

SGC 에너지 (005090/KS)

데이터센터 신사업이 여는 성장의 문

유틸/신재생. 나민식 / minsik@sks.co.kr / 3773-9503

Signal: 신규 AI 데이터센터 사업추가로 사업 전환점

Key: 300MW 모두 다 반영하면 1.4 조원 사업가치 추산

Step: 최근 주가상승에도 추가상승여력 충분

매수(유지)

목표주가: 86,000 원(상향)

현재주가: 62,000 원

상승여력: 38.7%

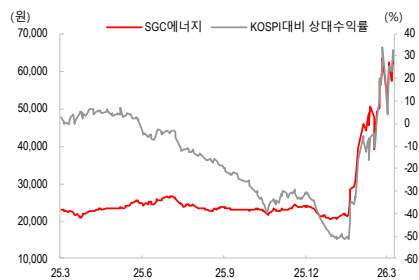
STOCK DATA

주가(26/03/25)	62,000 원
KOSPI	5,642.21 pt
52주 최고가	63,400 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	1,441 만주
시가총액	893 십억원
주요주주	
이우성(외 8)	54.76%
자사주	0.01%
외국인 지분율	3.38%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2025	2026E	2027E
매출액	십억원	2,461	2,589	2,707
영업이익	십억원	96	130	153
순이익(지배주주)	십억원	-56	-21	-7
EPS	원	-3,857	-1,429	-471
PER	배	-	-	-
PBR	배	0.4	1.3	1.4
EV/EBITDA	배	9.8	9.0	8.4
ROE	%	-7.6	-3.0	-1.0
배당성향	%	-44.1	-118.9	-360.5

Powered Shell 방식의 AI 데이터센터 신규사업 진입

SGC 에너지의 데이터센터 사업은 기존 발전/건설 사업에서 의미 있는 성장동력을 추가하는 전환점이 될 것으로 판단한다. 동사의 AI 데이터센터에서 MW 당 임대료 기반으로 수익을 창출한다. 정확히는 Powered Shell 방식으로 데이터센터의 건물(shell)과 함께 전력 수배전설비, 냉각 시스템, 전기 인프라를 일괄 제공하되, GPU 및 IT 장비는 임차인이 직접 조달하는 구조다. GPU 및 IT 장치에 대한 초기투자 및 노후화 리스크를 배제하면서 안정적인 임대수익 창출이 가능하다. 총 300MW 까지 데이터센터 규모가 확장 가능하며, 이 중에서 40MW 는 20 년 장기계약 기반의 임차인을 확보한 상황이다.

기존사업 3.6 배 가치의 AI 데이터센터 신사업 진출

데이터센터 가치평가에 적용한 가정은 다음과 같다. MW 당 35 억원(escalation 연 2%)를 수취하며, 40MW 까지는 한전의 전력망을 사용하기 때문에 전기요금은 SGC 에너지를 경유하지 않는다고 가정했다(pass-through). 이후 데이터센터가 증설되며 100MW 를 넘어서서 LNG 현장발전소(on-site)를 운용할 경우에는 전력판매에 대한 매출액이 발생할 수 있으나, 모델의 단순화를 위해서 전기요금으로 인한 수익은 산정하지 않았다. 따라서 추정 매출액은 MW 기반의 임대수익 구조를 가정했다. 비용구조 역시 운영관리와 유지보수비, 감가상각비 중심으로 단순화했다. DCF 기반 300MW 확장을 전제로 한 데이터센터의 총 사업가치는 1.4 조원 수준으로 추산된다. 또한 기존사업의 가치는 약 0.4 조원(26 년 EBITDA 2,500 억원, EV/EBITDA 8.5 배 적용)으로 판단한다. 결론적으로 SOTP 방식으로 산출한 목표주가 86,000 원으로 상향한다. 신사업발표 이후 주가상승에도 불구하고 추가 상승여력이 남아있다고 판단한다.

