

COMPANY ANALYSIS

BUY

목표주가 76,000
현재주가 51,100
상승여력 49%

Stock Information

시가총액	8,406억원
발행 주식 수	1,645만주
유통주식비율	64.7%
52주 최고가	54,600원
52주 최저가	18,350원
외국인 지분율	5.14%
KOSPI	6,337.24
KOSDAQ	780.71

Price Trend



KUVIC Research Team 1

메일 kuvic_korea@naver.com

팀장 44기 Senior 박한동
팀원 45기 Senior 김민서
팀원 45기 Senior 왕유정
팀원 45기 Senior 장나영

Who We Are



지엔씨에너지 (119850)

전력 질주하는 DC, 그 뒤엔 전력 질주하는 지엔씨

투자의견 'Buy', 목표주가 '76,000원'

본 리서치 팀은 Historical PER Valuation에 따라 목표주가 76,000원, 상승여력 49%로 매수 의견을 제시한다. 동사의 2026년도 매출액과 영업이익은 각각 2,973억원, 500억원으로 전망한다.

투자포인트 1. 데이터센터 개수·규모 동반 증가 - 그 수혜는 지엔씨에너지로

AI데이터센터 확산으로 데이터센터향 비상발전기 계약이 건수·금액 양면에서 확대되고 있으며(2026년 8개월 만에 전년 연간 계약건수 초과, 평균 계약금액 2023년 218억 → 2026년 440억), 이는 언론 발표가 아닌 엔진사 수주잔고(캐터필러 2.4배, 동사 미착품 5.0배 증가)로 실현 가능성이 확인된다. 국내 경쟁사는 엔진 조달 구조와 대형 레퍼런스 부재로 이 수요를 흡수하기 어려워 동사로의 쏠림이 지속될 전망이다. 시장점유율 70%가 유지된다는 보수적 가정만으로도 실현율·지연율까지 반영한 동사의 공급 전력은 2025년 230MW → 2028년 1,011MW로 약 4.4배, 매출액은 2025년 544억원 → 2028년 5,340억원으로 약 441% 증가한다. 즉, 동사의 실적 확대는 AI데이터센터 시장 전체의 구조적 확장에 연동된 실적 개선이라는 점에서 시사하는 바가 크다.

투자포인트 2. 다양한 엔진 공급처 = 압도적 해자

데이터센터 수요를 실제 수주로 바꾸는 관건은 엔진 조달이다. 발전기 원재료비의 79%가 엔진인데, 커민스·캐터필러는 리드타임이 24개월을 넘고 돈보다 배정 순서가 앞서는 시장이다. 동사의 차별점은 한 축이 흔들려도 총량을 지킨다는 데 있다. 2025년 미국 엔진 매입이 157억원 줄었지만 니가타 가스터빈이 109억원 늘며 엔진 매입 총액은 942억원으로 유지됐고, 리드타임 12개월의 웨이차이 채널이 급행 슬롯으로 더해진다. 한국에 얼마를 배정할지는 엔진사가 정하지만, 그 물량이 국내에서 갈 곳은 정해져 있다. 헤인은 캐터필러 수입판매 딜러로 CAT 엔진 매출이 2026년 상반기 41% 줄었고, SA엔지니어링은 가와사키 단일 엔진에 의존한다. 디젤·가스터빈을 모두 다루며 EPC 전 주기를 책임지는 사업자는 동사뿐이어서, 국내로 들어오는 데이터센터용 엔진 증가분은 대부분 동사로 귀속될 전망이다.

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액 (십억원)	226.3	262.6	297.3	703.0	830.9
YoY (%)	36.0	16.0	13.2	136.4	18.2
영업이익 (십억원)	31.7	49.4	50.0	127.0	150.7
YoY (%)		55.8	1.3	154.0	18.7
영업이익률 (%)	14.0	18.8	16.8	18.1	18.1
당기순이익 (십억원)	38.9	40.0	43.9	104.1	122.7
EPS (원)	2,363	2,433	2,668	6,327	7,459
P/E (배)	3.5	12.7	19.2	8.1	6.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 당기순이익

자료: KUVIC Research 1팀

C O N T E N T S

Summary	3
산업분석	4
기업분석	8
투자포인트	13
Point 1. AI 데이터센터 수요 폭증	
- 그 수혜는 지엔씨에너지로	
Point 2. 다양한 엔진 공급처 = 압도적 해자	
투자리스크	16
밸류에이션	17

Summary

표 1. 주요 매출액 및 이익 테이블

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	226.3	262.6	297.3	703.0	830.9
YoY (%)	36.0	16.0	13.2	136.4	18.2
발전기부문	178.2	198.4	227.9	625.0	746.5
DC항	119.5	151.4	193.3	588.7	712.1
비DC항	58.7	47.0	34.6	36.3	34.4
발전사업부문	24.0	43.0	44.6	50.7	56.1
기타부문	24.2	21.3	24.8	27.4	28.4
매출원가	183.0	196.2	228.4	542.8	643.0
매출총이익	43.4	66.4	69.0	160.2	187.9
판매관리비	11.7	17.1	18.9	33.2	37.2
영업이익	31.7	49.4	50.0	127.0	150.7
영업이익률 (%)	14.0	18.8	16.8	18.1	18.1
순이익	38.9	40.0	43.9	104.1	122.7
순이익률 (%)	17.2	15.2	14.8	14.8	14.8

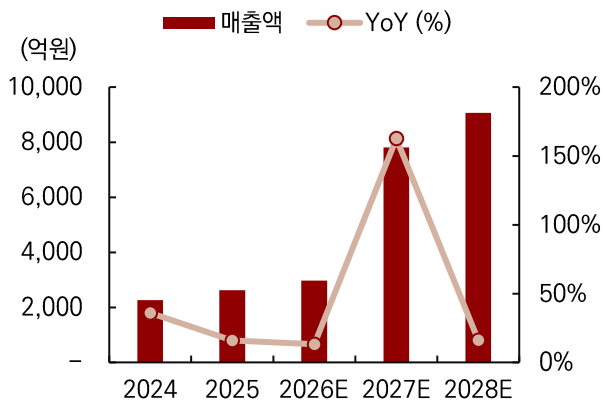
자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

표 2. 2027E 기준 밸류에이션

구분	내용	비고
2027E 당기순이익 (십억원)	104.1	
Target P/E (배)	12.0	2025년 3분기 평균 12.2배, 보수적 적용
목표 시가총액 (십억원)	1,249	
발행 주식 수 (천주)	16,450	
목표 주가 (원)	76,000	75,924원의 조정 가액
현재 주가 (원)	51,100	
상승여력	49%	

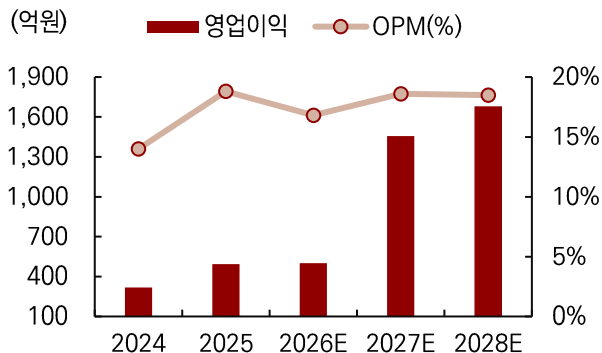
자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

그림 1. 매출액 추이 및 전망 -



자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

그림 2. 영업이익 추이 및 전망 -



자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

산업분석

데이터센터의 구조적 부족

정해진 미래가 된 데이터센터 대형화

DC의 체급변화
수량이 아닌 밀도:
랙당 40 → 132 →
600kW

데이터센터 수요는 전망이 아닌 이미 정해진 미래에 가깝다. 글로벌 데이터센터 설치 용량은 2005년 21.4GW에서 2025년 약 114.3GW로 20년 만에 5배 이상 확대되었고, JLL은 2030년 약 200GW로 재차 두 배 가까이 늘어날 것으로 전망한다. 성장의 본질은 단순 수량 증가가 아닌 반도체 연산 밀도 상승에 따른 '체급 변화'에 있다. 서버 랙당 소비 전력은 2022년 Hopper 세대의 40kW에서 Blackwell NVL72의 120~132kW로 한 세대 만에 3배 이상 폭증했으며, Rubin Ultra 세대에서는 랙당 최대 600kW까지 요구될 전망이다. 같은 상면 면적이어도 수전 용량이 급격히 커진다는 의미이며, 이는 곧 비상발전기 물량의 구조적 증가로 직결된다.

공급 병목
수도권 80% 집중
+ 수전 지연
→ EPC 회소성

문제는 수요가 아닌 공급이다. 대한민국은 세계 최고 수준의 IT 인프라와 AI 모델 개발 역량을 보유했음에도 이를 가동할 데이터센터의 수와 규모는 중국의 국가 주도형 메가 클러스터나 일본의 막대한 보조금 기반 확장세에 비하면 현저히 부족한 실정이다. 이러한 공급 병목의 가장 큰 원인은 '전력망 한계와 수도권 집중 현상'으로, 데이터센터 수요의 80% 이상이 수도권에 몰려 있으나, 기존 송전망의 포화로 인해 대규모 신규 수전 승인을 확보하는 데 수년이 지연되고 있다. 이에 더해, 기존에 구축된 데이터센터의 절반 이상은 AI용 GPU가 요구하는 초고전력 밀도와 수랭식 등 차세대 냉각 설비를 감당할 수 없다는 물리적 한계 또한 안고 있다. 결론적으로 한국의 DC 시장은 우수한 잠재 수요를 전력 및 물리적 공급망이 따라가지 못하는 구조적 불균형 상태에 놓여 있으며, 이는 곧 제한된 환경 속에서 안정적인 전력 확보를 최우선으로 담보해야 하는 EPC 기업들의 구조적 성장 가치를 극대화하고 있다.

그림 3. 글로벌 데이터센터 수전용량 추이 (GW)

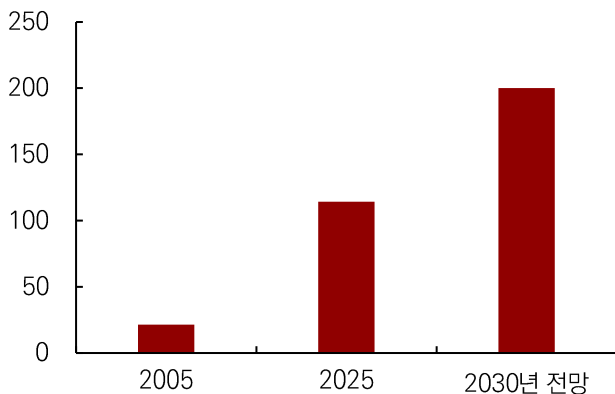
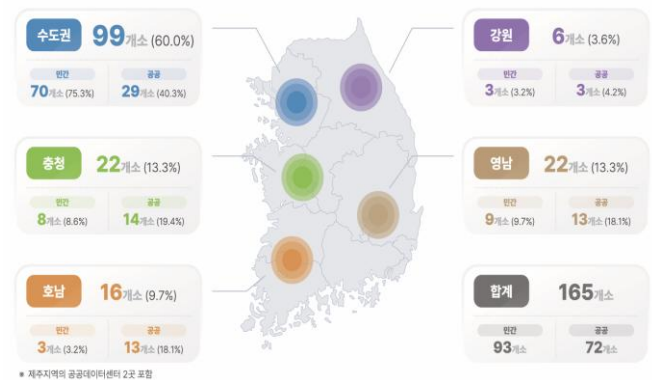


