

삼천리(004690)

삼천리 기업분석 리포트

2006. 04. 28



SNU Midas Investment Club

Research Team #4

남애란, 이종욱, 이기수, 한가영

도시가스 산업은 시민 생활과 직접 관련되는 생활 필수품적인 산업이다. 소비자들에게 도시가스를 공급하기 위해서는 돈이 많이 드는 대규모의 설비 투자가 지속적으로 필요한 데 이를 굳이 여럿이서 중복되게 할 필요성은 없다. 따라서 국가는 산업의 특성상 삼천리에게 경기 서남부와 인천지역의 독점권을 부여했으며 삼천리는 이를 바탕으로 안정적인 수입을 확대시켜왔다. 그래서 우리는 삼천리를 “지역독점형” 기업이라고 부른다.

정부로부터 직접적인 보호를 받는 것은 좋지만, 또한 직접적인 규제를 받아야 하는 것이 도시가스 산업이다. 국민들에게 안정적인 에너지 가격을 제공해야 한다는 압박을 받고 있는 정부로써는 도시가스 사업자들에게 최소의 이익을 보장해주되 최대의 이익은 규제할 수 밖에 없는 것이다. 더군다나 도시가스 보급률도 이제는 정상에 올라 매출 성장률 역시 예전 같지는 않고, 그나마 믿었던 정부조차 몇 년 전부터 집단에너지 산업이라는 새로운 양자를 들고 여기에 손을 들어주고 있는 입장이니 삼천리로서는 슬슬 또 다른 자신의 살 길을 찾아야 할 상태에 이르렀다.

자, 그렇다면 우리는 삼천리의 무엇을 볼 것인가? 대답은 자명하다. **영화로웠던 지난 날의 영광이 얼마나 더 지속될 것인지에 대한 지속성의 문제, 삼천리의 앞길을 가로막는 환경 변화 속에서 삼천리가 어떤 내공으로 본때를 보여 줄 것인지에 대한 성장성의 문제**, 이 두 가지를 삼천리 투자 포인트로 잡고 보고서를 시작해보겠다!

첫째, 삼천리의 지속성

삼천리가 가진 지역 독점의 매력은 어느 정도인가? 지금까지 안정적으로 확보되었던 수익률이 얼마나 지속 가능할 것인가? 즉 아직 남은 파이는 얼마나 되는가? 지속성을 변화시킬 또 다른 이슈들은 없는가?

둘째, 삼천리의 성장성

삼천리는 또 다른 파이를 찾을 수 있을까? 또 다른 파이를 먹기 위하여 삼천리는 어떠한 노력을 하고 있는가?

I. 산업분석

도시가스 산업은

1) 가정용/업무, 산업용의 연료로 생활필수품적 산업으로 안전관리와 안정적 공급의무를 지고 있는 공익산업적 특성을 가지고 있다. 따라서 도시가스 산업은 도시가스 사업법을 주된 법령으로 하여 정부로부터 안전문제와 요금책정, 공급권역에 대한 규제와 보호를 동시에 받고 있다. 그 결과 가격탄력성이 낮고 상품 대금의 유동성이 높은 특성을 보인다.

2) 국내의 천연가스는 필요한 대부분의 gas를 수입하여 유통시키는 유통산업의 특성을 띤다. 3) 도시가스가 소비자에게 공급되기 위해서는 초기 대규모의 설비투자(배관 투자, 안전관리 투자)가 필요하다. 4) 영업용, 산업용을 제외하고는 경기변동과의 연관성은 낮은 편이며, 난방이 많이 필요한 동절기의 가스 판매량 비중이 높다. 5) 파이프를 통한 공급으로 물류개념이 낮고, 관내재고로 재고관리 비용이 낮은 편이다. 6)연소시의 저 공해성, 높은 열 효율성 등 여타의 에너지원에 비해 많은 장점들을 가지고 있으며, 특히 그 청정성으로 인해 기후변화협약에 대비한 최적의 환경친화적 에너지원으로 부각되고 있다.

II. 기업분석

1. 기업의 개요

업종: 전기가스업

(도시가스 제조 및 판매)

회사명: 삼천리(주)

본사주소: 서울 영등포구 여의도동 35-6

설립일: 1966. 07.07

상장/등록일: 1976.12.03

CEO: 이영복

최대주주: 이만득(6.23%)

종업원 수: 656명

주식의 총수: 보통주 4,055,525주

자본금: 20,275,125,000원

최근 연혁:

-1955.10.01 : 삼천리연탄기업사 창립

-1966.07.07 : 삼천리연탄주식회사 설립

-1962.12.10 : 삼척탄좌개발(주) 설립

-1966.07.07 : 삼천리연탄기업사 → 삼천리연탄주식회사로 상호변경

-1971.10.07 : (주)삼천리기계 설립

-1972.02.01 : 미성상사(주) 인수

-1977.06.16 : 삼천리열처리(주) 설립

-1980.04.21 : (주)삼천리제약 인수

- 1993.02.24 : 삼척탄좌개발(주) → (주)삼탄으로 상호변경
- 1997.10.01 : (주)삼천리기계와 (주)삼천리주택 합병→ (주)삼천리M&C 상호변경
- 2001.05.31 : 한벨에너지 설립
- 2001.12.21 : (주)삼천리ES 설립
- 2002.01.25 : (주)삼천리ENG 설립
- 2002.10.30 : 한벨에너지 청산
- 2003.06.27 : (주)삼천리M&C 청산
- 2004.10.12 : (주)경기씨지에스, (주)경인씨지에스 설립
- 2005.03.11 : (주)경수씨지에스 설립
- 2005.12.13 : (주)삼천리ENG가 (주)삼천리ES 인수초 매출액 1조원 돌파

삼천리(주)는 무공해 청정연료인 도시가스를 인천광역시 및 경기도 남부, 중, 서부 권역에 공급하는 업체로서, 1955년 가정용 연료인 연탄사업에서 출발하여 연탄사업, 도시가스 판매업을 해 오고 있다. 최근에는 지역 냉난방, 열병합발전사업으로 사업영역을 확장해 나가고 있다. 관계사들은 전기가스업, 광업, 제조업 회사 등으로 구성되어 있다.

기업집단에 속한 비 상장회사는

- 1) 삼탄 국내 에너지 자원개발 전문기업으로 인도네시아 현지법인, PT KIDECO를 설립하여 유연탄 노천광산 개발
- 2) 삼천리 ES 일본 Yanmar사와 전략적 사업제휴를 통해 가스를 이용한 냉난방시스템 (GHP : GAS HEAT PUMP)를 국내에 독점 공급하는 에너지시스템 전문기업
- 3) 삼천리 ENG 가스관련기기 공급과 도시가스 기반시설인 가스 공급관 공사 및 관련 서비스 사업, 모기업 (주)삼천리의 도시가스 공급권역 내의 업체관리, CNG 충전소 위탁관리
- 4) 삼천리열처리 열처리 가공분야의 전문회사,
- 5) 삼천리제약 원료의약품 및 중간체 제조기업, 에이즈치료제 등 원료의약품 및 중간체들을 제조 공급, 유전공학 및 생명공학을 이용한 제품개발에도 주력
- 6) 미성상사 가발수출 전문업체, 미국과 유럽 등지로 가발제품을 수출
- 7) CGS 삼천리 ENG가 설립한 대행사 관리법인, 관할구역내의 도시가스 공급 제반업무를 수행
- 8) 인천종합에너지 송도국제도시에 24시간 연속 지역냉난방을 공급하기 위해 설립

2. 기업의 영업활동

(주) 삼천리는 인도네시아, 카타르 등의 생산지로부터 LNG 운반선을 통해 LNG형태로 전량 수입해오다가, 2004년부터는 우리나라 동해광구로부터 파이프라인을 통해서도 일부 공급받고 있는 천연가스를 한국가스공사로부터 배관을 통해 공급받아 (주) 삼천리는 도시가스를 인천광역시 및 경기도 일원에 영업용, 난방용, 가정용 등으로 공급하고 있다. 경영다각화를 위해 도시가스부문 외에 임대 사업 등을 사업부문 별로 구분, 운영하고 있다.

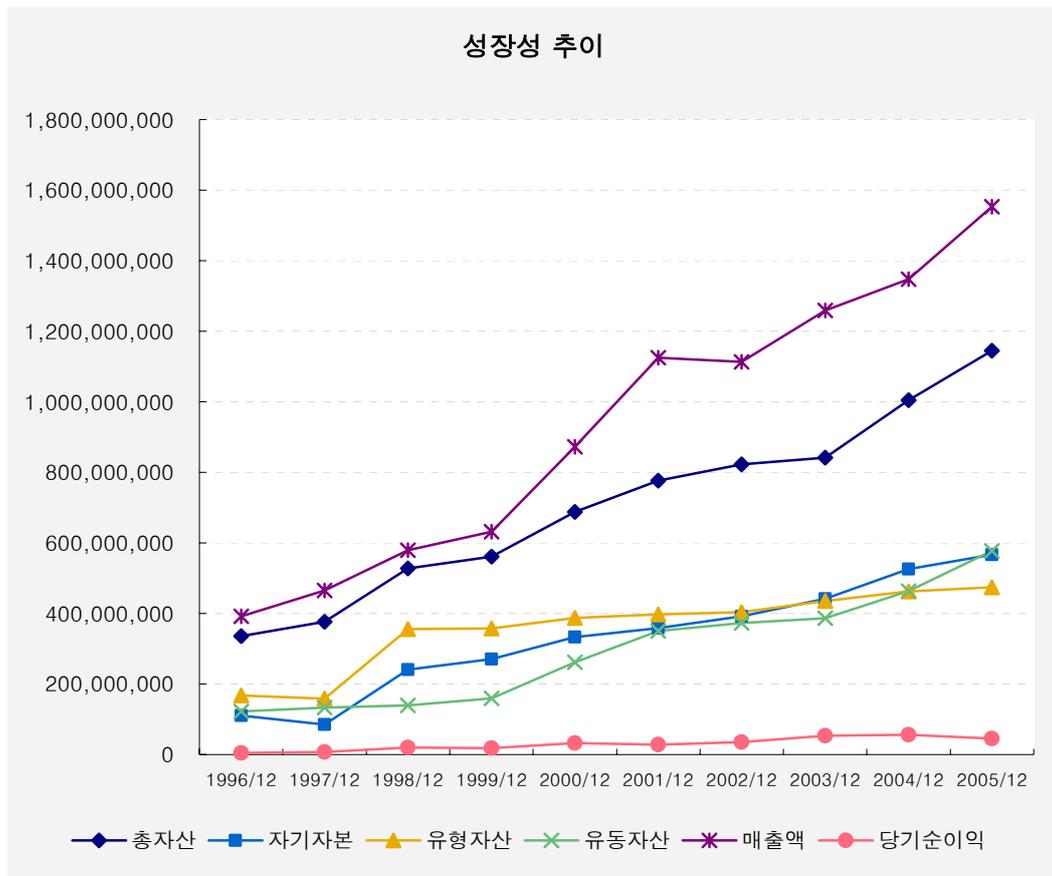
3. 기업의 현황

기업의 영업 역사와 현황을 재무적 지표로서 살펴보겠다.

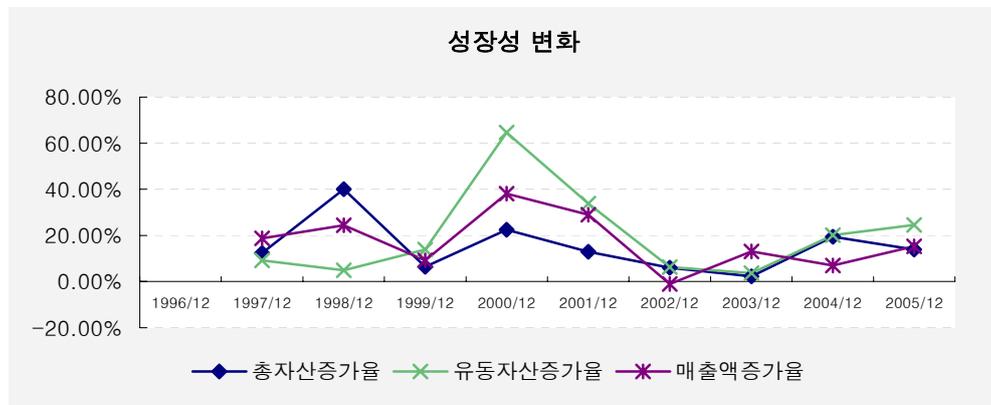
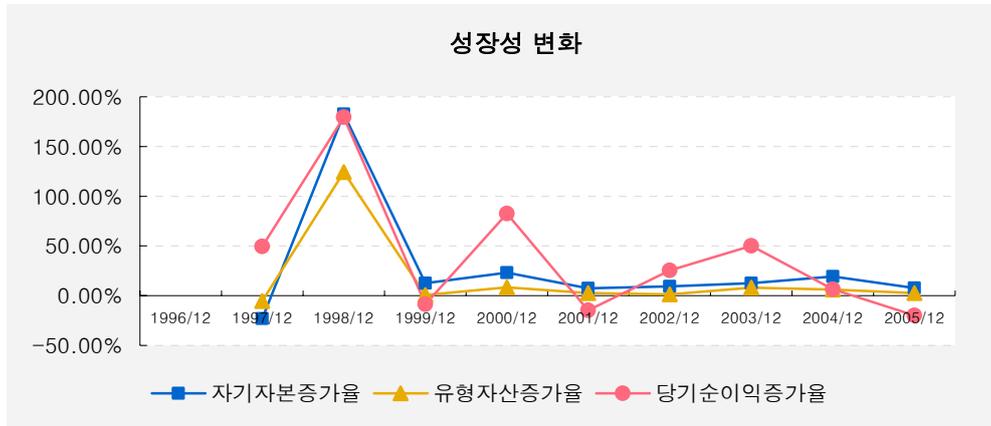
재무적 지표를 통해 확인할 수 있는 점은 다음과 같다

1) 지역독점이라는 안정적인 영업환경 속에서 착실히 이익을 쌓아왔으며, 이는 곧 자본, 자산의 증가로 이어진다. 2) 안정적인 재무구조를 가진다. 3) 빠른 현금회전과 짧은 재고 자산 처리기간을 특징으로 갖는 도시가스 산업의 특성을 확인할 수 있다.