2 단계 테넌트 확보가 두번째 주가 분기점

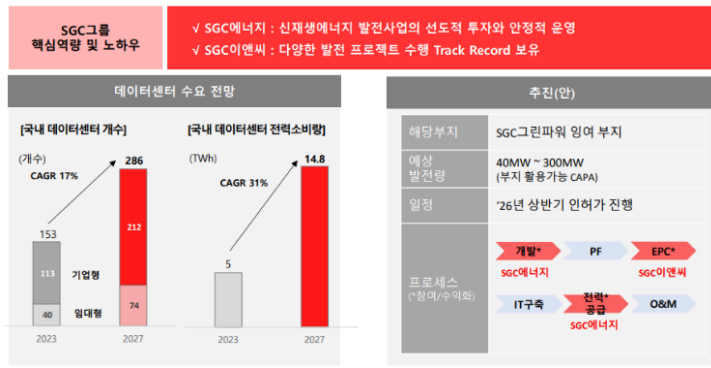
향후 핵심 모니터링 포인트는 다음과 같다. (1) 1단계 착공 및 상업운영 일정 준수 여부, (2) 2 단계 테넌트 확보 시점 및 조건, (3) PF 조달조건 및 국민성장펀드 자금조달 여부 (4) 100MW 이상 확장 시 현장발전(on-site) 방식의 LNG 발전소 건설 의사결정 여부에 대해서 추적할 필요가 있다. 특히 이 중에서 2 단계 테넌트 확보는 AI 데이터센터 수요의 가시성을 크게 높이는 촉매가 될 것으로 생각한다.

1. 안정적인 발전/건설에서 AIDC 신사업 진출

AI 데이터센터 사업에 진출하는 배경은 다음과 같다. 동사는 군산에 424MW 규모의 열병합 발전소를 보유한 집단에너지 사업자로, 전력사업 운영에 대한 역량을 축적했다. 그러나 발전사업 자체는 SMP(계통한계가격)에 연동된 수동적 수익구조로, 안정성은 높지만 성장 동력이 제한적이라는 평가를 지속적으로 받아왔다. 또한 공공 개념이 강한 전력 유틸리티 사업이기에 SMP 상한제등 정부의 규제에 자유롭지 못했다. 이에 경영진은 다양한 신규사업을 검토해 왔으며, 기존 발전소 운영 경험에 더해서 신규로 AI 데이터센터로 확장하는 것이 가장 이상적인 시너지를 창출할 수 있는 사업이라고 판단을 내린 것으로 추측한다.

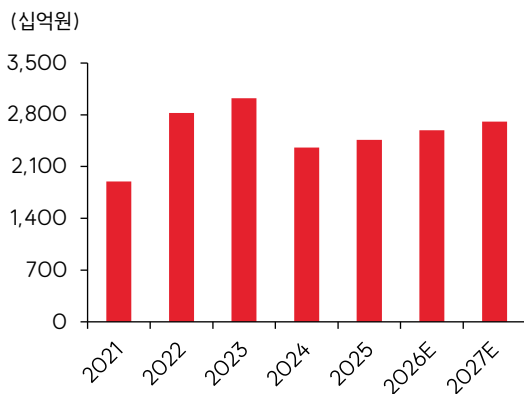
신규사업 진출

- 중장기 성장동력 발굴로 신규 투자 확대와 고부가가치 사업 진출 및 확대
- 신규 사업을 바탕으로 새로운 AI데이터센터를 구축하며 AI에너지 인프라 기반 사업자로 확장
- KT, 미래에셋증권과 3社 업무협약 완료 (2/3), AI데이터센터 에너지/인프라구축 등 수 과점 협력



자료: SGC에너지

SGC 에너지 매출액



자료: SK 증권

EV/EBITDA Band



자료: SK 증권

2. Powered Shell 방식의 비즈니스모델

Powered Shell 모델은 데이터센터 건물 외피(Shell)와 전기, 기계, 냉각 시스템을 포함한 인프라를 제공하되, GPU 등 IT 장비의 설치와 운영은 테넌트가 담당하는 구조다.

이 모델의 핵심은 GPU 교체 주기(보통 3~5 년)에 따른 대규모 재투자 리스크를 제거하면서, 건물과 인프라 기반의 안정적 장기 임대수익을 확보한다는 점에 있다.

비교 가능한 해외 상장사로는 미국의 Applied Digital(APLD)가 있다. 참고로 CoreWeave는 Powered Shell 방식이 아니라 직접 GPU 및 IT 인프라 투자를 집행하기 때문에 동사와 직접적인 비교가 어렵다고 판단한다. APLD는 Powered Shell 방식으로 운영하며, 총 700MW 규모의 AI 데이터센터 프로젝트를 추진하고 있다.

