



2018년 4월 19일 | Equity Research

지엔씨에너지 (119850)

친환경 발전 본궤도 진입. 비즈니스 모델이 너무 좋다!

친환경 에너지 기업으로 변신중인 지엔씨에너지

지엔씨에너지의 사업부문은 비상발전기 부문, 바이오 가스 발전, 지열시스템 및 연료전지 부문으로 구성되어 있다. 현재 회사의 주력사업부는 비상발전기사업이며 IDC(Internet Data Center) 및 R&D센터, 발전소 및 플랜트, 대형복합쇼핑몰, 주택 및 일반건축물 등 다양한 수요처를 확보하고 안정적인 수익을 창출하고 있다. 특히 IDC 향 비상발전기사업에서 70%를 초과하는 시장점유율을 확보하고 있다. 지엔씨에너지의 신성장 동력으로 육성하고 있는 바이오가스발전사업은 폐기물 및 정화조에서 발생하는 가스를 활용하여 전력을 생산하여 판매하는 친환경발전사업이다.

고수익 '친환경 발전' : 발전소 수(Q)가 늘어난다!

고수익성 신사업 '바이오가스 발전사업'이 지엔씨에너지의 실적 성장을 견인할 전망이다. 바이오가스 발전사업은 음식물매립지, 오·폐수장에서 발생하는 바이오가스를 연소시켜 '전력'과 'REC(신재생에너지 공급인증서)'를 생산/판매하는 사업이다. 지엔씨에너지는 2018년 1분기 기준 총 7개(설비용량 : 5.8MWh)의 바이오가스 발전소를 운영하고 있으며 2018년 말 9개(7.4MWh), 2019년 12개(8.9MWh)의 바이오가스 발전소를 운영할 것으로 예상된다.

2018년 친환경 발전사업부문의 매출액은 73억원(YoY, +84.4%)을 달성할 것으로 예상되며, 친환경 발전사업은 원재료(음식물쓰레기, 오·폐수)비가 없어 수익성이 우수한 특성을 지니고 있다.

'지자체'와 '지엔씨에너지' 모두 좋은 매력적인 비즈니스 모델!

지엔씨에너지가 영위하는 바이오가스 발전은 지방자치단체 입장에서 매몰비용인 폐기물 처리비용을 전력 및 REC 매출로 전환이 가능한 비즈니스 모델이다. 바이오가스 발전소 설립은 지방자치단체와 지엔씨에너지 모두 Win-Win이 가능하기에 지속적인 발전소 수 확장이 가능하다는 판단이며 위에 추정된 운용 발전소 개수에서 추가적인 발전소 및 설비용량 확대도 충분히 가능하다는 판단이다.

Initiation

Not Rated

CP(4월 18일): 5,160원

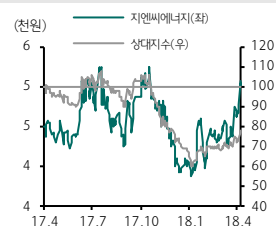
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	893.32
52주 최고/최저(원)	5,350/3,970
시가총액(십억원)	84.1
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	16,295.8
60일 평균 거래량(천주)	192.7
60일 평균 거래대금(십억원)	0.9
18년 배당금(예상, 원)	60
18년 배당수익률(예상, %)	1.16
외국인지분율(%)	3.32
주요주주 지분율(%)	
안병철 외 7인	35.08
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	13.3 0.2 11.0
상대	13.4 (25.0) (21.2)

Consensus Data

	2016	2017
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2014	2015	2016	2017	2018F
매출액	십억원	72.4	110.3	116.4	91.8	144.6
영업이익	십억원	5.3	9.2	10.8	6.6	14.0
세전이익	십억원	5.3	7.6	8.4	7.0	17.1
순이익	십억원	4.2	6.4	6.9	5.7	12.9
EPS	원	266	378	411	351	792
증감률	%	(33.5)	42.1	8.7	(14.6)	125.6
PER	배	12.81	10.99	10.35	11.68	6.52
PBR	배	1.09	1.19	1.10	0.98	1.07
EV/EBITDA	배	10.67	7.65	6.36	9.41	6.13
ROE	%	9.23	11.87	11.80	9.02	18.05
BPS	원	3,129	3,505	3,875	4,172	4,825
DPS	원	70	80	120	60	60



Analyst 강준구
02-3771-7736
jungukang@hanafn.com

투자포인트

1. 고수익성 친환경 발전 본궤도 진입, 비즈니스 모델이 너무 좋다.