3.1 성장성 추이 분석

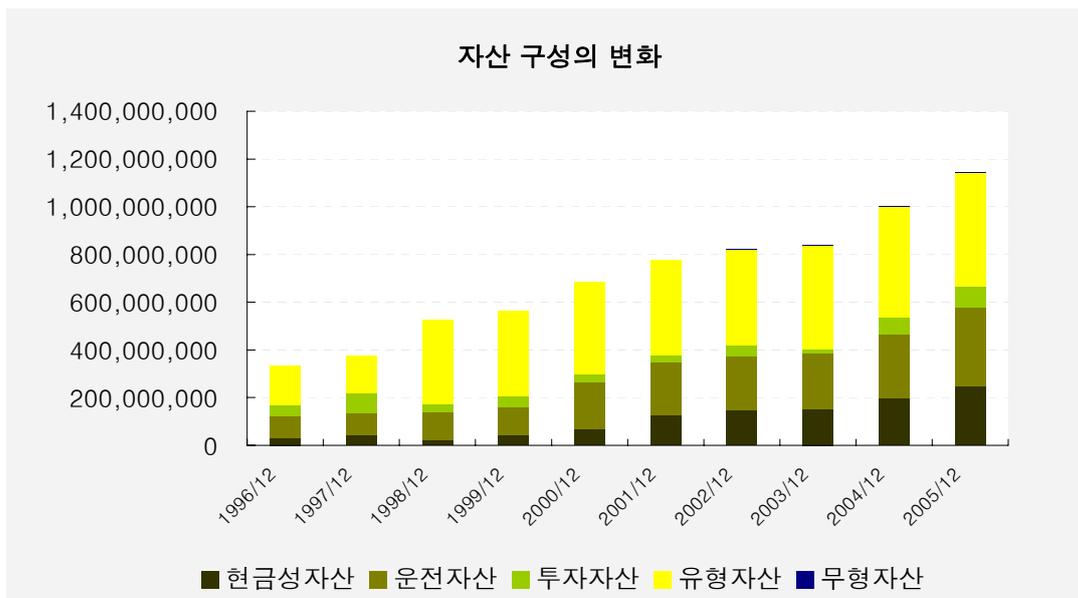


자료: SMIC Research team 4



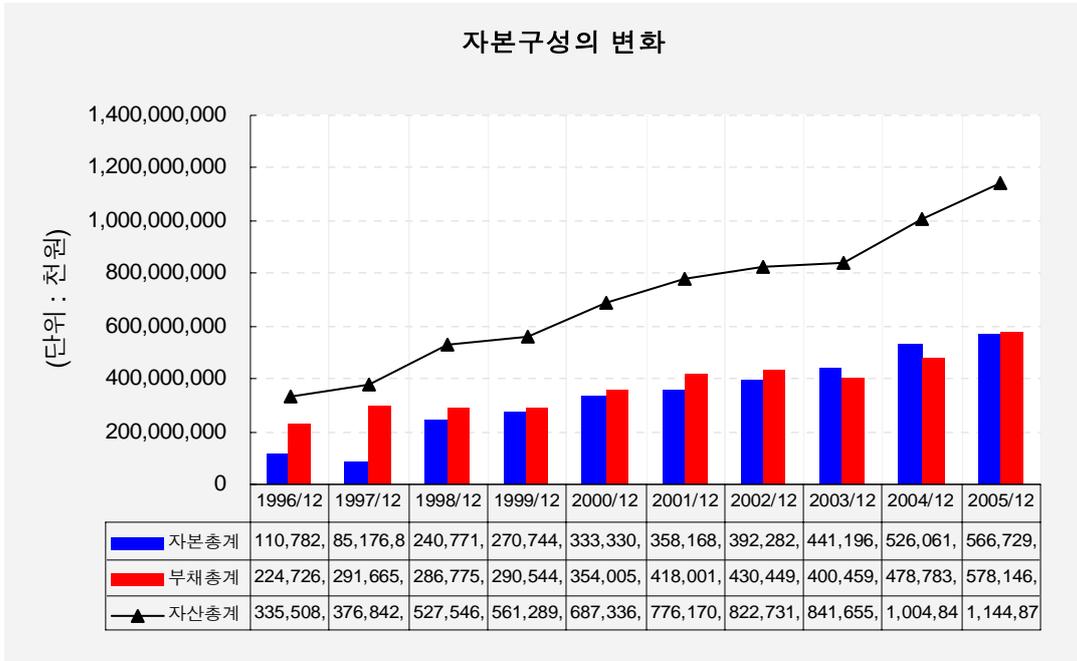
자료: SMIC Research team 4

위의 두 그래프를 통해 과거에 비해 성장성 변화의 비율의 폭이 줄어든 것을 확인할 수 있다. 이제까지 성장의 결과는 다음과 같은 자산의 증가 그래프로 나타난다.



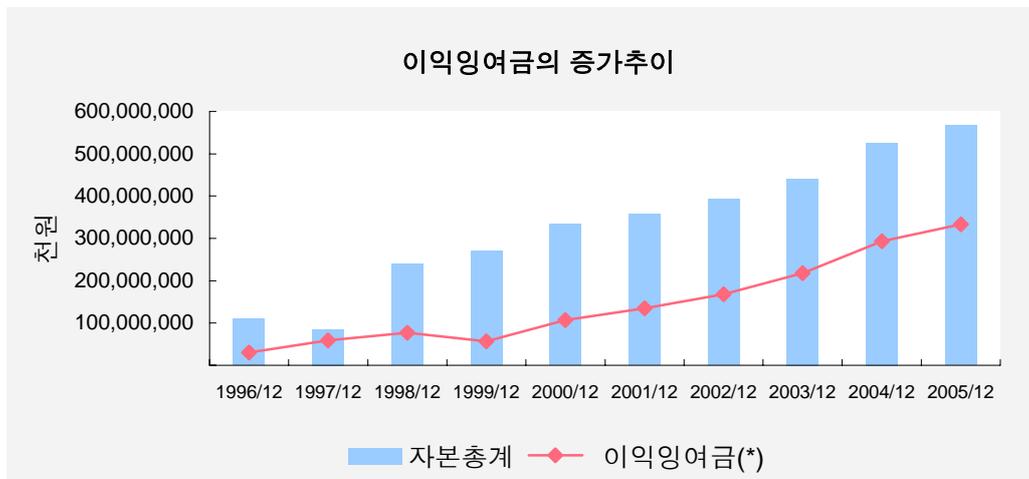
자료: SMIC Research team 4

대규모 시설투자가 필요한 삼천리 기업의 특성상 유형자산(제설비가 80%이상, 토지 11%) 정도의 비중이 크다. 운전자산의 비중은 매출채권: 재고자산이 약 3:1.5의 비율을 차지하고 있다. 안정적인 매출로 인해 쌓인 이익을 저장하는 수단인 현금성 자산(현금 및 현금등가물, 단기 금융상품, 유가증권) 역시 2400억 정도로 총자산의 22% 가량을 차지한다.



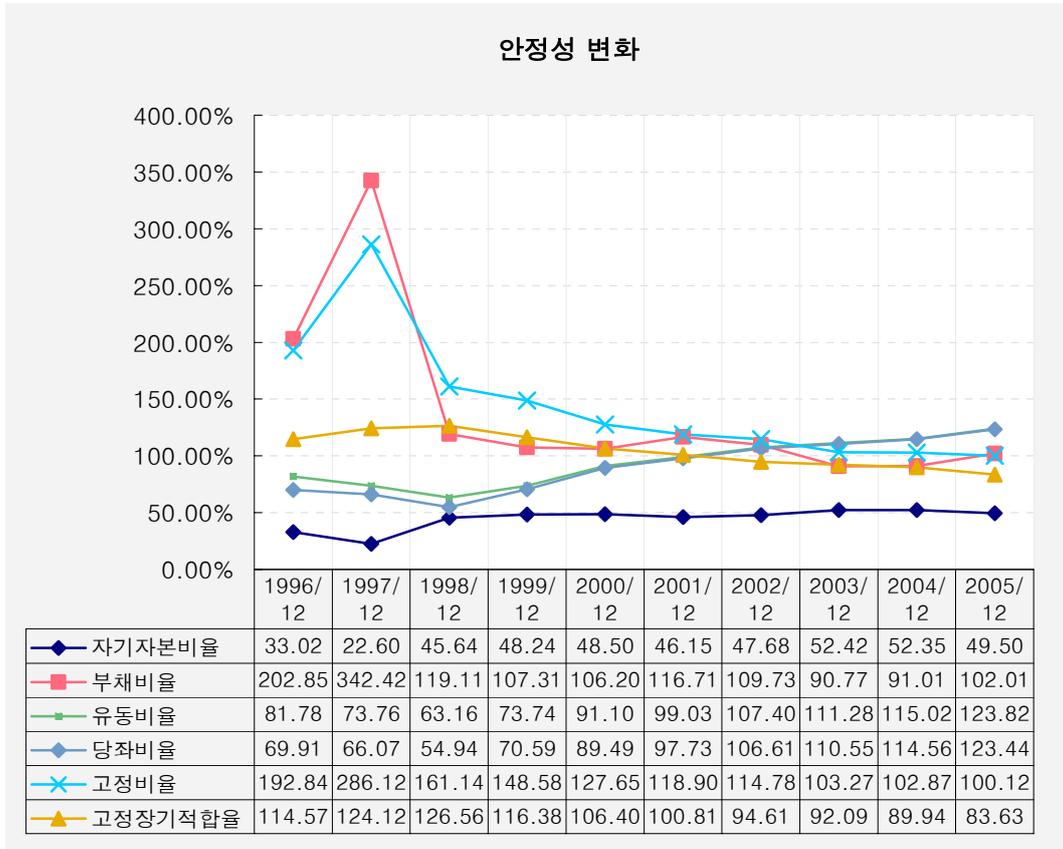
자료: SMIC Research team 4

부채의 대부분은 유동부채인 매입채무로 그 비중이 80%에 달한다. 나머지 20% 정도는 소규모의 년 단위의 사채 발행(200억~600억)과 장기차입금(200억~400억)을 이용하고 있다. 자본은 이익잉여금이 지속적으로 늘고 있는 상태이다. 역시 마찬가지로 다음의 그래프를 통해 안정적인 매출로 인한 이익이 자본으로 쌓이고 있음을 다시 한번 확인할 수 있다.



자료: SMIC Research team 4

3.2 안정성 분석

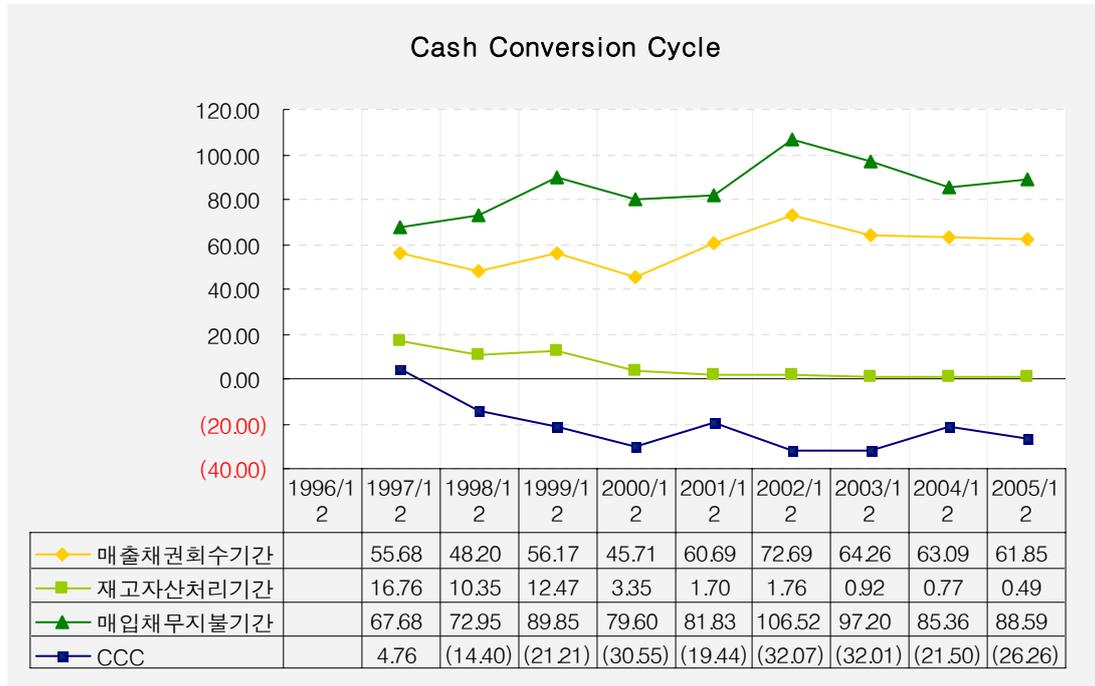


자료: SMIC Research team 4

전체적으로 안정적인 수치들을 보여줌으로 **삼천리의 튼튼한 재무구조를 확인할 수 있는 그래프**이다. 고정 자산 역시 자기자본에 의존하고 있으며, 당좌자산만으로도 유동부채의 상황이 가능하다.

눈에 띄는 점으로는 부채비율이 1998년에 들면서 크게 감소하는 것을 들 수 있는데 이는 부채의 크기는 비슷하나 자본이 크게 늘어났기 때문이다. 자본이 늘어난 것은 삼천리에서 1998년 1월 일을 재평가 기준일로 하여 유형자산에 대한 자산재평가를 실시하였기 때문이며 이로 인하여 재평가세액을 차감한 1884억 원이 자본잉여금의 재평가적립금으로 계상되었다.

3.3 Cash Conversion Cycle 분석



자료: SMIC Research team 4

재고자산처리기간이 굉장히 짧은 특성을 보여준다. 그 이유는 기본적으로 매출이 일어나기 위해서는 이를 위한 배관시설이 필요하므로 이미 깔려있는, 또는 앞으로 깔릴 배관시설의 규모를 이용하여 한 해의 예상 매출액을 쉽게 예상할 수 있기 때문이다. 매출채권회수기간이라 함은 소비자들에게 가스를 팔고, 가스비를 얼마의 기간 안에 받을 수 있는가의 의미이다. 보통 61일, 즉 두 달 정도의 시간이 걸리는 것을 알 수 있다.

재무분석을 통한 일반적인 기업분석은 여기까지이다. 그렇다면 이제부터 투자에 있어서 좀 더 중요한 영향을 끼치는 요인들에 대하여 하나씩 살펴보도록 하자.

