

**SK디스커버리**  
(006120.KS)

Senior Analyst  
하태기

투자의견: 매수(유지)

목표주가: 36,000원(하향) / 현재주가: 28,750원 (상승여력: 25.2%)

PM Grade : Increase Trading Up Short-term Reduce

## 순수지주사 완성, 미래가치 증가 기대

### SK건설 지분 지분 처분 완료

지주사 SK디스커버리가 보유한 SK건설 지분을 모두 처분했다고 공시했다. 지분을 28.2%, 3,500만주를 3,364억원에 매각한 것이다. 지주사 전환으로 금년 11월까지 처분해야 하는 SK건설 지분을 완전히 정리한 것이다. 이제 SK가스와 SK케미칼을 주요 자회사로 하는 순수 지주사 모습이 완성된 것으로 평가된다.

### 가스/발전, 백신/생명과학 중심으로 가치창출 잠재력이 큰 지배구조

동사는 순수 지주사이다. 현재 영업수익은 자회사로 들어오는 배당이 전부이다. 분기보고서상에서 보면 전직원은 28명에 불과하다. 별도기준 2018 영업수익이 배당금 153억원이며, 곧 연간 영업수익이다. 인건비 지출과 이자지급 이후가 영업이익이며, 2018년 영업이익이 125억원이다. 2019년에는 배당수익이 250억원으로 대폭 증가, 영업이익도 대폭 증가할 전망이다. 다만 별도기준 세전이익은 장부상 SK건설 매각손실 인식으로 적자가 될 전망이다.

동사의 기업가치는 자회사 지분가치가 전부이다. 순수 지주사이므로 영업가치는 없다. 자회사와 계열사 보유지분가치는 상장사와 비상장사로 나누어 계산하는 것이 합리적이다(표 1). 첫째, 상장자회사는 SK케미칼과 SK가스가 있고, 100% 자회사 선택이 보유한 휴비스가 있다. **가스와 발전, 그리고 백신과 생명과학 부분으로 지배구조가 구축되어 있어 향후 가치 창출의 잠재력이 큰 상태**이다. 이들 기업의 시가총액을 지분가치로 평가하면 7,092억원이다. 일반적으로 상장기업의 지분가치는 30% 할인되나 보수적으로 40% 할인된 가치는 **4,255억원**으로 평가된다. 둘째, **비상장 자회사와 계열사의 지분가치**이다. 우선 SK건설은 매각되어 제외되고, SK플라즈마(혈액제제사업) 등 투자지분 가치는 장부가치로 평가했다. 이렇게 평가된 **비상장사 지분가치는 1,697억원**이다. 상장사와 비상장사 지분가치 합산액은 5,952억원이고, 순현금(SK건설 지분매각 자금 3,000억원 반영) 1,485억원을 감안하면 **최종 적정 기업가치는 7,437억원**이다.

### 장기관점에서 투자여력 높아졌다

SK디스커버리의 적정주가는 표 1과 같이 36,000원으로 평가된다. 보유 상장사 지분가치를 40% 할인한 후에 평가된 수치이므로 보수적인 수준이다. 자회사의 사업구조가 가스를 기반으로 하는 발전, 화학 등이 있고, SK케미칼의 그린케미칼과 생명과학 사업으로 포트폴리오가 구축되어 있어 미래 지향적이다. **특히 이번 SK건설 지분 매각으로 그동안 디스카운트 요인이 사라졌고, 순현금으로 전환**되게 되었다, 여유 자금으로 어떤 투자를 하느냐가 향후 관건일 것이다.