지엔씨에너지의 고수익성 신사업 '바이오가스 발전사업'의 본궤도 진입으로 수익성 개선이 기대된다. 바이오가스 발전사업은 음식물매립지, 오·폐수장에서 발생하는 바이오가스를 연소시켜 전력을 생산/판매하는 사업이다.

REC(Renewable Energy Certificate) : 신재생에너지 공급인증서, 대형 발전사(500MW 이상)들은 발전량의 일정 비율을 신재생에너지 발전으로 충당하게 되어 있으며, 이를 충당하지 못할시 외부에서 REC를 구매해 의무발전비율을 충족해야 함

SMP(System Marginal Price) : 계통한계가격, 일반발전기(원자력, 석탄 외의 발전기)의 전력량에 대해 적용하는 전력시장가격(원/kWh)으로서, 전력생산에 참여한 일반발전기 중 변동비가 가장 높은 발전기의 변동비로 결정

지엔씨에너지는 2018년 1분기 기준 전국에 총 7개(설비용량 : 5.8MWh)의 바이오가스 발전소를 운영하고 있다. 2018년 말 9개(7.4MWh), 2019년 12개(8.9MWh)의 바이오가스 발전소를 운영할 것으로 예상한다.

지엔씨에너지가 영위하는 바이오가스 발전은 지방자치단체 입장에서 매몰비용인 폐기물 처리비용을 REC 및 전력판매수익으로 전환이 가능한 비즈니스 모델이다. 그렇기에 지방자치단체와 지엔씨에너지 모두 Win-Win이 가능해 지속적인 발전소 수 확장이 가능하다는 판단이다.

바이오가스 발전사업 수익은 REC(신재생에너지 공급인증서, Renewable Energy Certificate) 가격과 전력판매 가격(SMP, System Marginal Price)에 의해 결정된다. 바이오가스 발전은 기존 주력 발전인 화력발전과는 달리 전력생산에 따른 연료비가 발생하지 않아 수익성이 우수하며 전력생산량 증가에 따른 영업 레버리지 효과가 큰 발전이다.

표 1. 신재생에너지 발전사 매출구조

매출구조	발전량 x SMP + REC매출
REC매출	(신재생 에너지 발전 인증)발전량 x 가중치 x 판매단가
가중치	정부고시(태양광은 설치유형에 따라 1 ~ 1.5, 육상풍력 1 등)
REC판매방식	현물시장(경매방식) or 계약시장(의무자와 장기계약)을 통해 판매
자료: 하나금융투자	

그림 1. 바이오가스 발전 구조



자료: 지엔씨에너지, 하나금융투자

2. IDC향 대용량 비상용발전기 수주 확대

인터넷 및 모바일을 이용한 정보 사용량의 증가, IoT, 클라우드 컴퓨팅, 빅데이터 시장의 확대로 IDC(Internet Data Center)의 건립과 증설이 이어지고 있다. 국내업체들의 IDC 투자뿐만 아니라 마이크로소프트, 아마존과 같은 글로벌 IT업체들이 국내에 IDC 설치를 선호하고 있다. 글로벌 기업들이 국내에 IDC 설치를 선호하는 이유는 ① 저렴한 산업전기로 ② 지진으로부터 안전한 지질학적 위치 ③ 수준 높은 IT 인프라에 기인한다. 많은 양의 전력을 소모하는 IDC센터는 전력공급이 매우 중요한 이슈이며, 정전이나 유사사항에 대비한 자가발전망과 비상발전기는 필수적 요소이다. 국내 IDC향 비상발전기시장에서 지엔씨에너지는 70%를 초과하는 시장 점유율을 차지하고 있어 시장 성장에 따른 수혜를 기대한다.