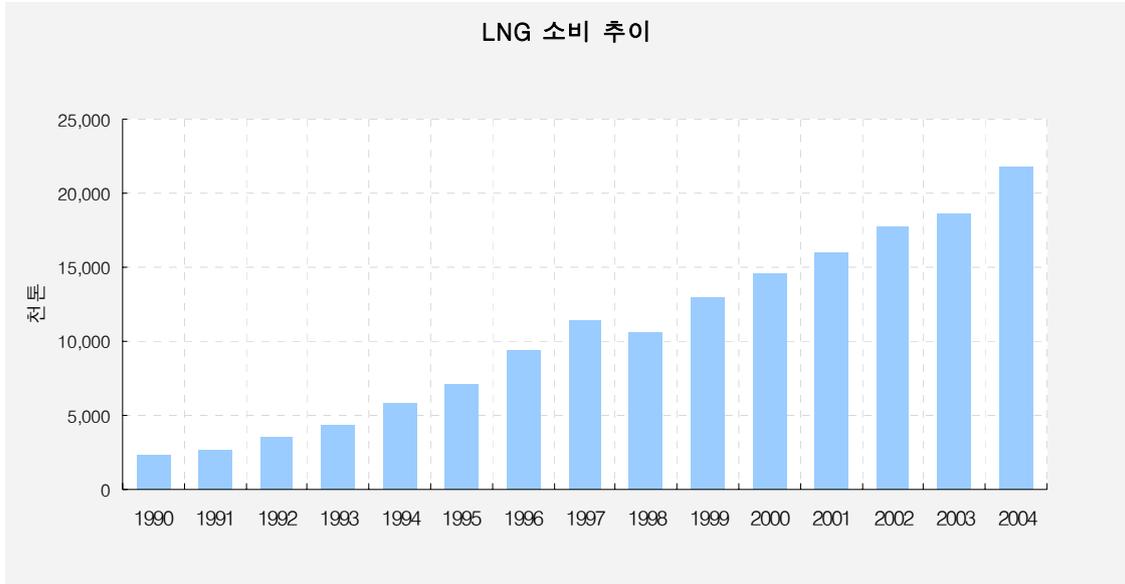
Ⅲ. 삼천리의 투자포인트

1. 삼천리의 지속성을 보자!

1.1 우리나라 도시가스산업 개황

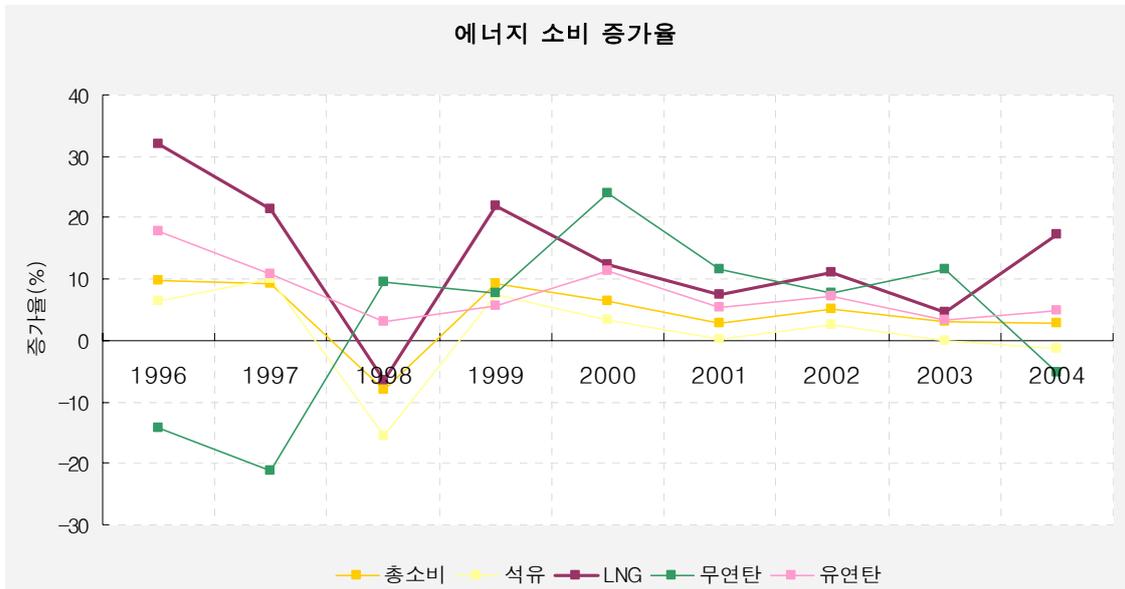
삼천리 대부분의 매출은 도시가스의 공급에서 나온다. 그렇기 때문에, 한국의 천연가스(LNG)와 도시가스의 상황은 삼천리에게도 중요한 이슈로 다가올 것이다. 따라서 간단하게 한국 가스 산업의 현황에 대해서 생각해 보도록 하겠다.

그래프. LNG 소비 추이



자료: 산업자원부

그래프. 에너지 종류별 소비 증가율

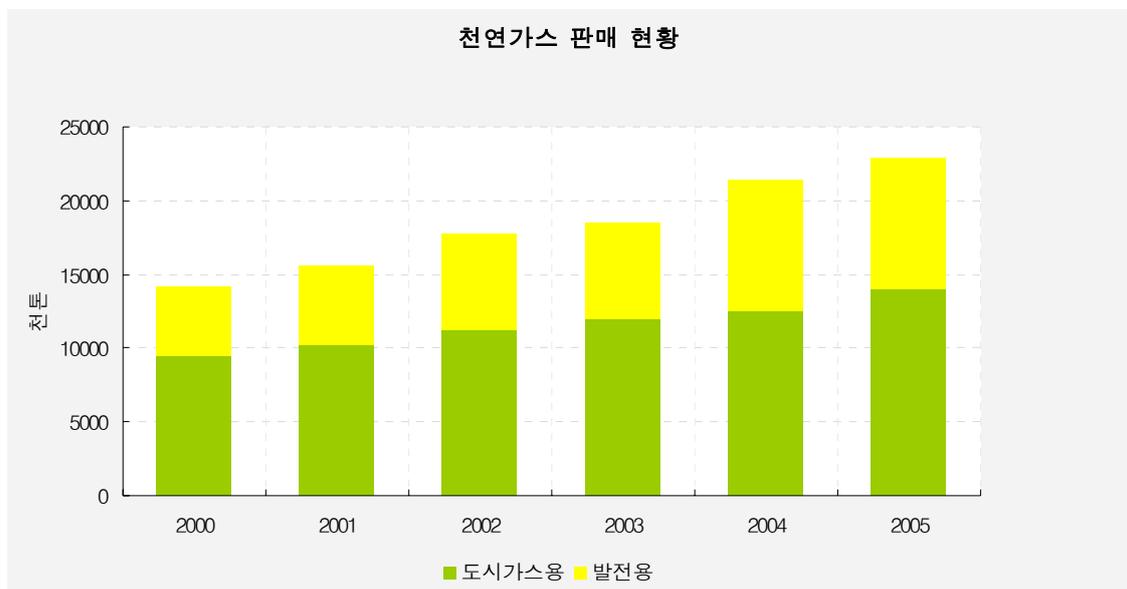


자료: 산업자원부

위에서 보면, 우리 나라의 천연가스의 소비는 높은 속도로 꾸준히 증가하고 있는 것을 알 수 있다. 천연가스의 도입은 얼마 되지 않았고, 현재에도 전체 에너지 소비 중 천연가스가

차지하는 비율은 그렇게 크지 않지만(10%미만) 증가율은 다른 자원에 비해서 꾸준히 높아 왔음을 알 수 있다. 에너지 소비 자원에 대한 문제는 정부 정책의 입김이 큰데, 그 동안 천연 가스의 사용량이 다른 자원에 비해서 높은 비율로 증가하였다는 것은 앞으로도 정부가 천연 가스를 정책적으로 지원해 주고 있으며 앞으로의 전망도 밝다는 것을 의미한다. 이러한 정책의 이유는 우리나라 자원 소비 중 석유의 비중을 줄인다는 측면과, 천연가스가 다른 자원에 비해 깨끗하기 때문에 앞으로 나타날 국제적 환경 규제에 맞춰 나가기 쉽다는 측면 때문인 것으로 생각된다.

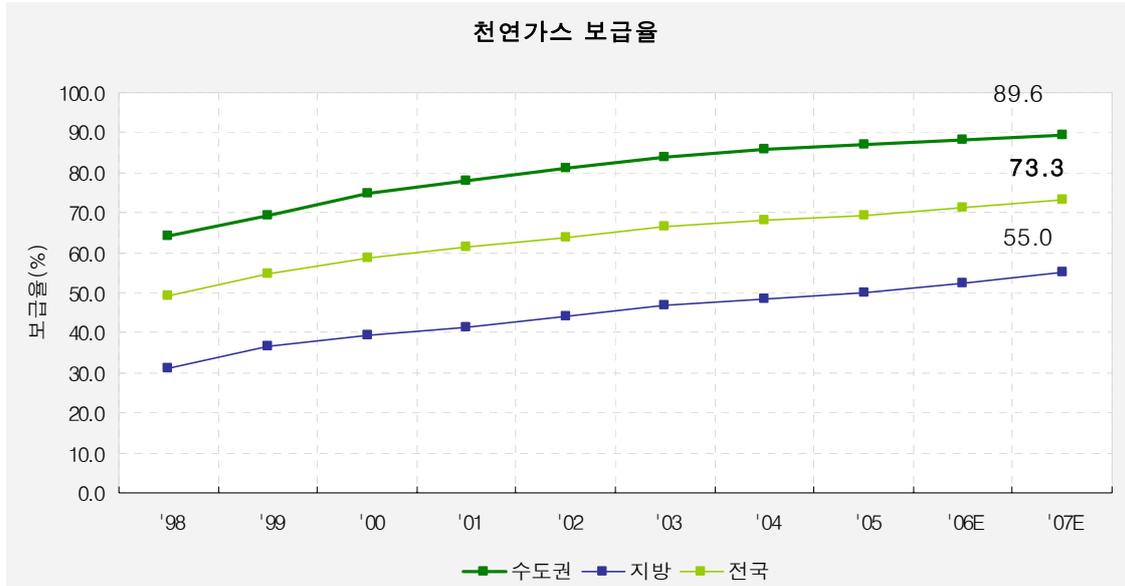
그래프. 천연가스 판매 현황



자료: 산업자원부

그렇다면 이렇게 늘어나는 천연가스는 어디에 쓰고 있을까? 천연가스의 사용은 크게 도시 가스용과 발전용으로 나누어 생각해 볼 수 있다. 도시가스의 용도로 쓰는 비율이 높게 나타나고 있으며, 양쪽의 용도 모두 계속 증가하고 있음을 알 수 있다. 최근에는 도시가스용 천연 가스 소비량의 증가율은 둔화되고, 발전용 천연가스 소비량이 더욱 증가하는 추세이다. 그 이유는 천연가스 보급율에서 찾을 수 있는데, 천연가스의 보급율이 해마다 높은 속도로 상승하여 이제는 거의 안정 국면에 돌입하였기 때문이다.

그래프. 천연가스 보급율

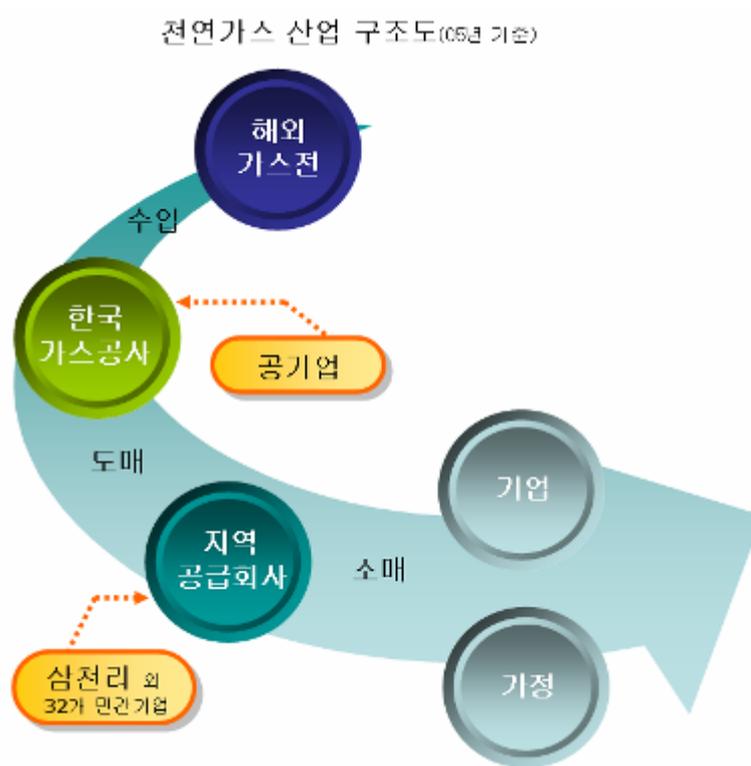


자료: 한국도시가스협회

1.2 우리나라 도시가스산업의 구조

그러면 구체적으로 도시가스가 어떻게 우리 집까지 들어오게 되는지 그 구조를 살펴보도록 하겠다. 우리나라의 천연가스 수입은 한국가스공사에서 100% 수입하여 각 소매 회사에게 도매 공급하는 구조이다. 한국가스공사는 현재 공기업이며, 천연가스 수입을 독점적으로 맡고 있다. 이 가스는 파이프라인을 통하여 전국에 있는 33개의 소매 공급 회사로 공급하게 된다. 기업과 가정은 이들 소매 공급 회사로부터 가스를 구입하여 사용하는 것이다.

그림. 천연가스 산업 구조도



자료: 삼천리, 한국 가스 공사

그런데 우리가 여기에서 주목해야 할 것은 33개의 지역 공급 회사가 **지역 독점 체제**로 운영되고 있다는 점이다. 전국을 33개로 나누어서 각자 자기 땅 안에 있는 수요층에게 독점 공급하고 있다. 바꾸어 말하면 우리는 천연가스를 사용하기 위해서는 우리가 살고 있는 곳을 담당하고 있는 기업의 천연가스만을 공급받을 수 있다는 의미이다. 이렇게 각 지역 공급 회사들이 담당하고 있는 지역을 **보급 권역**이라는 용어로 표현한다.

[별첨 1 지역 공급 회사와 보급 권역]

보급 권역은 천연가스 산업을 육성하고 과잉 투자나 중복 투자를 막기 위해서 정부가 기업에게 독점 공급을 허용한 지역을 의미한다. 이에 따라 도시가스사업법 3조에서는 도시가스 사업을 하기 위해서는 도매업체(한국가스공사)의 경우 산업자원부 장관, 소매업체(삼천리)의 경우 지방자치단체장의 허가를 받도록 되어 있다.

이러한 법에 따라 도시가스사업법 시행규칙의 5조에서는 도시가스사업허가의 세부 기준을 마련하였다. 여기를 보면,

도시가스를 공급하고자 하는 권역이 다른 도시가스사업자의 공급권역과 중복되지 아니할 것

이라고 명시하여 지역 독점을 인정하여 주었다.

