**105**	**90**	**90**	**83**	**102**	**110**	**109**	**114**	**120**

App.4. 감가상각비 관련 계정 추정

유형자산상각비 추정

(단위: 백만 원)		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
기초	토지	2,057	2,057	2,046	6,150	4,320	4,845	4,573	43,968	43,968
총장부가	건물	6,234	5,974	5,862	13,899	18,007	16,857	15,713	16,213	16,261
	구축물	-	-	-	-	2,743	3,128	2,899	2,671	2,442
	기계장치	76,646	72,240	69,656	198,065	310,064	291,389	271,838	249,950	231,561
	공구와기구	16	12	8	4	0	4	3	2	1
	비품	499	402	2,170	3,014	2,313	2,666	1,803	1,920	2,130
	기타유형자산	3,845	3,305	4,544	5,036	6,391	7,825	6,624	4,711	6,387
	건설중인자산	-	-	18,569	77,401	1,388	1,700	53,113	40,420	40,420
취득	토지	-	(10)	4,103	(1,830)	525	(272)	39,395	-	-
/처분	건물	(260)	(112)	8,036	4,109	(1,150)	(1,144)	500	48	(199)
/대체 등	구축물	-	-	-	2,743	384	(229)	(229)	(229)	(229)
	기계장치	(4,406)	(2,584)	128,409	112,000	(18,676)	(19,550)	(21,888)	(18,389)	(17,364)
	공구와기구	(4)	(4)	(4)	(4)	4	(1)	(1)	(1)	(1)
	비품	(98)	1,768	845	(702)	353	(862)	117	210	(179)
	기타유형자산	(540)	1,239	491	1,355	1,434	(1,201)	(1,912)	1,675	(479)
	건설중인자산	-	18,569	58,832	(76,013)	312	51,413	(12,693)	-	-
기말	토지	2,057	2,046	6,150	4,320	4,845	4,573	43,968	43,968	43,968
총장부가	건물	5,974	5,862	13,899	18,007	16,857	15,713	16,213	16,261	16,063
	구축물	-	-	-	2,743	3,128	2,899	2,671	2,442	2,214
	기계장치	72,240	69,656	198,065	310,064	291,389	271,838	249,950	231,561	214,197
	공구와기구	12	8	4	0	4	3	2	1	0
	비품	402	2,170	3,014	2,313	2,666	1,803	1,920	2,130	1,951
	기타유형자산	3,305	4,544	5,036	6,391	7,825	6,624	4,711	6,387	5,907
	건설중인자산	-	18,569	77,401	1,388	1,700	53,113	40,420	40,420	40,420
유형자산	**총계**	**5,477**	**5,644**	**11,546**	**21,007**	**25,735**	**24,702**	**26,828**	**22,346**	**21,701**
상각비	건물	260	263	502	986	1,233	1,144	1,271	1,194	1,203
	구축물	-	-	-	88	212	229	229	229	229
	기계장치	4,406	4,455	9,460	18,144	21,593	20,262	22,279	18,389	17,364
	공구와기구	4	4	4	4	1	1	1	1	1
	비품	126	154	387	311	411	523	626	496	554
	기타유형자산	681	768	1,193	1,475	2,286	2,544	2,423	2,037	2,350
상각률	건물	4.26%	4.45%	5.08%	6.18%	7.07%	7.03%	7.96%	7.35%	7.45%
	구축물	-	-	-	6.43%	7.22%	7.58%	8.21%	7.67%	7.82%
	기계장치	5.92%	6.28%	7.07%	7.14%	7.18%	7.19%	8.54%	7.64%	7.79%
	공구와기구	29.27%	41.38%	70.59%	199.25%	35.16%	26.61%	36.26%	32.68%	31.85%
	비품	28.02%	11.95%	14.94%	11.68%	16.51%	23.40%	33.60%	24.50%	27.17%
	기타유형자산	19.05%	19.56%	24.91%	25.81%	32.16%	35.22%	42.76%	36.71%	38.23%

