SK이터닉스(475150.KS) 매수(유지)

Got Wings(NDR 후기)

건설/부동산/인프라 담당 박세라
T.02)2004-9507 / park.se-ra@shinyoung.com

현재주가(2/12) 23,150원
목표주가(12M, 상향) 30,000원

Valuation Indicator

(배,%,원)	24A	25P	26F
PER	14.9	25.4	20.0
PBR	1.7	2.6	2.7
EV/EBITDA	10.5	12.1	11.5
ROE	9.2	11.9	13.8
DPS	0	600	600

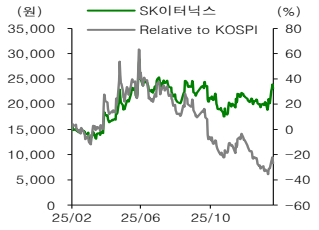
Key Data (기준일: 2026. 2. 12)

KOSPI(pt)	5522.27
KOSDAQ(pt)	1125.99
액면가(원)	200
시가총액(억원)	7,814
발행주식수(천주)	33,754
평균거래량(3M,주)	492,951
평균거래대금(3M, 백만원)	10,377
52주 최고/최저	28,900 / 12,510
52주 일간Beta	0.0
배당수익률(26F,%)	2.6
외국인지분율(%)	3.6
주요주주 지분율(%)	
SK디스커버리 외 2 인	31.1 %
한앤코더블유피홀딩스 유한회사	12.5 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.7	21.8	-3.5	79.3
KOSPI대비 상대수익률	-5.7	-8.4	-44.3	-17.2

Company vs KOSPI composite



분석의 기본 가정

- 전력 인프라 수요 성장
- 신재생 에너지 이니셔티브 강화

최대주주 변경, 전략의 차원이 달라졌다

- 동사는 12일 공시를 통해 최대주주인 SK디스커버리 지분 매각 우선협상대상자로 KKR(Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P.)으로 선정되었다고 밝혔음. 이는 SK이터닉스 개별 이벤트가 아닌, **SK그룹과 KKR의 빅딜**에 해당됨. SK그룹은 12일 이사회를 통해 SK이노베이션·SK에코플랜트·SK디스커버리 산하의 신재생에너지 사업부와 SK이터닉스 지분(31.03%) 인수 우선협상 대상자로 각각 KKR을 선정, 전체 패키지 딜 가격은 2.5조원에 달하는 것으로 알려졌음. SK그룹의 신재생에너지 사업을 하나의 통합법인으로 구축, 태양광, 해상/육상 풍력, 연료전지, ESS 등 SK 계열사별로 중복되고 흩어진 발전원을 JV 산하로 합쳐 재판하는 전략임. 이에 대한 함의는 다음과 같음

1) 중복 투자 제거를 넘어, 프로젝트 신규 개발부터 PF조달, 운영 최적화까지 전 벨류체인을 일관된 손익 관리 체계로 일원화하여 **프로젝트의 속도를 높이고, 수익성을 극대화**할 수 있음
2) SK이터닉스는 개발능력에 특화된 '디벨로퍼임'(2025년 연말 기준 태양광 490MW, 풍력 1020MW, HPS 170MW 등 개발 파이프라인 확보) SK그룹 신재생 사업부 통합을 통해 딜 프로세싱에 가장 중요한 Off taker(SK그룹)와 수행 리스크를 덜어줄 EPC/조달(SK에코플랜트) 파트너를 확보하게 됨. **개발/운영 사업에 집중**할 수 있음
3) FI의 확보로 **프로젝트 투자 한도가 확대**됨. 자본 여력 내에서 제한된 투자를 진행했다면, FI 지원으로 동시 수행할 수 있는 프로젝트 수가 늘어날 것으로 기대됨