#### Financial Data

| (십억원) | 매출액  | 영업이익 | 세전이익  | 순이익   | EPS<br>(원) | 증감률<br>(%) | EBITDA | PER<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | PBR<br>(배) | ROE<br>(%) |
|-------|------|------|-------|-------|------------|------------|--------|------------|------------------|------------|------------|
| 2017  |      |      |       |       |            |            |        |            |                  |            |            |
| 2018  | 15.3 | 7.6  | 46.5  | 33.3  | 2,005      | -87.6      | 7.6    | 13.0       | 88.4             | 0.5        | 4.1        |
| 2019E | 25.0 | 12.5 | -12.4 | -12.4 | -697       | 적전         | 12.6   | -41.2      | 31.5             | 0.6        | -1.3       |
| 2020E | 26.3 | 13.1 | 13.6  | 13.6  | 664        | 흑전         | 13.2   | 43.3       | 29.9             | 0.6        | 1.4        |
| 2021E | 27.6 | 13.8 | 14.3  | 10.3  | 489        | -26.4      | 13.9   | 58.8       | 28.7             | 0.6        | 1.1        |

자료 : SK디스커버리, 상상인증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준, 2018년 기업분할을 통해 지주사 전환, 2019년은 SK건설 장부상 매각손실 250억원 계상

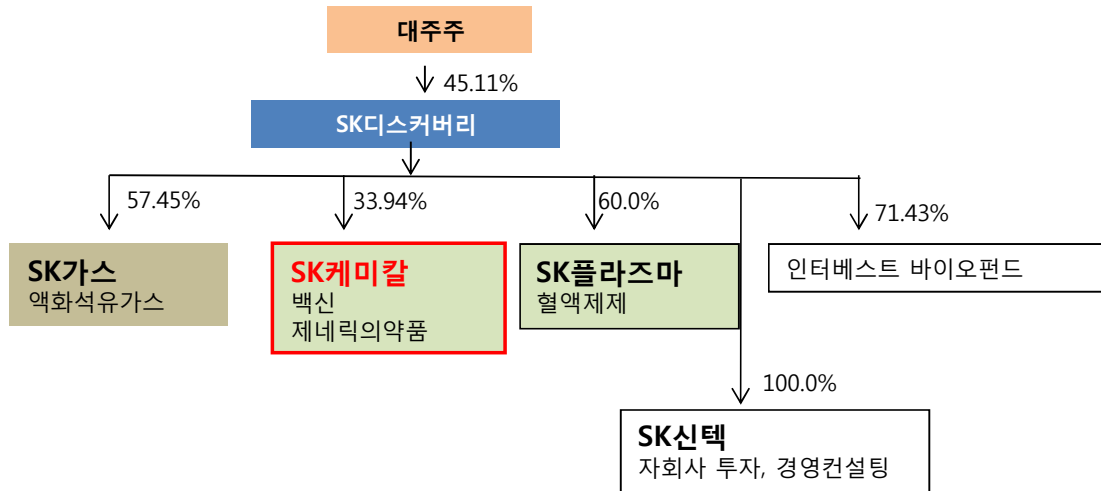
[표 1] SK디스커버리 주가 밸류에이션

(단위: 억원)

| 보유 지분가치                  | 시가총액  | 지분율           | 평가액           |             |
|--------------------------|-------|---------------|---------------|-------------|
| 상장자회사 지분가치               |       |               |               |             |
| SK케미칼                    | 6,845 | 33.94%        | 2,323         |             |
| SK가스(신태보유분포함)            | 7,176 | 55.61%        | 3,991         | 상장가치        |
| 휴비스                      | 2,577 | 25.50%        | 778           |             |
| 소계                       |       |               | 7,092         |             |
| <b>상장 자회사 주식 40% 할인</b>  |       |               | <b>4,255</b>  |             |
| 비상장 회사 지분가치              |       |               |               |             |
| <b>SK건설(장부가 3,364억원)</b> |       | <b>28.25%</b> | <b>- 매각</b>   |             |
| SK플라즈마                   |       | 100%          | 1,513         | 장부가         |
| TSK water                |       | 4.17%         | 75            | 장부가         |
| 코프라                      | 723   | 8.51%         | 62            |             |
| 기타 자산(장부가치, 추정치)         |       |               | 47            |             |
| 소계                       |       |               | <b>1,697</b>  |             |
| <b>합계</b>                |       |               | <b>5,952</b>  |             |
| 순현금                      |       | -             | 1,485         | SK건설지분매각 반영 |
| <b>적정 시가총액</b>           |       |               | <b>7,437</b>  |             |
| 보통주(주)                   |       |               | 20,396,310    |             |
| 자기주식(주)                  |       |               | 13,604        |             |
| 유통주식수(주)                 |       |               | 20,382,706    |             |
| 적정주가(원)                  |       |               | <b>36,485</b> |             |