투자부동산 상각비 추정

(단위: 백만 원)		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
기초	토지	4,282	1,237	6,664	79,054	2,731	59,302	59,302	74,573	74,573
총장부가	건물	10,628	2,265	25,760	34,432	2,567	18,041	17,485	18,488	17,937
	사용권자산	-	-	-	-	16,009	12,293	7,059	5,313	4,145
취득	토지	(3,045)	5,427	72,390	(76,323)	56,571	-	15,271	-	-
/처분	건물	(8,363)	23,496	8,672	(31,865)	15,474	(556)	1,003	(550)	(502)
/대체 등	사용권자산	-	-	-	16,009	(3,715)	(5,234)	(1,746)	(1,168)	(919)
기말	토지	1,237	6,664	79,054	2,731	59,302	59,302	74,573	74,573	74,573
총장부가	건물	2,265	25,760	34,432	2,567	18,041	17,485	18,488	17,937	17,435
	사용권자산	-			16,009	12,293	7,059	5,313	4,145	3,226
투자부동산	**총계**	**122**	**114**	**661**	**3,511**	**3,764**	**2,831**	**2,099**	**1,718**	**1,421**
상각비	건물	122	114	661	71	368	479	504	550	502
	사용권자산	-	-	-	3,440	3,396	2,353	1,595	1,168	919
상각률	건물	1.89%	0.82%	2.20%	0.39%	3.57%	2.69%	2.80%	3.02%	2.84%
	사용권자산				42.98%	24.00%	24.32%	25.78%	24.70%	24.93%

무형자산상각비 추정

(단위: 백만 원)		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
기초	영업권	321	321	321	321	321	324	324	321	321
총장부가	특허권	22	51	25	20	16	12	8	16	13
	상표권	23	29	39	30	324	255	189	125	95
	회원권	915	2,058	2,298	2,303	2,401	2,417	2,417	2,417	2,417
	소프트웨어	44	61	340	3,809	8,175	11,483	13,095	12,173	10,206
	기타의무형자산	2,794	2,794	2,794	2,812	2,794	2,794	2,794	2,794	2,794
취득	영업권	-	-	-	-	4	-	(4)	-	-
/처분	특허권	29	(26)	(4)	(4)	(4)	(5)	8	(3)	(3)
/대체 등	상표권	6	10	(9)	294	(68)	(66)	(64)	(31)	(24)
	회원권	1,143	241	5	99	16	-	-	-	-
	소프트웨어	17	279	3,469	4,367	3,307	1,612	(923)	(1,967)	(1,349)
	기타의무형자산	-	-	18	(18)	-	-	-	-	-
기말	영업권	321	321	321	321	324	324	321	321	321
총장부가	특허권	51	25	20	16	12	8	16	13	10
	상표권	29	39	30	324	255	189	125	95	70
	회원권	2,058	2,298	2,303	2,401	2,417	2,417	2,417	2,417	2,417
	소프트웨어	61	340	3,809	8,175	11,483	13,095	12,173	10,206	8,857
	기타의무형자산	2,794	2,794	2,812	2,794	2,794	2,794	2,794	2,794	2,794
무형자산	**총계**	**35**	**51**	**192**	**540**	**1,245**	**1,995**	**2,624**	**2,001**	**1,376**
상각비	영업권	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	특허권	9	4	4	4	4	3	2	3	3
	상표권	4	12	12	18	75	68	65	31	24
	회원권	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	소프트웨어	22	34	173	501	1,166	1,923	2,557	1,967	1,349
	기타의무형자산	-	-	2	18	-	-	-	-	-
상각률	영업권	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	특허권	25.37%	11.36%	19.06%	22.36%	27.25%	32.36%	20.84%	22.66%	22.27%
	상표권	15.58%	36.17%	35.00%	10.11%	25.93%	30.78%	41.23%	27.83%	29.58%
	회원권	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	소프트웨어	41.56%	17.04%	8.36%	8.36%	11.86%	15.65%	20.24%	17.58%	14.15%
	기타의무형자산	-	-	0.08%	0.63%	-	-	-	-	-