지엔씨에너지가 IDC향 대용량 비상용발전기 시장을 과점하는 핵심 경쟁력은 ‘기술력’과 ‘경력’이다. 지엔씨에너지는 발전기를 병렬로 연결하여 대용량 발전을 가능케 하는 설계능력을 보유하고 있다. 또한 과거 수주 경력을 바탕으로 건축물의 비상용발전기 전력망 설계 단계에서부터 참여하는 경우도 다수 있으며, 지엔씨에너지는 이러한 기술력과 레퍼런스를 바탕으로 높은 수주 경쟁력을 보유했다는 판단이다.

표 2. 지엔씨에너지 비상용 발전기 주요 수주 내역

	계약내용
	엠코코리아 공장 가스터빈 신축공사 비상발전기 설치 공급
	NH통합 IT센터 가스터빈 신축공사 비상발전기 설치 공급
	KT여의도 IDC 가스터빈 비상발전기 수주 설치 공급
	신세계백화점 강남점 증축공사 비상발전기 설치 공급
	신세계건설 하남 복합센터 비상 발전기 설치 공급
	수원광명간 고속도로 민간투자사업 비상 발전기 설치 공급
	베트남 삼성디스플레이 현장 발전기 설치 공급
	KT목동 IDC비상발전기 설치 공급
	이라크 까르빌라 프로젝트 발전기 설치 공급
	필리핀 삼성전기 비상발전기 공급
	새마을금고 IT센터 가스터빈 비상발전기 설치 공급
	셀트리온 제1공장 증설공사 설치 공급
	여의도 파크원 개발사업 설치 공급
	대구은행 DGB혁신센터 신축공사 설치 공급

자료: 지엔씨에너지, 하나금융투자

실적추정 및 기업개요

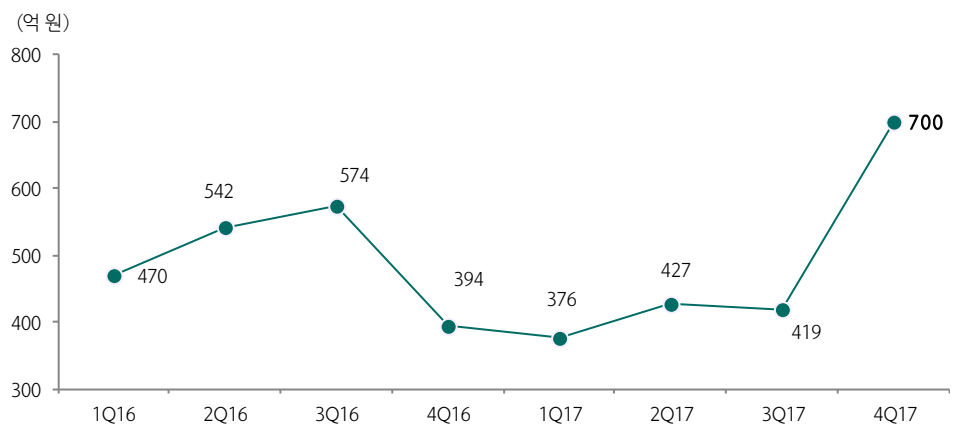
1. 18년 실적 : 매출액 및 영업이익 전년대비 각각 +57.4%, +113.1% 성장 전망

2018년 지엔씨에너지의 실적은 매출액 1,446억원(YoY, +57.4%), 영업이익 140억원(YoY, +113.1%)을 전망한다. 실적 성장의 주된 이유는 ① 2017년 4분기 코텍엔지니어링 인수에 따른 실적 성장과 ② 고수익성 신사업 '바이오가스 발전'이 본궤도에 진입한 점, ③ 본업인 비상용발전기 수주 확대에 따른 외형 및 수익성 개선에 기인한다.