그림 4. 국내 지역별 데이터센터 분포 현황



자료: KUVIC 리서치 1팀

자료: KEEI(Korea Energy Economics Institute)

표 3. 서버 랙당 소비전력 (kW/rack)

시점	아키텍처	랙당 전력(kW)
2020	Ampere	10~20
2022	Hopper	30~40
2024~2025	Blackwell (NVL72)	120~132
2026	Vera Rubin	130~250
2027~	Rubin Ultra	최대 600

자료: NVIDIA, KUVIC 리서치 1팀

정책과 자본의 공급자 우호적 재편

정책 팽창

AIDC = SOC
재정의 → 150조
펀드 + 특별법으로
제도·자본·입지 동시
개방

그동안 공급의 발목을 잡던 병목은 정부의 전폭적 개입으로 해소 국면에 진입 중이다. 정부는 AIDC를 도로·항만에 준하는 '차세대 사회간접자본(SOC)'으로 재정의하고, 인허가·세제 지원과 함께 5년간 150조 원 규모의 국민성장펀드로 공적 자본을 직접 주입 중에 있다. 2026년 첫해에만 30조원(이 중 AI 6조원)이 집행되며, 데이터센터가 연결되는 인프라 투·융자 트랙을 통해 네이버 '각 세종'(총 9,221억원)에 정책금융 4,000억원, 스마일게이트 고양 AIDC(총 2.8조원)에 5,000억원의 투·융자가 이미 승인됐다. 입지 측면에서도 수도권 송전망 포화를 해소하기 위한 '분산에너지 특화지역(분산특구)'이 2025년 이후 7곳으로 지정되어, 한전을 거치지 않는 직접 PPA와 값싼 전기로 비수도권 데이터센터 유치를 유도한다. 더하여 2026년 5월 국회를 통과한 AIDC 특별법은 8개월가량 소요되던 전력계통영향평가를 면제하고 타임아웃제를 도입하여 인허가를 대폭 단축했다. 제도·자본·입지 3축의 동시 개입으로, 데이터센터 공급은 경기 사이클과 무관한 구조적 팽창기에 들어섰다.

자본 유입

CSP·하이퍼스케일러 + 통신3사:
수전용량 459 →
600MW

공급의 실질적 주체는 국내 CSP와 글로벌 하이퍼스케일러다. 대표적으로 SK그룹은 AWS(아마존웹서비스)를 앵커 테넌트로 확보해 국내 최초 100MW급 AIDC를 구축 중에 있다. 총 투자액 약 7조원 중 40억달러(약 5.5조원)를 AWS가 직접 부담하며, 향후 1GW급까지 확장 계획에 있다. 국내 통신 3사는 자가 DC 수전용량을 2028년까지 현재 459MW에서 600MW로 약 30% 확대할 계획이며, 연평균 약 26% 증가할 전망이다. 인허가·착공 속도가 빨라지고 있는 점을 감안하면 실제 공급은 이를 상회할 여지가 크다.

데이터센터는 전력 안정성과 지속성을 최우선으로 담보해야 하는 시설로, 수전용량 확대는 그에 상응하는 비상발전 용량 확보를 필연적으로 동반한다. 결국 데이터센터가 '많이 지을 수밖에 없는' 지점에 놓인 이상, 그 하부에서 비상발전기 수요가 수직적으로 확대되는 흐름은 구조적으로 예정되어 있다.

표 4. 국내 대기업 AI 데이터센터 투자 현황

기업명	초기 규모	예상 목표 규모	대표 사이트
SK, SK그룹	100MW 이상	10GW 이상	울산, 서남권 등
GS	1.2GW	2.4GW	동해
네이버	100MW 이상	1GW 이상	세종
KT	100MW 이상	500MW 이상	수도권
LGU+	100MW 이상	200MW 이상	파주
삼성	60MW 이상	미공개	구미 및 해남

자료: 언론보도 종합, KUVIC 리서치 1팀

엔진의 병목

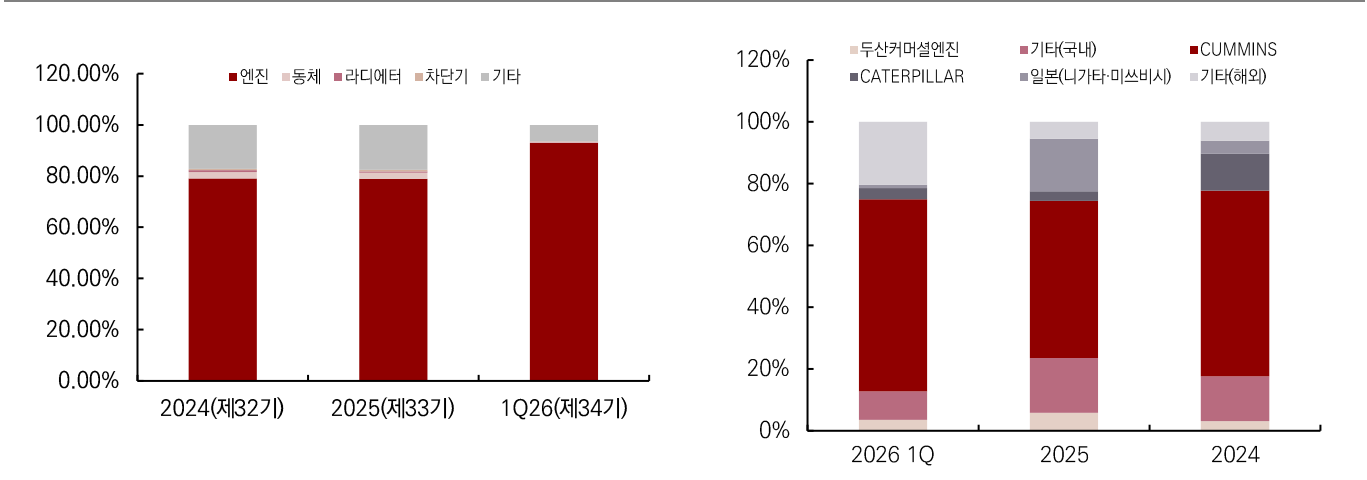
비상발전기 속 엔진

엔진 = 심장
원재료 비중 79 →
92.9%, 전량 외부
소싱으로 배정량이
곧 출하능력

동사의 비상발전기 사업은 전방사의 엔진 공급과 밀접한 관련이 있다. 사업보고서상 **발전기 원재료에서 엔진이 차지하는 비중은 2024년 79.0%, 2025년 79.0%, 2026년 1분기에는 92.9%에 달한다**. 동사는 설계·조달·시공(EPC)과 부하 테스트·시운전을 책임지는 시스템 엔지니어링 기업이지만, 제품의 심장인 엔진은 전량 외부에서 소싱한다. 실제 동사는 커민스(Cummins), 니가타(Niigata), 캐터필러(Caterpillar), 두산커머셜엔진 등으로부터 엔진을 공급받으며(2025년 기준 커민스 단일 매입액 약 348억원), 이 밖에도 MTU·MAN·미쓰비시·스카니아·웨이차이(Weichai) 등 광범위한 엔진 메이커와 협력 관계를 두고 있다. **어떤 엔진을, 얼마나 배정받느냐가 동사의 출하 능력과 직결되는 것이다**.

그림 5. 발전기 부문 원재료 매입 비중

그림 6. 발전기 엔진 주요 매입처



자료: 지엔씨에너지, KUVIC 리서치 1팀

자료: 지엔씨에너지, KUVIC 리서치 1팀

OEM 한계 도달
대형 리드타임
90~110주 ·
2028년까지 예약
완료

여기서 핵심은, 밸류체인 상단의 엔진 OEM들이 데이터센터 붐으로 이미 생산 한계에 도달했다는 점이다. 2026년 6월 기준, 데이터센터용 대형(3,000~4,000kW급) 발전기의 리드타임은 90~110주까지 늘어났고, 커민스의 데이터센터 발전기 배정은 2028년까지, 캐터필러의 전사 수주잔고는 630억달러(전년대비 +79%)에 이르렀다. 커민스는 2026년에만 13.5~14.5억달러를 고출력 엔진 캐파 증설에 배정했으나, 그럼에도 리드타임이 두 자릿수 개월대에서 내려오지 않는다는 사실은 증설 속도가 수요를 따라잡지 못하고 있음을 보여준다.

표 5. 글로벌 엔진사 생산능력 비교

구분	커민스	캐터필러	니가타(HI)
2026년 생산능력	약 35GW	약 36GW	미공시
2030년 목표	55GW	65GW	목표 제시 없음
증설 계획	+20GW	대형엔진 3.0배, 가스터빈 2.5배	없음

주: 각 사 사업보고서 및 언론 보도 종합, KUVIC 리서치 1팀 추정

엔진 단에 형성된 공급 병목

Allocation 시장
카탈로그 → 배정,
병목은 조립 아닌
상단 엔진 물량

상위 엔진사가 모두 2028년까지 예약된 지금, 대형 엔진 공급은 카탈로그에서 골라 사는 시장이 아니라 반도체 파운드리처럼 한정된 캐파를 나눠 받는 배정(Allocation) 시장에 가깝다.

이러한 구조는 밸류체인이 병목이 어디에 형성되어 있는지를 다시 보게 한다. 비상발전기 사업에서 출하를 좌우하는 일차적 제약은 국내 조립·시험 능력보다 상단의 엔진 물량에 있기 때문이다. 조립·시험 캐파가 폭증하는 수요 대비 빠듯한 것은 특정 기업에 국한된 문제라기보다 밸류체인 전반이 공유하는 제약에 가까우며, 개별 기업의 단기 대응만으로 해소되기 어려운 성격을 지닌다.

경쟁의 축도 이에 따라 이동한다. **공급이 타이트한 국면에서는 조립 물량보다 엔진을 안정적으로 확보하느냐가 관건이 된다.** 해당 관점에서 동사는 디젤(커민스·캐터필러·두산 등)과 가스터빈(니가타), 상용(현대중공업)에 걸쳐 조달 루트를 다변화해 둔 사업자이며, 축적된 레퍼런스를 기반으로 물량을 배정받아 온 이력을 보유하고 있다.

디젤에서 가스터빈으로- 발전기 축의 구조적 전환 국면

AIDC는 가스터빈일 수밖에 없어

디젤이 74%를
지배해왔으나
AIDC의 요구가
축을 가스터빈으로
밀어내는 중

비상발전기 시장은 그간 연료비와 초기 구축비가 저렴한 디젤 발전기가 주도해 왔으며, 현재도 연료비 비중은 디젤 74%, 가스/기타 26%로 디젤이 압도적이다. **그러나 AIDC의 요구사항이 이 축을 가스터빈으로 밀어내고 있다.** 수만 개의 GPU가 동기화되어 작동하는 AIDC 특성상 밀리초 단위로 부하가 요동치는 전례 없는 변동성을 야기하며, 비용 효율성을 넘어 급격한 전력 변화를 견딜 수 있는 인프라를 필요로 하기 때문이다.

두 방식의 차이는 근본적이다. 디젤은 피스톤 왕복 운동이라 진동이 크고 구조가 복잡한 반면, 가스터빈은 항공기 제트엔진과 동일한 회전 방식으로 진동이 거의 없고 별도 냉각수 설비가 필요 없는 공랭식이다. 이 구조적 차이는 AIDC 환경에서 전기적 안정성, 입지, 공간, 친환경성 네 가지 측면의 우위로 이어진다. **첫째, 전기적 안정성**이다. 가스터빈은 부하가 급변하는 상황에서도 안정적인 전력을 공급해 수조원대 GPU 클러스터를 전기적 충격으로부터 보호하는 데 유리하다. **둘째, 도심 입지**다. 저소음·무진동 특성으로 별도의 방진 기초 공사가 불필요해, 민원에 민감한 도심·엣지 데이터센터 구축에 유리하다. **셋째, 공간 효율**이다. 공랭식 구조로 냉각·부대 설비가 대폭 축소되어, 동일 면적당 더 높은 전력밀도를 구현하고 절감된 공간을 서버룸으로 전환해 코로케이션 수익을 높인다. **넷째, 친환경성**이다. NOx 등 유해 배출이 디젤 대비 적고 향후 수소 혼소·전소 전환이 용이해 RE100·ESG 기준에도 부합한다.