사용권자산상각비 추정

(단위: 백만 원)		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
기초	토지				6,680	6,263	6,021	5,591	5,161	4,731
총장부가	건물				6,780	5,979	4,397	3,049	4,846	4,097
	차량운반구				402	299	411	432	518	454
	기계장치				39	6	-	-	-	-
	투자부동산				-	-	-	7,059	5,313	4,100
취득	토지				(418)	(242)	(430)	(430)	(430)	(430)
/처분	건물				(801)	(1,582)	(1,347)	1,796	(748)	(100)
/대체 등	차량운반구				(103)	113	21	86	(64)	14
	기계장치				(34)	(6)	-	-	-	-
	투자부동산				-	-	7,059	(1,746)	(1,213)	(936)
기말	토지				6,263	6,021	5,591	5,161	4,731	4,301
총장부가	건물				5,979	4,397	3,049	4,846	4,097	3,997
	차량운반구				299	411	432	518	454	468
	기계장치				6	-	-	-	-	-
	투자부동산				-	-	7,059	5,313	4,100	3,163
사용권자산	**총계**				**2,221**	**2,355**	**4,690**	**4,302**	**3,849**	**3,501**
상각비	토지				418	430	430	430	430	430
	건물				1,542	1,636	1,604	1,960	1,852	1,810
	차량운반구				227	283	303	317	354	325
	기계장치				34	6	-	-	-	-
	투자부동산				-	-	2,353	1,595	1,213	936
상각률	토지				6.45%	7.00%	7.41%	8.00%	8.70%	9.52%
	건물				24.18%	31.53%	43.07%	49.65%	41.42%	44.71%
	차량운반구				64.91%	79.85%	71.99%	66.75%	72.86%	70.53%
	기계장치				150.05%	204.73%	-	-	-	-
	투자부동산				-	-	66.66%	25.78%	25.78%	25.78%

App.5. 이자비용 추정 Table

이자비용 추정

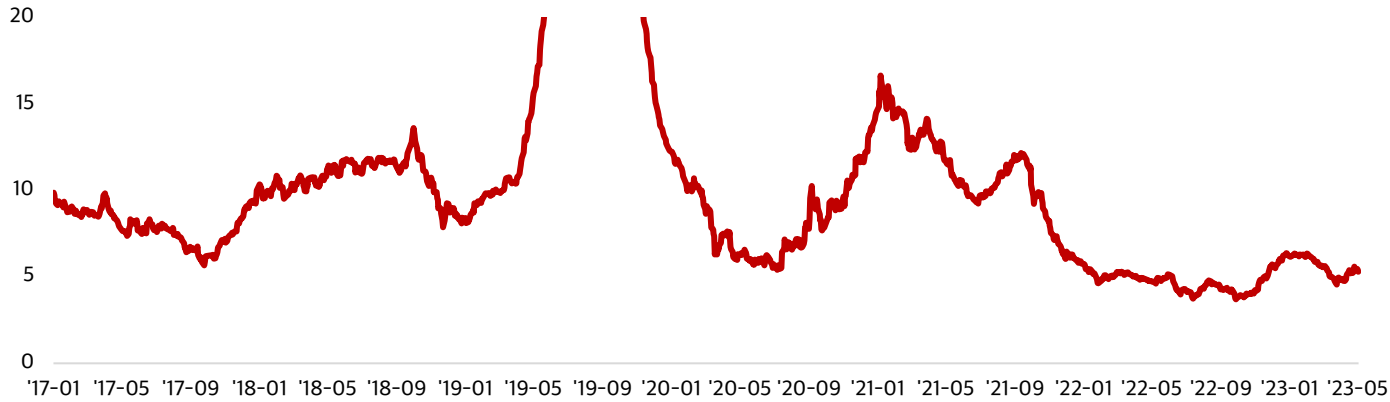
(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
이자발생부채	**451,226**	**456,420**	**910,399**	**752,304**	**992,184**	**1,148,223**	**1,325,763**	**1,295,763**	**1,225,417**
단기차입금	10,000	69,000	69,000	131,000	27,000	46,000	8,000	8,000	8,000
유동성장기차입금	162,692	104,810	351,940	194,276	261,817	242,779	254,741	254,741	254,741
단기사채	-	-	15,000	-	60,000	-	-	-	-
유동성사채	36,085	-	82,159	-	201,663	75,417	74,925	74,925	74,925
기타유동금융부채	-	-	-	-	4,849	2,845	8,833	8,833	8,833
장기차입금	191,781	282,610	370,383	189,972	280,376	518,218	631,044	631,044	631,044
사채	50,668	-	21,917	237,056	146,960	251,574	250,136	220,136	149,790
기타비유동금융부채	-	-	-	-	9,520	11,389	98,084	98,084	98,084
이자비용	**9,340**	**8,459**	**14,900**	**33,904**	**48,185**	**31,953**	**26,913**	**26,304**	**26,304**
유효이자율 추정(%)	***2.07%***	***1.85%***	***1.64%***	***4.51%***	***4.86%***	***2.78%***	***2.03%***	***2.03%***	***2.03%***