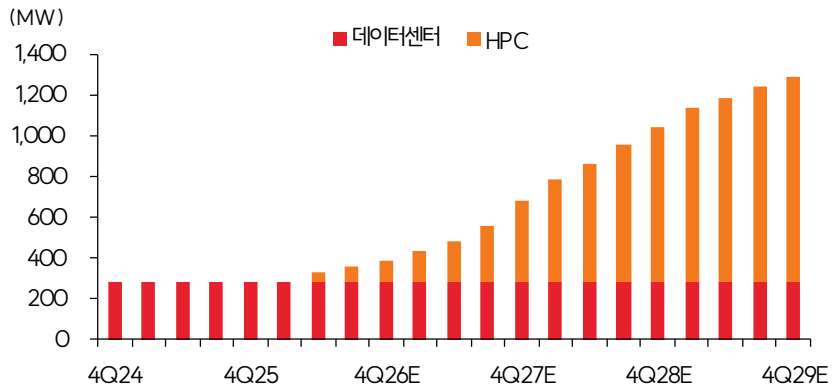
동사의 AI 데이터센터 부지는 기존에 보유한 부지에 전력 인프라가 구축되어 있다. 이는 토지비용 절감, 전력망 확보에 필요한 시간을 단축시킬 수 있다는 장점이 있다. 구체적으로 40MW까지는 한전으로부터 수전신청이 완료되어 있어서 별도의 발전소 건설없이 전력을 공급받을 수 있다. 이후 추가로 필요한 발전용량은 현장발전(on-site) 방식의 LNG 발전소 건설을 검토하는 것으로 알려졌다. 한전의 전력망을 사용하지 않는 자체 발전소를 사용하면 임대료 수익에 더해서 발전 수익까지 확보가 가능한 구조다.

SGC 에너지 데이터센터 사업개요

위치	전북 군산 국가 제2산업단지 내 SGC 그린파워 부지 약 3.5만평
규모	최종 300MW (1단계 40MW > 단계적 확장)
랙당 전력밀도	150kW/rack, Liquid-cooling 지원
일정	2026년 말 착공 > 28년 1단계(40MW) 상업운영 개시
파트너	KT (IT 인프라 담당), 미래에셋증권 (PF 및 자금조달)
SGC 에너지 역할	개발사업자, 출자자, 에너지 인프라 구축
비즈니스모델	Powered Shell
입지 강점	자가 발전소(424MW 열병합) 보유, 해저 통신케이블 설치 예정
기타	모듈형 데이터센터는 국내 최초

자료: SK 증권

APLD 데이터센터 용량 추이 및 전망



자료: APLD, SK 증권

APLD 캠퍼스별 투자 구조 비교

구분	AI-Native 캠퍼스 (CRWV)	하이퍼스케일러 캠퍼스
테넌트	CoreWeave	투자등급 하이퍼스케일러
용량	400 MW	200 MW
임대 조건	15년 장기 Take-or-Pay 계약	15년 장기 Take-or-Pay 계약
NOI 마진	88%	86%
총 CAPEX	\$4.8B	\$2.4B
자본 구조(부채/자기자본)	70% / 30%	80% / 20%

자료: APLD, SK 증권

3. 데이터센터 가치추정 주요변수

핵심가정	
데이터센터 용량	300MW
MW 당 임대료	35 억원
Escalation	2.0%
MW 당 투자비	110 억원
EBITDA Margin	60%
LTV	50%
차입금리	5.5%

자료: SK 증권

AI 데이터센터 가치를 추산하기 위한 중요변수는 데이터센터 용량(MW), 임대료, 투자비, 수익성으로 나눌 수 있다.

동사의 데이터센터는 모듈식으로 건설되며 최종적으로 300MW 까지 확장이 가능하다. 1 단계 40MW 는 테넌트가 확보되어 가시성이 높은 상태다. 그 이후 추가 수요를 확인하면서 순차적으로 증설할 계획을 밝혔다. 이를 반영해서 순차적으로 4 단계에 걸쳐서 증설할 것으로 가정했다.