전기 안정성·도심
입지·공간·친환경 네
측면에서
가스터빈이 구조적
우위

표 6. 디젤 vs 가스터빈 엔진 특성 비교

디젤 엔진 발전기	구분	가스터빈 발전기
피스톤 왕복운동(내연)	작동 방식	항공기 제트엔진과 동일한 회전(터빈)식
100% 부하를 즉시 투입할 수 있어 급격한 전력 변동에도 안정적인 전력 품질을 유지	부하대응력	단계적으로 부하를 투입해야 하며 순간 부하 변동 시 전압·주파수 변동폭이 상대적으로 큼
공랭식 구조로 냉각수가 필요 없으며 동결/단수 우려가 없어 설비 구성이 단순	냉각 방식	수랭식 구조로 냉각수 펌프, 배관, 라디에이터 등 부대 설비 필요
완전 연소 방식으로 매연 발생이 거의 없고 NOx 배출이 적어 친환경 운용 가능	환경	연소 과정에서 매연이 발생할 수 있으며 별도의 배출가스 저감 장치 필요
진동이 적어 기초 공사가 간소하며 배기 설비 면적이 작아 공간 효율성 우수	설치공간	진동이 커 방진 설비가 필요하며 설치 면적이 상대적으로 넓음

자료: 지엔씨에너지, KUVIC 리서치 1팀

기업분석

비상발전기

데이터센터에서는
비상발전기가 더욱
필수

비상발전기는 정전 시 자체적으로 전력을 만들어내는 예비 전원 설비다. 평소엔 한국전력과 같은 외부 전력망에서 전기를 받아쓰다가, 정전이나 전력망 이상으로 전기 공급이 끊기면 자동으로 가동돼서 전력을 공급해주는 역할을 한다. **데이터센터는 서버가 몇 초만 꺼져도 대규모 장애 및 손실이 발생하기 때문에 데이터센터에서의 비상발전기 중요성은 더욱 크다.**

데이터센터향 비상발전기

현재 동사의 주력사업은 비상발전기 공급이다. 2025년 기준, 전체 매출의 약 75%를 차지한다. 비상발전기에는 주로 디젤 엔진과 가스터빈이 사용되며, 데이터센터, R&D 센터, 발전소 및 플랜트, 대형 복합쇼핑몰, 주택 및 일반 건축물 등 다양한 수요처로 납품된다.

그 중에서도 특히 데이터센터향 비상발전기는 2025년 매출 1,514억원으로 발전기 부문의 76%, 전사 매출의 58%를 담당하는 실질적 주력 사업이다. 2019년 발전기 매출 내 데이터센터 비중이 31%였던 점을 감안하면 6년 만에 전방이 완전히 교체된 셈이다. 데이터센터 총사업비의 약 10%가 비상발전기에 배분되는 구조여서, 단위 프로젝트가 대형화될수록 동사의 건당 수주 규모도 함께 확대된다.

단순 발전기 납품이
아닌, 설계부터
시공까지

동사는 **단순 발전기 납품이 아니라 EPC(설계, 조달, 시공)를 수행한다.** 엔진 공급처로부터 디젤 엔진 및 가스터빈을 납품 받아 고객 요구에 맞춰 비상발전기를 설계한 후, 시운전 및 검수 완료하여 현장에 설치하는 구조다. 모든 프로젝트가 현장 조건에 맞춘 맞춤 제작 방식으로 진행되기 때문에 규격·공사기간·원가가 건마다 달라진다. 따라서 MW당 단가를 하나의 숫자로 통일해서 제시하기 어렵다. 오히려 이런 특성 덕분에 현장 난이도가 높을수록 설계가 복잡해지고, 이는 수주단가 상승으로 이어질 수 있어 강점으로 작용한다. 또한 준공 이후에는 유지보수가 후행 매출로 따라붙는다.

그림 7. 비상발전기 제조·시공 프로세스



자료: 지엔씨에너지

확보한
레퍼런스만으로도
진입장벽 형성

데이터센터는 전력 안정성이 무엇보다 중요한 시설이며, 이는 곧 이를 책임지는 비상발전기 공급사에 대한 신뢰성으로 직결된다. 이러한 특성상 발주처는 검증되지 않은 신규 벤더로 전환하기보다, **이미 안정적인 운영 이력이 확인된 기존 공급사에 후속 프로젝트를 계속 맡기는 경향이 강하다.** 실제로 동사는 네이버·SK·LG CNS·KT클라우드·삼성SDS 등 **국내 대형 데이터센터 운영사를 고객사로 확보하고 있으며,** 특히 네이버의 초대형 하이퍼스케일 데이터센터 '각 세종' 1단계 프로젝트에서 까다로운 품질 및 성능 기준

을 충족시킨 이력을 바탕으로 2025년 8월 2·3단계 계약(약 630억원)을 연속 수주했다. 이는 한 번 확보한 레퍼런스가 동일 발주처의 후속 프로젝트로 이어지는 구조를 보여주는 대표적 사례다.

이처럼 국내 주요 빅테크·클라우드 사업자와 이미 신뢰관계를 구축해 둔 상태에서, 최근 AI 인프라 투자 확대로 데이터센터 신규 수요가 구조적으로 늘어나는 국면을 맞이하고 있다. 검증되지 않은 신규 벤더보다 기존 레퍼런스를 보유한 공급사로 물량이 쏠리는 경향이 강화되는 만큼, 동사는 이미 확보한 대형 고객군을 기반으로 향후 데이터센터 발주 증가분의 상당 부분을 우선적으로 흡수하는 수혜를 받을 것으로 판단된다.

복수 엔진 공급처 확보

또한 동사는 다수의 엔진 공급처를 확보하고 있다. 디젤엔진은 커민스·캐터필러·두산·보두앙 등에서, 가스터빈은 니가타에서 조달한다. 이처럼 다양한 엔진을 다룰 수 있어 고객사 수요에 맞춰 비상발전기를 유연하게 설계할 수 있다는 장점이 있다. 이 중 동사가 가장 크게 의존하는 공급처는 커민스로, 2025년 실적 기준 약 65%를 커민스로부터 엔진을 납품받고 있으나, **다양한 공급처를 확보하고 있어 특정 엔진 사에서 공급 차질이 발생해도 대체 조달이 가능한 구조**를 갖고 있다. 이는 앞서 언급한 전방 엔진사의 개파가 병목으로 작용하는 국면에서 복수 루트 확보는 동사의 핵심 경쟁력으로 작용한다.

다만원가의 대부분을 차지하는 엔진이 외부 조달가에 노출되어 있어, 글로벌 엔진 가격과 리드타임이 마진과 납기를 결정짓는 1차 스윙 팩터(Swing Factor)로 작용한다. 실제로 2026년 1분기에는 엔진 매입 시점과 발전기 매출 인식 시점의 차이에서 발생한 환율 영향으로 수익성이 일시 둔화됐다. 동사는 2026년부터 환율 정산 조건을 계약에 반영해 이 변동성을 축소하고 있으며, 2026년 7월 30일에 공시된 삼성물산과 체결한 ‘국가AI컴퓨팅센터’ 계약에서 계약금 359.6억원 중 약 76%를 미국 달러로 정산하기로 한 내용이 확인됐다.

그림 8. 지엔씨에너지의 고객사

그림 9. 엔진 공급처



자료: 지엔씨에너지

자료: 지엔씨에너지

가스터빈의 부상과 디젤의 후퇴

과거 데이터센터 발전설비에서 가스터빈은 디젤 대비 취득원가 열위에 있었다. 소형·중형 구간(1MW급) 기준 가스터빈 장비단가는 kW당 1,000달러를 상회해, 수백 달러 수준인 동급 디젤 대비 2~4배에 달했고 초기 투자비 부담이 채택을 제약하는 핵심 변수였다. 그러나 최근 이 구도는 총소유비용(TCO) 관점에서 재편되고 있다. **디젤은 배출규제(Tier 4 등) 강화에 따른 후처리 비용과 연료·저장 인프라 부담이 가중된 반면 가스터빈은 연료비 우위를 바탕으로 양자 간 격차가 사실상 해소되는 수준까지 좁혀졌다.** 그간 명확한 기술적 이점에도 불구하고 채택을 가로막던 취득원가 부담이 총비용 관점에서 해소되면서 신규 발전설비 시장의 주도권이 가스터빈으로 넘어온 국면으로 볼 수 있다.

비용은 비슷,
판매단가는
디젤 < 가스터빈
→ 수익성 ↑

주목할 점은 이 전환이 동사 수익성에는 오히려 우호적이라는 것이다. **총비용은 수렴했으나 장비 판매단가는 여전히 가스터빈이 디젤을 상회한다.** 특히 동사는 사업보고서에서 ‘가스터빈 비상발전기 시장 점유율 확대’를 명시적 전략으로 내세우고 있으며, 국내 데이터센터향 가스터빈 발주 대부분을 동사가 수주해 온 것으로 파악된다. 이는 니가타와의 국내 독점 엔진 계약과 검증된 대형 레퍼런스에 기인하며, 고가/고마진 장비를 공급하는 동사에 직접적인 수혜로 이어진다.

전환의 흐름은 국내에 국한되지 않는다. 미국에서는 xAI가 멤피스 Colossus 데이터센터에 가스터빈 35기, 총 422MW 규모를 설치했고, 인접한 Colossus 2에는 Solar Turbines(캐터필러 자회사)의 Titan-350 가스터빈 7기(기당 35~38MW)로 약 110,000개 GB200 GPU에 1차 베이스로드 전원을 공급하며, 2027년 2분기까지 1.1GW 이상으로 확대할 계획이다. 이러한 수요는 전방 터빈 메이커의 수주 잔고에서 그대로 확인된다. GE Vernova의 가스터빈 백로그는 2025년말 약 83GW에서 2026년 2분기 116GW까지 확대됐고, 물량이 생산 캐파를 초과하며 신규 주문 단가마저 2025년 4분기 대비 10~20%p 높게 책정되고 있다. **디젤에서 가스터빈으로의 이행이 특정 사업자의 개별 선택이 아니라 글로벌 발전설비 시장 전반이 향하는 방향임을 시사하는 대목이다.**

디젤 → 가스터빈
전환은 구조적 전환

결론적으로 **디젤에서 가스터빈으로의 이행은 일회성 유행이 아니라 AIDC 표준화가 이끄는 구조적 전환**이며, 국내에서 이 물량을 온전히 받아낼 수 있는 역량을 갖춘 사업자가 동사라는 점에서 P와 Q가 동시에 개선되는 최대 수혜주로 볼 수 있다.

그러나 가스터빈에서는 엔진 공급 부족 문제가 한층 뚜렷하다. 동사가 사용하는 니가타 가스터빈 엔진은 국내 제작이 불가능한 품목으로, 동사가 국내 독점 계약을 확보하고 있다. 글로벌 차원에서도 주요 가스터빈 OEM이 기록적 수주잔고 아래 물량을 배분하는 국면이기 때문에, 국내 데이터센터향 가스터빈 물량을 적기에 소화할 수 있는 사업자는 제한적일 수밖에 없다. 이러한 공급 부족은 제품 단가(P)의 상방 요인으로도 작용해, 물량과 가격이 동반 개선되는 환경을 형성한다.