2017년 말 기준 비상용발전기 수주잔고는 700억원이다. 수주잔고가 매출로 인식되는 평균시기가 6~9개월 정도인 점과, 과거 평균 수주잔고 대비 사상 최대 수준인 점을 고려 시 2018년 비상용발전기 부문 외형 성장은 무리가 없다는 판단이다. 1분기는 비상용발전기가 비수기인 계절적 특성을 지니고 있어, 2018년 2분기부터 본격적인 실적 성장이 예상된다.

친환경발전은 'REC(신재생에너지 공급인증서)'의 특징상 분기별 실적 추정이 제한적인 면이 있다. 신재생에너지 공급인증서는 발급받은 주체가 발급과 동시에 '의무공급자(REC 구매자, 주로 한국전력 발전 자회사)'에게 판매하는 것이 아니라 일정기간 보관 후 원하는 시점에 판매를 할 수 있기에 판매시점 추정이 제한적이다. 다만 REC가격이 상승하였을 때 판매할 것으로 예상되며, 의무공급자가 의무 비율을 충족해야 되는 하반기에 REC 가격 상승 가능성이 높다는 판단이다.

그림 2. 비상용발전기 수주잔고 추이



자료: 지엔씨에너지, 하나금융투자

2. 기업개요 : 비상용발전기 기업에서 친환경에너지 회사로 변신 중

본업 : 비상용발전기

신사업 1 : 바이오 가스발전

신사업 2 : 지열 냉난방 시스템 및
연료전지(코텍엔지니어링 인수)

지엔씨에너지의 사업부문은 비상발전기 부문, 바이오 가스발전, 지열 냉난방 시스템 및 연료전지 부문으로 구성되어 있다. 현재 회사의 주력사업부는 비상발전기사업이며 IDC(Internet Data Center) 및 R&D센터, 발전소 및 플랜트, 대형복합쇼핑몰, 주택 및 일반건축물 등 다양한 수요처를 확보하고 안정적인 수익을 창출하고 있다. 특히 IDC 향 비상발전기사업에서 70%를 초과하는 시장점유율을 확보하고 있다. 지엔씨에너지의 신성장 동력으로 육성하고 있는 바이오가스발전 사업은 폐기물 및 정화조에서 발생하는 가스를 활용하여 전력을 생산하여 판매하는 친환경발전사업이다.

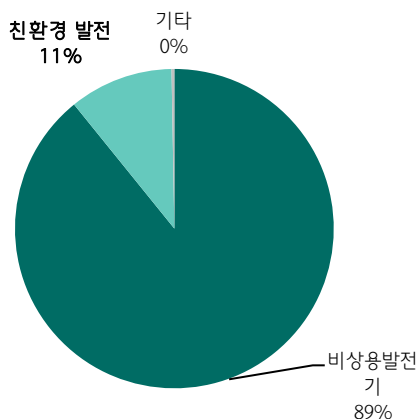
2017년 4분기 코텍엔지니어링 인수

2017년 4분기 지엔씨에너지는 '지열 냉난방 시스템' 및 '연료전지' 사업을 영위하는 코텍엔지니어링을 인수했다(지분 60%). 코텍엔지니어링은 '세종시 정부청사', '제2 롯데월드' 등의 건축물에 지열 냉난방 시스템을 구축한 이력이 있는 국내 1위 업체이다.

최근 친환경 이슈 부각 및 규제 강화로 지열 냉난방 시스템 및 연료전지 사업의 전방 분위기가 긍정적이다. 서울시는 신규 건축물 허가에 있어 일정 면적(연 면적 10만㎡ 이상 건축물, 사업면적 9만㎡ 이상 30만㎡이하 재건축/재개발 정비사업)의 민간건축물에 대해 전체 에너지 사용량의 16% 이상을 신재생에너지로 설치하도록 하고 있어 지열 냉난방 시스템 및 연료전지에 대한 수요가 확대되고 있는 상황이다.

