

2025. 2. 17



▲ 유틸리티/건설
Analyst **문경원**
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

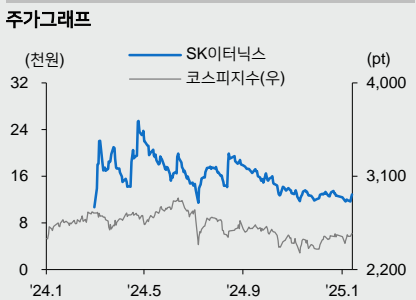
Not Rated

적정주가 (12개월) -원
현재주가 (2.14) 14,530 원

상승여력	-
KOSPI	2,591.05pt
시가총액	4,895억원
발행주식수	3,369만주
유동주식비율	46.83%
외국인비중	2.27%
52주 최고/최저가	25,502원/10,701원
평균거래대금	72.7억원

주요주주(%)	
SK디스커버리 외 2 인	31.08
한앤코개발홀딩스유한회사	22.06

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.0	-13.3	0.0
상대주가	10.9	-11.5	0.0



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2023	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2024E	333.2	37.6	22.8	833		7,188	14.5	1.7	10.4	9.4	223.8
2025E	354.4	42.5	24.2	719	-13.6	7,908	20.2	1.8	9.1	9.5	182.5
2026E	692.0	62.8	41.6	1,234	71.6	9,142	11.8	1.6	7.0	14.5	175.0

SK이터닉스 475150

태양광도 구조화가 되나요?

- ✓ 2월 11~13일 3일 간 NDR 진행을 통해 동사의 주요 사업 현황을 파악
- ✓ 4Q24 호실적 기록. 현재 잔고 만으로 2025년, 2026년 꾸준한 매출 성장 가능
- ✓ 태양광 구조화 사업은 신규 성장 동력. 전기 요금 상승, RE100으로 성장 가속화
- ✓ 신안우이 해상풍력은 상반기 내 노이즈 해소, 하반기 착공 전망
- ✓ 기자재 업체와 비슷한 현 밸류에이션은 디벨로퍼 특유의 안정성을 반영하지 못함

4Q24 호실적을 계기로 2025년, 2026년 단계적 성장

당사는 2월 11~13일 3일 간 NDR 진행을 통해 동사의 주요 현황을 파악할 수 있었다. 특히 4Q24 호실적을 이끈 태양광 구조화 사업은 중요한 변화로 느껴졌다. 시장의 관심을 받고 있는 신안우이 해상풍력 프로젝트 역시 원활하게 진행되고 있음을 확인했다. 2025년은 기존 수주잔고의 매출화를 통해 약 3,544억원의 매출(+6.4% YoY)은 충분해 보이며, 2026년부터 매출 성장폭이 가팔라질 전망이다. 신안우이 진행 상황에 따라 2025년 매출 상승 폭은 더 커질 수 있다.

태양광 구조화, PPA 계약으로 이어지는 신성장 동력

태양광 구조화 사업은 영세한 태양광 발전 사업자와, RE100을 선언한 대기업 사이에서 가교 역할을 한다. 4Q24 102억원의 개발 용역 매출을 인식하며 손익에 영향을 미치기 시작했고, 2025년 솔라닉스 2호, 3호가 추가적으로 개발 매출을 인식할 예정이다. 개발된 태양광 단지는 30년 내외의 장기 계약을 통해 안정적인 중개 매출도 인식하게 된다. 한국전력의 연속된 요금 인상으로 값비싼 산업용 전기를 구매하는 대신, 동사를 통해 PPA 계약을 맺으려는 고객사들이 늘어나고 있다. RE100과 4기 탄소배출권 거래제(2026년부터 시행)는 이 트렌드를 가속화한다.