발전기 조립
캐파보다는 엔진
확보가 우선

요컨대 **현재 국면의 관건은 조립 캐파의 절대량뿐만 아니라 밸류체인 상단의 엔진 물량을 확보할 수 있는 역량에 있다.** 글로벌 엔진 공급난이 증설 리드타임의 한계로 상당 기간 이어질 것으로 예상되는 가운데, 검증된 레퍼런스와 복수 조달처·독점 계약이라는 진입 요건은 단기간에 복제되기 어렵다. 동사의 조달 역량이 공급난 국면 내내 유효하게 작동할 것으로 판단되는 이유다.

신규 사업자가 단기간에 갖추기 어려운 요건이 조립 설비보다 엔진 확보력에 있다는 부분에서, 검증된 멀티-소싱은 그 자체로 진입 장벽으로 기능한다.

표 7. 경쟁사 대비 엔진 조달처 비교

엔진 공급원	지엔씨	해인	SA엔지니어링
커민스	O	X	X
캐터필러	O	O	X
두산커머셜엔진	O	X	X
엠티유·보두앙·미쓰비시 등	O	X	X
니가타 (가스터빈)	◎ (국내 주력)	X	X
가와사키 (가스터빈)	X	X	△ (압축기·블로워 관련)
현대중공업(상용 가스엔진)	O	X	X
조달 브랜드 수	8곳 이상	1곳(캐터필러)	-

자료: 지엔씨에너지, 해인, KUVIC 리서치 1팀

주택·일반건축물의 법정 수요로 기초체력 다지고, 데이터센터로 벌크업

주택·일반건축물 부문은 소방·전기설비법상 의무 설치되는 비상발전기 납품 사업으로, 법정 수요 기반이라 경기 민감도가 낮고 발주처도 1군 건설사·지방조달청 등으로 분산돼 있다. 다만 ASP는 2020~2025년 평균 3.33억원/MW로 데이터센터급(5.5억원/MW)의 60% 수준에 그치는 저단가·다건수 사업이다. 실적은 2022~2024년 478~480억원대에서 정체하다 2025년 384억원(-20%)으로 하락했는데, ASP(3.56억원)는 견조했던 반면 물량이 24% 줄어든 영향이 컸다. 주택 착공을 3년 시차로 따라가는 구조상 이 감소세는 2026년까지 이어질 전망이다. 공공 발주는 건수 비중(33%)에 비해 용량 비중(18%)이 낮아 결국 민간 주거 물량이 실적의 핵심 변수다.

발전 사업

PNG 발전 부문

동사는 2024년 6월 포스코인터내셔널로부터 파푸아뉴기니 라에(Lae) 지역의 34.8MW 중유 발전소 운영법인을 216.8억원에 인수해 지분 100%를 보유하고 있다. 현지 국영 전력공사와 장기 전력공급계약을 맺어 라무(Ramu) 계통 수요의 약 30%를 담당하며, 2024년 3분기부터 연결에 반영됐다. 2025년 매출은 386.5억원으로 발전사업부문 매출의 90%를 차지한다.

발전기를 파는
사업이 아니라
전기를 파는 사업

이 사업은 발전소를 직접 소유하고 전기를 팔아 수익을 얻는 구조로, 프로젝트 단위로 매출이 종결되는 발전기 제작·납품과 성격이 다르다. 설비를 보유한 기간 내내 매출이 발생하며, 원가반영형 PPA에 따라 용량요금이 2032년까지 고정되어 있어 판매 단가 변동의 영향을 받지 않는다. 실적을 좌우하는 변수는 발전소 가동률과 현지 통화 환율이며, 인수 첫해에는 순이익 125억원이 환산 과정에서 79억원까지 축소되기도 했다. 설비 용량이 34.8MW로 고정되어 있어 외형 확대보다는 안정적인 현금흐름을 담당하는 자산이다.

관이에너지 부문

관이에너지는 2025년 6월 지분 100%를 인수한 경주 소재 3.52MW급 수소연료전지 발전소다. 도시가스에서 수소를 추출해 전기와 열을 함께 생산하는 방식이며, 2025년은 건설 단계로 매출이 발생하지 않았다.

시세가 아니라 20년
고정 단가로 파는
구조

이 사업의 특징은 전기를 파는 방식에 있다. 정부가 연간 총구매량을 정해 입찰을 개설하는 일반수소발 전시장(HPS)에서 낙찰을 받으면 20년간 고정 단가로 전력을 판매한다. 전력 도매가(SMP)와 신재생 공급인증서(REC) 시세에 수익이 연동되는 일반적인 신재생 발전과 달리, 한 번 낙찰되면 계약 기간 내내 단가가 유지되어 가격 변동에 노출되지 않는다. 동사는 IR을 통해 3.5MW 기준 연 60억원 수준의 매출과 향후 5년간 연 10MW까지의 확대 계획을 제시하고 있다.

석문그린발전

석문그린발전은 충남 당진의 19.8MW SOFC 연료전지 발전소로, 동사가 한국동서발전·미래엔서해에너지와 공동 출자한 특수목적법인이다. 동사 지분율은 50%이며 2023년 12월부터 20년간 상업운전한다.

지분율이 50%에 그쳐 석문그린의 매출은 동사 연결 실적에 포함되지 않고, 순손익의 절반만 영업외 지분법손익으로 반영된다. 수익 구조도 관이에너지와 달라 전력 도매가(SMP)와 신재생 공급인증서(REC)에 연동되어 전력 시세에 직접 노출된다. SMP가 2022년 250원/kWh 수준에서 2025년 130원대로 하락하는 동안 석문그린의 자체 순손익은 90억원 흑자에서 8.7억원 적자로 전환했고, 동사가 인식한 지분법손익도 44.4억원에서 -4.3억원으로 돌아섰다. 같은 연료전지라도 판매 제도에 따라 실적 안정성이 갈린다는 점을 보여준다.

바이오가스 부문

동사는 국내 상장사 중 유일하게 바이오가스 발전의 투자·설계·시공·설치·운영 전 단계를 직접 수행한다. 음폐수·가축분뇨·매립가스(LFG)를 연료로 전국 8개소 총 7MW를 상업운전 중이며, 환경부 녹색사업 인증을 확보했고 2020년 3개소 동시준공으로 확장역량도 검증했다. 다만 매출은 2021년 42.6억원에서 2024년 44.1억원으로 전사의 2% 안팎에 머물러 있고, 판가가 SMP+REC×가중치로 결정되는 구조라 연도별 변동도 커서 현재 비중만 보면 밸류에이션상 유의미하지 않은 수준이다.

설비 구축이
'선택'→'의무'로 전환

그러나 규모를 결정하는 건 판가가 아니라 개소 수이며, 이 지점에서 정책 방향은 지금의 비중과 결이 다르다. 2022년 시행된 「유기성 폐자원 바이오가스법」이 **공공의무생산자의 생산의무비율을 2025년 50%에서 2045년 80%로 단계적으로 끌어올려 설비 구축 유인이 커졌다**. 동사는 IR을 통해 2035년 30개소로 확대한다는 목표를 제시하고 있다. 이는 현 8개소 대비 3배 이상 규모로, 확정 파이프라인이 아니라 지자체 발주 시점과 정책 변수에 좌우될 수 있는 목표치이나, 전 공정 내재화 역량과 법제화된 전방 수요를 감안하면 현재 비중 2%만으로 판단하기는 이른다.

도심형 엠티데이터센터

동사는 서울 마곡 본사 사옥의 유휴 1개 층을 개조해 3MW 규모의 도심형 엠티데이터센터를 구축했다. 투자 규모는 약 130억원이며 2026년 3월 준공·가동에 들어갔고, 준공 이전에 입주 계약이 70% 이상 확보된 것으로 파악된다. 정관상 사업목적에도 정보통신업(2025년 7월)과 부동산 임대업(2026년 3월)을 순차 추가했다.

데이터센터에
납품하는 회사에서
데이터센터를
소유하는 회사로

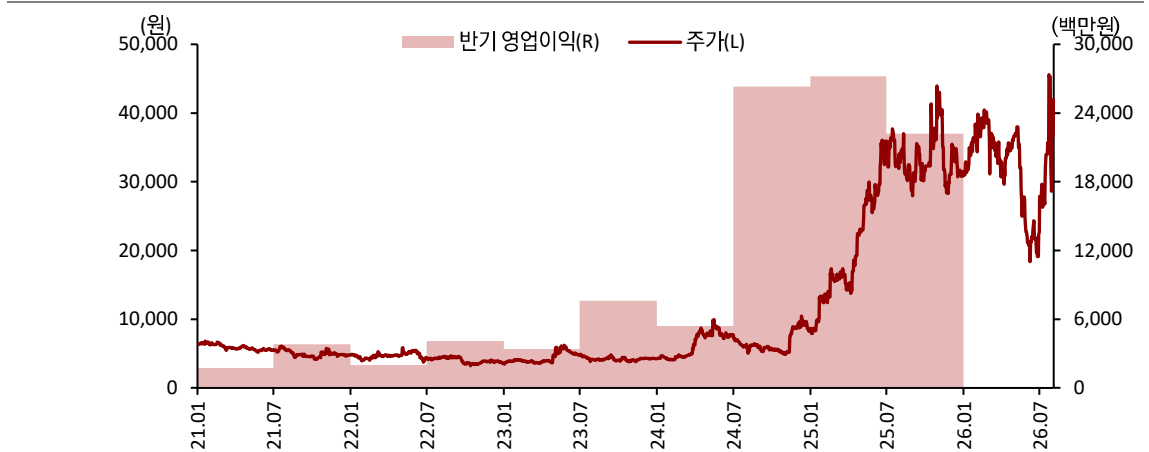
기존 사업이 데이터센터에 비상발전기를 공급하는 것이었다면, 이 사업은 데이터센터를 직접 소유하고 전산 공간을 임대해 수익을 얻는 구조다. 프로젝트 단위로 매출이 종결되는 EPC와 달리 임대료가 반복적으로 발생한다. 동사는 데이터센터향 에너지 솔루션을 구축하는 과정에서 이 시장을 인접 영역으로 포착했으며, 당진 석문국가산업단지의 자사 유휴 부지에서도 대규모 AI 데이터센터 개발을 검토하고 있다. 전력 설비를 납품하는 사업자에서 전력 인프라를 직접 운영하는 사업자로 영역이 넓어지는 흐름이다.

기타 사업

공사수입은 계열사 한빛에너지가 수행하는 냉난방 공사가 중심이며, 여기에 상품판매와 투자부동산 임대가 더해진다. 세 항목의 합산 매출은 220억원대에서 큰 변동 없이 유지되고 있으며, 전사 영업이익 기여도는 2~4% 수준이다.

주가추이

그림 10. 주가 추이



자료: KUVIC 리서치 팀

동사의 주가는 발전기 발주의 전방이 어디냐에 따라 결정되어 왔으며, 그 전방이 주택에서 데이터센터로 이전되는 과정이 2021~2026년 주가 추이에 그대로 나타난다.

(1) 2021~2023년 주택 사이클 국면 비상발전기는 일정 규모 이상 건축물의 의무 설치 품목이어서 매출이 착공 물량을 따라간다. 2021년 주택 착공 호조에 주가가 상승했다가 2022년 금리 인상에 따른 착공 급감과 함께 되돌려졌고, 2023년에는 데이터센터향 매출이 735억원까지 늘었음에도 건설 전방 비중이 높아 PER 6.5배의 밸류에이션 박스권에 머물렀다.