또한 도시가스 공급 기업은 자기자본비율이 20%이상이고, 특정지역에 공급 편중을 금지하며, 수급과 배관망에 관한 사업 계획 수립을 의무화하는 등, 균형 투자를 위해 기업들을 규제하고 있다.

1.3 삼천리의 다른 기업에 대한 경쟁우위

지역 독점은 삼천리에게 어떠한 영향이 있을까? 그것은 삼천리가 가지고 있는 보급 권역을 보면 자연스럽게 알 수 있다.

그림. 삼천리의 보급 권역



자료: 삼천리 홈페이지

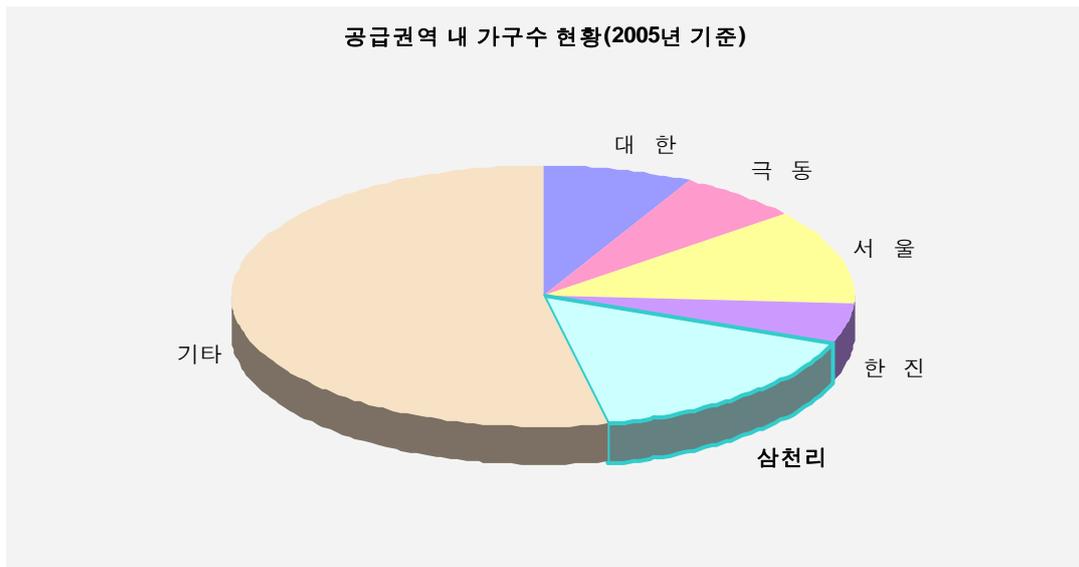
그림에서 보는 것과 같이 삼천리는 인천 남부, 경기 서남부 및 경기 남부 지역의 도시가스 공급을 담당하고 있다. 지역 도시가스 기업이 얼마나 많은 매출을 얻을 수 있는지의 여부는

해당 지역에 얼마나 많은 수요층이 존재하는가에 따라 다를 것이다. 예를 들어 서울 강남구가 강원도 산골보다 많은 공급이 이루어지면서 많은 매출을 올릴 수 있을 것이다. 게다가 인구가 밀집해 있을수록 좋다. 파이프라인 건설 비용에 비해 공급할 수 있는 가구수가 많아지게 되며, 인구밀도가 높을수록 유지 및 보수도 용이하기 때문이다.

따라서 가장 매력적인 보급 권역은 서울이라고 할 수 있으나 이미 서울은 5개의 공급 회사가 분할하여 공급하고 있다.

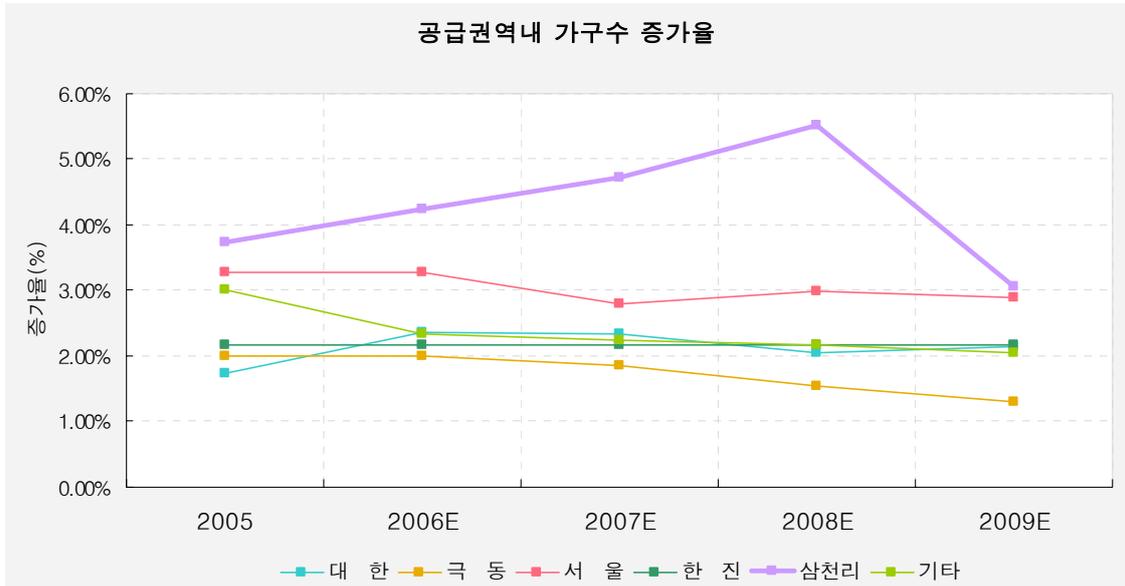
그 다음으로 생각해볼 수 있는 곳이 수도권 지역이다. 특히 삼천리가 차지하고 있는 부분은 33개의 보급 권역 중에 인구가 가장 많다. 게다가 이쪽 지역들은 앞으로 신도시가 건설될 가능성도 크고 도시화가 진행중인 지역도 많아서 앞으로의 수요 전망도 아주 좋은 편이다. 기업 수요도 무시할 수 없다. 여기 보급 권역에 전국 공단의 60%가 포진해 있다고 한다. 이들의 천연가스 수요는 삼천리의 중요한 경쟁 우위 요소가 되고 있다.

그래프. 공급권역 내 가구수 현황



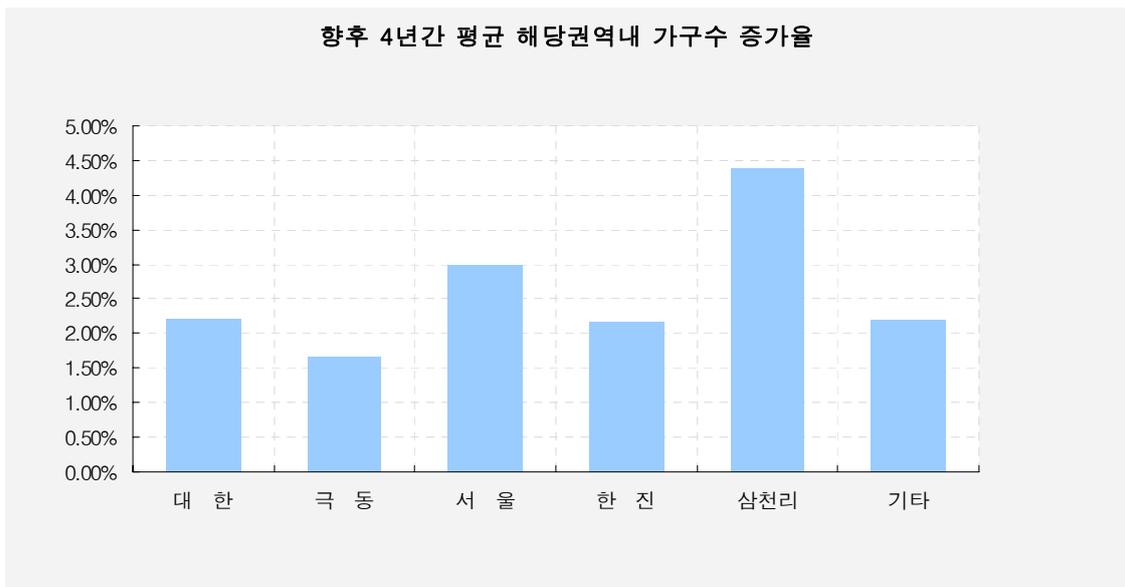
자료: 한국도시가스협회

그래프. 공급권역내 가구수 증가율



자료: 한국도시가스협회

그래프. 향후 4년간 가구수 증가율



자료: 한국도시가스협회

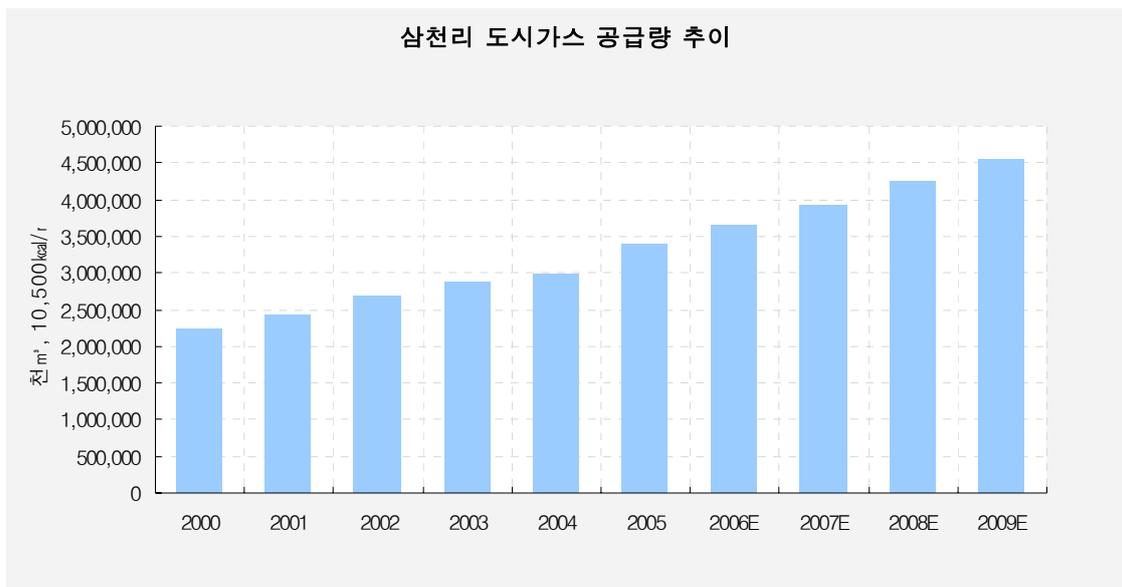
요약하자면, 지역 독점 구조 아래에서는 해당 지역의 수요가 얼마나 되는지가 해당 권역 기업의 매출에 가장 결정적인 요소가 되는데, **삼천리의 공급 권역은 현재 수요도 많고, 앞으로의 수요도 밝기** 때문에 앞으로도 안정적인 매출이 예상된다.

1.4 삼천리의 공급 현황 및 예상매출액 추이

실제로 이렇게 매력적인 보급 권역 아래에서 삼천리가 얼마나 수확을 거두고 있을까? 아래의 표들을 보면 삼천리의 도시가스 공급량도 꾸준히 증가하고 있고 매출액도 높은 성장률을 보이고 있음을 알 수 있다. 이렇게 탄탄한 공급량과 매출액은 한번도 적자를 내지 않은 삼천리의 탄탄한 재무 구조의 근간이 되고 있다.

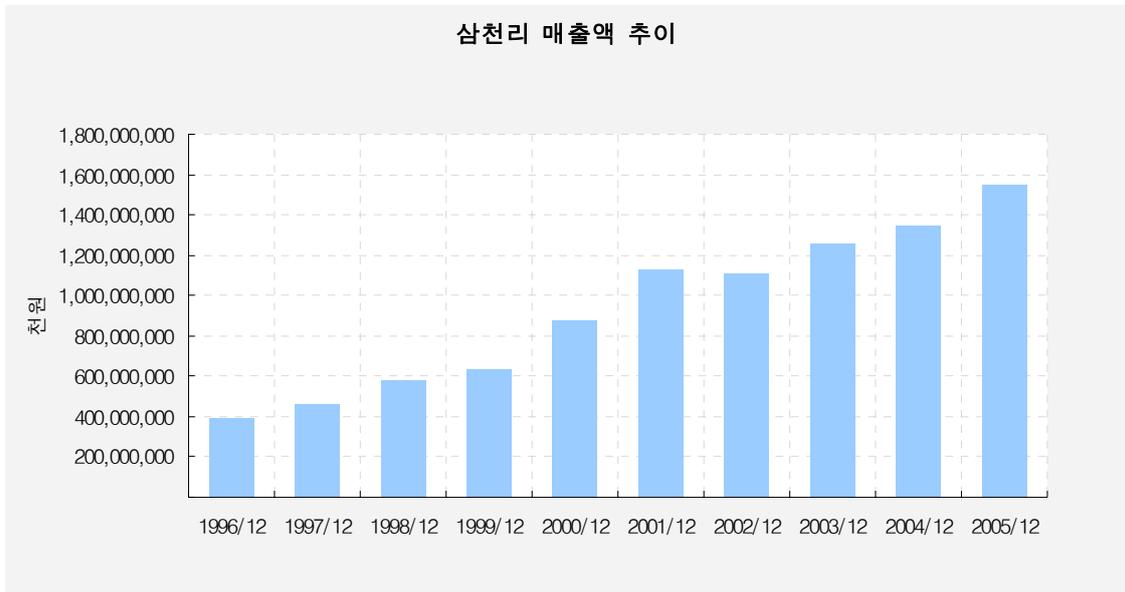
아래의 공급량 그래프에서 2006년 이후는 삼천리의 예상치를 나타낸 것이다. 규정상 각 지역 도시가스 공급 기업들은 향후 5년간의 예상 공급량을 정부에 제출해야 되며, 아래 수치는 삼천리가 제출한 예상 공급량 추이이다.

그래프. 삼천리의 도시가스 공급량 추이



자료: 한국도시가스협회

그래프. 삼천리의 매출액 추이



자료: FnGuide

향후 매출

앞에서도 언급했다시피 삼천리의 매출의 거의 대부분(95% 이상)은 도시가스 공급을 통한 매출로 이루어진다. 따라서 도시가스 부분의 매출 추이만을 살펴봄으로써 향후 5년간의 매출을 어느 정도 가늠해 볼 수 있을 것이다.