디벨로퍼 사업 구조의 안정성, 성장성을 반영하지 못한 밸류에이션

2025년 예상 PER은 20배, 2026년 예상 PER은 12배로 풍력 기자재 업체들의 밸류에이션과 비슷하다. 디벨로퍼 사업 모델 특유의 안정적 지분법이익, 빠른 자산 회전율을 반영하지 못한 밸류에이션이다. 신안우이 해상풍력 착공과 태양광 개발 매출 추가 반영 등을 계기로 멀티플 Re-rating이 이뤄질 것으로 기대한다.

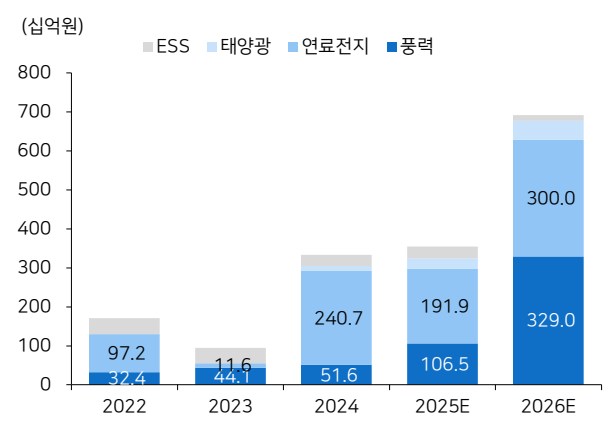
뭔가 새로운 걸 보여준 4Q24

4Q24 연결 영업이익은 251억원(+74.3% QoQ)을 기록하며 컨센서스(157억원)를 크게 상회했다. 주요 원인은 1)태양광 전력거래 개발 용역 매출이 102억원 인식되었고, 이 중 대부분이 이익으로 인식되었다. 후술하겠으나 이는 이번에 처음 등장한 신규 사업 기회다. 2)군위풍백 육상풍력 프로젝트(4Q24 약 320억원 인식), 금양 연료전지 프로젝트(923억원 인식)의 매출 인식이 크게 늘었다. 풍력 터빈 설치가 시작되었고, 연료전지는 프로젝트 인도 시점에 도달했기 때문이다.

2025년 매출화될 수 있는 주요 프로젝트는 군위풍백(잔여 965억원이 모두 인식 예상), 충주(연말 인도 시 1,719억원 한번에 인식), 솔라닉스 2,3호(약 200억원 개발 매출 인식 예상)등 이다. 여기에 제주 가시리, ESS 운영 매출 등 Recurring 매출을 고려한다면 약 3,544억원의 매출(+6.4% YoY)은 충분하다. 2026년에는 신안우이 해상풍력, 의성황학산 육상풍력, 대소원/과주 등 연료전지 프로젝트가 본격화되면서 매출 상승 폭이 가팔라진다.

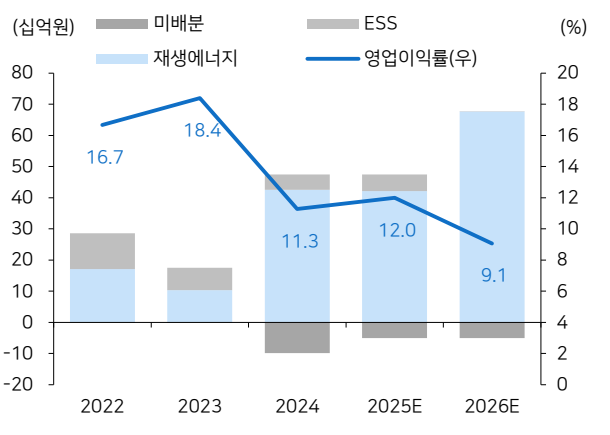
2025년 매출에는 긍정적인 변수들이 있다. 아직 투자 구조가 확정되지 않은 신안우이 해상풍력 관련 매출 발생 여부, 과주 연료전지 프로젝트의 조기 인도 여부에 따라 약 4,000억원까지 매출 상승 여력이 남아있다.