(2) 2024~2025년 최대 전방 교체와 본격적인 리레이팅 데이터센터향 매출이 2024년 1,195억원(YoY +63%)으로 폭증하며, 2025년에는 전체 발전기 매출 내 비중 80%를 돌파해 최대 전방으로 확고히 자리 잡았다. 2025년 주가 상승은 ① 글로벌 AI capex 모멘텀, ② 국내 착공 릴레이, ③ 믹스 개선이 겹친 결과다. 연초 미국의 5,000억달러 규모 AI 인프라 투자 계획과 데이터센터·전력 인프라 관련 행정명령, 덤시크 총격이 잇따르며 동사는 국내 비상발전기 대표주로 부각됐다. 이어 DCI 가산(1월), 이지스 안산(40MW, 3월), 디지털엠티 등 신규 데이터센터 착공이 연중 이어졌고, SK·AWS 울산 등 초대형 AIDC 개발이 시작되며 프로젝트당 발주 단위가 대폭 커졌다. 외형 성장과 함께 질적 믹스 개선도 확인되었다. 퍼시픽씨너 죽전(64MW)에 가스터빈 비상발전기 30기를 납품한 것이 대표적이며, 고부가 제품인 가스터빈 엔진 매입 비중이 50%를 넘어서면서 2025년 1분기 150억원(YoY +530%)이라는 기록적인 영업이익을 달성했다. 2025년 PER이 5.3배에서 15.1배로 확대된 것은 고마진 수주를 통해 증명된 실적 펀더멘털을 바탕으로 시장의 밸류에이션 잭대가 '구조적 성장주'로 이동했음을 방증한다.

(3) 2026년: 주택에서 데이터센터로 중심축 이동, 인프라 운영사로 전환 주가는 5월 초 33,000원대에서 흘러내려 6월 8일 18,350원으로 저점을 찍은 뒤, 8월 4일 기준 54,600원(52주 최고가)을 기록했다. 불과 두 달 만에 저점 대비 3배에 달하는 고변동성 재평가 국면을 맞이한 것이다. 같은 기간 주택 착공 지표는 개선되지 않았으나, 시장은 2029년까지 울산, 동해, 세종 등에 구축될 대규모 데이터센터 전력 수요에 주목했다. 동사는 국내 최대 규모인 석문공장 인프라와 다수의 글로벌 엔진 벤더망을 통해 공급 안정성을 확보하며 시장의 70% 이상을 과점하고 있다. 나아가 당진(80MW)과 마곡 등에서 직접 데이터센터 투자 및 건설에 나서며 단순 기기 납품(EPC)을 넘어 '인프라 운영사'로 진화 중이다. 과거의 상승이 주택 착공에 연동됐다면 현재의 상승은 AI 데이터센터 전력 수요에 철저히 연동되며, 동사를 건설 사이클 종목으로 묶어두던 기존의 밸류에이션 프레임은 완전히 소멸했다.

투자포인트

Point 1. 데이터센터 개수·규모 동반 증가 - 그 수혜는 지엔씨에너지로

데이터센터
개수·규모 증가는
곧 동사의
계약건수·계약금액
증가

AI 데이터센터 확산으로 신규 착공이 늘면서 필수설비인 비상발전기 수요도 함께 증가하고 있다. 이에 따라 국내 데이터센터향 비상발전기 시장점유율 약 70%인 동사는 이를 **계약 건수 증가로 직접 흡수**하고 있다. 2025년 연간 신규 공시 계약은 6건에 그쳤지만 2026년은 8월까지 이미 7건을 넘어서며 8개월 만에 전년 실적을 초과했다. 동시에 AI데이터센터는 랙당 전력밀도가 높아 개별 사이트의 수전용량 자체가 커지고 있는데, 비상발전기는 통상 수전용량의 100~150%를 커버해야 하므로 **용량 증가가 곧 계약금액 증가로 이어진다**. 실제 동사의 평균 계약금액은 2023년 218억원에서 2026년 8월 기준 약 440억원으로 확대됐고, 최대 계약 규모도 2022년 ‘퍼시픽써니 죽전 데이터센터 발전기’ 277억원에서 2026년 ‘SGC AI 인프라 군산 데이터센터 발전기’ 755억원으로 약 2.7배 커졌다. 결국 데이터센터의 개수와 규모가 동시에 커지면서 동사의 계약 건수와 건당 계약금액이 함께 확대되는 구조다.

언론 발표는 철회에
비용이 없지만 엔진
발주는 다르다

신규 데이터센터 계획은 언론 발표 단계와 실제 착공 사이에 상당한 간극이 존재한다. 그 **실행 가능성은 발표가 아니라 전방 엔진사의 수주잔고로 검증**할 수 있다. 데이터센터용 대형 발전기의 리드타임이 2~3년에 달하는 현 국면에서, 발주처는 착공 이전에 엔진 물량을 예약하고 선급금을 지급해야 하기 때문이다. 이 관점에서 캐터필러의 수주잔고는 2024년말 300억달러에서 2026년 2분기 721억달러로 2.4배 증가했으며, 12개월 내에 인도하지 못하는 물량이 193억달러에서 292억달러로 늘었다. 동사는 일부 고객의 발주가 2030년 슬롯까지 진행되고 있다고 밝혔다. 발주처가 4년 뒤 인도분에 자금을 집행하고 있다는 의미다. 국내에서도 같은 검증이 가능하다. 동사의 2026년 3월말 수주잔고는 3,967억원이며, 엔진 선발주를 나타내는 비상발전기 부문 미착품은 2024년 21억원에서 2025년 105억원으로 5.0배 증가했다. 집계된 프로젝트 중 상당 부분은 이미 엔진 단계에서 자금이 집행된 물량이다.

언론 발표는 철회에
비용이 없지만 엔진
발주는 다르다

이러한 AI 데이터센터에 대한 수요 증가 속에서 신규수주가 경쟁사로 이전될 가능성 또한 제한적이다. 비상발전기의 핵심 재료인 엔진의 전체 물량은 한정적인데, 국내 경쟁 후보인 해인은 캐터필러 단일 조달에 비상발전기 매출 비중이 10% 수준이고, SA 엔지니어링은 가와사키 단일 엔진에 의존하며 비상발전기가 본업이 아니다. **두 회사 모두 데이터센터가 요구하는 대형 가스터빈 레퍼런스**와 **자체 시험설비를 갖추지 못했다**. 엔진이 부족한 국면일수록 이들 역시 물량을 배정받기 어려우며, 결과적으로 동사가 받지 못한 수요는 경쟁사로 넘어가기보다 시장에 미충족 상태로 남을 가능성이 높다.

경쟁사로의 이전 가능성이 제한적이라면, 중요한 건 시장 파이가 얼마나 커지느냐다. 국내에서 신규로 발생하는 수요 전력은 2027년 525MW, 2028년 3,086MW로 예상된다. 동사의 현재 점유율 70%가 그대로 유지된다고만 가정해도 뚝은 2027년 368MW, 2028년 2,160MW로 늘어나고, 여기에 실현율·지연율까지 보수적으로 반영하면 2027년 161MW, 2028년 1,011MW 수준이다. 이는 실적 기반으로 확인되는 2025년 동사의 총 공급 전력 230MW 대비 약 4.4배, **시장 확대에 따른 순수 수혜분(2025년 공급 용량 기준 역산 점유율 70% 적용 시 약 329MW) 기준으로는 약 9.3배**에 해당하는 규모다. 매출액으로 환산하면 AI데이터센터향 매출은 2026년 773억원 → 2027년 2,944억원 → 2028년 5,340억원으로, 2025년 대비 441% 증가하는 흐름이다. 즉, 동사의 매출 증가는 시장 파이 자체가 커지는 국면에서 나타나는 자연스러운 결과로 봐야 한다.

표 8. 신규 데이터센터 건설 계획

준공연도	프로젝트	수전용량(MW)
2026	현대건설 AWS 인천	96
2026	삼성SDS 동탄 DC 서관	20
2027	대우건설 장성 파인	60
2027	현대건설 캄스퀘어 안산 1차	40
2027	GS 동해 선행분	100
2027	네이버 1단계 국내분	55
2027	포항 글로벌 AI 데이터센터 1단계	40
2027	다우기술 용인 AI 데이터센터	40
2027	에퀴닉스 고양 AI 데이터센터	40
2027	LG CNS 영천 데이터센터	200
2027	이지스/인베스코 안산 데이터센터	40
2027	춘천 모듈러 AI 데이터센터	2.4
2028	안산 시화 AI 데이터센터	40
2028	당진 AI 데이터센터 1단계	600
2028	SDN/화웨이 강진 데이터센터 1차	120
2028	GS 동해 1단계	1,200
2028	SGC AI인프라 1차	60
2028	현대건설 탐북투	100
2028	현대건설 캄스퀘어 안산 2차	40
2028	카카오 남양주 제2DC	80
2028	네이버 1단계 잔여(국내)	45
2028	함양 AI 데이터센터	40
2028	싱가포르 PDF 부평 데이터센터	48
2029	베네포스 강진 데이터센터	300
2029	코람코 의정부 리듬시티 AI 데이터센터	100
2029	SK울산 AIDC B동	53
2029	GS 동해 2단계	1,200
2029	SK 1단계 순차오픈(초년)	800
2029	GS건설 일산 DC	80
2029	GS건설 부산 DC	40
2029	네이버 각세종 중설 2단계	150
2029	현대차 새만금 AIDC 1차	100
2029	남양주마석 X-AI 스마트 데이터센터	60

자료: 언론 종합, KUVIC 리서치 1팀

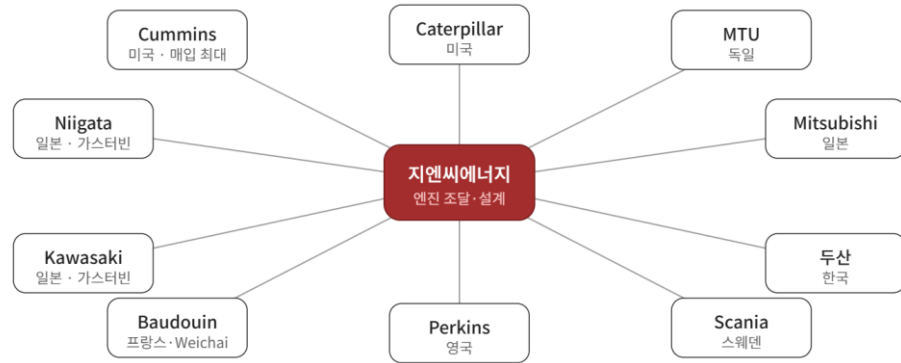
Point 2. 다양한 엔진 공급처 = 압도적 해자

커민스:
생산능력 연 300대
vs 수요 1,000대+
→ 소싱 능력이 곧
병목 승부처

동사 발전기 제품의 원재료비는 엔진 비중이 대부분으로, 그에 따라 발전기 사업의 원가 또한 엔진 조달 능력에 의해 결정된다. 문제는 이 엔진이 최근 글로벌 공급 부족 국면에 진입했다는 점이다. 데이터센터가 대형화될수록 3,000kW 이상 대형 엔진을 병렬로 다수 확보해야 하는데, 전방 엔진사의 캐파가 수요를 따라오지 못하고 있다. 대표적으로 커민스의 3MW급 대형 엔진 생산능력은 연 300대 수준이나 현재 수요는 1,000대 이상으로, 공급이 수요의 3분의 1에도 미치지 못한다. 비상발전기의 가장 핵심적 부품 이기에 소싱 능력이 곧 병목 구간의 승부처가 된다.