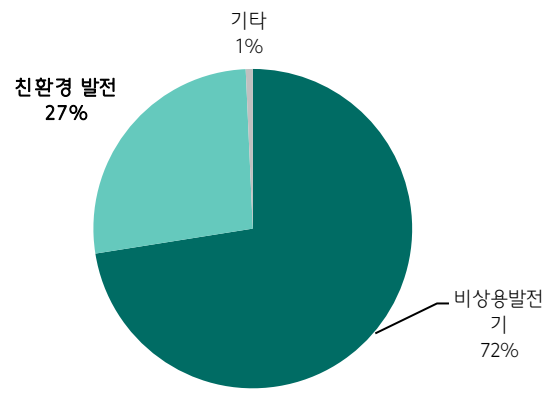
2017년 코텍엔지니어링의 실적은 매출액 261억원(YoY, +36.6%), 영업이익 16억원(YoY, +77.8%)을 실현하였다.

그림 3. 지엔씨에너지 영업이익 비중 (2016년 기준)



자료: 지엔씨에너지, 하나금융투자

그림 4. 지엔씨에너지 영업이익 비중 (2017년 기준)



자료: 지엔씨에너지, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018F
매출액	72.4	110.3	116.4	91.8	144.6
매출원가	63.3	96.5	101.8	81.1	123.8
매출총이익	9.1	13.8	14.6	10.7	20.8
판매비	3.9	4.6	3.8	4.2	6.8
영업이익	5.3	9.2	10.8	6.6	14.0
금융손익	0.0	(1.3)	(0.7)	0.8	0.8
중속/관계기업손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	(0.3)	(1.7)	(0.4)	2.3
세전이익	5.3	7.6	8.4	7.0	17.1
법인세	1.1	1.3	1.5	1.3	4.2
계속사업이익	4.2	6.4	6.9	5.7	12.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	4.2	6.4	6.9	5.7	12.9
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	1.3
지배주주순이익	4.2	6.4	6.9	5.7	11.6
지배주주지분포괄이익	4.0	6.4	6.9	5.8	12.9
NOPAT	4.1	7.7	8.9	5.4	10.6
EBITDA	6.1	10.2	12.0	7.9	15.4
성장성(%)					
매출액증가율	7.4	52.3	5.5	(21.1)	57.5
NOPAT증가율	(14.6)	87.8	15.6	(39.3)	96.3
EBITDA증가율	(3.2)	67.2	17.6	(34.2)	94.9
영업이익증가율	(5.4)	73.6	17.4	(38.9)	112.1
(지배주주)순이익증가율	0.0	52.4	7.8	(17.4)	103.5
EPS증가율	(33.5)	42.1	8.7	(14.6)	125.6
수익성(%)					
매출총이익률	12.6	12.5	12.5	11.7	14.4
EBITDA이익률	8.4	9.2	10.3	8.6	10.7
영업이익률	7.3	8.3	9.3	7.2	9.7
계속사업이익률	5.8	5.8	5.9	6.2	8.9
투자지표					
	2014	2015	2016	2017	2018F
주당지표(원)					
EPS	266	378	411	351	792
BPS	3,129	3,505	3,875	4,172	4,825
CFPS	410	590	742	505	1,003
EBITDAPS	386	606	715	485	948
SPS	4,602	6,530	6,915	5,636	8,872
DPS	70	80	120	60	60
주가지표(배)					
PER	12.8	11.0	10.4	11.7	6.5
PBR	1.1	1.2	1.1	1.0	1.1
PCFR	8.3	7.0	5.7	8.1	5.1
EV/EBITDA	10.7	7.7	6.4	9.4	6.1
PSR	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6
재무비율(%)					
ROE	9.2	11.9	11.8	9.0	18.1
ROA	5.8	7.5	7.4	5.7	11.2
ROIC	9.6	14.9	15.6	9.2	17.3
부채비율	58.4	56.6	61.6	56.1	61.7
순부채비율	14.2	14.3	11.9	11.5	11.9
이자보상배율(배)	18.9	23.2	38.5	23.4	51.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018F
유동자산	45.7	52.7	64.0	57.2	72.2
금융자산	12.8	9.5	18.3	14.3	15.1
현금성자산	6.0	3.7	16.2	12.0	11.6
매출채권 등	22.3	28.2	36.7	31.6	39.2