그림1 SK이터닉스 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK이터닉스 영업이익 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

태양광도 구조화가 되나요? RE100이 만든 새로운 사업 기회

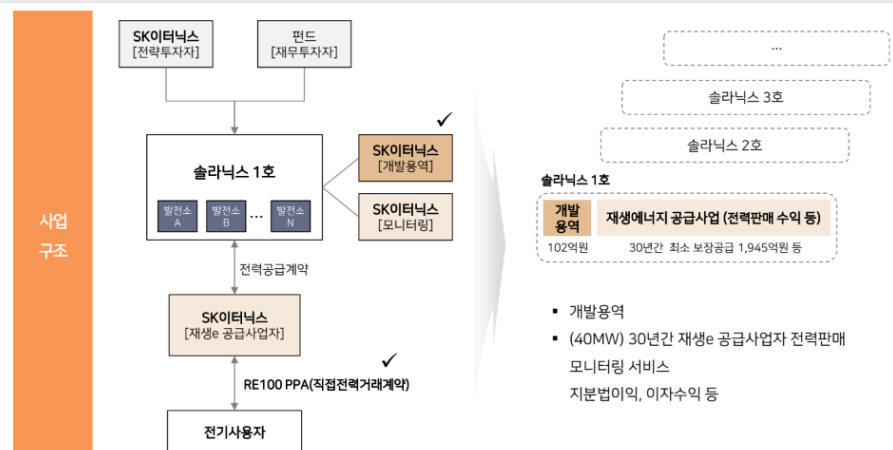
금번 분기 처음으로 매출을 인식한 태양광 구조화 사업은 무엇인가? 영세한 태양광 발전 사업자와, RE100을 선언한 대기업 사이에서 가교 역할을 하는 사업이다. 1) 0.5~2MW 단위의 영세한 태양광 발전사업자로부터 자산을 매입한다. 2) FI와 함께 조성한 SPC에 발전 자원을 매각한다. 금 분기 매출 인식한 상대방인 솔라닉스 1호의 경우 총 40MW 규모의 자산을 매입했다. 3) SPC는 RE100을 선언한 대기업과 장기 PPA 계약(Power Purchase Agreement, 1대1로 직접 전력을 판매하는 계약)을 맺는다. 이 때 전력거래는 SK이터닉스가 중개한다.

해당 사업 구조에서는 두 가지 매출이 발생할 수 있다. 첫번째로, 태양광 발전 자원을 평가하고, 확보한 대가로 SPC로부터 개발 용역 매출을 인식한다. 이번 분기 솔라닉스1호로부터는 102억원 개발용역 매출을 확보했다. 두번째로, 전력 거래를 중개하는 과정에서 중개 용역, O&M 서비스 등을 제공하고 수수료를 받는다. 솔라닉스 1호는 최소 보장공급 1,945억원 계약을 30년 동안 제공하므로, 연간 65억원의 매출액이 발생할 전망이다. 이익률은 기존 운영 매출(가시리, ESS 등)과 유사할 것으로 보인다. 이외에 SPC(솔라닉스 1호의 경우 SK이터닉스가 19% 출자)로부터의 지분법이익이 일부 발생한다.

해당 사업 구조는 다양한 측면에서 장점을 가지고 있다. 1) 태양광 발전 자원은 수십년 간 운영되어온 기록이 있다. 안정적으로 이용률 관리가 가능하다. 2) Cash-out, Cash-in이 빠르고 현금흐름이 용이하다. 3) 전기요금 상승세와 RE100 수요를 감안했을 때 성장성이 높은 사업이다.

2025년에는 솔라닉스 2,3호 등 두 건의 PPA 계약 체결이 예상되며, 첫 번째 계약 체결 이후 대기업을 중심으로 문의가 증가하고 있다.