App.6. 자본변동표 추정

자본변동표 추정

(단위: 백만 원)		지배기업소유주 귀속분						비지배지분	자본총계	ROE (%)
		자본금	자본잉여금	기타자본	기타포괄손익누계액	이익잉여금	지배지분 총계			
2017	기초자본	10,770	88,972	2,177	3,282	105,596	210,796	74,741	285,536	
	당기순이익	-	-	-	-	54,308	54,308	10,701	65,010	
	유상증자	-	-	-	-	-	-	-	-	23.14%
	기타 자본의 변동	5,385	(3,895)	2,218	(4,257)	-	(549)	(85,266)	(85,815)	
	배당금 지급	-	-	-	-	(5,708)	(5,708)	(176)	(5,884)	
	기말자본	**16,155**	**85,076**	**4,377**	**(975)**	**153,961**	**258,595**	**-**	**258,595**	
2018	기초자본	16,155	85,076	4,377	(975)	153,961	258,595	-	258,595	
	당기순이익	-	-	-	-	52,412	52,412	-	52,412	
	유상증자	2,835	78,095	-	-	-	80,930	-	80,930	17.29%
	기타 자본의 변동	-	-	1,305	934	(36,675)	(34,436)	-	(34,436)	
	배당금 지급	-	-	-	-	(9,693)	(9,693)	-	(9,693)	
	기말자본	**18,990**	**163,172**	**5,682**	**(42)**	**160,006**	**347,808**	**-**	**347,808**	
2019	기초자본	18,990	163,172	5,682	(42)	160,006	347,808	-	347,808	
	당기순이익	-	-	-	-	44,903	44,903	-	44,903	
	유상증자	-	-	-	-	-	-	-	-	12.66%
	기타 자본의 변동	-	-	656	649	(21,198)	(19,893)	-	(19,893)	
	배당금 지급	-	-	-	-	(11,394)	(11,394)	-	(11,394)	
	기말자본	**18,990**	**163,172**	**6,339**	**607**	**172,317**	**361,425**	**-**	**361,425**	
2020	기초자본	18,990	163,172	6,339	607	172,317	361,425	-	361,425	
	당기순이익	-	-	-	-	65,902	65,902	209	66,111	
	유상증자	5,200	127,633	-	-	-	132,833	7,000	139,833	14.88%
	기타 자본의 변동	-	-	51	(11,571)	(12,849)	(24,369)	-	(24,369)	
	배당금 지급	-	-	-	-	(11,394)	(11,394)	(134)	(11,527)	
	기말자본	**24,190**	**290,805**	**6,389**	**(10,964)**	**213,976**	**524,397**	**7,075**	**531,472**	
2021	기초자본	24,190	290,805	6,389	(10,964)	213,976	524,397	7,075	531,472	
	당기순이익	-	-	-	-	133,283	133,283	352	133,635	
	유상증자	-	-	-	-	-	-	-	-	22.91%
	기타 자본의 변동	-	-	(10,330)	11,078	(2,463)	(1,715)	(7,427)	(9,142)	
	배당금 지급	-	-	-	-	(16,708)	(16,708)	-	(16,708)	
	기말자본	**24,190**	**290,805**	**(3,941)**	**114**	**328,088**	**639,256**	**-**	**639,256**	
2022	기초자본	24,190	290,805	(3,941)	114	328,088	639,256	-	639,256	
	당기순이익	-	-	-	-	76,652	76,652	(438)	76,213	
	유상증자	-	-	-	-	-	-	-	-	11.47%
	기타 자본의 변동	-	-	9,500	957	173	10,630	438	11,068	
	배당금 지급	-	-	-	-	(29,471)	(29,471)	-	(29,471)	
	기말자본	**24,190**	**290,805**	**5,560**	**1,071**	**375,441**	**697,066**	**-**	**697,066**	
2023E	기초자본	24,190	290,805	5,560	1,071	375,441	697,066	-	697,066	
	당기순이익	-	-	-	-	173,158	173,158	-	173,158	
	유상증자	-	-	-	-	-	-	-	-	22.38%
	기타 자본의 변동	-	-	-	-	-	-	-	-	
	배당금 지급	-	-	-	-	(19,796)	(19,796)	-	(19,796)	
	기말자본	**24,190**	**290,805**	**5,560**	**1,071**	**528,804**	**850,429**	**-**	**850,429**	

App.7. TTM PER 추이



Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.