자료: SK디스커버리, 상상인증권

[표 2] SK디스커버리 지배구조



자료: SK디스커버리, 상상인증권

재무상태표

| (십억원)         | 2017         | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E          |
|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 유동자산          | 32.2         | 67.4          | 399.9         | 401.4         | 398.4          |
| 현금 및 현금성자산    | 29.3         | 1.8           | 335.2         | 336.4         | 333.2          |
| 매출채권 및 기타채권   | 0.1          | 5.6           | 4.6           | 4.8           | 5.1            |
| 재고자산          | 0.0          | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.0            |
| 기타유동자산        | 2.9          | 60.1          | 60.1          | 60.1          | 60.1           |
| 비유동자산         | 865.0        | 1,190.5       | 836.2         | 836.6         | 836.9          |
| 관계기업투자등       | 863.6        | 1,182.4       | 827.7         | 827.7         | 827.7          |
| 유형자산          | 0.4          | 0.2           | 0.2           | 0.2           | 0.2            |
| 무형자산          | 1.0          | 0.8           | 0.8           | 0.8           | 0.7            |
| <b>자산총계</b>   | <b>897.3</b> | <b>1,258.</b> | <b>1,236.</b> | <b>1,237.</b> | <b>1,235.4</b> |
| 유동부채          | 14.0         | 136.7         | 137.1         | 137.2         | 137.2          |
| 매입채무 및 기타채무   | 0.6          | 0.4           | 0.8           | 0.8           | 0.9            |
| 단기금융부채        | 0.0          | 121.0         | 121.0         | 121.0         | 121.0          |
| 기타유동부채        | 13.4         | 15.4          | 15.4          | 15.4          | 15.4           |
| 비유동부채         | 250.2        | 143.6         | 144.1         | 144.5         | 145.0          |
| 장기금융부채        | 204.7        | 98.9          | 98.9          | 98.9          | 98.9           |
| 기타비유동부채       | 45.5         | 44.8          | 45.2          | 45.7          | 46.1           |
| <b>부채총계</b>   | <b>264.2</b> | <b>280.4</b>  | <b>281.2</b>  | <b>281.7</b>  | <b>282.2</b>   |
| 지배주주지분        | 633.0        | 977.6         | 954.9         | 956.2         | 953.1          |
| 자본금           | 70.4         | 111.7         | 111.7         | 111.7         | 111.7          |
| 자본잉여금         | 231.6        | 515.9         | 515.9         | 515.9         | 515.9          |
| 이익잉여금         | 1,425.0      | 1,449.5       | 1,424.8       | 1,426.1       | 1,423.0        |
| 비지배주주지분(연결)   | 0.0          | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.0            |
| <b>자본총계</b>   | <b>633.0</b> | <b>977.6</b>  | <b>954.9</b>  | <b>956.2</b>  | <b>953.1</b>   |
| <b>현금흐름표</b>  |              |               |               |               |                |
| (십억원)         | 2017         | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E          |
| 영업활동 현금흐름     | 59.6         | -9.2          | -9.8          | 13.1          | 9.7            |
| 당기순이익(손실)     | 612.7        | 33.3          | -12.4         | 13.6          | 10.3           |
| 비현금수익비용가감     | -497.2       | -40.1         | 1.3           | -0.4          | -0.4           |
| 유형자산감가상각비     | 50.2         | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.0            |
| 무형자산상각비       | 4.9          | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.0            |
| 기타현금수익비용      | 5.8          | -47.1         | 1.2           | -0.4          | -0.4           |
| 영업활동 자산부채변동   | -43.5        | 2.1           | 1.4           | -0.2          | -0.2           |
| 매출채권 감소(증가)   | -5.8         | 0.0           | 1.0           | -0.2          | -0.2           |
| 재고자산 감소(증가)   | -30.2        | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.0            |
| 매입채무 증가(감소)   | -10.2        | 0.0           | 0.4           | 0.0           | 0.0            |
| 기타자산, 부채변동    | 2.7          | 2.1           | 0.0           | 0.0           | 0.0            |
| 투자활동 현금       | -97.1        | 5.7           | 355.5         | 0.4           | 0.4            |
| 유형자산처분(취득)    | -60.7        | -0.4          | -0.1          | -0.1          | -0.1           |
| 무형자산 감소(증가)   | -5.7         | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.0            |
| 투자자산 감소(증가)   | 0.0          | -30.2         | 355.6         | 0.5           | 0.5            |
| 기타투자활동        | -30.8        | 36.3          | 0.0           | 0.0           | 0.0            |
| 재무활동 현금       | -60.7        | 5.1           | -12.3         | -12.3         | -13.3          |
| 차입금의 증가(감소)   | -66.1        | 15.0          | 0.0           | 0.0           | 0.0            |
| 자본의 증가(감소)    | 85.8         | -9.2          | -12.3         | -12.3         | -13.3          |
| 배당금의 지급       | 8.5          | 9.2           | 12.3          | 12.3          | 13.3           |
| 기타재무활동        | -80.4        | -0.7          | 0.0           | 0.0           | 0.0            |
| <b>현금의 증가</b> | <b>-98.1</b> | <b>-27.5</b>  | <b>333.5</b>  | <b>1.2</b>    | <b>-3.2</b>    |
| 기초현금          | 127.4        | 29.3          | 1.8           | 335.2         | 336.4          |
| 기말현금          | 29.3         | 1.8           | 335.2         | 336.4         | 333.2          |