그림3 태양광 발전자원 구조화 사업 구조



자료: SK이터닉스

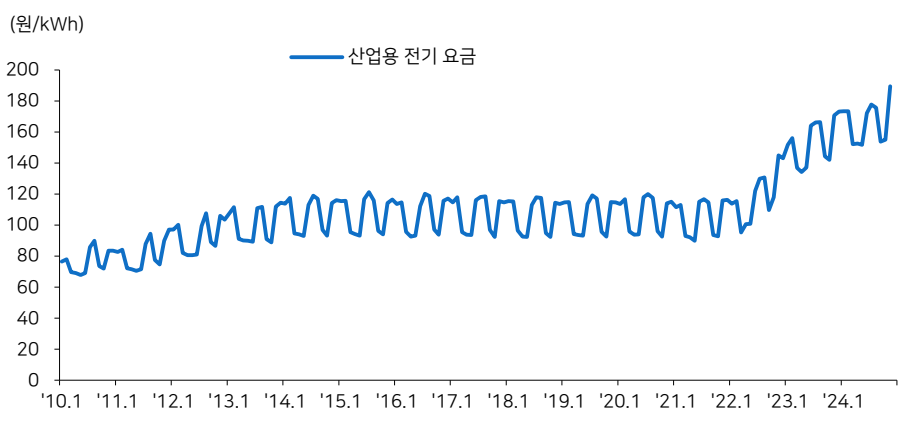
고객사들은 왜 이러한 구조를 거쳐 PPA 계약을 맺으려고 하는가? 우선 산업용 전기요금 상승을 첫번째 원인으로 들 수 있다. 2024년 11월 기준 한국전력의 산업용 전기 평균 판매단가는 189.6원/kWh까지 상승했다. 전년 동월 대비 +11% 증가한 수치이며, 2020년 11월 대비해서는 66.4% 증가한 수치다. 한전의 손익 악화를 주택용 인상 대신 산업용 인상으로 해결했기 때문에 기업 입장에서는 전기요금이 상당히 부담스러워졌다.

현재로서는 직접 PPA로 전력을 구입하는 가격과 한국전력으로부터 전력을 구입하는 가격이 큰 차이가 나지 않는다. 게다가, 직접 PPA는 정부의 불확실한 요금 정책 리스크를 해소하고, 30년 장기계약을 통해 원가 계획을 신뢰성 있게 마련할 수 있다는 장점이 있다.

두번째 이유로 RE100을 생각해볼 수 있다. 글로벌 ESG 투자 동력이 약화되고 있으나 절대적인 RE100 수요는 늘어나고 있다. K-RE100 기업 수는 2025년 1월 기준 759개로 전년 동월 대비 66% 증가했다. 이들 기업은 녹색 프리미엄 제도 활용, REC 구매, PPA 등을 통해 의무를 이행하게 되는데, 이 중 PPA가 경제적인 옵션으로 부상하고 있다.

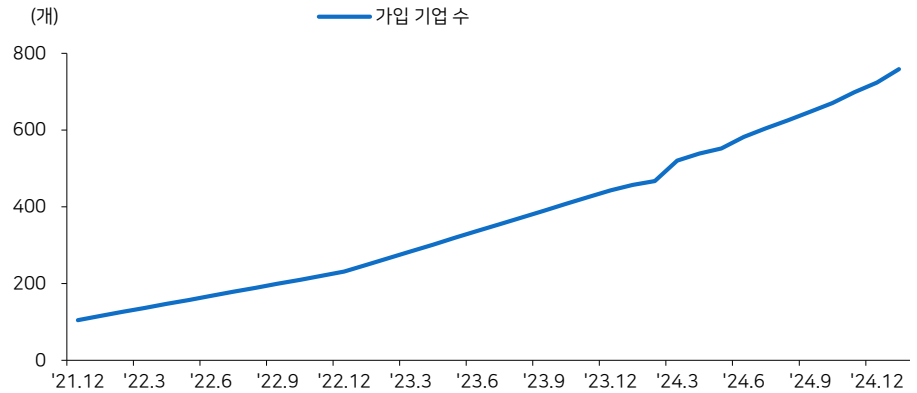
2026년부터 4차 탄소배출권 거래제가 시행됨에 따라 직접PPA에 대한 수요는 더 커질 가능성이 높다. 4차 탄소배출권 거래제는 3차 대비 배출허용총량을 감축하고, 유상할당을 확대할 것으로 보인다. 이에 따라 제조업을 중심으로 주요 대기업들의 탄소배출권 구입 비용 부담은 더 커질 전망이다. 전력 다소비 업종의 경우, 직접 PPA를 통해 탄소배출량을 저감함으로써 배출권 비용 부담을 낮출 수 있다.