동사의 강점은 특정 엔진사에 종속되지 않은 다변화된 루트에 있다. 디젤 엔진의 경우 미국·유럽·일본·국내에 걸쳐 8개 안팎의 글로벌 Top-Tier 메이커를 폭넓게 다루고, 가스터빈은 일본 니가타를 중심으로 확보한다. 고객사 요구 용량·방식에 맞춰 엔진을 골라 설계할 수 있다는 것은, 한 공급사가 막혀도 다른 루트로 대응 가능하다는 뜻이다.

그림 11. 지엔씨에너지 엔진 소싱 포트폴리오



자료: KUVIC 리서치 1팀

커민스 24개월 vs
웨이차이 약12개월
→ 급행 물량 대응

이 소싱 루트는 고정된 자산이 아니라 현재 확장되고 있는 축이다. 동사는 2026년 8월 IR에서 커민스·캐터필러 엔진의 리드타임이 24개월 이상 소요되지만, 웨이차이 엔진의 리드타임은 약 12개월로 커민스와 캐터필러의 리드타임보다 짧다는 점을 밝히며, **신속하게 준공되어야 하는 데이터센터는 중국 웨이차이 엔진을 활용해 접근하고 시간 여유가 있는 프로젝트는 커민스 엔진을 중심으로 진행한다는 이원화 조달 방침을 전달**했다. 웨이차이 엔진으로 비상발전 시스템을 구축한 레퍼런스를 이미 보유하고 있다는 점 또한 경쟁 우위 요소로 직접 언급했다. 실제 납품 실적에서도 이 전환은 확인된다. 웨이차이 계열 납품은 2020년 21대에서 2025년 47대로 증가했고, 엔진 기준 위안화 매입액은 2023년 712만 위안에서 2025년 1,893만 위안으로 3년 연속 확대됐다.

보두앙 = 웨이차이
계열, DC용 엔진
1,400대(+259%)

동사는 2025년 케이티클라우드 천안CDC에 보두앙 2,000kW를 납품하며 데이터센터 적용을 시작했고, 보두앙의 공식 데이터센터용 라인업이 최상위 모델 기준 5,000kW까지 형성되어 있어 용량 측면의 확장 여지도 함께 확보하고 있다. 웨이차이의 2025년 엔진 판매가 약 1,400대에 이른 것으로 추정하며 **주조 공장을 증설 중이고 주문 적체가 수개월 수준에 그쳐, 리드타임 24개월의 미국·일본 엔진사와 뚜렷이 대비**된다. 즉 동사는 글로벌 엔진 병목 국면에서 추가 물량을 확보할 수 있는 채널을 보유하고 있으며, 이는 단일 엔진사에 의존하는 경쟁사가 갖지 못한 조달 옵션이다.

국내 상장사 중 사실상 유일한 비교 후보인 헤인은 캐터필러의 국내 딜러다. 2026년 반기 매출 1,045억 원 중 CAT 엔진 매출은 311억원(29.7%)인데, 이는 데이터센터용 비상발전기가 아니라 선박 추진엔진·해상 발전기세트·열병합용까지 모두 포함한 수치이며 전년 동기 525억원 대비 41% 감소했다. 2024년 이후 단일판매·공급계약 공시도 한 건 없다. 가스터빈 쪽 후보인 SA엔지니어링은 가와사키 단일 엔진에 의존하며 그 라인업도 압축기·블로워 중심이어서 데이터센터가 요구하는 대형 비상발전 시스템과는 거리가 있다.

반면 동사는 건별 맞춤 설계·제작 즉 EPC 사업이 본업 그 자체다. 니가타 가스터빈의 국내 계약을 확보한 상태에서 디젤과 가스터빈 양쪽을 모두 다루고, 설계·조달·시공에 부하시험·시운전·사후관리까지 전 주기를 책임진다. 여기에 네이버 각 세종·SK·KT클라우드·삼성SDS 등 하이퍼스케일 발주처의 실운전 레퍼런스가 쌓여 있다. 엔진을 사와서 파는 회사와 엔진을 받아 시스템으로 완성하는 회사의 차이이며, 엔진사 입장에서 한국 데이터센터 물량을 매출로 인식하려면 동사를 거치는 것 외에 현실적인 선택지가 존재하지 않는다.

투자리스크

① 전방 엔진사의 캐파 병목은 진입장벽인 동시에 실행 리스크

수주잔고 3,967억의
매출 인식 시점이
물량 배정에 종속

동사의 해자를 지탱하는 엔진 공급 병목은, 뒤집으면 동사 자신의 실적 인식 속도를 좌우하는 변수이기도 하다. C캐터필러의 2026년 1분기 전사 수주잔고는 약 720억달러로 사상 최대치를 경신했고(전년 대비 +280억달러), 2분기 발전 부문 최종수요자 판매(sales to users)는 **+72% 증가했다**. 경영진은 컨퍼런스콜에서 신규 주문 물량 일부가 이미 2030년까지 밀려 있다고 밝혔으며, 대형 고속엔진(3600 계열)의 리드타임은 100주를 상회하는 것으로 파악된다. 커민스·롤스로이스 등 여타 Top-Tier 엔진사도 2027~2028년 슬롯을 예약받는 상황은 크게 다르지 않다. 이는 신규 경쟁자의 엔진 확보를 원천 차단하는 진입장벽이지만, 동시에 **2026년 3월 말 3,967억원에 달하는 동사 수주잔고의 매출 인식 시점 역시 전방 엔진사의 물량 배정에 종속됨을** 의미한다.

EPC 토탈 솔루션
→ 특정 엔진
리드타임 밀려도
종류 배분으로 대응

다만 이 종속성이 곧바로 실적 훼손으로 직결된다고 보기는 어렵다. 동사의 경우 엔진을 공급받아 설계·제조·시공·사후관리까지 전 주기를 책임지는 비상발전기 토탈 솔루션을 갖고 있기에, 디젤과 가스터빈 양 쪽 엔진을 모두 다룰 수 있다. 이는 특정 엔진사의 리드타임이 밀리더라도 프로젝트 성격에 맞춰 엔진 종류를 배분할 여지를 남긴다.

이미 엔진 선발주·재고화로 병목에 선제 대응하고 있다는 점 또한 주목할 만하다. 엔진 매입과 직결되는 항목은 비상발전기·열병합 부문 미착품인데, 이 부문 미착품은 2024년 21억원에서 2025년 105억원으로 약 5.0배 급증했다. 비상발전기 부문의 최대 매입 품목이 디젤·가스터빈 엔진임을 감안하면, 이 급증은 캐파 병목 국면에서 엔진 슬롯을 앞당겨 확보하려는 동사의 선제적 대응으로 해석된다. 즉 전방 물량 배정에 대한 종속성은 실재하나, 동사는 다변화된 소싱 루트에 더해 (1) 디젤·가스터빈 토탈 솔루션과 (2) 선제적 엔진 확보라는 두 축으로 이를 부분적으로 방어하고 있다고 볼 수 있다.

표 9. 미착품 추이 (단위: 백만원)

사업부문	2024 (제32기)	2025 (제33기)	2026 1Q (제34기)	
비상발전기·열병합		2,101	10,521	8,644
발전사업	-	-		3,883
미착품 합계		2,101	10,521	12,527

자료: 지엔씨에너지, KUVIC 리서치 1팀

② 데이터센터 착공·준공 지연으로 인한 매출 지연

인도·시운전 시점에
인식 → 소수 대형
프로젝트 구조상
분기 편차 불가피,
분기보다 연간으로
볼 것

동사 매출은 제품 인도·시운전 시점에 인식된다. 따라서 전방 데이터센터의 착공·준공 일정이 밀리면 확보된 수주라 하더라도 매출 인식이 그대로 지연된다. 지연 요인은 여전히 민원·행정심판, 전력계통 연계, 인허가 절차에 걸쳐 있다. 최근 행정심판·법원 판례가 시행사에 유리한 방향으로 정리되며 병목이 완화되고 있는 것은 사실이나, 개별 프로젝트 단위의 지연 리스크가 소멸한 것은 아니다. 더욱이 동사 매출은 소수 대형 프로젝트에 좌우되는 구조여서, 인식 시점이 한 분기만 이동해도 분기 실적의 편차가 크게 나타날 수밖에 없다. 실제 인도기준 인식의 특성상, 연간 방향성과 무관한 분기 단위 변동성은 상수로 두고 접근하는 것이 합리적이다.

밸류에이션

매출 추정 논리

1. 발전기

1.1. 데이터센터향 비상발전기

데이터센터향 비상발전기 매출은 공시 매출과 미공시 매출로 구분하여 추정했다. 2026년까지는 기존의 수주잔고를 기준으로 매출을 인식했다. 이후 2027년부터는 신규 수주를 함께 추정할 때는 AI 데이터센터 계약은 공시로, 일반 데이터센터 계약은 미공시로 분류될 것이라고 가정했다.

1) 공시 매출

(1) 기존 수주잔고

동사는 현장 납품 시점에 계약금액의 70%를, 이후 잔금 정산 시점에 나머지 30%를 매출로 인식한다. 리드타임은 기존 공시 계약과 홈페이지에 표시된 실적을 비교 대조한 결과, 수전용량 기준으로 40MW 이하는 약 1년, 40MW 초과는 약 2년으로 확인됐다. 따라서 리드타임 경과 후 납품되어 1차로 70%를 인식하고, 익년도에 2차 30%를 인식하는 구조이며, 리드타임 경과 시점이 계약 종료 연도와 일치하는 경우에는 70:30 분할 없이 해당 연도에 일괄 인식하는 것으로 적용했다.

표 10. 공시 계약 연도별 매출 인식

계약명 (단위: 억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
고양삼송 IT 플랫폼센터 발전기			176.5	75.6	-	-
용인덕성AI데이터센터 발전기	-	-	-			331.8
구미 AI 데이터센터 발전기	-	-	-			208.2
케이티클라우드 데이터센터 발전기			172.9	49.4	24.7	-
파주센터2단계 발전기	-	-	-		267.1	114.5
네이버 각 세종 데이터센터 발전기 2~3차	-	-	-		219.5	188.1
이지스 삼송 2단계 비상발전기	-	-			316.1	-
부천 피치 데이터센터 _비상발전기 2단계	-	-		142.8	61.2	-
필리핀 비상발전기	-	-		94.0	40.3	-
가산데이터센터 발전기		104.2	44.6	-	-	-
김포데이터센터 발전기	-	-			180.2	-
25년 울산 AI DC 구축사업_A동 발전기	-	-		295.3	126.6	-
인산글로벌 클라우드센터 현장 비상발전기	-	-		116.1	79.5	-
퍼시픽씨니 죽전 데이터센터 발전기		193.7	83.0	-	-	-
카카오 데이터센터(IDC) 발전기등	165.8	-	-	-	-	-
강남데이터센터 발전기		155.7	66.7	-	-	-
국가AI컴퓨팅센터	-	-	-		251.7	107.9
SGC AI Infra 군산 데이터센터 발전기	-	-	-		755.1	-
시흥정왕동 데이터센터 가스터빈 발전기	-	-	-			229.7
기존 공시 매출액 총합	165.8	453.5	543.8	773.2	2,321.9	1,180.1

주: 회색칸은 계약기간을 표시/자료: 지엔씨에너지, KUVIC 리서치 1팀

(2) 신규 수주

리드타임을 고려했을 때, 2026년까지는 기존의 수주잔고로만 매출이 인식되고 이후 2027년부터 신규 수주도 함께 매출 인식이 될 것이므로 신규 수주는 2027년부터 추정했다. 신규 수주 추정 방식은 한 해에 준공되는 총 MW에 MW당 단가를 곱하여 추정했다.