표. 삼천리의 매출액과 도시가스 공급량

연도	매출액(천원)	공급량(천m ³)	매출/공급
1996	391,960,937	1,153,684	339.7472245
1997	465,160,639	1,335,662	348.2622392
1998	578,870,684	1,428,273	405.2941447
1999	631,902,002	1,809,631	349.1883163
2000	872,659,979	2,227,232	391.8136858
2001	1,125,250,152	2,416,587	465.6361025
2002	1,112,893,163	2,687,857	414.044781
2003	1,258,962,509	2,866,265	439.2345122
2004	1,347,578,729	2,979,922	452.2194638
2005	1,552,815,198	3,398,729	456.8811453

자료: 공시정보, 한국도시가스협회

위의 자료에는 삼천리의 최근 10년간 매출액과 도시가스 공급량의 추이가 나타나 있다. 삼천리의 최근 10년간 매출액이 도시가스 부분 매출액과 거의 비슷하다고 가정했을 때,

삼천리 매출액 = 도시가스 공급량 x 도시가스 가격 요소

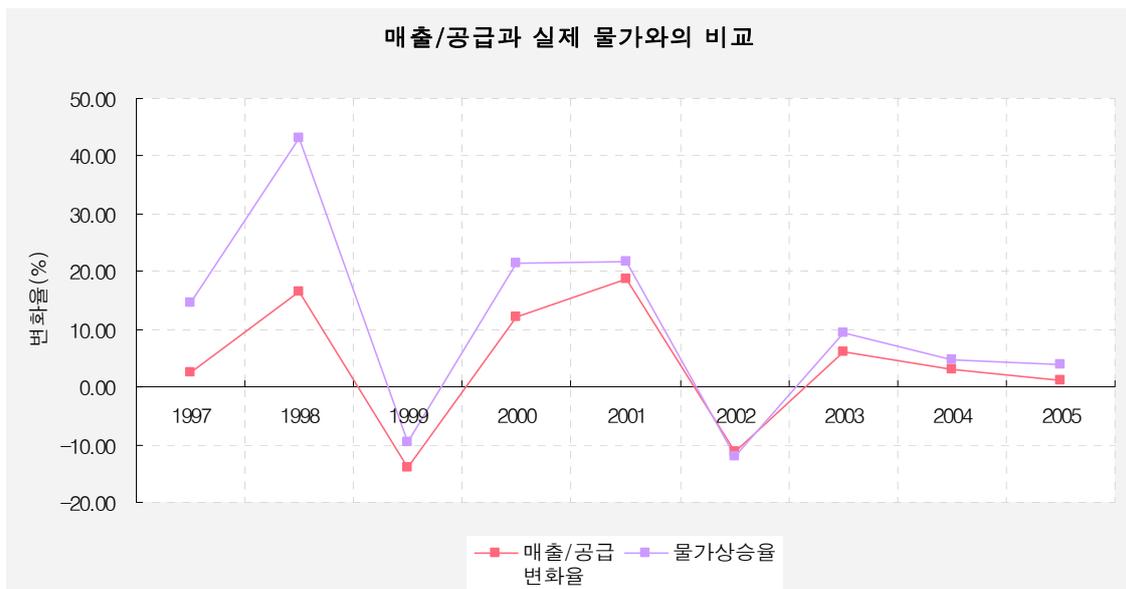
의 도식을 도출할 수 있다. 그 결과 위 표에 나온 매출/공급 비율 부분은 도시가스 가격 요소가 된다. 실제로 도시가스 물가지수를 매출/공급 비율과 비교해보면, 그 변화율이 거의 일치함을 볼 수가 있다.

표. 삼천리의 매출/공급 비율과 도시가스 물가지수의 비교

연도	매출/공급	매출/공급 변화율	도시가스 물가지수	물가상승율
1996	339.75		55.5	
1997	348.26	2.51	63.6	14.59
1998	405.29	16.38	91.0	43.08
1999	349.19	-13.84	82.3	-9.56
2000	391.81	12.21	100.0	21.51
2001	465.64	18.84	121.7	21.70
2002	414.04	-11.08	106.9	-12.16
2003	439.23	6.08	116.8	9.26
2004	452.22	2.96	122.4	4.79
2005	456.88	1.03	127.0	3.76

자료: 공시정보, 한국도시가스협회, 한국은행

그래프. 매출/공급 비율과 실제 물가와의 추이 비교



자료: 공시정보, 한국도시가스협회, 한국은행

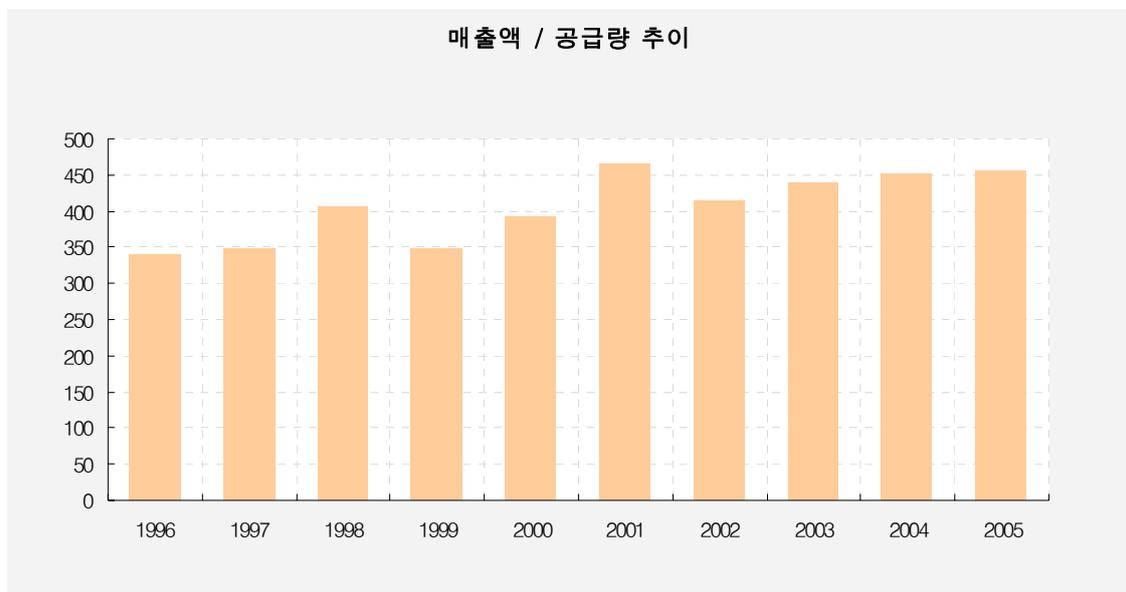
위 표에 나오는 도시가스 물가지수는 한국은행이 발표한 도시가스의 생산자 물가지수이다. 즉, 이 물가지수는, 독점 공급 기업인 한국가스공사가 각 지역 도시가스 회사에게 공급하는 가격의 변동지수라고 볼 수 있다.

삼천리의 향후 5년간 공급량에 대한 예측은 어렵지 않다. 현재 도시가스사업법에 따라 각 지역의 도시가스 소매 공급 기업들은 향후 5년간의 공급량 예상치를 각 지방자치단체에 제출하게 되어 있기 때문에 그 자료를 쉽게 찾아 볼 수 있다.

반면에, 삼천리 도시가스의 가격 요소는 예상하기 힘든 측면이 있다. 왜냐하면 도시가스의 가격은 앞서 언급하였듯이 산업과 기업 전반의 상황도 고려하고, 보수율도 정해져서 복잡한 공식에 의해 도출되기 때문에, 이러한 가격의 예측은 복잡한 공식의 모든 상황을 예상해야 하는 어려움에 빠진다. 또한 예측치가 되었더라도 오차가 발생할 여지도 높아진다. 우리가 분석에 쓰이는 가격 요소를 ‘가격’이라고 하지 않고 ‘매출/공급 비율’이라고 명명한 이유도 매출/공급 비율이 가격과 밀접한 연관이 있으나 가격은 아니기 때문이다.

따라서 우리는 가격 요소를 매출/공급 비율의 과거 추이를 살펴봄으로써 귀납적 추론을 해 보게 되었다.

그래프. 매출액 / 공급량 비율의 추이



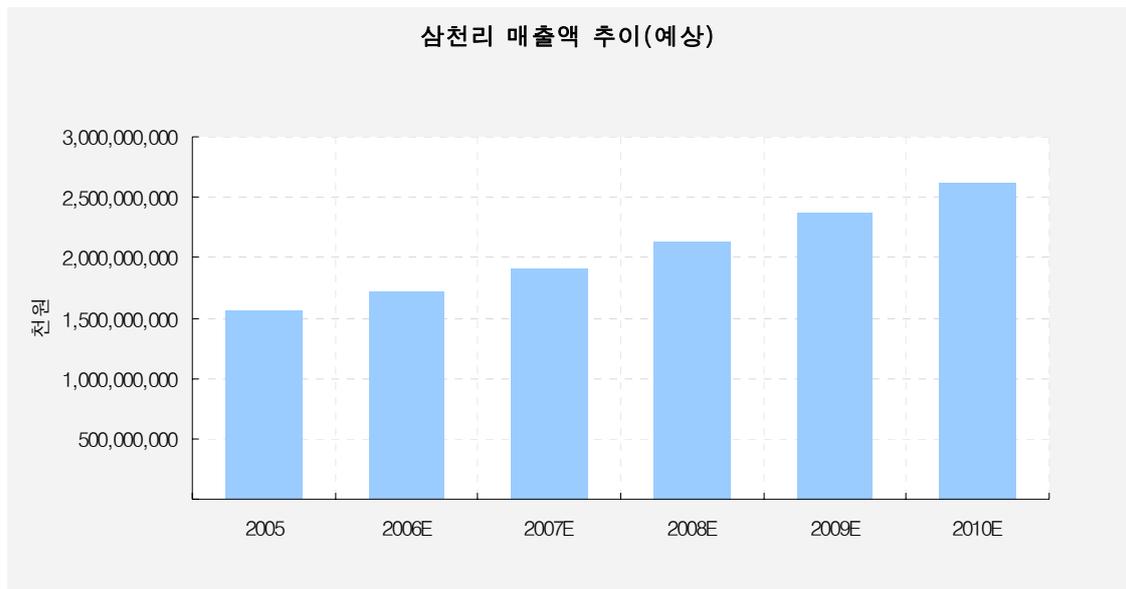
자료: 공시정보, 한국도시가스협회

위의 그래프에서 알 수 있듯이 매출/공급 비율, 즉, 가격 요소의 추이는 증감이 일정하지 않다. 그것은 도시가스 생산자 물가가 일정하지 않은 것과 같다. 하지만 2002년 이후에는

거의 일정한 비율로 완만하게 증가하는 현상을 관찰할 수 있다. 1998년이나 2001년의 특별한 증가 같은 현상만 나타나지 않는다면, 이러한 추세로 꾸준히 증가할 것이라고 예상하였다. 2002년부터 2005년의 평균 비율 증가율은 3.34%이다. 따라서 앞으로의 5년도 3.34%의 증가를 적용하였다. 공급량의 경우, 2009년까지는 삼천리가 제출한 자료를 이용하고, 2010년은 삼천리가 제출한 공급량 증가율인 7% 상승을 반영하여 예측한 수치이다.

표. 매출액 예상

연도	매출액(천원)	공급량(천m ³)	매출/공급
2005	1,552,815,198	3,398,729	456.8811453
2006E	1,721,645,542	3,646,465	472.1409755
2007E	1,911,595,220	3,917,922	487.9104841
2008E	2,138,389,498	4,241,097	504.2066943
2009E	2,366,360,338	4,541,547	521.0471979
2010E	2,616,574,548	4,859,455	538.4501743



이러한 논리에 따라 삼천리는 향후 5년간 매출이 계속 증가할 것이라고 예측할 수 있으며, 5년간 평균 증가율은 약 10.9%이다.

1.5 삼천리의 수익구조

삼천리의 수익구조를 알기 위해서는 일단 도시가스의 요금산정 방법에 대한 이해가 선행되어야 한다.

그림. 도시가스 요금산정 방법

$$\begin{aligned} \text{도매 판매요금} &= \text{원료비} + \text{도매공급비용} \\ \text{소매 판매요금} &= \text{도매판매요금} + \text{소매공급비용} \end{aligned}$$

공급비용 : (적정원가 + 투자보수 + 투자재원)에상

투자보수 : 요금기저 x 투자 보수율

**투자보수율 : 자기자본에 대한 보수율과 타인자본에 대한 보수율을
자기자본과 타인자본의 구성비율로 가중평균**

자료: 에너지경제연구원

[별첨 2] 천연가스 도매부문의 가격구조

[별첨 3] 천연가스 소매부문의 가격구조

소매판매요금은 도매 판매요금과 소매 공급비용의 합으로 구성된다. 도매 판매요금은 한 국가가스공사의 도매 판매요금에 따르며, 소매 공급비용이 국가적으로 도시가스회사에 정해주는 마진과도 같은 개념인데, 이는 크게 1)적정원가(영업에 필요한 비용)와 2)투자보수 그리고 3)투자재원을 더한 비용을 4)예상 판매물량으로 나누어 산출된다.

이 중 정부로부터 직접적인 영향을 받는 부분은 2)투자보수 부분으로 적정투자보수(=요금기저 * 투자보수율)라 함은 사업자가 도시가스를 제조, 공급하기 위하여 직접 공여하고 있는 유효한 자산에 대한 적절한 보수를 의미한다.

요금기저는 유형고정자산, 무형고정자산, 이연자산 및 운전자금의 합으로 구성되며, 적정 투자 보수율은 자기자본에 대한 보수율과 타인자본에 대한 보수율을 자기자본과 타인자본의 구성비로 가중 평균하여 산정한다.

즉 도시가스 공급을 위해 투자되는 요금기저(자산)이 증가할수록, 투자보수율이 증가할수록 단위당 판매마진이 높아지는 구조이다.

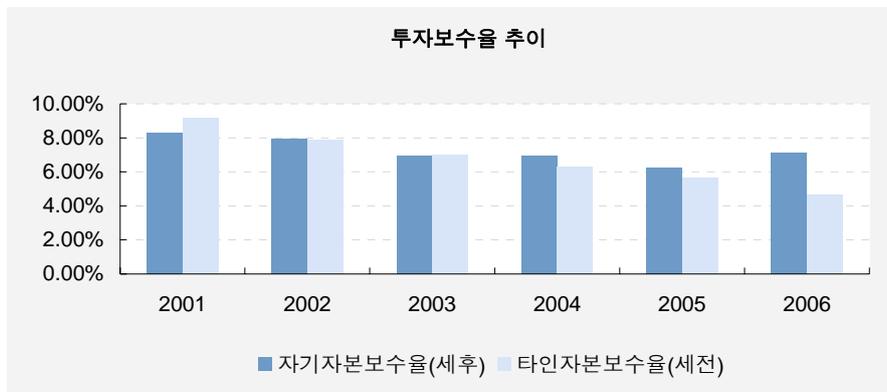
그렇다면 삼천리의 요금은 어떻게 결정되는가? 이제까지의 삼천리의 도시가스소매요금구조에서의 자기자본투자보수율은 2005년까지의 한국가스공사와 거의 같은 수치를 적용하였고, 타인자본보수율의 경우에는 기업의 실제조달금리를 사용하였다.

