

2025. 9. 23



▲ 유틸리티/건설

Analyst **문경원**, CFA
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)

현재주가 (9.22) 23,400 원

상승여력

KOSPI	3,468.65pt
시가총액	7,898억원
발행주식수	3,375만주
유동주식비율	56.36%
외국인비중	3.40%
52주 최고/최저가	28,900원/11,700원
평균거래대금	164.8억원

주요주주(%)

SK디스커버리 외 2 인	31.06
한앤코개발홀딩스유한회사	12.52

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.8	67.7	26.1
상대주가	-0.6	27.8	-5.7

주가그래프



SK이터닉스 475150

ESS 로 2 차 도약

- ✓ 제주 가시리 풍력단지 탐방 통해 안정적 운영 능력 확인
- ✓ 2025년 생긴 ESS 중앙계약 시장은 동사 등 재생에너지 디벨로퍼에게 도약 기회
- ✓ 계통 이해도, 운영 레퍼런스, 파트너십 기반으로 유의미한 점유율 확보 예상
- ✓ 매년 700억원 이상의 재생에너지, ESS 개발 이익 + EPC, Recurring 이익 가능
- ✓ 단기적 트리거로 신안우이 착공과 ESS 입찰 결과 주목

제주 가시리 풍력단지 탐방 통해 안정적 운영 능력 확인

제주 가시리 풍력단지는 2015년 준공 이후 10년 이상 안정적으로 운영되고 있다. 풍력 터빈, 연계된 ESS 모두 안정성을 최우선시한 설계가 돋보였고, 축사 등 지역 공동체와의 공존이 갈등 없이 이뤄지는 모습이었다. 향후 다른 재생에너지 개발 사업에도 긍정적인 레퍼런스가 될 수 있을 전망이다.

태양광에 이어 ESS로 2차 성장

동사는 재생에너지 개발 경험을 바탕으로 ESS 시장에도 진출하고 있다. 2025년부터 중앙계약 시장이 생긴 것이 ESS 업계에는 큰 변곡점이다. 동사는 1)전력 계통 이해도와 입지 확보 능력, 2)국내 최대 규모의 ESS 운영 레퍼런스, 3)배터리사와의 파트너십 등을 바탕으로 ESS 중앙계약 시장에서 유의미한 점유율을 차지할 전망이다. 곧 2025년 10월 540MW 규모의 두 번째 입찰이 열린다. 입찰 결과는 지켜봐야겠지만, 동사가 상반기(40MW) 대비 더 큰 용량을 확보할 것으로 기대한다.

장기적 성장 전망, 단기적 트리거 모두 갖춘 재생에너지 중소형주

국내 태양광 PPA, 장주기 ESS, 연료전지 CHPs에서 각각 150MW, 100MW, 50MW를 매년 개발할 수 있다면 약 700억원의 개발 이익을 매년 예상할 수 있다. 여기에 EPC 이익 및 Recurring 이익(지분법 등)도 점증적으로 더해진다. 단기적으로는 연내 신안우이 해상풍력 착공 및 10월 ESS 입찰 결과를 주가 상승 트리거로 주목한다. 이익 개선은 3Q25보다는 4Q25에 집중될 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023							0.0	0.0	0.0		
2024	332.2	37.6	22.4	817		7,182	14.8	1.7	10.7	9.2	202.4
2025E	358.5	39.1	27.9	825	1.0	7,979	28.4	2.9	16.9	10.9	375.0
2026E	716.0	80.5	44.9	1,330	61.2	9,309	17.6	2.5	10.4	15.4	343.6
2027E	352.0	92.6	57.1	1,690	27.1	10,999	13.8	2.1	9.4	16.6	311.9

제주 가시리 풍력단지, 안정적 발전소 운영 능력 입증하는 사례

제주 가시리 풍력단지는 2015년 완공된 30MW(3MW*10기)의 풍력 발전소다. 연평균 풍속은 7.2m/s, 연평균 이용률은 25.1%, 연간 발전량은 약 66,000MWh 수준을 기록하고 있다. 당사는 이번 탐방을 통해 10년간 안정적인 발전소 운영이 지속될 수 있었던 근거를 확인했다.