자료: SK디스커버리, 상상인증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

손익계산서

| (십억원)           | 2017         | 2018        | 2019E        | 2020E       | 2021E       |
|-----------------|--------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| 매출액             | 16.6         | 15.3        | 25.0         | 26.3        | 27.6        |
| 매출원가            | 0.0          | 0.0         | 0.0          | 0.0         | 0.0         |
| <b>매출총이익</b>    | <b>16.6</b>  | <b>15.3</b> | <b>25.0</b>  | <b>26.3</b> | <b>27.6</b> |
| 판매비와 관리비        | 4.5          | 7.7         | 12.5         | 13.1        | 13.8        |
| <b>영업이익</b>     | <b>12.1</b>  | <b>7.6</b>  | <b>12.5</b>  | <b>13.1</b> | <b>13.8</b> |
| (EBITDA)        | 67.2         | 7.6         | 12.6         | 13.2        | 13.9        |
| <b>금융손익</b>     | <b>-7.4</b>  | <b>-8.0</b> | <b>-0.7</b>  | <b>0.2</b>  | <b>0.2</b>  |
| 이자비용            | 7.9          | 8.2         | 0.9          | 0.0         | 0.0         |
| 관계기업등 투자손익      | 0.0          | 46.5        | 0.8          | 0.5         | 0.5         |
| 기타영업외손익         | -0.3         | 0.5         | -25.0        | -0.2        | -0.2        |
| <b>세전계속사업이익</b> | <b>4.4</b>   | <b>46.5</b> | <b>-12.4</b> | <b>13.6</b> | <b>14.3</b> |
| 계속사업법인세비용       | 32.0         | 13.2        | 0.0          | 0.0         | 4.0         |
| 계속사업이익          | -27.6        | 33.3        | -12.4        | 13.6        | 10.3        |
| 중단사업이익          | 640.2        | 0.0         | 0.0          | 0.0         | 0.0         |
| <b>당기순이익</b>    | <b>612.7</b> | <b>33.3</b> | <b>-12.4</b> | <b>13.6</b> | <b>10.3</b> |
| 지배주주            | 612.7        | 33.3        | -12.4        | 13.6        | 10.3        |
| <b>총포괄이익</b>    | <b>609.6</b> | <b>28.4</b> | <b>-12.4</b> | <b>13.6</b> | <b>10.3</b> |
| 매출총이익률 (%)      | 100.0        | 100.0       | 100.0        | 100.0       | 100.0       |
| 영업이익률 (%)       | 73.1         | 49.6        | 50.0         | 50.0        | 50.0        |
| EBITDA마진률 (%)   | 405.6        | 50.1        | 50.3         | 50.3        | 50.3        |
| 당기순이익률 (%)      | 3,700.5      | 218.1       | -49.6        | 51.8        | 37.2        |
| ROA (%)         | 36.6         | 3.1         | -1.0         | 1.1         | 0.8         |
| ROE (%)         | 65.1         | 4.1         | -1.3         | 1.4         | 1.1         |
| ROIC (%)        |              |             |              |             |             |
| <b>주요 투자지표</b>  |              |             |              |             |             |
|                 | 2017         | 2018        | 2019E        | 2020E       | 2021E       |