언론 보도를 기반으로 향후 예정된 데이터센터의 연도별 총 수전용량을 집계했다. 비상발전기는 정전 시 초과 전력 확보를 위해 실제 수전용량보다 큰 용량으로 설치되므로 업계 표준에 따라 수전용량의 110%를 적용해 필요 발전 용량으로 환산했으며, 동사의 국내 비상발전기 시장점유율 70%를 적용했다.

표 11. 신규 데이터센터 구분

준공연도	프로젝트	수전용량	구분
2027	대우건설 장성 파인	60	일반
2027	현대건설 캄스퀘어 안산 1차	40	일반
2027	GS 동해 선행분	100	AI
2027	네이버 1단계 국내분	55	AI
2027	포항 글로벌 AI 데이터센터 1단계	40	AI
2027	다우기술 용인 AI 데이터센터	40	AI
2027	에퀴닉스 고양 AI 데이터센터	40	AI
2027	LG CNS 영천 데이터센터	200	AI
2027	이지스/인베스코 안산 데이터센터	40	일반
2027	춘천 모둘러 AI 데이터센터	2.4	AI
2028	안산 시화 AI 데이터센터	40	AI
2028	당진 AI 데이터센터 1단계	600	AI
2028	SDN/화웨이 강진 데이터센터 1차	120	AI
2028	GS 동해 1단계	1,200	AI
2028	SGC AI인프라 1차	60	AI
2028	현대건설 팀북투	100	일반
2028	현대건설 캄스퀘어 안산 2차	40	일반
2028	카카오 남양주 제2DC	80	일반
2028	네이버 1단계 잔여(국내)	45	AI
2028	함양 AI 데이터센터	40	AI
2028	싱가포르 PDF 부평 데이터센터	48	일반
2028	SK 강릉 AI 데이터센터	400	AI
2028	마이크로소프트 부산 데이터센터	300	AI

자료: 언론 종합, KUVIC 리서치 1팀

현재 전력계통영향평가는 신청서 제출 단계에서부터 부지확보, 설계, 자금조달 계획, 앵커 임차인 확보 등 상당한 수준의 사업 계획을 요구한다. 이는 1차 기술검토를 통과했다는 것이 사업자들 입장에서 이러한 매몰비용을 감수하고 실제 추진 의지와 자금력을 갖춘 프로젝트만 남은 상태에서, 전력을 확보해 실제로 지어질 수 있는지를 가르는 관문까지 통과했다는 의미로 해석 가능하다. 이에 2026년 평균 전력계통영향평가 1차 기술검토 통과율 61%를 데이터센터 실현율로 적용했다. 다만 AIDC 특별법이 2027년 3월 시행을 앞두고 있으나, 세부 사항은 아직 확정되지 않은 상태이므로 이를 실현율에 정량 반영하지 않고 현재까지 확보된 과거 실적치를 기준으로 보수적으로 적용했다.

국내에는 데이터센터 건설이 이제 활성화되는 단계로 자체적인 지연율 통계가 부족하여, 이미 다수의 준공 사례가 축적된 미국 시장의 실적 데이터를 대리 변수로 준용했다. 골드만삭스에 따르면 역사적으로 데이터센터 준공 예정 용량의 약 72%가 제때 가동되는 것으로 나타나, 이에 따라 지연율 28%를 적용했다.

표 12. 발전 용량 추정 과정

(단위: MW)	2027E	2028E
총 전력용량	477	2,805
발전용량(110%)	525	3,086
점유율(70%)	368	2,160
실현율(61%)	224	1,318
지연율(28%)	161	1,011

자료: KUVIC 리서치 1팀

2022년 이후 공시된 계약 중 계약 종료되어 실적이 완전히 반영된 건들을 대상으로 MW당 수주 단가를 산출한 결과, 평균 MW당 단가 5.5억원을 적용했다.

표 13. MW당 계약 단가 추정 과정

계약명	계약금 (단위: 억원)	발전기 용량 (단위: MW)	MW당 가격 (단위: 억원)
퍼시픽씨니 죽전 데이터센터 발전기	276.7	48	5.8
강남데이터센터 발전기	222.4	42	5.6
가산데이터센터 발전기	148.8	26.8	5.3

자료: 지엔씨에너지, KUVIC 리서치 1팀

신규 수주 역시 기존 수주와 동일한 인식 방식을 적용했다. 데이터센터 준공 시 동사의 비상발전기가 함께 납품된다고 가정하여 준공연도에 70%, 그 다음해에 나머지 30%를 인식하는 것으로 가정했다.

표 14. 신규 수주 매출인식 과정

(단위: 억원)	2027E	2028E
MW x MW당 단가	888	5,563
신규 매출 인식 (70% / 30%)	622	4,160

자료: KUVIC 리서치 1팀

2) 미공시 매출

AI 데이터센터의 확산에 따라 데이터센터 개별 프로젝트 규모와 건수가 동시에 증가하고 있으며, 이는 개별 계약금액의 증가로 이어져 공시 대상 계약 건수가 늘어나게 된다. 실제로 과거 공시 계약 건수는 1년에 약 3~4건이었으며 계약금액은 100억~200억원대에 머물렀던 것과 달리, 2026년 8월 기준 공시된 계약은 총 7건이며 계약금액은 최대 755억원까지 공시됐다. 즉, 전체 데이터센터향 매출에서 미공시 매출이 차지하는 비중은 구조적으로 축소될 수밖에 없다. 따라서 2026년부터 데이터센터 프로젝트 건수 중 AI 데이터센터향 건수의 비중을 기준으로, 나머지, 즉 미공시되는 일반 데이터센터향의 비중을 연도별로 추정했다.

표 15. 미공시 비중 산출 과정

(단위: 건)	2026E	2027E	2028E
AI 데이터센터 건수	2	9	12
일반 데이터센터 건수	3	9	4
합계 건수	5	18	14
AI 데이터센터 비중	40%	50%	75%
일반 데이터센터 비중	60%	50%	25%

자료: 지엔씨에너지, KUVIC 리서치 1팀

매출 추정 결과는 다음 표와 같다. 2026년 데이터센터향 매출은 약 1,933억원, 본격적으로 수주의 매출 인식이 시작되는 2027년 매출액은 약 5,887억원으로 추정된다. 이는 2025년 데이터센터향 매출액 약 1,514억원의 약 3배다.

표 16. 데이터센터향 비상발전기 매출 추정 정리

(단위: 억원)	2026E	2027E	2028E
매출액	1,933	5,887	7,121
공시	773	2,944	5,340
기존	773	2,322	1,180
신규	-	622	4,160
미공시	1,160	2,944	1,780
미공시 비중	60%	50%	25%

자료: KUVIC 리서치 1팀

2028년 성장 둔화는 수주 인식 구조의 결과다

2027년 매출 성장률 136.4% 대비 2028년 18.2%는 성장의 둔화로 읽힐 수 있으나, 이는 수주산업 특유의 매출 인식 구조에서 비롯된다. 2027년은 기존 수주잔고 인식분 2,322억원이 매출의 상당 부분을 차지하는 반면, 2028년에는 이 기존 잔고가 1,180억원으로 축소되기 때문이다. 신규 수주에서 발생하는 매출만 놓고 보면 2027년 622억원에서 2028년 4,160억원으로 6.7배 확대된다.

신규 수주 인식분은
6.7배, 둔화가
아니라 잔고 교체

더욱이 본 추정치는 현재 가시성이 확보된 프로젝트만을 반영한 것이다. 리드타임을 감안하면 2026~2027년에 신규로 체결되는 계약 가운데 2028년 준공분이 추가로 발생할 수 있으나, 아직 발표되지 않은 프로젝트는 집계에 포함되지 않았다. 실제로 동사의 공시 계약 건수는 2025년 연간 6건에서 2026년 8월 까지 이미 7건을 넘어서며 발주 속도가 빨라지고 있다. 따라서 2028년 추정치는 확정 가시성 기준의 하한에 가까우며, 신규 수주 유입에 따라 상향될 여지가 있다.

1.2. 주택 및 일반건축물

동 부문 매출은 'ASP × (주택 MW + 일반건축물 MW)' 구조로 추정했다. 단가는 2020~2025년 실적 평균인 3.33억원/MW로 전 기간 고정했으며, 물량은 주택과 일반건축물을 분리하여 접근했다. 주택 물량은 당해 주택 준공(천호)에 최근 3년 평균 원단위인 0.160MW/천호를 적용해 산출했다. 미래 준공량은 기획정된 착공 실적에 착공-준공 전환율(0.80)과 3년의 리드타임을 적용해 환산했다. 이 경로에 따라 2023년의 주택 착공 급감(-36%)이 2026년의 준공 저점(-42%)으로 전이되며, 이는 2026년 부문 매출 급락을 설명하는 핵심 기제다.

일반건축물 물량은 전년 실적에 일정 증감률을 적용했다. 2026년은 당사 비주거 실적 감소율과 산업 지표(2026년 4월 비주거 건축기성 -2.7% YoY)를 감안해 -5%로 보수적으로 가정했다. 2027년은 건산업의 2026년 건설수주 전망치(+4.0%)가 1년 시차를 두고 반영되는 효과를 고려해 +1%, 2028년은 +2%의 반등을 적용했다.

결과적으로 동 부문 매출은 2026년 277억원에서 저점을 확인한 후, 2027년 304억원, 2028년 294억원으로 완만하게 순환할 전망이다. 추정의 민감도는 실적 편차가 존재하는 주택 원단위(0.128~0.195MW/천호)와 ASP(2.72~3.68억원/MW) 가정에 집중되어 있으나, 법정 의무 수요라는 특성상 노후 교체 및 신산업(공공·반도체 등) 시설 확대가 주거 사이클의 하방 압력을 일정 부분 상쇄할 것으로 판단한다.

표 17. 주택·일반건축물 부문 매출 추정 및 물량 산출

구분	2025	2026E	2027E	2028E
주택 준공 (천호)	342.4	197.6	243.7	219.0
주택 원단위 (MW/천호)	0.157	0.160	0.160	0.160
주택 물량 (MW)	53.8	31.7	39.1	35.1
일반건축물 증감률 (%)	-11.7	-5.0	+1.0	+2.0
일반건축물 물량 (MW)	54.3	51.6	52.1	53.1
합계 물량 (MW)	108.1	83.2	91.1	88.2
ASP (억원/MW)	3.56	3.33	3.33	3.33
매출액 (억원)	384.3	277.3	303.6	293.9

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

2. 잔여 부문

2.1. 비DC 발전기

비DC 발전기(발전소·플랜트, 대형복합소핑물) 잔여 항목은 구조적 축소 국면에 진입했다. 발전소·플랜트는 2023년 118억원으로 고점 기록 후, 납품 물량이 11.3MW(24년)에서 6.2MW(25년)로 급감했다. 대형복합소핑물 역시 동기간 매출(67억원 → 15억원)과 납품 물량(22.8MW → 7.0MW)이 동반 하락했다. 최근 3년 낙폭이 과장되는 착시를 방지하기 위해 6년 CAGR 추세를 적용했으며, 두 항목 합산 매출은 2025년 81억원에서 2028년 51억원(연평균 -14%)으로 완만하게 감소할 전망이다.