그림4 비싸진 산업용 전기요금. 이제 차라리 PPA 맺는 게 경제적인 수도



자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

그림5 K-RE100 가입 기업수



자료: 한국에너지공단, 메리츠증권 리서치센터

표1 국내 배출권거래제도

특징	1기 (2015-2017)	2기 (2018-2020)	3기 (2021-2025)	4기 (2026-2030)
주요 특징	초기: 배출권거래제 안착 단계	- 확대: 본격적인 온실가스 감축 확대 - 배출권 가격 상승, 산업별 차등적 배출권 할당	- 적극 확대: 신기후체제 대비 온실가스 적극적 감축 단계 - 배출권 거래시장 성숙, 가격 변동성 감소	- 혁신적 개편: 2030 NDC 및 2050 탄소중립 달성 - 배출허용총량 강화 및 유상할당 상황
대상업체수	525개	591개	684개	
배출허용총량 (연평균, 백만톤)	568	592	616('21~'23), 594('24~'25)	시장안정화조치 예비분'을 배출허용총량 내에 포함
유상할당 비율	0%	3%	10%	확대 예정 (부문, 업종별 차등화된 유상할당 확대 추진)
무상할당	전량 GF방식	BM방식 7개 업종 (전체 배출량의 약 50%)	BM방식 12개 업종 (전체 배출량의 약 66%)	BM방식 적용 범위 확대 (75% 이상)
경매시장		주기적 경매 실시, 배출권 매입이 필요한 할당업체 대상	유상할당 대상업체 한정	모든 할당대상업체, 시장조성자 등 3자까지 단계적으로 확대

자료: 기획재정부 · 환경부, 메리츠증권 리서치센터

사업 부문별 현황 정리

다음은 사업 부문별 주요 특이사항을 정리했다.

1)육상풍력: 본격적인 매출화

현 진행 중인 군위풍백(잔고 965억원)은 2025년 내 인식, 의성황학산(1,190억원)은 2026년 하반기에 인도 기준으로 한번에 인식이 예상된다. 이외에 가시리, 을지 현장에서 꾸준한 매출 발생이 예상된다. 중장기적으로 파이프라인이 크게 확대되는 사업은 아니다.

2)해상풍력: 신안우이 3Q25 착공 전망

신안우이 해상풍력은 공동개발사인 남동발전이 사업에서 철수하면서 투자 구조에 변화가 있을 전망이다. 공동 개발사인 한화오션과 논의 중이며, 상반기 내에 투자자들을 결정 짓고 3Q25 착공을 예상한다. 이 과정에서 손익 인식 구조와 규모가 변동이 있을 수 있다. 이를 제외하면 나머지 변수들은 해결된 상태다. 기자재 사전 계약이 완료되었고, PF 우선협상대상자 역시 확정되었다.

신안우이 이후 굴업도 해상풍력에도 주목해야 한다(1,2차 합쳐 640MW). 2025년 말 환경영향평가 완료, 2026년 착공을 목표로 하고 있다.

3)연료전지: EPC 매출도 상승세지만 은근 쓸쓸한 지분법 이익

2024년 칠곡, 약목, 금양 등 총 49MW를 인도했고, 2025년 연말에는 충주(40MW)를 인도할 예정이다. 2026년에는 대소원(40MW), 파주(31MW) 등이 인도 예정이다. 2024년에는 CHPS 입찰 결과 이천, 파주 1,2 등 28MW(총 174MW 중)의 프로젝트에서만 우선협상대상자 위치를 차지하는 데 그쳤다. 2025년에는 2024년 대비 더 많은 물량을 확보할 수 있을 전망이다.