내구성을 최우선시한 IEC 1단계 터빈을 사용하여 사고 리스크가 적고, 측사 등 지역 공동체와의 공존이 안정적으로 이뤄져 운영 상 문제가 없었다. 또한 연계되어 있는 ESS에는 직분사를 활용한 화재 방지 시스템이 모든 모듈에 구축되어 있어 화재 리스크가 적은 것으로 보인다.

약 10년 이후 풍력 단지의 Repowering 사업이 개시된다면 잠재적인 사업 가치는 한 단계 더 성장할 전망이다. 이전 대비 육상 풍력 터빈 한 개당 용량이 크게 늘었고(6MW 수준), 안정적인 운영을 레퍼런스로 하여 지역 주민의 동의를 구하기가 한층 더 쉽기 때문이다. 또한, 이러한 운영 레퍼런스는 추후 다른 풍력단지로의 확장 시 지역 주민을 설득하는 데에 도움이 될 수 있다.

그림1 가시리 풍력 단지: 후류 효과를 줄이는 직사각형 배치



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 가시리 풍력 단지: 주변 측사와 원활하게 공존



자료: 메리츠증권 리서치센터

ESS, 또 한 번의 도약 기회

동사는 재생에너지 개발 경험을 바탕으로 ESS 시장에도 진출하고 있다. 특히 2025년부터 열린 국내 장주기 ESS 시장에 주목해야한다. 최근 재생에너지 출력 제어가 증가하면서 장주기 ESS의 필요성이 급증했다. 이에 따라 정부는 2025년 상반기부터 ESS 중앙계약시장 입찰을 시작했다. MW 당 일정 매출을 보장해주는 안정적인 수익 구조를 제공, 민간 사업자들에게 긍정적인 반응을 얻고 있다.

1H25 입찰은 540MW 규모로 이뤄졌으며, 이 중 동사의 가시리 ESS 사업 (40MW)도 낙찰되었다(기존 풍력 연계 ESS와는 별개). 이번 입찰을 통해 계통 혼잡도가 높은 변전소를 확보하는 것이 가장 중요하다는 점을 알 수 있었다. 배터리 가격이 대부분의 설치 원가를 차지하는 ESS의 특성상 가격 점수에서 차별화를 두기가 쉽지 않다. 동사의 가시리 프로젝트 역시 기존 풍력 단지의 변전소를 활용한 점이 유리하게 작용했다.

동사는 1) 전력 계통 이해도와 입지 확보 능력, 2) 국내 최대 ESS 운영 업체로서의 레퍼런스 및 사고 리스크 관리, 3) 배터리사와의 파트너십 등을 강점으로 장주기 ESS 시장에서 유의미한 점유율을 차지할 전망이다. 이제 곧 2025년 10월 540MW 규모로 두번째 입찰이 열린다. 입찰 결과는 지켜봐야 알 수 있으나, 동사가 상반기 대비 더 큰 용량을 확보할 가능성이 더 높다. 참고로, 입찰 이후 개발 용역 인식까지에는 약 1년 반의 시차가 있다.