2.2 발전사업

세 주요 자산 모두 단가가 고정되어 있어 핵심 실적 변수는 '가동률'과 '가동 시점'이다. PNG 발전(GPPL)은 파푸아뉴기니 라에 34.8MW 중유 발전소로 풀개파 823억원(설비용량×8,760h×270원/kWh) 기준, 2025년 매출 386억원(가동률 47%)에 해당한다. 경쟁 설비(라무2 수력) 지연과 현지 전력 수요 성장(연 5~6%)을 반영해 점진적 상승을 가정했다. 바이오가스는 개소당 연 5.4억원 원단위를 적용해 현재 8개소에서 2028년 약 15개소로 확대되며, 매출은 43억원에서 81억원으로 약 2배 증가한다. 관이에너지(PAFC)는 3.52MW(440kW×8개소) 규모의 20년 고정계약 자산으로, 2026년 1개소, 2027년 4개소, 2028년 8개소 완전 가동을 가정해 7.5억원에서 60억원으로의 매출 우상향 경로를 반영했다.

2.3 기타 부문

기존 사업은 보수적으로 현상 유지를 가정했으나, 신규 엠티 데이터센터가 성장을 견인한다. 공사·상품·임대는 수주잔고를 감안해 공사수입 163억원(내부거래 차감), 상품판매 49억원, 임대 1.7억원으로 각각 고정(Flat) 반영했다. 마곡 엠티 데이터센터는 3MW 규모 자체 임대 자산으로 안정화 연 매출에 평균 가동률을 적용해 2026년 34.5억원에서 2028년 70억원까지 유의미한 실적 기여가 예상된다. 한편 당진 석문그린발전소는 지분 50% 지분법 적용 대상으로 매출엔 미포함된다.

표 18. 잔여 부문 매출 추정

구분	2025	2026E	2027E	2028E
발전소 플랜트	66.0	58.0	51.0	44.8
대형복합소핑몰	15.0	11.1	8.2	6.1
PNG (GPPL)	386.5	395.1	411.6	419.8
바이오가스	43.3	43.0	65.0	81.0
관이에너지 (PAFC)	0.0	7.5	30.0	60.0
공사수입 (내부거래 차감)	162.8	163.0	163.0	163.0
상품판매	48.5	49.0	49.0	49.0
임대 (투자부동산)	1.7	1.7	1.7	1.7
마곡 엠티DC	0.0	34.5	60.0	70.0
합계	723.8	762.9	839.5	895.4

자료: KUVIC 리서치 1팀

3. 생산능력

다만 이렇게 추정된 물량을 동사가 실제로 생산해 낼 수 있는지는 별도로 확인이 필요하다. 동사의 자가 생산 능력은 당진 석문공장 기준 연 250 대, 금액으로는 약 5,525 억원 수준이다. 반면 데이터센터향 비상발전기 매출만으로 2027년 6,665 억원, 2028년 7,875 억원에 이르러 자가 설비 기준 생산 능력을 각각 1,140 억원, 2,350 억원 초과하며, 여기에 주택·일반건축 등 기존 물량까지 더하면 초과 폭은 더 커진다. 자체 설비만으로는 추정된 수주를 소화할 수 없는 구조인 것이다.

동사는 이에 대응해 엔진 공급사의 현지 공장을 활용하는 경로를 언급했다. 엔진을 수입해 국내에서 조립·시험하는 기존 방식과 달리, 엔진사의 현지 공장에서 비상발전기를 완제품 형태로 제작해 반입하는 구조다. 엔진 확보와 조립 캐파를 한 번에 해결한다는 점에서, 자체 설비 증설이 부지 확보와 시험동 구축에 수년을 필요로 하는 것과 대응 속도가 근본적으로 다르다. 회사는 IR 을 통해 이 채널을 활용할 경우 기존 대비 약 2 배 수준의 물량 확보가 가능성에 대해 설명하고 있으며, 넘쳐나는 수요 속에서 물량을 소화하기 위해서 현지공장을 이용하는 것은 필수적이라고 판단했다 이를 반영하면 생산 능력은 연 500 대·약 1 조 750 억 8 년 추정 물량이 모두 이 범위 안에 들어오므로, 이 매출로 인식이 가능한 수준으로 판단된다.

비용 추정 논리

표 19. 비용 추정 테이블

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	226.3	262.6	297.3	703.0	830.9
YoY (%)	36.0	16.0	13.2	136.4	18.2
매출원가	183.0	196.2	228.4	542.8	643.0
변동비	170.9	181.7	211.8	516.2	615.4
고정비	12.1	14.5	16.5	26.6	27.6
매출총이익	43.4	66.4	69.0	160.2	187.9
GPM(%)	19.2	25.3	23.2	22.8	22.6
판매관리비	11.7	17.1	18.9	33.2	37.2
영업이익	31.7	49.4	50.0	127.0	150.7
OPM(%)	14.0	18.8	16.8	18.1	18.1
기타손익	14.3	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3
금융손익	-2.0	7.1	7.1	7.1	7.1
지분법손익	4.4	-0.5	0.4	0.6	0.8
법인세비용차감전순이익	48.4	54.8	56.3	133.4	157.3
법인세비용	9.5	14.8	12.4	29.4	34.6
당기순이익	38.9	40.0	43.9	104.1	122.7
NPM(%)	17.2	15.2	14.8	14.8	14.8

자료: 지엔씨에너지, KUVIC 리서치 1팀

비용은 사업보고서 성격별 비용 주석을 매출액 연동 여부에 따라 변동비와 고정비로 구분한 뒤, 각 항목을 매출원가와 판매관리비로 배분하는 방식으로 추정하였다. 추정의 핵심은 두 가지로 변동비의 절반 이상을 차지하는 엔진 원가, 그리고 생산능력 확대에 따른 외주비와 인건비의 변화다.

엔진 원가

동사는 엔진을 직접 제조하지 않고 커민스, 니가타 등에서 매입해 조립하며 사업보고서상 발전기 원재료비의 79.0%가 엔진이다. 엔진 비용추정은 엔진 원가율을 2025년 실적 수준인 매출액의 44.1%로 고정하였다. 매출 추정에서 판매단가를 미래 시점에 인상하지 않고 기존 수준으로 유지했으므로, 비용에서도 엔진 단가 인상을 반영하지 않는 것이 합리적이라고 판단하였다. 사업보고서의 커민스 매입액을 납품 실적 기준 공급 용량으로 나누면 MW당 매입단가는 2023년 2.69억원, 2024년 2.90억원, 2025년 2.72억원으로 방향성이 뚜렷하지 않다. 엔진 매입액 전체를 납품 용량으로 나눈 경우(2.75억원, 2.34억원, 2.68억원)도 마찬가지다. 반면 공시된 단일판매·공급계약을 수전용량 기준으로 환산하면 MW당 계약단가는 2022년 4.84억원에서 2026년 8.42억원으로 올랐고, 같은 기간 발전기부문 영업이익률은 2.0%에서 15.8%로 개선되었다. 최근 엔진을 제공하는 기업들의 공급부족으로 엔진 가격의 상승이 거론되고 있지만 이 상승분을 판매 단가 상승분으로 상쇄할 수 있다고 판단하여 엔진 원가율을 44.1%로 유지된다고 가정하여 추정을 진행하였다.

생산능력 확대에 따른 외주비와 인건비

앞서 매출추정에서 현재 생산능력에 더해 현지공장의 외주 생산을 진행한다고 가정하여 매출추정을 진행하였다. 현지 외주 생산으로 생산 경로가 바뀌면 비용 구조도 바뀐다. 자가 생산 시 조립 단계에 귀속되는 비용은 외주비 18.9%, 제조 인건비 2.3%, 공장 감가상각 1.0%로 매출액의 22.2%다. 이를 외부에 위탁하면 해당 비용이 외주비 형태로 전환되고 위탁 사업자의 마진(20~30%)이 더해진다. 여기에 물류비와 파견 비용을 반영하여 공급사 채널 생산분에 원가 5%p를 가산하였다.

인건비는 두 방향으로 나누어 조정하였다. 제조 인건비는 자가 생산분 매출액의 2.3%로 한정해 외부 생산분에는 부과하지 않았다. 동사 공장 인력이 투입되지 않기 때문이다. 반면 판관 인건비는 외부 생산분을 포함한 전체 매출액의 2.83%를 적용하였다. 공급사 채널을 관리하고 품질을 통제하는 인력은 생산 위치와 무관하게 매출 규모에 비례해 필요하기 때문이다.

Valuation Method

표 20. 2027E 기준 밸류에이션

구분	내용	비고
2027E 당기순이익 (십억원)	104.1	
Target P/E (배)	12.0	2025년 3분기 평균 12.2배, 보수적 적용
목표 시가총액 (십억원)	1,249	
발행 주식 수 (천주)	16,450	
목표 주가 (원)	76,000	75,924원의 조정 가액
현재 주가 (원)	51,100	
상승여력	49%	

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

본 리서치 팀은 Historical P/E Method를 적용하여, 2027년 추정 EPS 6,327원에 25년 3분기 평균 P/E 12.0배를 부여해 목표주가 76,000원, 투자 의견 매수를 제시한다.

Peer P/E를 적용하지 않은 것은 동사와 사업 구조가 대응되는 비교기업이 존재하지 않기 때문이다. 국내에서 비상발전기 사업을 영위하는 상장사로는 해인이 있으나, 해인의 비상발전기 매출은 전체의 10% 수준으로 주력 사업이 아니다. 또한 전방 엔진사로부터 가스터빈을 공급받는 이력이 없어 디젤 발전기 대응만 가능하다는 점에서, 데이터센터 표준으로 자리 잡은 가스터빈 시장을 기준으로 보면 동사와 같은 선상에 두기 어렵다. 가와사키 가스터빈을 공급받는 SA엔지니어링 역시 비상발전기가 주력 사업이 아닐 뿐더러 단일 엔진사에 의존하는 구조여서, 복수의 엔진사를 확보해 조달처를 분산한 동사와는 대응 역량에서 차이가 크다. 해외 Peer로 거론되는 커민스, 니가타, 캐터필러는 엔진을 직접 제조하는 기업인 반면 동사는 엔진을 외부에서 조달해 발전기 세트를 설계·조립·시험·설치하는 기업으로, 원가 구조와 수익 구조가 근본적으로 다르기 때문에 Peer P/E가 아닌 Historical P/E Method가 동사에 적합하다고 판단하였다.

Target P/E의 기준 구간으로는 2025년 3분기를 선정하였다. 해당 분기는 시장이 동사를 건설 착공에 연동되는 시클릭 기업인 아니라 데이터센터 인프라 성장주로 재분류한 것이 확정된 시점이다. 7월 SK 울산 AI 데이터센터 A동에 이어 8월 네이버 각 세종 데이터센터 2·3단계(약 630억원)를 연속 수주하며 AI 데이터센터향 대형 계약이 반복적으로 체결되었고, 3분기 말 기준 수주잔고는 3,877억원으로 2018년 대비 5.7배 증가한 역대 최고 수준을 기록하였다. 연간 공시 수주 총액 역시 2,297억원으로 직전 3년치 합계 1,621억원의 1.4배에 달했다. 제품 믹스 또한 퍼시픽써니 죽전(64MW)에 가스터빈 비상발전기 30기를 납품하며 대형 가스터빈 레퍼런스를 확보함에 따라 AI 데이터센터 사양으로 전환되었다.

Compliance Notice

- 본 보고서는 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다.
- 본 보고서에 사용된 자료들은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC이 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
- 본 보고서는 투자 권유 목적으로 작성된 것이 아닌 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 스터디 목적으로 작성되었습니다.
- 따라서 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.
- 본 보고서에 대한 지적재산권은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC에 있으며 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.