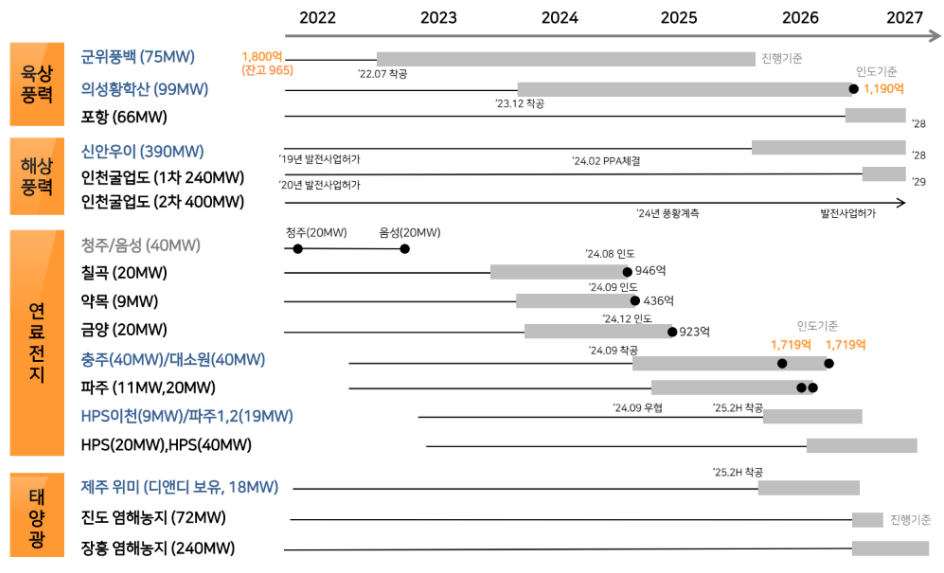
2024년 세 건의 프로젝트가 준공되면서 해당 프로젝트가 지분법 이익에 기여하는 바도 커진다. 미국 ESS 등과 합치면 2025년 전사 지분법이익은 60~70억원에 달할 전망이다.

4)ESS: 미국 텍사스 ESS 2월부터 상업 운전

국내 ESS 사업은 2025년까지 안정적인 매출, 이익을 유지할 전망이나 ESS 활용 촉진 전기요금제가 2026년 3월을 기준으로 일몰되면서 이후 이익 기여도가 미미해질 전망이다. 다만 추가적인 정책 지원 여부에 주목해야 한다.

동사는 SK가스와 함께 200MW 규모의 ESS를 텍사스에 조성했는데, 2025년 2월부터 상업 운전을 시작했다. 전력 용량을 감안했을 때 10억원 이상의 지분법 이익 기여를 기대한다. 동사는 두번째 프로젝트 출자를 진행하여 2H26 상업운전을 목표로 하고 있다.