표1 종합평가 항목: 비가격평가 중 계통연계, 산업기여도, 안전성 부분이 주요

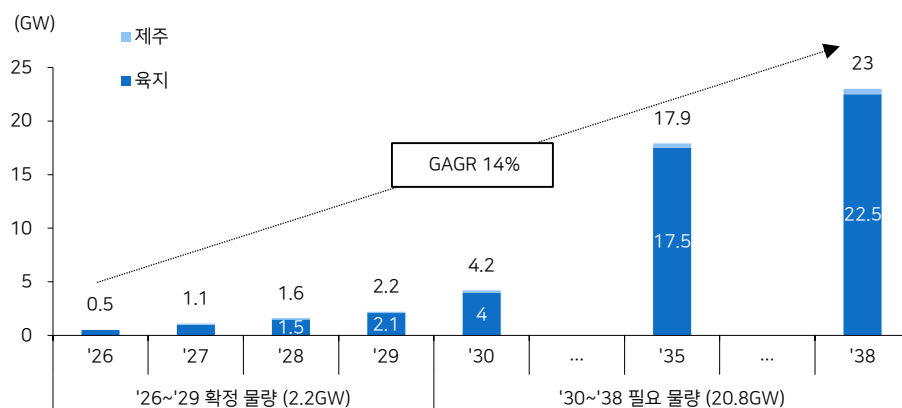
평가항목			배점	내용	
비가격 평가(40)	계통연계 (24)	계통연계 (육지)	출력제어수준	12	▣ 국내(육지) 출력제어 발생 건수 대비 대상 지역 의 발생 비율 평가
			계통안정화기여도	10	▣ 계통관리변전소 대상 지역 계통 운영 현황, 계통관리변전소 현황 , 접속제한 시기 등 종합 평가
			154kV 이상 연계 여부	2	▣ 154kV 이상 연계 여부 평가
		제주	계통안정화기여도	22	▣ 연계 변전소/개폐소에 접속된 태양광 및 풍력설비 용량 기준 재생에너지 수용향상 기여도 평가
			154kV 이상 연계 여부	2	▣ 154kV 이상 연계 여부 평가
	산업경제기여도 (24)		ESS 산업 생태계 기여도	24	▣ 핵심부품, 기술, 공급능력, 지분구조, 최대주주 전력설비 운영경험 등 산업경제 기여도 종합 평가
	화재 및 설비 안전성 (22)	예방계획의 적정성		8	▣ 법령에서 정한 화재 및 설비 안전기준 외 입찰자가 추가적으로 고려하고 있는 대책 평가
		조치계획의 적정성		8	▣ 화재 및 고장 발생 시 신속 대응체계 및 복구 등 피해복구를 위한 대책 종합 평가
		화재에 대한 안정성		6	▣ 소재의 화학적/물리적 특성 고려, 화재 안전성 평가
	기술능력 (16)	보증수명		8	▣ 견련열화 등 고려, 계약기간 종료시점의 보증수정(End of Life, EOL) 평가
		운전효율		8	▣ 총 계약기간 동안의 ESS 종합운전효율로 평가 (소내소비전력 감안한 운전효율)
	주민수용성 및 사업준비도 (10)	지역 수용도		4	▣ 지자체 검토의견서와 지역주민 수용 노력도 평가
		사업계획의 적정성		4	▣ 사업의 실현가능성 및 프로젝트별 우수성 종합 평가
		사업준비도		2	▣ 부지확보, 발전사업허가 취득 등 조기준공 가능성 종합 평가
	사업신뢰도 (4)	신용등급평가		2	▣ 신용등급별 해당하는 점수로 평가 (AA- 이상 2점)
		자본조달 계획의 적정성		2	▣ 총 사업비 산정의 타당성 및 자본조달계획 신뢰도 종합 평가

자료: SK이터닉스, 메리츠증권 리서치센터

국내 ESS 시장 규모는 1년에 500MW 수준에서 2GW 이상으로 성장할 전망이다. 6시간의 지속시간(Duration)과 MWh 당 4억원의 사업비를 가정하면 약 4.8 조원의 시장이 매년 열리는 셈이다. 동사는 이 시장에서 디벨로퍼로서의 역할을 맡으며 일정 개발 용역 수수료(전체 파이에서 10~15% 추측)를 이익으로 가져가게 된다. 이후에 꾸준히 발생하는 ESS 운영을 통한 지분법 이익, 유지보수 매출액이 여기 더해진다. 태양광 중개 사업인 솔라닉스와 비슷한 구조다.