표. 한국가스공사의 자기자본보수율 및 타인자본보수율

	2005년	2006년
자기자본보수율(세 후)	정기예금금리 +2% Premium 최저 6%, 최고 10%한도 6.25%요금 반영	기회비용을 반영하는 방법으로 CAPM 적용 7.14% 요금 반영 무위험이자율:4.38% 베타계속:0.46 시장위험프리미엄:6%
타인자본보수율(세전)	대기업 대출금리와 kogas 실차입금리의 산술평균 5.68%요금반영	공사 실차입금리 추정반영 4.65%요금 반영

자료: 한국가스공사 annual report

그래프. 한국가스공사의 투자보수율 추이

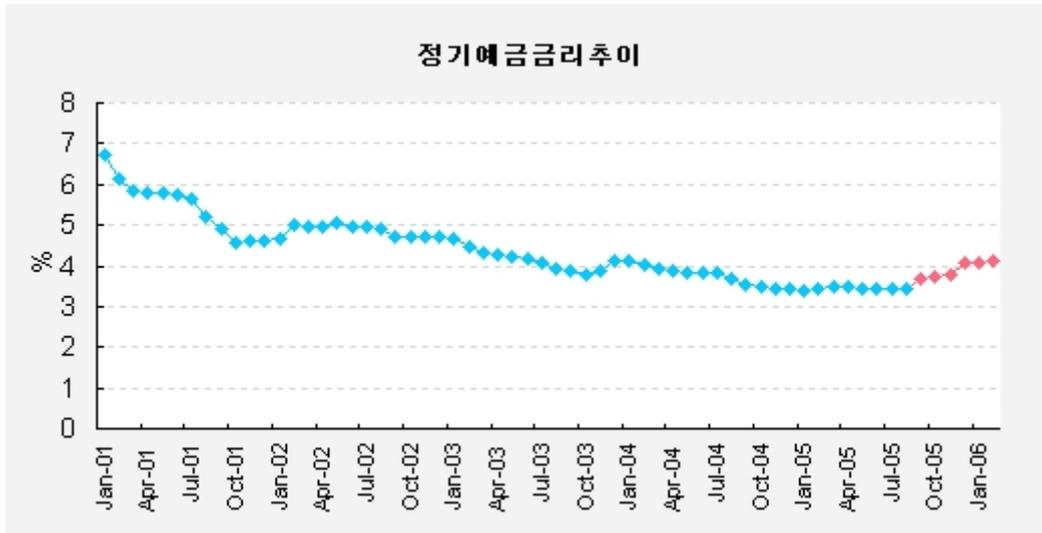


자료: 한국가스공사

한국가스공사의 경우 2006년부터 새로운 자기자본보수율 산정방식으로 바뀌었으나 도시가스사업자들에게는 기존의 자기자본보수율 방식이 그대로 적용된다.

따라서 삼천리의 과거 자기투자보수율은 과거 한국가스공사의 자기투자보수율 추이를 통해 알 수 있으며 미래의 자기투자보수율은 전년도의 정기예금금리추이를 관찰하면 예측 가능하다. (타인자본보수율은 기업이 실제 자금을 조달할 때 기업 각각에 적용 받는 조달금리를 사용하므로 삼천리와 같이 안정적인 사업자들에게는 그 변화 폭이 크지 않으므로 크게 고려하지 않는다.)

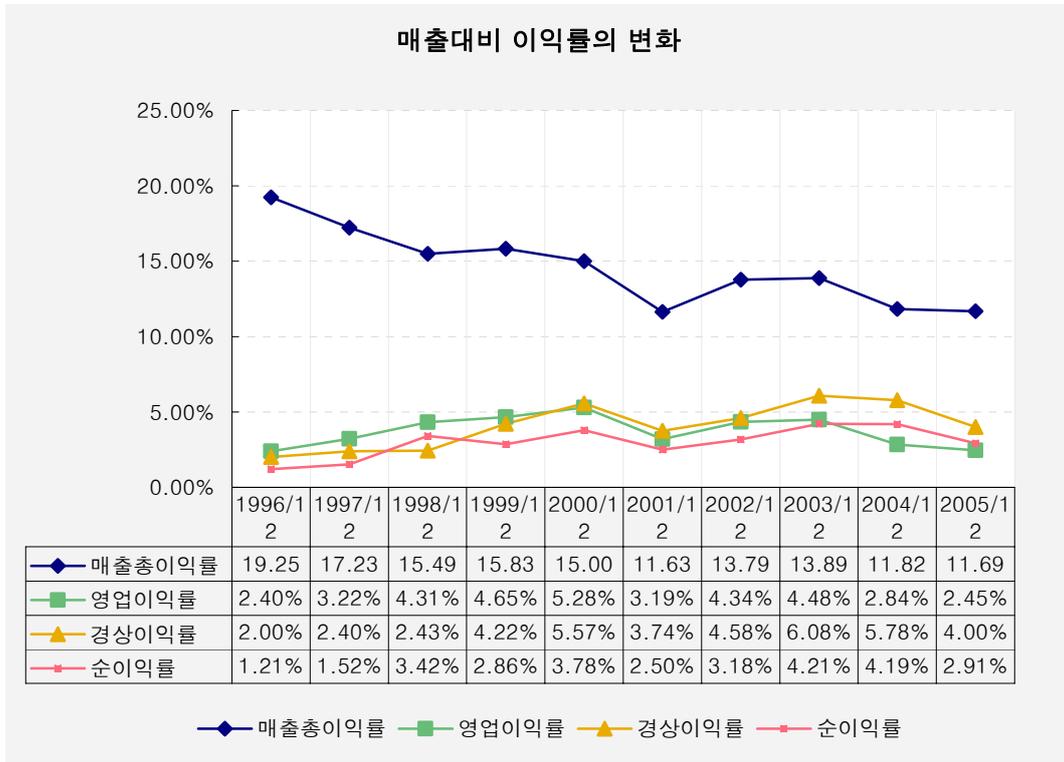
그래프. 정기예금금리추이



자료: Quantiwise

자기자본보수율을 결정할 때(공급비용 결정은 정부에 의하여 일반적으로 7월경에 정해진다.) 전년도 정기예금금리에 2%의 프리미엄을 주는 방식이 사용된다. 정기예금금리의 추세를 살펴볼 때 올해 7월경에는 2005년의 정기예금금리 평균값이 적용되지만 내년 7월경의 새로운 공급비용 결정시에는 2006년(현재 금리가 조금씩 오르고 있는 추세)가 반영될 가능성이 있다.

이제까지 우리는 삼천리의 수익구조에 영향을 주는 정부의 결정! 즉 투자보수율의 변화 추이에 대하여 자세히 살펴보았다. 그러나 이러한 투자보수율의 영향은 과연 얼마나 될까?



자료: SMIC Research team 4

과거 십 여년간의 영업이익률의 변화는 대체적으로 투자보수율의 추이를 따르나 기간마다 변동성을 가지고 있으며, 이 또한 3~5%의 이익률을 벗어나지 않는 것을 관찰할 수 있다.

(오히려 그래프에서는 경상이익이 영업이익을 넘어버리는 결과를 보이는데 이는 기타 영업의 수익이므로 변동성이 강하다는 특성을 고려하여 크게 고려하지 않는다.)

즉 투자보수율 추이 분석을 통하여 미래의 영업이익률이 현재보다 다소 개선될 수준이라는 예측은 얻었으나 결과적으로 이익률의 측면에서는 그 효과가 그렇게 크지 않은 것이다.

또한 우리는 공급비용의 상승요인이 있어도 정부가 국민들의 에너지 가격에 대한 민감도를 고려하여 임의의 규제를 가하는 신문기사를 많이 접했다. 삼천리로서는 이리저리 이익률의 수준을 높이고 싶어도 정부규제 산업이라는 특성상 일정 수준 이상의 마진을 남기지는 못하는 것이다. 따라서 삼천리의 앞으로의 이익 수준 역시 3~5%로 예측하고 이를 Valuation에 이용하겠다.

* 산업자원부는 지난 9일 가스공사 연구개발원에서 열린 ‘소매공급비용 산정기준 개정 워크숍’에서 투자보수율, 적정원가, 요금기저, 규제관리 등 네 가지 측면에서의 도시가스 소매요금 개정방향을 제시했다. 그러나 이번 소매요금 개정안은 충분한 의견수렴 절차 등을 거쳐야 할 것으로 보이며 개정작업이 마무리되려면 내년 이후에나 가능할 것이다. 따라서 이 개정안의 영향에 대한 고려는 추이를 보고 판단하는 것이 더욱 바람직하겠다.

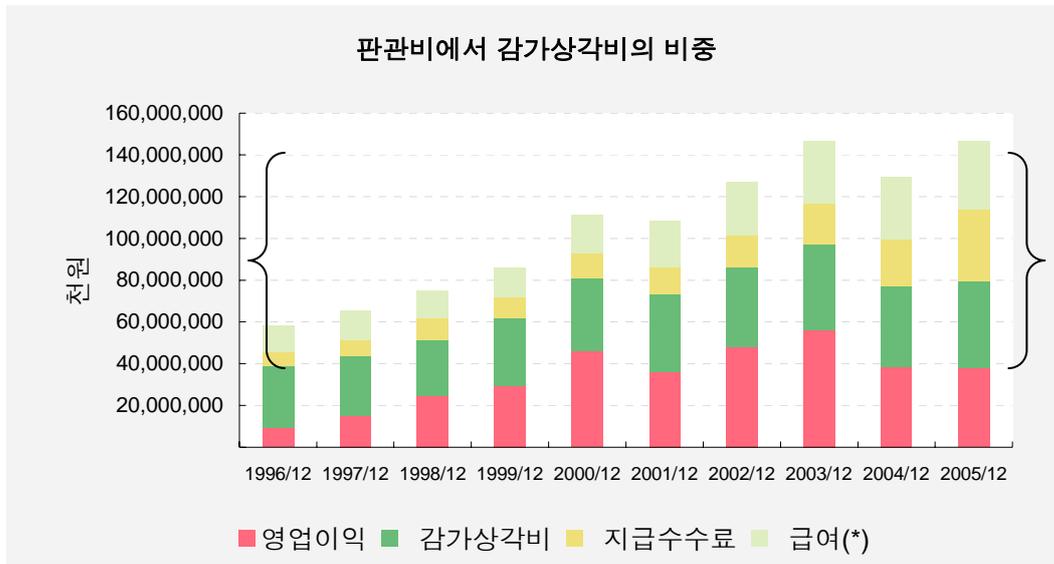
[별첨 4 도시가스 소매공급비용 개정안 마련]

1.6. 지속성 변의편

삼천리의 수익에 영향을 미치는 요인으로 1) 현재까지의 투자흐름과 감가상각비의 영향, 2) 계열사에 따른 지분법 평가이익을 생각해 볼 수 있다. 이 두 가지의 이슈에 대하여 좀 더 자세히 살펴보자.

1.6.1 감가상각비와 투자흐름

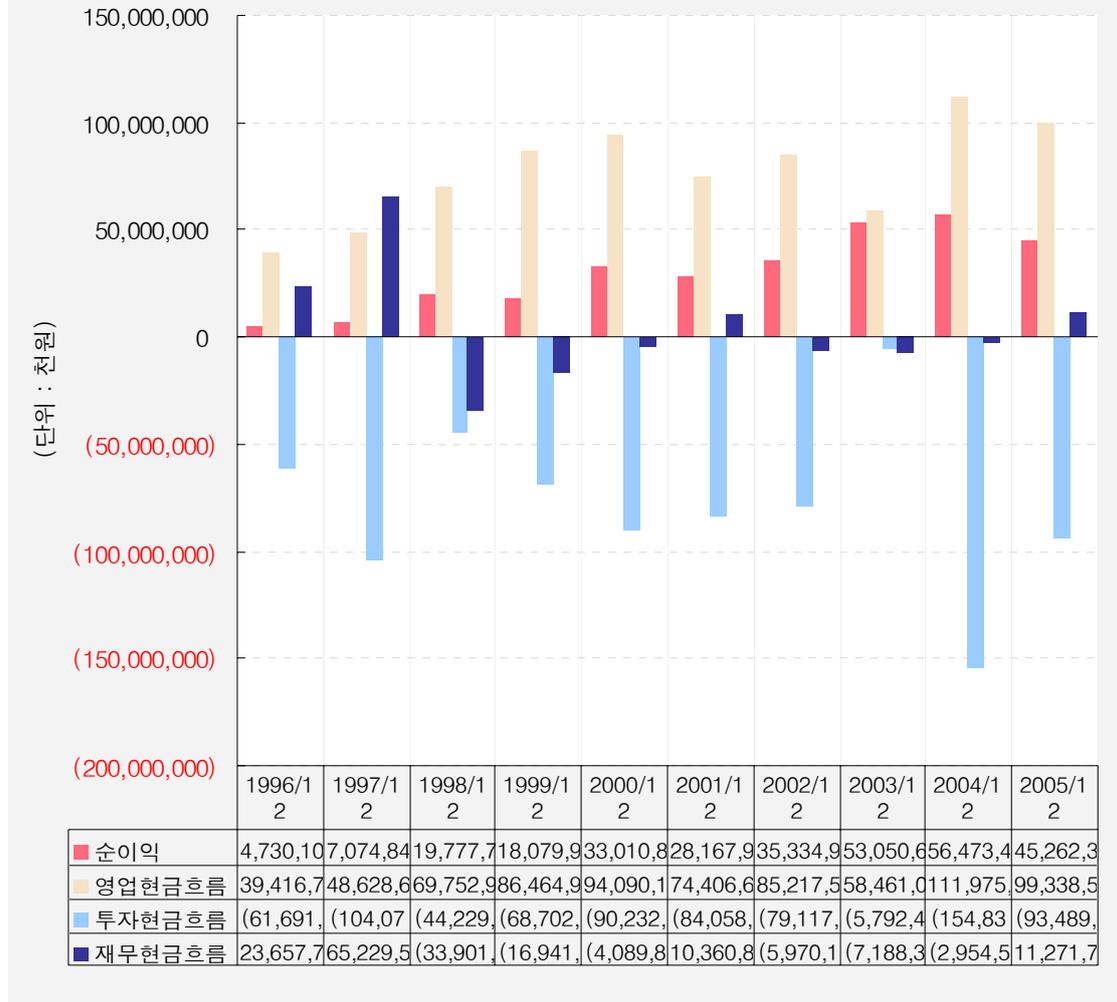
많은 설비시설을 가지고 있는 삼천리의 사업 특성상 이들의 감가상각비용의 비중이나 추이가 영업이익에도 많은 영향을 미친다.