그림6 SK이터닉스 주요 파이프라인 현황. 수주잔고 약 5,600억원



자료: SK이터닉스

SK 이터닉스 (475150)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	N/A	N/A	333.2	354.4	692.0
매출액증가율(%)	N/A	N/A	N/A	6.4	95.3
매출원가	N/A	N/A	N/A	296.6	613.6
매출총이익	N/A	N/A	52.7	57.8	78.4
판매관리비	N/A	N/A	15.2	15.3	15.6
영업이익	N/A	N/A	37.6	42.5	62.8
영업이익률(%)	N/A	N/A	11.3	12.0	9.1
금융손익	N/A	N/A	-15.2	-15.1	-13.4
중속/관계기업손익	N/A	N/A	-1.1	6.0	8.0
기타영업외손익	N/A	N/A	6.7	0.0	0.0
세전계속사업이익	N/A	N/A	28.0	33.4	57.4
법인세비용	N/A	N/A	5.2	9.2	15.8
당기순이익	N/A	N/A	22.8	24.2	41.6
지배주주지분 손이익	N/A	N/A	22.8	24.2	41.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	N/A	N/A	28.1	60.3	39.2
당기순이익(손실)	N/A	N/A	22.8	24.2	41.6
유형자산상각비	N/A	N/A	21.4	23.7	21.3
무형자산상각비	N/A	N/A	0.9	1.0	0.8
운전자본의 증감	N/A	N/A	-19.3	17.4	-16.4
투자활동 현금흐름	N/A	N/A	-3.7	40.1	-24.3
유형자산의증가(CAPEX)	N/A	N/A	-7.6	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	N/A	N/A	-140.8	37.8	-22.1
재무활동 현금흐름	N/A	N/A	-42.6	-0.2	0.2
차입금의 증감	N/A	N/A	326.1	-0.2	0.2
자본의 증가	N/A	N/A	220.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	N/A	N/A	-18.2	100.1	15.2
기초현금	N/A	N/A	117.1	98.9	199.1
기말현금	N/A	N/A	98.9	199.1	214.2

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	N/A	N/A	391.2	416.0	502.5
현금및현금성자산	N/A	N/A	98.9	199.1	214.2
매출채권	N/A	N/A	18.4	13.7	18.1
재고자산	N/A	N/A	143.2	106.3	141.2
비유동자산	N/A	N/A	392.9	336.5	344.5
유형자산	N/A	N/A	230.6	206.9	185.6
무형자산	N/A	N/A	6.7	5.8	5.0
투자자산	N/A	N/A	139.7	107.9	138.0
자산총계	N/A	N/A	784.1	752.5	847.0
유동부채	N/A	N/A	342.4	288.6	339.5
매입채무	N/A	N/A	3.7	2.7	3.6
단기차입금	N/A	N/A	9.0	9.0	9.0
유동성장기부채	N/A	N/A	124.7	124.7	124.7
비유동부채	N/A	N/A	199.6	197.5	199.5
사채	N/A	N/A	53.9	53.9	53.9
장기차입금	N/A	N/A	99.6	99.6	99.6
부채총계	N/A	N/A	542.0	486.1	539.0
자본금	N/A	N/A	6.7	6.7	6.7
자본잉여금	N/A	N/A	213.7	213.7	213.7
기타포괄이익누계액	N/A	N/A	-0.4	-0.4	-0.4
이익잉여금	N/A	N/A	22.3	46.6	88.1
비지배주주지분	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
자본총계	N/A	N/A	242.2	266.4	308.0

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	N/A	N/A	12,173	10,519	20,539
EPS(지배주주)	N/A	N/A	833	719	1,234
CFPS	N/A	N/A	2,429	1,993	2,519
EBITDAPS	N/A	N/A	2,185	1,993	2,519
BPS	N/A	N/A	7,188	7,908	9,142
DPS	N/A	N/A	0	0	0
배당수익률(%)	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	N/A	N/A	14.5	20.2	11.8
PCR	N/A	N/A	5.0	7.3	5.8
PSR	N/A	N/A	1.0	1.4	0.7
PBR	N/A	N/A	1.7	1.8	1.6
EBITDA(십억원)	N/A	N/A	59.8	67.2	84.9
EV/EBITDA	N/A	N/A	10.4	9.1	7.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	N/A	N/A	9.4	9.5	14.5
EBITDA 이익률	N/A	N/A	18.0	18.9	12.3
부채비율	N/A	N/A	223.8	182.5	175.0
금융비용부담률	N/A	N/A	5.6	6.5	3.3
이자보상배율(x)	N/A	N/A	2.0	1.8	2.7
매출채권회전율(x)	N/A	N/A	18.1	22.1	43.6
재고자산회전율(x)	N/A	N/A	2.3	2.8	5.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

2024년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율