가장 변동성이 큰 변수가 AI 데이터센터의 임대료 부분이다. 한국의 비수도권 데이터센터의 임대료는 MW 당 15~40 억원으로 그 폭이 넓다. APLD 의 Polaris Forge1 데이터센터의 경우 임대료는 MW 당 약 39 억원(400MW, 예상 매출액 \$11B)으로 추산된다. 이를 참조하여 SGC 에너지의 데이터센터는 MW 당 35 억원으로 가정했다. 동사의 데이터센터의 전력밀도가 150kW/rack 으로 하이엔드급 AI 데이터센터임을 감안했다.

MW 당 투자비는 110 억원/MW 를 가정했다. APLD 는 MW 당 168 억원에 건설이 가능하다고 밝혔으며, SGC 에너지는 비수도권 입지와 자사부지 활용에 따라서 비용이 절감을 반영했다.

수익성으로는 EBITDA 마진 60%를 가정했다. 데이터센터는 투자시점 및 감가상각 내용연수 가정에 따라서 영업이익률 변동폭이 크기 때문에 EBITDA 마진을 활용했다. 비교기업인 APLD 는 구체적인 EBITDA 가이드를 공개하지 않으며, 사이트레벨 NOI 마진(각각 88%, 86%)를 제시한다. NOI 는 임대매출에서 직접 운영비를 차감한 지표이기 때문에, 이 지표에서 추산하면 EBITDA 마진은 56~60% 수준으로 추정된다.

300MW 에 필요한 총 CAPEX 는 3.3조원(MW 당 투자비 110 억원 가정)으로 추정한다. 이는 각 단계별로 SPC 를 설립하여 PF 를 활용할 계획이다. 또한 국민성장펀드를 통한 낮은 금리수준(약 2% 내외)으로 부채조달이 가능할 것으로 보인다. SPC 에 대한 지분율은 현재까지 SGC 에너지 100% 단독출자 방식이나, 향후 사업 진행에 따라서 외부투자 가능성은 열려있다. 자본조달 가정에는 LTV 50%, 차입금리 5.5%, 상환기간 15 년, 원금균등 방식을 가정했다. 실제로 국민성장펀드를 통한 대출을 활용할 경우에는 본 가정보다 유리하게 진행될 가능성이 있다.

구분	단위	AI 데이터센터	비교
PV of FCFE	(십억원)	1,387	
PV of Residual Value	(십억원)	26	데이터센터 잔존가치
PV of AI Data Center	(십억원)	1,414	
Terminal Growth Rate	(%)	1.0	
Cost of Equity	(%)	12.0	
Equity IRR	(%)	25.2	

자료: SK 증권

Key Factors	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2053E	2054E	2055E	2056E
EBITDA	0	84	86	218	223	455	464	709	1,034	1,054	1,075	1,097
EBITDAMargin	0.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
매출액	0	140	143	364	371	758	773	1,182	1,723	1,757	1,792	1,828
총 가동 용량(MW)	0	40	40	100	100	200	200	300	300	300	300	300
1단계	0	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
2단계	0	0	0	60	60	60	60	60	60	60	60	60
3단계	0	0	0	0	0	100	100	100	100	100	100	100
4단계	0	0	0	0	0	0	0	100	100	100	100	100
MW 당 임대료	0.0	3.5	3.6	3.6	3.7	3.8	3.9	3.9	5.7	5.9	6.0	6.1
영업비용	0	69	70	177	180	366	372	567	783	797	811	826
운영관리비	0	14	14	36	37	76	77	118	172	176	179	183
기타운영비	0	42	43	109	111	227	232	355	517	527	538	548
감가상각비	0	13	13	31	31	63	63	94	94	94	94	94
영업이익	0	71	73	187	191	392	401	615	939	960	981	1,003
영업이익률	0.0%	51.0%	51.2%	51.4%	51.5%	51.7%	51.9%	52.0%	54.5%	54.6%	54.7%	54.8%
이자비용	-6	-12	-20	-28	-41	-53	-64	-74	0	0	0	0
법인세	0	13	12	35	33	75	74	119	207	211	216	221
당기순이익	-6	47	41	124	118	264	263	422	733	749	765	782
순이익률	0.0%	33.3%	29.0%	34.1%	31.6%	34.9%	34.0%	35.7%	42.5%	42.6%	42.7%	42.8%
(+) 감가상각비	0	13	13	31	31	63	63	94	94	94	94	94
(-) CAPEX	-440	0	-660	0	-1,100	0	-1,100	0	0	0	0	0
(+) 순차입변동	220	-15	315	-37	513	-73	477	-110	0	0	0	0
FCFE	-226	44	-291	119	-438	254	-298	406	827	843	860	876

자료: SK 증권

4. SOTP Valuation

동사의 목표주가는 기존 사업의 가치와 데이터센터 신사업의 가치를 합산해서 산출했다. 26년 추정 EBITDA 2,500 억원, EV/EBITDA 8.5 배를 적용해서 기존사업의 가치를 적용했다. 기존사업의 가치는 3,930 억원으로 추산된다.