SK그룹 신재생 에너지 사업 기업별 비교

구분	SK 이노베이션 (SK E&S 합병)	SK 에코플랜트	SK 이터닉스	SK 디스커버리 (SK 가스)
핵심 정체성	종합 에너지 유틸리티 (Operator)	기술 기반 시공/솔루션 (EPC+Tech)	전문 디벨로퍼 (Pure Developer)	LPG/LNG 기반 발전 (Fuel Pivot)
주력 섹터	초대형 태양광/풍력, 수소, SMR, CCS	해상풍력 하부구조물, 수소연료전지(제조), 리사이클링	육상풍력, 연료전지(발전사업), ESS	울산 GPS(LNG/LPG), 블루수소
비즈니스 모델	전력 생산 및 판매 (IPP), 에너지 트레이딩	기자재 제조 및 판매, EPC 도급, O&M	프로젝트 발굴, PF 조달, 지분 매각 (Capital Gain)	가스 트레이딩, 발전소 운영

자료 : 신영증권 리서치센터

투자의견 매수, 목표주가 30,000원으로 상향

- P/FFO multiple을 종전 12배에서 13배로 상향한 데 따라 목표주가를 30,000원으로 조정함. 이는 최대주주 변경으로 인해 주주가치제고에 대한 정책이 강화될 것이라 기대감 상승에 따른 것임. SK이터닉스는 '인프라투자회사'와 같은 모델로서 부동사투자회사(REITs)/인프라투자기구에 적용하는 FFO multiple을 적용하였음. 이는 회사가 창출하는 현금흐름을 중시하는 방법에 해당됨. Recurring income 비중이 절대적으로 높아지는 2027년부터 동사의 현금창출능력이 부각될 것으로 기대됨
- 전략적투자자(FI)를 확보함으로써 디벨로퍼에게는 더할 나위 없이 좋은 수행 환경이 갖춰졌음. 여기에 주주환원 정책이 구체화될 것으로 기대되어, 디벨로퍼 기업 투자의 단점(현금 회수의 불확실성)을 극복할 수 있음. AI가 촉발한 전력/인프라 수요에 더해 신재생 에너지의 중요성이 부각되는 시기임. 동사는 신재생 디벨로퍼에 특화될 기업으로, 그룹 사업부 재편에 따라 독보적인 경쟁력을 발현할 수 있는 배경을 마련하였으며, 전략적투자자를 확보하며 사업 확장에 적극적으로 나설 수 있음. SK이터닉스의 비상이 기대됨

SK이터닉스 Valuation

구분	내용	비고
'27F FFO	798	
당기순이익	583	
부동산관련감가상각비	215	
P/FFO	13	글로벌 인프라기업 평균(15.0x) 20% 할인
적정 가치	10,370	
발행주식총수(천 주)	33,669	
적정 주가(원)	30,801	

자료 : 신영증권 리서치센터

NDR 요약 -2025년 연간 실적 Review

- 2025년 태양광 구조화 규모 당초 80MW 정도 예상했는데 180MW 달성. 2026년 200MW 계약 체결할 계획. 2025년 개발용역 매출 416억원. 2026년에도 450억원 정도 가능할 듯. 캐파 한계는 자본금이라고 볼 수 있음(솔라닉스 구조화를 위한 애쿼티 투자) Recurring income을 차곡차곡 쌓는 상황
- 풍력. EPC 인도 매출 들어오는 게 있음. 2025년 약 830억원. 2026년에는 의성 완공 1190억원. 2~3분기 인식 예정. 신안 우이. 전문 시공사가 하는 게 낫다는 판단. 개발용역 216억원 대가 정산. 우리는 해당 SPC에 10% 지분 주주사로 남아있게 됨. 510억원 출자를 완료하였음. 포항 풍력 사업. 66MW~77MW 규모 추정. 개발용역으로 끝날 지 시공까지 할 지 고민 중이나 아마 시공을 안 할 것이라 생각됨
- 연료전지, 충주 작년 4분기 인도. 대소원 1719억원 파주 1415억원 2026년 남아있음. 2~3분기가 될 듯. 연료전지가 HPS 제도가 새롭게 도입. 5~6월달에 공고될 것. 우리도 낙찰 받으려고 프로젝트 준비 중.
- ESS. 기존에 하던 전기요금 절감 서비스 연 매출 300억원 정도(2025년 311억원) 올해 3월 매몰. 이제 매출은 절반 가까이 내려갈 듯. 대신 중앙 계약 시장 BESS 장주기 ESS 시장이 새롭게 열림. 상반기 때 540MW 공고가 있었고 이제 제주도에서 우리가 40MW 낙찰 받아서 사업을 하고 있음. SPC 설립하고 55억원 개발용역 받았음