태양광(연 150MW), ESS(연 100MW), 연료전지(100MW) 등 매년 안정적으로 개발할 수 있는 전방 시장이 풍부하다. 단기적으로는 연내 신안우이 해상풍력 착공 및 10월 ESS 입찰 결과를 주가 상승 트리거로 주목한다.

그림3 국내 ESS 보급 계획



자료: SK이터닉스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 변전소에 붙어 설치될 장주기 ESS



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 재생에너지 연계 ESS는 이미 운영 중



자료: 메리츠증권 리서치센터

장기적 성장 잠재력, 단기적 모멘텀이 반영되지 않은 주가

국내 태양광 PPA, 장주기 ESS, 연료전지 CHPS 에서 당장 기대할 수 있는 대략적인 시장 규모는 각각 1GW, 500MW, 180MW 수준이다. 각 시장에서 150MW, 100MW, 50MW 를 매년 개발할 수 있다면 약 700 억원의 개발 이익을 매년 예상할 수 있다(MW 당 2~3 억원의 개발 이익을 예상). 여기에 육상, 해상풍력 EPC 이익도 없어진다. 전력 중개 수수료 및 유지보수 매출, 발전소에서의 지분법 이익 등 반복적(Recurring) 이익도 점진적으로 쌓이는 구조다.

이는 단기적인 시장 규모에 기반한 추산일 뿐, 현 정부의 정책 기조를 감안하면 중장기적 시장 규모는 이보다 크게 성장할 가능성이 높다.

단기적으로는 연내 신안우이 해상풍력 착공 및 10 월 ESS 입찰 결과를 주가 상승 트리거로 주목한다. 이익 개선은 3Q25 보다는 4Q25 에 집중될 전망이다. 충주 연료전지, 솔라닉스 4 호의 이익 인식이 예상되며, 신안우이 해상풍력 착공에 따른 개발 용역 이익 인식 가능성이 있다. 2025 년 실적 전망치는 2Q25 일회성 비용 반영(군위풍백)으로 예상 대비 하향되었으나, ESS 의 기여로 2026 년 이후 실적 전망치는 상향 조정되었다.

표1 SK이터닉스 실적 전망

(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	171.0	94.6	333.2	358.5	716.0	352.0
매출 성장률(% YoY)	8.8	-44.7	252.2	7.6	99.7	-50.8
풍력	32.4	44.1	51.6	105.6	334.0	215.0
연료전지	97.2	11.6	240.7	191.9	300.0	32.0
태양광	0.0	0.0	12.2	36.0	54.0	82.0
ESS 및 기타	41.4	38.9	28.7	25.0	28.0	23.0
영업이익	28.5	17.4	37.6	39.1	80.5	92.6
영업이익률(%)	16.7	18.4	11.3	10.9	11.2	26.3
영업이익 성장률(% YoY)	12.2	-38.9	116.1	3.9	106.1	14.9
재생에너지	17.1	10.3	42.5	45.3	78.1	90.2
ESS	11.5	7.2	5.0	3.8	7.4	7.4
미배분	-0.1	-0.1	-9.9	-10.0	-5.0	-5.0
금융손익			-9.5	-14.0	-25.6	-24.9
기타손익			2.6	3.8	0.0	0.0
중속, 관계기업 손익			-3.3	5.5	7.0	11.0
세전이익			27.5	34.3	61.9	78.7
법인세			5.1	6.5	17.0	21.6
법인세율(%)			18.6	18.9	27.5	27.5
당기순이익			22.4	27.8	44.9	57.1
당기순이익률(%)			6.7	7.8	6.3	16.2
순이익 성장률(% YoY)				24.4	61.2	27.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK 이터닉스 (475150)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	332.2	358.5	716.0	352.0	
매출액증가율(%)			7.9	99.7	-50.8
매출원가	275.7	304.1	619.9	243.9	
매출총이익	56.5	54.4	96.1	108.2	
판매관리비	18.8	15.3	15.6	15.6	
영업이익	37.6	39.1	80.5	92.6	
영업이익률(%)	11.3	10.9	11.2	26.3	
금융손익	-9.5	-14.0	-25.6	-24.9	
종속/관계기업손익	-3.3	5.5	7.0	11.0	
기타영업외손익	2.6	3.8	0.0	0.0	
세전계속사업이익	27.5	34.3	61.9	78.7	
법인세비용	5.1	6.5	17.0	21.6	
당기순이익	22.4	27.9	44.9	57.1	
지배주주지분 순이익	22.4	27.9	44.9	57.1	