여기에 AI 데이터센터의 사업가치 8,480 억원을 합산했다. 데이터센터가 계획대로 300MW 까지 모두 확장한다고 가정하면 DCF를 사용한 최종가치는 1조 4,140 억원으로 판단한다. 그러나 AI 데이터센터 수요 확보에 대한 불확실성, 신규사업 진출로 인한 시행착오 등의 리스크를 감안하여 할인율 40%를 적용했다.

기존사업의 가치 3,930 억원 대비 AI 데이터센터의 추정 가치 1조 4,140 억원으로, 데이터센터 사업이 기존 사업대비해서 약 3.6 배에 달하는 성장옵션을 제공한다는 점이 핵심이다.

목표주가 산정			
구분	단위	SOTP	기타
26년 EBITDA	(십억원)	250	
EV/EBITDA	(배)	8.5	기존사업 평균 EV/EBITDA
EV	(십억원)	2,125	
(-) 순차입금	(십억원)	1,732	
Legacy business Equity Value	(십억원)	393	
AIDC Equity Value	(십억원)	1,414	300MW 모두 확장
할인율	(%)	40%	실행 리스크 반영하여 할인율 적용
AIDC Equity Value	(십억원)	848	
합산	(십억원)	1,241	
발행주식수	(천 주)	14,409	
목표주가	(원)	86,000	
현재주가	(원)	62,000	
상승여력	(%)	+38.7	

자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	1,201	1,320	1,374	1,464	1,513
현금및현금성자산	283	318	186	210	215
매출채권 및 기타채권	554	466	450	477	495
재고자산	180	201	193	205	213
비유동자산	1,767	2,116	2,096	2,098	2,099
장기금융자산	90	105	85	87	89
유형자산	1,448	1,380	1,332	1,332	1,332
무형자산	9	13	14	12	11
자산총계	2,968	3,436	3,470	3,562	3,612
유동부채	1,630	1,634	1,873	2,014	2,097
단기금융부채	1,018	1,040	1,310	1,418	1,479
매입채무 및 기타채무	451	353	541	573	595
단기충당부채	2	2	1	2	2
비유동부채	468	914	823	825	826
장기금융부채	434	882	792	792	792
장기매입채무 및 기타채무	3	3	3	3	3
장기충당부채	15	15	15	16	16
부채총계	2,099	2,548	2,696	2,839	2,923
지배주주지분	719	758	711	666	635
자본금	73	73	73	73	73
자본잉여금	427	427	461	461	461
기타자본구성요소	-14	-14	-14	-14	-14
자기주식	-0	-0	-0	-0	-0
이익잉여금	233	271	190	145	114
비지배주주지분	150	131	63	57	54
자본총계	869	888	774	723	689
부채와자본총계	2,968	3,436	3,470	3,562	3,612

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업활동현금흐름	-33	94	63	89	107
당기순이익(손실)	17	36	-85	-27	-10
비현금성항목등	190	274	243	222	230
유형자산감가상각비	105	118	118	118	118
무형자산상각비	2	1	2	2	2
기타	83	156	122	102	110
운전자본감소(증가)	-155	-105	23	-4	-3
매출채권및기타채권의감소(증가)	39	13	84	-27	-18
재고자산의감소(증가)	23	27	22	-12	-8
매입채무및기타채무의증가(감소)	-60	-93	21	33	22
기타	-119	-142	-135	-95	-108
법인세납부	-33	-31	-17	7	2
투자활동현금흐름	-24	-469	-87	-128	-125
금융자산의감소(증가)	107	-115	32	-6	-4
유형자산의감소(증가)	-127	-44	-60	-118	-118
무형자산의감소(증가)	-1	-1	-4	0	0
기타	-3	-309	-56	-4	-3
재무활동현금흐름	57	410	138	84	36
단기금융부채의증가(감소)	163	-247	33	108	61
장기금융부채의증가(감소)	-93	487	132	0	0
자본의증가(감소)	0	-0	35	0	0
배당금지급	-26	-26	-28	-24	-24
기타	13	196	-35	-0	0
현금의 증가(감소)	-0	35	-132	24	5
기초현금	283	283	318	186	210
기말현금	283	318	186	210	215
FCF	-161	50	3	-29	-11