NDR 요약 - 주요 Q&A

Q. 25년도 4분기 실적이 좋았던 직접 요인은 뭔가

A. 태양광 구조화에서 기존 40MW급이 아니라 100MW급 대형 계약을 체결했고 63MW를 구조화하면서 매출과 영업이익이 많이 잡힘

Q. 솔라닉스 모델은 구체적으로 뭐를 하는 건가

A. 전국 1~3MW급 태양광을 소싱해 모은 뒤 SPC로 구조화·양도하며 개발 이익을 만든다. 40MW 구조화·양도 시 개발 용역 약 110억 가량 매출이 발생함

Q. 금리 리스크가 수익성에 얼마나 영향 주나

A. PF 시점 금리가 수익성에 큰 영향을 주고, 과거 대비 100bp 이상 금리가 내려가 수익성 개선 여지가 존재함

Q. 공사 지연·원가 상승 같은 건설 리스크가 회사에도 있나

A. 회사가 직접 시공하는 구간엔 리스크가 있었지만, 신안우이는 시공부분을 빼서 리스크가 제한적, 신안우이 시공은 한화오션·현대건설이 수행해 비용·일정 리스크가 회사로 직접 전가되지 않음

Q. 국내에서 비슷한 모델을 하는 사업자가 또 있나

A. 구조화 모델 플레이어는 많지 않고, 상장사 중 디벨롭 베이스로는 대명에너지 정도가 존재함. 한전 자회사들이 재생에너지 투자에 들어오며 경쟁사이자 파트너가 될 수 있음

SK이터닉스 파이프라인

구분		내용	개발용역	인식	규모	조건
태양광	1 호	직접 PPA	102	4q24	40MW	30 년간 최소 보장공급 1945 억원('26.1~)
솔라닉스 구조화	2 호	직접 PPA	112	2q25	40MW	25 년간 최소 보장공급 2031 억원('28.6~)
	3 호	제 3 자 PPA	112	2q25,3q25	40MW	25 년간 모니터링 서비스('26.1H~)
	5 호	제 3 자 PPA	177	4q25	63MW	25 년간 최소 보장공급 5023 억원('26.1H~)
			87	2q26	37MW	
	4 호					제주도 사업, 2026 년 구조화 예정
	신규			2026	150MW~200MW	-
풍력			매출/개발용역			
	군위	EPC	1,800	22~'26	75MW	진행기준
	군위	직접 PPA			75MW	25 년간 최소 보장공급 4068 억원('26.2~)
	의성황학산	EP	1,190	23~'26	99MW	인도기준
	포항죽장구분	내용	-	26~	68MW	-
	신안우이	미정	216	4q25	390MW	25 년말 착공/개발용역 216 억원 인식(4q25)
	인천굴업도 1 차	미정	-		255MW	미정
	인천굴업도 2 차	미정	-		500MW	미정
연료전지			매출			
	충주	EPC	1,719	4q25	40MW	인도기준
	대소원	EPC	1,719	2q26	40MW	인도기준
	파주	EPC	1,415	3q26	11MW/20MW	인도기준
	HPS(이천, 파주 1/2)		110	2q25~1q26	28MW	개발용역
	신규	2025 년 신규수주 X				
BESS			개발용역			
	제주 표선	1 차 우협 선정	55	4q25	40MW	준공 '26.12, 상업운전 '27~'41