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	66.8	-36.9	21.1	16.5	
당기순이익(손실)	22.4	27.9	44.9	57.1	
유형자산상각비	21.5	25.6	23.2	20.6	
무형자산상각비	0.9	1.0	0.8	0.7	
운전자본의 증감	14.5	-81.3	-40.8	-50.8	
투자활동 현금흐름	-66.9	-41.5	-4.4	-1.2	
유형자산의증가(CAPEX)	-12.6	-5.2	0.0	0.0	
투자자산의감소(증가)	-200.6	-32.2	-1.7	2.0	
재무활동 현금흐름	-50.4	140.3	0.8	0.9	
차입금의 증감	323.6	138.5	0.8	0.9	
자본의 증가	220.4	0.6	0.0	0.0	
현금의 증가(감소)	-50.5	62.1	17.4	16.2	
기초현금	117.1	66.6	128.8	146.2	
기말현금	66.6	128.8	146.2	162.4	

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	255.0	790.2	920.0	1,067.6	
현금및현금성자산	66.6	128.8	146.2	162.4	
매출채권	16.7	32.5	38.1	44.5	
재고자산	59.2	503.0	588.5	688.4	
비유동자산	476.7	489.1	473.8	461.6	
유형자산	235.5	207.6	184.4	163.8	
무형자산	6.7	5.8	5.0	4.2	
투자자산	197.3	235.0	243.7	252.7	
자산총계	731.7	1,279.3	1,393.8	1,529.1	
유동부채	297.1	671.2	740.0	817.4	
매입채무	31.9	336.5	378.7	426.3	
단기차입금	9.0	9.0	9.0	9.0	
유동성장기부채	129.3	114.0	114.0	114.0	
비유동부채	192.7	338.8	339.5	340.4	
사채	53.9	91.6	91.6	91.6	
장기차입금	92.0	202.6	202.6	202.6	
부채총계	489.7	1,010.0	1,079.5	1,157.8	
자본금	6.7	6.8	6.8	6.8	
자본잉여금	213.7	214.3	214.3	214.3	
기타포괄이익누계액	0.3	-0.6	-0.6	-0.6	
이익잉여금	21.4	49.3	94.2	151.3	
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계	242.0	269.3	314.2	371.3	

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	12,119	10,623	21,212	10,428	
EPS(지배주주)	817	825	1,330	1,690	
CFPS	2,305	2,173	3,096	3,372	
EBITDAPS	2,191	1,946	3,096	3,372	
BPS	7,182	7,979	9,309	10,999	
DPS	0	0	0	0	
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	
Valuation(Multiple)					
PER	14.8	28.4	17.6	13.8	
PCR	5.2	10.8	7.6	6.9	
PSR	1.0	2.2	1.1	2.2	
PBR	1.7	2.9	2.5	2.1	
EBITDA(십억원)	60.0	65.7	104.5	113.8	
EV/EBITDA	10.7	16.9	10.4	9.4	
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.2	10.9	15.4	16.6	
EBITDA 이익률	18.1	18.3	14.6	32.3	
부채비율	202.4	375.0	343.6	311.9	
금융비용부담률	5.6	8.1	4.6	9.4	
이자보상배율(x)	2.0	1.3	2.4	2.8	
매출채권회전율(x)	19.8	14.6	20.3	8.5	
재고자산회전율(x)	5.6	1.3	1.3	0.6	

Compliance Notice

본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 문경원은 SK이터닉스 기업설명회에 해당 기업의 일부 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다. 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 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.