| <b>투자지표 (x)</b> |              |             |              |             |             |
| P/E             | 3.2          | 13.0        | -41.2        | 43.3        | 58.8        |
| P/B             | 3.3          | 0.5         | 0.6          | 0.6         | 0.6         |
| EV/EBITDA       | 32.3         | 88.4        | 31.5         | 29.9        | 28.7        |
| P/CF            | 10.6         | n/a         | n/a          | 44.3        | 59.3        |
| 배당수익률 (%)       | 1.4          | 2.3         | 2.1          | 2.3         | 2.3         |
| <b>성장성 (%)</b>  |              |             |              |             |             |
| 매출액             | 27.2         | -7.8        | 63.8         | 5.0         | 5.0         |
| 영업이익            | 27.8         | -37.4       | 65.2         | 5.0         | 5.0         |
| 세전이익            | 57.3         | 945.1       | 적전           | 흑전          | 4.8         |
| 당기순이익           | 5,142.3      | -94.6       | 적전           | 흑전          | -24.5       |
| EPS             | 5,351.8      | -87.6       | 적전           | 흑전          | -26.4       |
| <b>안정성(%)</b>   |              |             |              |             |             |
| 부채비율            | 41.7         | 28.7        | 29.5         | 29.5        | 29.6        |
| 유동비율            | 230.5        | 49.3        | 291.6        | 292.6       | 290.3       |
| 순차입금/자기자본       | 27.7         | 16.2        | -18.4        | -18.5       | -18.2       |
| 영업이익/금융비용       | 1.5          | 0.9         | 13.8         | n/a         | n/a         |
| 총차입금 (십억원)      | 204.7        | 219.8       | 219.8        | 219.8       | 219.8       |
| 순차입금 (십억원)      | 175.4        | 158.0       | -175.5       | -176.7      | -173.5      |
| <b>주당지표(원)</b>  |              |             |              |             |             |
| EPS             | 16,190       | 2,005       | -697         | 664         | 489         |
| BPS             | 15,525       | 47,930      | 46,818       | 46,881      | 46,731      |
| CFPS            | 2,724        | n/a         | n/a          | 649         | 485         |
| DPS             | 750          | 600         | 600          | 650         | 650         |

Stock Data

|               |                |
|---------------|----------------|
| KOSDAQ(06/24) | 2,126.3pt      |
| 시가총액          | 5,473억원        |
| 발행주식수         | 19,038천주       |
| 액면가           | 5,000원         |
| 52주 최고가 / 최저가 | 38,650/24,250원 |
| 90일 일평균거래대금   | 14억원           |
| 외국인 지분율       | 13.4%          |
| 배당수익률(19.12E) | 2.1%           |
| BPS(19.12E)   | 46,818원        |