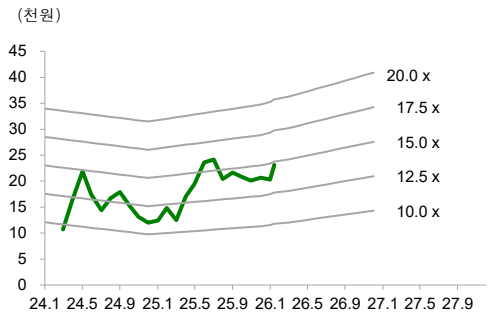
자료 : SK이터닉스, 신영증권 리서치센터

SK이터닉스 실적 table

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	3Q26	3Q26	4Q26	2025P	2026F	2027F
매출액	259	653	464	2,480	191	1,879	2,785	383	3,856	5,238	1,542
신재생	179	582	385	2,342	111	1,849	2,745	303	3,488	5,008	1,282
ESS	80	71	80	115	80	30	40	80	368	230	260
매출총이익	59	160	72	818	112	408	675	258	1,108	1,453	1,051
영업이익	11	96	12	454	81	127	229	178	530	615	819
세전이익	2	168	-72	282	70	182	174	58	381	484	719
지배순이익	10	143	-51	205	57	147	141	47	307	392	583
증가율(yoy)											
매출액	438.5%	366.8%	-71.0%	62.0%	-26.3%	187.6%	499.9%	-84.6%	16.1%	35.8%	-70.6%
영업이익	154.7%	흑전	-91.9%	80.5%	663.5%	31.9%	1858.5%	-60.8%	40.8%	16.0%	33.3%
세전이익	흑전	흑전	적전	9.9%	3205.7%	8.1%	흑전	-79.4%	38.5%	27.1%	48.7%
지배순이익	흑전	흑전	적전	3.7%	479.8%	2.9%	흑전	-77.1%	37.3%	27.6%	48.7%
매출총이익률	22.6%	24.4%	15.5%	33.0%	58.5%	21.7%	24.2%	67.4%	28.7%	27.7%	68.1%
영업이익률	4.1%	14.7%	2.5%	18.3%	42.5%	6.7%	8.2%	46.5%	13.7%	11.7%	53.1%