자료 : SGC에너지, SK증권 추정

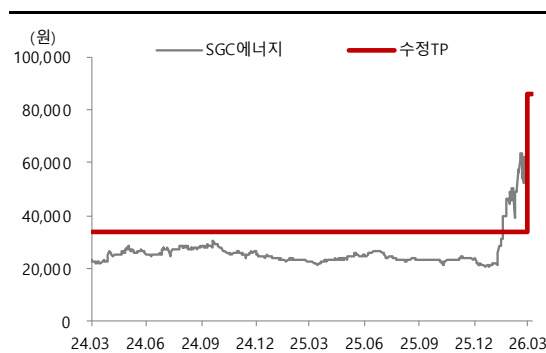
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	3,024	2,355	2,461	2,589	2,707
매출원가	2,813	2,051	2,257	2,342	2,432
매출중이익	211	304	204	248	275
매출중이익률(%)	7.0	12.9	8.3	9.6	10.2
판매비와 관리비	104	114	108	117	122
영업이익	107	190	96	130	153
영업이익률(%)	3.5	8.1	3.9	5.0	5.6
비영업손익	-78	-135	-190	-163	-165
순금융손익	-42	-77	-93	-108	-112
외환관련손익	-4	-4	-4	0	0
관계기업등 투자손익	-1	-1	-1	0	0
세전계속사업이익	28	55	-94	-33	-12
세전계속사업이익률(%)	0.9	2.3	-3.8	-1.3	-0.5
계속사업법인세	11	19	-9	-7	-2
계속사업이익	17	36	-85	-27	-10
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	17	36	-85	-27	-10
순이익률(%)	0.6	1.5	-3.5	-1.0	-0.4
지배주주	42	65	-56	-21	-7
지배주주귀속 순이익률(%)	1.4	2.8	-2.3	-0.8	-0.3
비지배주주	-25	-29	-30	-6	-3
총포괄이익	15	33	-87	-27	-10
지배주주	40	63	-56	-17	-6
비지배주주	-25	-30	-30	-10	-4
EBITDA	214	308	216	250	273

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	7.1	-22.1	4.5	5.2	4.5
영업이익	-49.0	77.5	-49.5	35.9	17.4
세전계속사업이익	-85.7	93.4	적전	적지	적지
EBITDA	-34.8	43.8	-29.8	15.6	9.0
EPS	-62.0	54.3	적전	적지	적지
수익성 (%)					
ROA	0.6	1.1	-2.5	-0.8	-0.3
ROE	6.0	8.8	-7.6	-3.0	-1.0
EBITDA마진	7.1	13.1	8.8	9.7	10.1
안정성 (%)					
유동비율	73.6	80.8	73.4	72.7	72.2
부채비율	241.6	286.9	348.3	392.6	424.4
순차입금/자기자본	120.1	157.0	223.8	250.3	270.2
EBITDA/이자비용(배)	3.2	3.2	2.0	2.0	2.1
배당성향	58.1	37.7	-44.1	-118.9	-360.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,924	4,512	-3,857	-1,429	-471
BPS	49,924	52,584	49,360	46,231	44,060
CFPS	10,372	12,731	4,505	6,891	7,831
주당 현금배당금	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700
Valuation지표 (배)					
PER	93	55	-	-	-
PBR	0.5	0.5	0.4	1.3	1.4
PCR	2.6	1.9	4.9	9.0	7.9
EV/EBITDA	7.4	6.1	9.8	9.0	8.4
배당수익률	6.2	6.9	7.7	6.5	6.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.03.26	매수	86,000원	6개월		
2024.04.24	매수	34,000원	6개월	-23.08%	86.47%



COMPLIANCE NOTICE

작성자(나민식)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026 년 03 월 26 일 기준)	매수	93.59%	중립	6.41%	매도	0.00%
--	----	--------	----	-------	----	-------