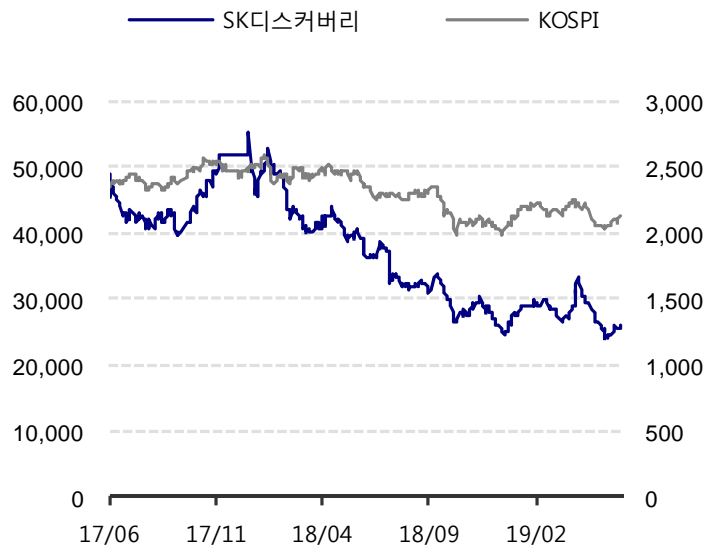
주가수익률

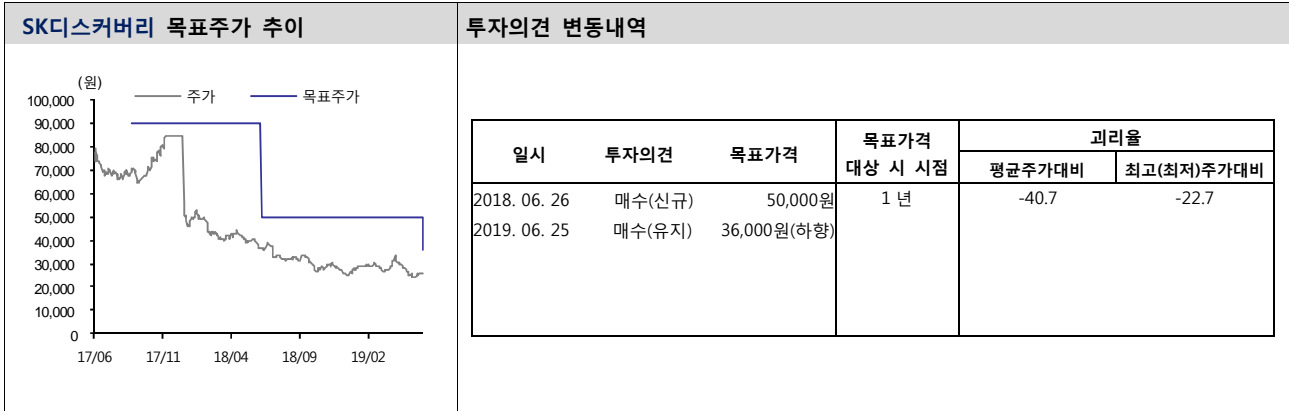
| (%)   | 1W   | 1M   | 6M   | 1Y    |
|-------|------|------|------|-------|
| 절대수익률 | 13.2 | 13.4 | 6.7  | -20.8 |
| 상대수익률 | 13.4 | 9.4  | -0.5 | -7.2  |

주주구성

|             |       |
|-------------|-------|
| 최창원 (외 12인) | 45.1% |
| 국민연금 (외 1인) | 7.2%  |
| 자사주 (외 1인)  | 0.1%  |

Stock Price





**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:하태기)  
 연락처: 02-3779-3513 / Email: tgha8872@gmail.com

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급 및 적용 기준**

| 구분                     | 투자등급 guide line<br>(투자기간 6~12개월) | 투자등급               | 적용기준<br>(향후 12개월) | 투자의견<br>비율 | 비고                     |
|------------------------|----------------------------------|--------------------|-------------------|------------|------------------------|
| <b>Sector</b><br>(업종)  | 시가총액 대비                          | Overweight(비중확대)   |                   |            |                        |
|                        | 업종 비중 기준                         | Neutral (중립)       |                   |            |                        |
|                        | 투자등급 3 단계                        | Underweight (비중축소) |                   |            |                        |
| <b>Company</b><br>(기업) | 투자등급 4 단계                        | Buy (매수)           | +15% 이상           | 53.2%      |                        |
|                        |                                  | Hold (보유)          | -15% ~ +15%       | 0.6%       | 투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨  |
|                        |                                  | Sell (매도)          | -15% 이하 기대        | 0.0%       | 마지막 공표 의견을 기준으로 한      |
|                        |                                  | Not Rated(투자의견없음)  | 등급보류              | 46.2%      | 투자등급별 비중(최근 1년간 누적 기준, |
|                        | 합계                               |                    |                   | 100.0%     | 분기별 갱신)                |