자료: SMIC Research team 4

판관비에 있어서 감가상각비의 비중은 30%가 넘어가는 실정으로 영업이익과 비등할 정도이다. 과거 2006년을 기점으로 큰 폭으로 감가상각이 줄어들지 않을까 하는 기대가 있었으나 아직 그러한 신호는 보이지 않는다. 보다 명확한 투자 상황을 살펴보기 위하여 현금흐름의 변화에 대한 그래프를 살펴보자.

현금흐름의 변화



자료: SMIC Research team 4

역시 영업현금흐름과 당기 순이익의 차이 역시 유형자산 감가상각비에 의한 영향이 크다.

표. 영업활동으로 인한 현금흐름에서 유형자산감가상각비의 영향

계정과목명	단위	2000/12	2001/12	2002/12	2003/12	2004/12	2005/12
영업활동으로 인한 현금흐름(*)	천원	94,090,115	74,406,694	85,217,531	58,461,071	111,975,529	99,338,584
당기순이익(순손실)	천원	33,010,815	28,167,981	35,334,999	53,050,677	56,473,493	45,262,361
현금의 유출이 없는 비용 등 가산(*)	천원	43,055,842	45,304,054	46,750,120	51,235,534	46,895,746	52,208,826
유형자산감가상각비	천원	34,954,114	37,656,765	37,881,238	40,744,336	38,802,435	41,781,062
(현금의 유입이 없는 수익등의 차감)(*)	천원	1,085,260	3,410,762	3,035,758	16,067,904	31,541,283	12,306,895
영업활동으로 인한 자산 및 부채의변동(*)	천원	19,108,918	4,345,420	6,168,169	-29,757,236	40,347,572	14,174,091

자료: Fnguide

지속적으로 유출되고 있는 투자현금의 내역은 어떤 것일까?

표. 투자현금흐름의 내역

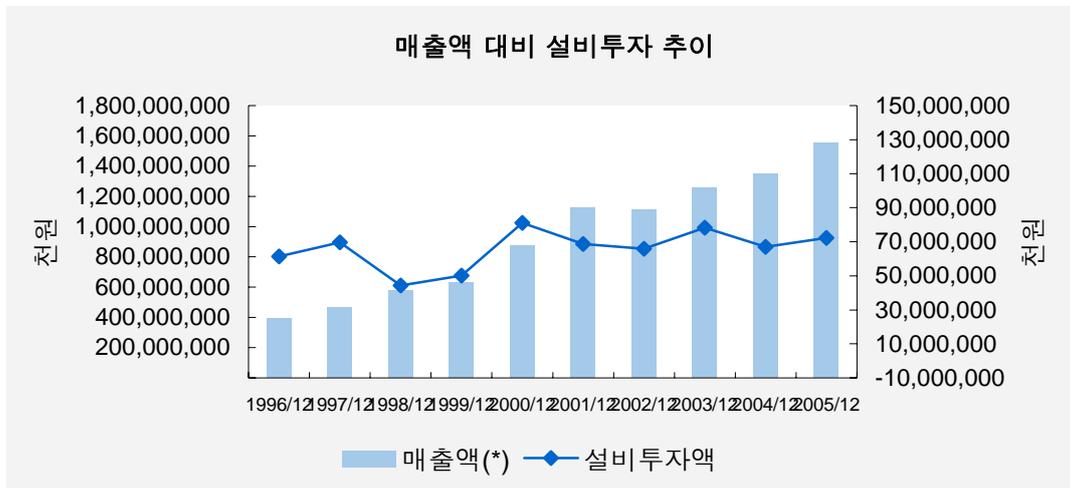
계정과목명	단위	1998/12	1999/12	2000/12	2001/12	2002/12	2003/12	2004/12	2005/12
투자활동으로 인한 현금흐름(*)	천원	-44,229,448	-89,702,743	-90,232,400	-84,059,636	-79,117,939	-6,792,499	-164,838,020	-93,439,292
투자활동으로 인한 현금유입액(*)	천원	65,675,038	35,412,035	52,721,172	1,005,343,739	922,020,799	1,011,241,520	1,119,679,808	1,169,156,988
유가증권의 감소	천원	4,572,749	20,348,562	26,210,532	972,739,425	896,738,514		985,762,828	1,144,328,372
기타유형자산의 감소	천원		61,060	7,900	2,113,773	90,165	675,351	1,816,500	353,061
(투자활동으로 인한 현금유출액)(*)	천원	109,804,484	135,114,778	142,853,572	1,089,402,574	1,001,138,993	1,017,034,009	1,274,412,159	1,262,858,260
유가증권의 증가	천원		47,273,046	33,249,236	974,163,267	880,587,300		1,027,528,415	1,165,827,561
토지 임유의 증가	천원	293	911,593	114,401	91,753				
건물 및 구축물의 증가	천원	3,040	331,570	4,580,950	947,101				
기계장치의 증가	천원	5,985	45,921,093		2,155,295				
차량운반구의 증가	천원		230,087	624,743	574,391				
공구, 가구, 비품의 감소	천원	655,357			1,813,748				
건설중인자산의 증가	천원	43,789,532	942,687	9,988,433	900,276				
기타유형자산의 증가	천원		1,834,751	69,105,343	64,343,760	65,602,314	76,805,289	66,726,204	72,698,000

자료: Fnguide

유형자산의 증가가 지속적으로 일어나고 있는 것을 볼 수 있다.

(2001년경부터 유가증권의 감소와 증가에 대한 현금의 유입과 유출액이 상당히 큰 이유는 매출채권을 현금으로 회수하고, 매입채권을 갚아나가는 과정에서 발생하는 현금흐름을 위해서 단기금융상품에 대한 구입하고 이를 파는 활동이 일년 내에 반복적으로 일어나고 있기 때문이다.)

매출액 대비 설비투자 추이는 절대적인 값으로 볼 때 아직은 일정한 수준이다.



자료: SMIC Research team 4

IR담당자와의 통화 결과 지속적인 설비투자는 5~10년 정도 지속될 것으로 예상된다. 예년에 비해 보급의 성장률이 하락한 것은 사실이나 아직 경기 지역의 오산이나 평택과 같이 택지개발이 기대되는 곳이 남아있어 아직은 지속적으로 투자를 할 여력이 남아있다는 것이다. 또한 삼천리의 입장에서는 투자를 빨리 끝내고 감가상각비를 줄여 영업이익을 높이는 것 보

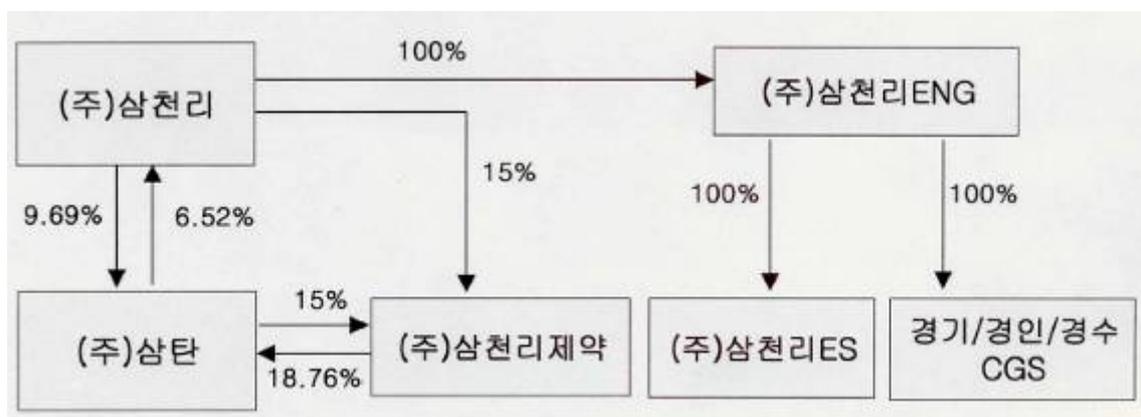
다는 투자를 줄였을 때 요금기저가 줄어드는 효과로 인해 가스 판매 마진에 마이너스 영향을 끼치는 것을 훨씬 더 큰 위협요인으로 보고 있어 서둘러 투자를 중단시킬 의향은 없어 보인다.

따라서 당분간 일정한 감가상각과 투자에 대한 변동성은 없는 것으로 판단되며, 이를 Valuation에서 역시 적용하도록 하겠다.

1.6.2 지분법 평가이익

삼천리는 7개 가량의 다양한 계열사를 가지고 있으며 그 출자현황은 다음과 같다.

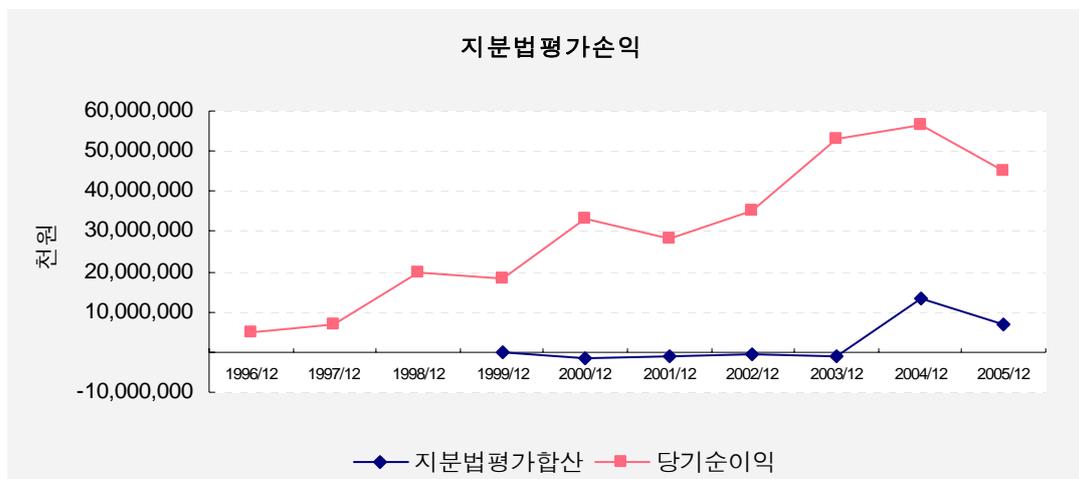
그림. 삼천리의 계열사와 출자현황



자료: 삼천리 Annual Report

직접적으로 삼천리에 영향을 끼치는 계열사로는 (주)삼천리 ENG와 삼천리 제약, 그리고 (주)삼탄 정도이다. 그렇다면 그 영향은 얼마나 되는가?

그래프. 삼천리의 지분법 평가손익



자료: SMIC Research team 4

지분법 평가 이익이 난 시점도 제작년에 불과하며 당기 순이익에 비하여 아직 미미하다.

표 지분법 평가 자회사

지분법평가회사	지분율	1999/12	2000/12	2001/12	2002/12	2003/12	2004/12	2005/12
(주)삼천리ENG	100%				- 857,183	- 1,263,350	- 984,198	1,286,229
인천종합에너지(주)	20%						- 151,805	- 660,925
(주)삼탄	9.69%						14,135,974	5,412,313
(주)삼천리 제약	15%						179,849	886,264
(주)삼천리 M&C	100%	- 314,307	- 1,508,888	- 929,616	401,809			
지분법평가이익							14,315,823	7,564,806
지분법평가손실		314,307	1,508,888	929,617	455,374	1,263,350	1,136,003	660,925
지분법평가합산		-314,307	-1,508,888	-929,617	-455,374	-1,263,350	13,179,820	6,903,881

자료: SMIC Research team 4

(주)삼탄과 (주)삼천리제약의 경우에는 지분법 평가이익에 만족스러운 지분율을 가지지는 못하지만 삼천리에서는 “공동등기임원관계에 있으므로 중요한 영향력을 행사할 수 있는 것으로 보아 지분법을 적용하였다”고 밝혔다. 또한 삼천리 M&C는 2002년 영업활동을 중단, 삼천리 ENG는 2002년 1월에 신규 설립되었다.

*삼천리 ENG

가스관련 기기의 공급과 도시가스 기반시설인 가스공급관 공사 및 관련 서비스 사업을 영위하기 위하여 설립된 도시가스 저문 엔지니어링사이다. 모기업인 (주)삼천리의 경영방침에 발맞추어 도시가스 공급관리 권역 내 가스다사용 업체 시설의 안전관리 및, CNG충전소의 위탁관리를 맡고 있다.

*인천종합에너지(주)

집단 에너지시스템을 구축하여 송도국제도시에 24시간 연속 지역 냉난방을 공급하기 위해 2004년 6월 10일에 설립되었다.

*삼탄

1962년 설립되었다. 국내 부존자원 개발의 한계, 에너지원의 안정적인 확보, 세계 유연탄 수요증가 추세라는 국내외적인 사업환경 변화에 적극 대응하기 위하여 1982년 국내에 한인니자원개발(주)를 설립하고 인도네시아에 현지 법인 PT KIDECO JAYA AGUING을 설립하여 유연탄, 노천광산 개발을 시작하여 1933년 상업생산을 시작하였다.

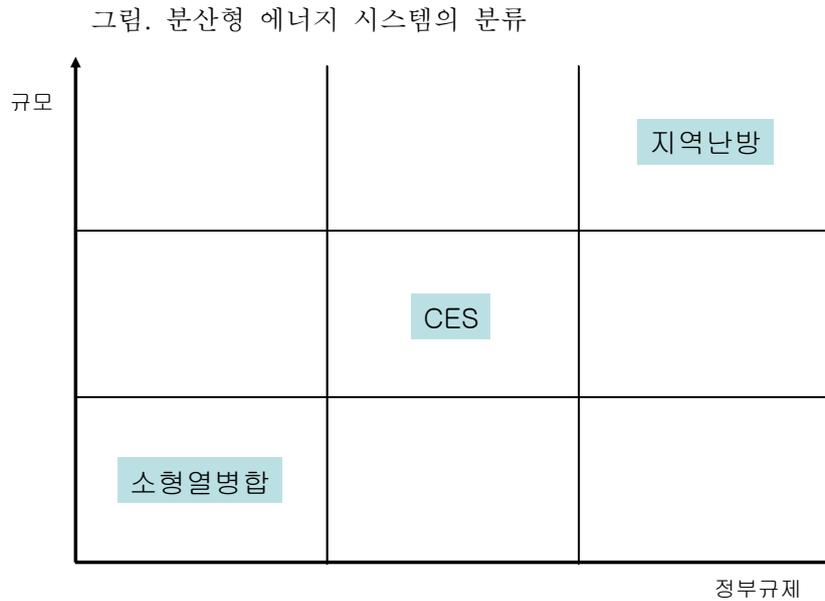
* 삼천리 제약

1983년 설립되었다. 원료의약품 및 중간체 제조기업이다.