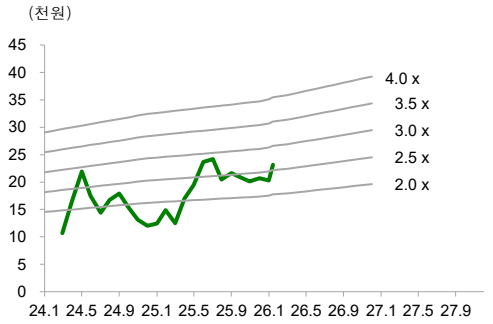
자료 : SK이터닉스, 신영증권 리서치센터

SK이터닉스 EV/EBITDA band chart



자료 : FnGuide, 신영증권 리서치센터

SK이터닉스 PBR band chart



자료 : FnGuide, 신영증권 리서치센터

SK이터닉스(475150.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**0**	**3,322**	**3,856**	**5,238**	**1,542**
증가율(%)	NA	NA	16.1	35.8	-70.6
매출원가	**0**	**2,757**	**2,748**	**3,785**	**491**
원가율(%)	NA	83.0	71.3	72.3	31.8
매출총이익	**0**	**565**	**1,108**	**1,453**	**1,051**
매출총이익률(%)	NA	17.0	28.7	27.7	68.2
판매비와 관리비 등	**0**	**188**	**579**	**838**	**231**
판관비율(%)	NA	5.7	15.0	16.0	15.0
영업이익	**0**	**376**	**530**	**615**	**819**
증가율(%)	NA	NA	41.0	16.0	33.2
영업이익률(%)	NA	11.3	13.7	11.7	53.1
EBITDA	**0**	**600**	**733**	**791**	**897**
EBITDA마진(%)	NA	18.1	19.0	15.1	58.2
순금융손익	**0**	**-95**	**-262**	**-199**	**-266**
이자손익	0	-150	-154	-131	-217
외화관련손익	0	-3	-109	-69	-50
기타영업외손익	**0**	**26**	**23**	**30**	**30**
종속및관계기업 관련손익	**0**	**-33**	**90**	**38**	**135**
법인세차감전계속사업이익	**0**	**275**	**381**	**484**	**719**
계속사업손익법인세비용	**0**	**51**	**74**	**93**	**139**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**0**	**224**	**308**	**390**	**580**
증가율(%)	NA	NA	37.5	26.6	48.7
순이익률(%)	NA	6.7	8.0	7.4	37.6
지배주주지분 당기순이익	0	224	308	390	580
증가율(%)	NA	NA	37.5	26.6	48.7
기타포괄이익	**0**	**6**	**6**	**6**	**6**
총포괄이익	**0**	**229**	**313**	**396**	**586**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**0**	**2,550**	**8,381**	**4,810**	**2,323**
현금및현금성자산	0	666	1,954	2,663	383
매출채권 및 기타채권	0	176	490	158	52
재고자산	0	592	4,821	873	771
비유동자산	**0**	**4,767**	**6,223**	**6,970**	**9,113**
유형자산	0	2,355	2,040	872	1,012
무형자산	0	67	59	51	45
투자자산	0	1,973	3,754	5,676	7,686
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**0**	**7,317**	**14,604**	**11,780**	**11,436**
유동부채	**0**	**2,971**	**8,884**	**5,767**	**4,939**
단기차입금	0	90	140	140	140
매입채무및기타채무	0	408	1,841	565	397
유동성장기부채	0	1,293	981	931	881
비유동부채	**0**	**1,927**	**2,987**	**3,087**	**3,187**
사채	0	539	599	699	799
장기차입금	0	920	1,920	1,920	1,920
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**0**	**4,897**	**11,871**	**8,853**	**8,125**
지배주주지분	**0**	**2,420**	**2,733**	**2,927**	**3,310**
자본금	0	67	68	68	68
자본잉여금	0	2,137	2,137	2,137	2,137
기타포괄이익누계액	0	3	8	14	20
이익잉여금	0	214	522	710	1,088
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**0**	**2,420**	**2,733**	**2,927**	**3,310**
총차입금	**0**	**3,236**	**4,034**	**4,084**	**4,134**
순차입금	**-141**	**2,247**	**1,898**	**1,239**	**3,569**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**0**	**668**	**2,287**	**1,883**	**173**
당기순이익	**0**	**224**	**308**	**390**	**580**
현금유출이없는비용및수익	**0**	**408**	**572**	**502**	**515**
유형자산감가상각비	0	215	194	168	71
무형자산상각비	0	9	9	8	7
영업활동관련자산부채변동	**0**	**145**	**1,632**	**1,212**	**-570**
매출채권의감소(증가)	0	89	-315	332	106
재고자산의감소(증가)	0	916	-4,229	3,948	102
매입채무의증가(감소)	0	263	1,434	-1,277	-168
투자활동으로인한현금흐름	**0**	**-669**	**-110**	**627**	**-671**
투자자산의 감소(증가)	0	-2,006	-1,813	-1,955	-2,042
유형자산의 감소	0	2	121	1,000	0
CAPEX	0	-126	0	0	-211
단기금융자산의감소(증가)	0	-126	0	0	0
재무활동으로인한현금흐름	**0**	**-504**	**797**	**49**	**-154**
장기차입금의증가(감소)	0	589	1,000	0	0
사채의증가(감소)	0	489	60	100	100
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**0**	**0**	**-1,687**	**-1,849**	**-1,628**
현금의 증가	**0**	**-505**	**1,287**	**709**	**-2,280**
기초현금	0	1,171	666	1,954	2,663
기말현금	0	666	1,954	2,663	383

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	0	811	912	1,157	1,719
BPS	0	7,193	8,108	8,682	9,818
DPS	0	0	0	600	600
Multiples (배)					
PER	0.0	14.9	25.4	20.0	13.5
PBR	0.0	1.7	2.6	2.7	2.4
EV/EBITDA	0.0	10.5	12.1	11.5	12.7

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	na	na	12.5%	26.9%	48.6%
EBITDA(발표기준) 증가율	na	na	22.2%	7.9%	13.4%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	0.0%	9.2%	11.9%	13.8%	18.6%
ROE(지배순이익 기준)	0.0%	9.2%	11.9%	13.8%	18.6%
ROIC	0.0%	10.9%	22.5%	-181.1%	-59.3%
WACC	7.1%	6.0%	6.2%	6.2%	6.2%
안전성(%)					
부채비율	0.0%	202.4%	434.3%	302.5%	245.5%
순차입금비율	NA	92.9%	69.4%	42.3%	107.8%
이자보상배율	0.0	2.0	2.3	2.6	3.5

Compliance Notice

■ **투자등급**

종목 **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중 립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(20251231)	매수 : 87.18%	중립 : 11.54%	매도 : 1.28%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
SK이터닉스	-	-	-	-	-	-	-	-

SK이터닉스 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2026-02-13	매수	30000		
2025-11-25	매수	25000	-17.17	-4.40