재고자산	9.6	13.9	8.1	10.9	17.2
기타유동자산	1.0	1.1	0.9	0.4	0.7
비유동자산	35.1	36.1	34.0	46.0	54.1
투자자산	4.8	6.1	6.0	12.2	19.2
금융자산	3.6	5.0	6.0	4.1	6.5
유형자산	21.1	22.5	22.5	28.5	29.5
무형자산	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0
기타비유동자산	9.0	7.4	5.4	5.2	5.4
자산총계	80.7	88.8	98.0	103.3	126.2
유동부채	23.9	27.1	33.5	34.0	44.6
금융부채	15.2	13.4	22.0	19.0	21.3
매입채무 등	6.6	10.9	9.1	14.2	22.3
기타유동부채	2.1	2.8	2.4	0.8	1.0
비유동부채	5.8	5.0	3.9	3.1	3.6
금융부채	4.9	4.2	3.5	2.8	3.1
기타비유동부채	0.9	0.8	0.4	0.3	0.5
부채총계	29.7	32.1	37.3	37.1	48.2
지배주주지분	51.0	56.7	60.7	66.1	76.8
자본금	4.3	4.3	4.3	8.3	8.3
자본잉여금	20.9	21.3	21.3	17.5	17.5
자본조정	(1.9)	(2.4)	(2.2)	(1.8)	(1.8)
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2
이익잉여금	27.6	33.4	37.1	42.0	52.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	1.3
자본총계	51.0	56.7	60.7	66.1	78.1
순금융부채	7.3	8.1	7.2	7.6	9.3
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018F
영업활동 현금흐름	(3.4)	3.1	5.6	12.3	6.4
당기순이익	4.2	6.4	6.9	5.7	12.9
조정	1.8	2.0	4.0	0.2	(0.8)
감가상각비	0.8	1.0	1.2	1.3	1.5
외환거래손익	0.2	0.1	0.8	(0.5)	0.0
지분법손익	(0.0)	0.0	0.6	0.0	0.0
기타	0.8	0.9	1.4	(0.6)	(2.3)
영업활동 현금흐름	(9.4)	(5.3)	(5.3)	6.4	(5.7)
투자활동 현금흐름	(4.2)	(2.1)	2.9	(12.9)	(10.8)
투자자산감소(증가)	(1.9)	(1.4)	0.0	(6.3)	(7.0)
유형자산감소(증가)	(0.9)	(2.1)	(1.1)	(7.1)	(2.5)
기타	(1.4)	1.4	4.0	0.5	(1.3)
재무활동 현금흐름	8.7	(3.3)	3.9	(3.4)	1.6
금융부채증가(감소)	1.9	(2.5)	7.9	(3.7)	2.6
자본증가(감소)	9.2	0.4	0.0	0.2	0.0
기타재무활동	(2.1)	(0.6)	(3.3)	1.1	0.0
배당지급	(0.3)	(0.6)	(0.7)	(1.0)	(1.0)
현금의 증감	0.9	(2.3)	12.4	(4.1)	(0.4)
Unlevered CFO	6.5	10.0	12.5	8.2	16.3
Free Cash Flow	(4.4)	1.0	4.5	4.0	3.9

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

- 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.2%	8.2%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 4월 19일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(강준구)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 04월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(강준구)는 2018년 04월 20일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.