특히 지분법 평가이익적 측면에서 큰 비중을 가지고 있는 것은 아니므로 그 세부 내역을 살펴본 것으로 만족하고 주된 삼천리의 분석 포인트로는 고려하지 않기로 한다.

2. 삼천리의 성장성을 보자!

그러면 이제 삼천리의 미래 성장 가능성을 짐쳐 보도록 하자. 현재 LNG를 이용하여 에너지를 공급하는 형태에는 도시 가스 말고도 여러 가지가 개발되고 있다. 분산형 에너지 시스템(열병합발전, Co-generation)을 이용한 난방 방식들에는 그 규모나 정부규제 정도에 따라 지역난방, CES, 소형열병합 등으로 나눌 수 있고 GHP나 CNG충전소 같은, 아직 그 규모는 작지만 향후 성장 가능성이 큰 사업들도 있다.



자료: SMIC Research team 4

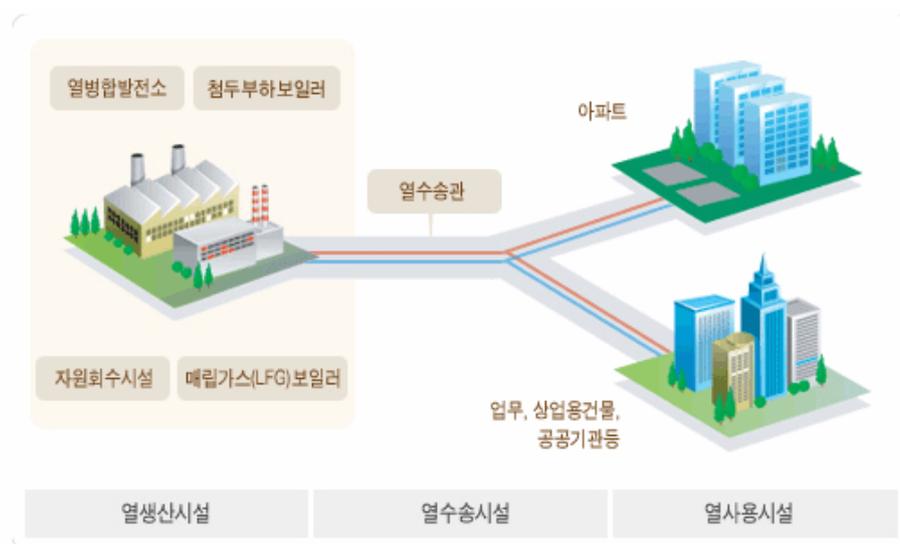
이 중 가장 크게 도시가스사업에 위협이 될 만 하다고 볼 수 있는 부분은 지역난방이지만, 이마저도 삼천리는 한국지역난방공사와 합작사를 협력하여 리스크를 회피하는 모습을 보여주고 있다. 나머지 에너지 시스템 사업들의 경우 아직 전체 LNG 시장에서 차지하는 규모가 워낙 미미하여 큰 고려 대상이 될 수는 없으나, 삼천리는 이미 다각적으로 각각의 사업에 적극적으로 진출하는 모습을 보여주고 있다.

2.1 삼천리의 가장 큰 위협? - 지역난방사업 (DH; District Heating)

현재 집단에너지인 지역난방사업이 공급되어, 도시가스업체들과는 ‘산업외부적인 경쟁요소’가 되고 있다. 현재 우리 나라 전체 난방수요가의 10%정도를 담당하고 있는 지역난방은, 앞으로도 환경규제 등의 영향으로 지속적인 확대를 이룰 것이라 보여진다. 그렇다면 이러한 지역난방사업이란 무엇을 말하는가? 또한 지역난방이 도시가스업체에게 위기가 될 것인가?

한국지역난방공사는 한국의 지역난방을 규제하는 공기업으로서, 법적으로 그 지위가 보장되어 있으며, 이 사업에 진출하기 위해서는 정부의 허가를 받고 지역난방공사와 합작하는 형태로 진출해야 한다. 지역난방(District Heating)이란 아파트단지, 상업용 빌딩이나 오피스 빌딩 등에 파이프라인을 통하여 열과 전기를 공급하는 것을 일컫는 말로써, 어느 정도 인구 밀집이 되어 있는 지역에서만 가능하지만, LNG를 통한 난방보다 가격이 싸다는 장점을 갖는다. 지난 몇 년 간 정부는 지역난방에 상당한 양의 투자를 해왔으며 이는 지역난방을 하는 가정수의 증가를 가져왔다.

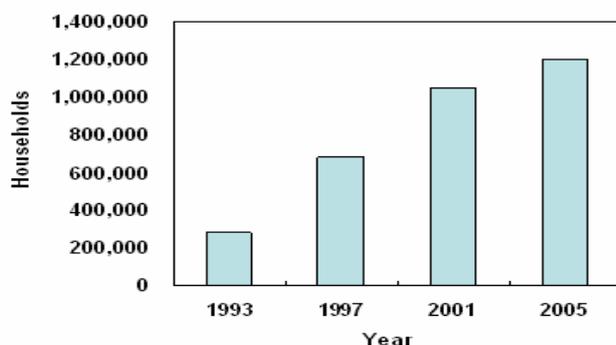
그림. 지역난방 개념도



자료: 한국지역난방공사

현재 지역난방은 전체 난방시장의 약 10%정도를 가져가고 있으며, (도시가스는 약 67%) 지역난방소비는 향후 일정기간 동안은 증가할 것으로 보이는데 이는 정부 규제와 이에 대응하는 투자규모, 그리고 LNG보다 싼 난방 요금 때문이다. 정부에서 이렇게 지역난방 요금은 LNG보다 싸게 규제하는 이유는 지역난방을 단계적으로 확충하기 위함이다.

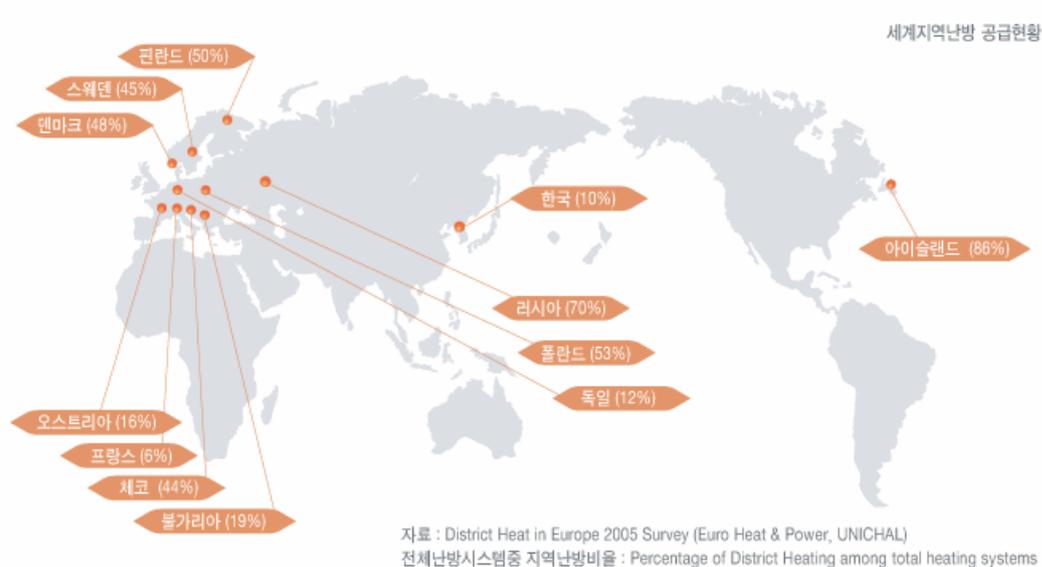
그래프. 지역난방 공급가수



자료: 한국가스공사

그러나 정부의 이러한 지역난방 확충 시도는 많은 논쟁거리를 불러일으키고 있다. 그 이유는 정부에서 지역난방 지역으로 지정한 지역의 경우, 열이나 난방수를 위해서는 지역난방 시스템을 이용해서 공급받지만, 요리용 가스의 경우 도시가스의 LNG 파이프라인을 추가로 설비해야 하기 때문에 상당한 비효율을 가져오게 되며, 또 이는 수익성 면에서 도시가스업체들에게 위기가 되고 있다. 이는 이렇게 지역난방 지역으로 고시된 지역의 경우 도시 가스 업체들은 오로지 요리용 가스만을 공급하기 위해 파이프라인을 깔아야 하고 이는 수익성 면에서 상당한 불이익을 가져오게 되기 때문이다. 도시가스업체들의 경우, 사업다각화 등을 통해 지역난방과 도시가스에 함께 투자하는 것이 하나의 좋은 선택이 될 수 있으며, 삼천리의 경우 인천중합에너지(주)를 한국지역난방공사와 합작 설립하여 송도 신도시에 진출한 바 있다.

그림. 세계 지역난방 공급현황

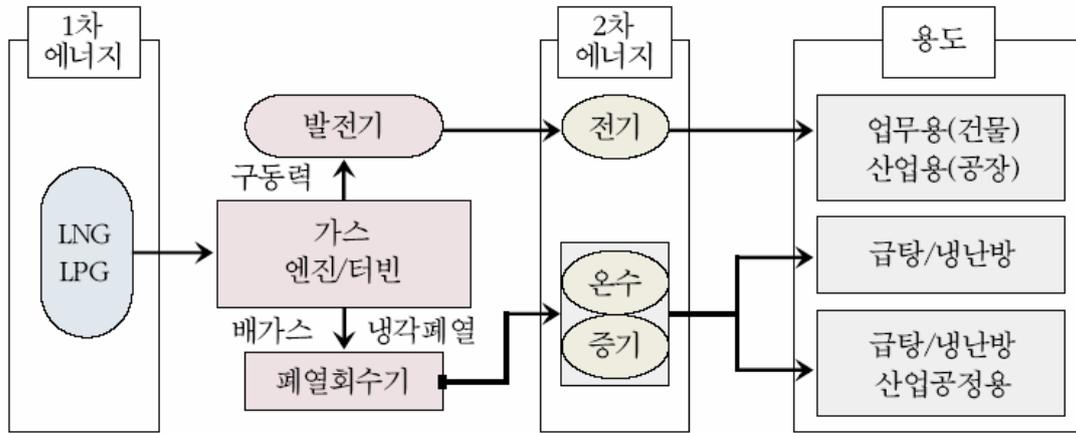


자료: 한국지역난방공사

2.2 소형열병합

소형 열병합 발전은 건물에 가스엔진 또는 가스터빈을 설치하여 전력을 생산하고 전력생산 과정에서 발생하는 열을 회수해 냉난방 열원으로 활용하는 고효율 에너지절약시스템이다. 소형열병합 발전은 아직 국내에서는 미미한 단계이지만, 향후 지속적인 확대 추이를 보이고 있음을 주목해볼 필요가 있다 하겠다.

그림. 소형열병합 개념도



자료 : 한국가스공사

표. 국내 소형열병합 시설 설치 현황

구분	2001 까지	2002		2003		2004		2005.6 말		비고
		증가율(%)	증가율(%)	증가율(%)	증가율(%)	증가율(%)	증가율(%)			
용량(kW)	67,183	92,983	38.4	97,606	5.0	111,180	13.9	116,554	4.8	누계
대수(대)	29	44	51.7	60	36.4	97	61.7	113	16.5	누계
개소	13	23	76.9	32	39.1	62	93.8	75	21.0	

자료: 한국가스공사

위의 표에서 살펴보듯이 2005년 6월말 현재 국내 소형열병합 시설은 75개소로서 상대적으로 비중이 크지 않으며, 국내 전체 수요가 중 약 0.2%를 담당하고 있다. (소형열병합에 대해 보다 더 자세한 내용은 첨부하기로 한다) 삼천리는 1990년대 후반부터 소형 열병합 시장에 뛰어들어 현재 13군데의 시설을 가동하고 있으며, 앞으로도 지속적으로 공급 규모를 확대해 나갈 예정이나, 지역난방처럼 제도적으로 독점이 공급되는 시장이 아니기 때문에 상대적으로 치열한 경쟁을 이겨나가야 할 것이라 예상된다.

표. 삼천리의 소형 열병합 발전 진출현황

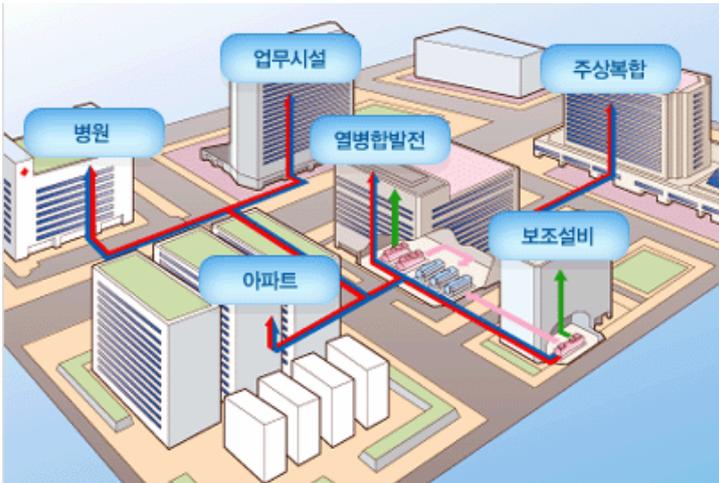
연도	수요처명	설비용량	열이용	엔진 제조사
1999	성가 병원	538kW×2	난방 / 급탕	GE Jenbacher
2000	하나 병원	70kW×2	난방 / 급탕	CES
2000	빈센트 병원	985kW×1	냉·난방 / 급탕	GE Jenbacher
2001	안산신병원	235kW×1	난방 / 급탕	CES
2001	안양 병원	333kW×1	난방 / 급탕	GE Jenbacher
2002	에너지 경제 연구원	10kW×1	난방 / 급탕	Yanmar
2003	수원민자역사	1,438kW×3	냉·난방 / 급탕	GE Jenbacher
2003	원광대 군포병원	846kW×1	난방 / 급탕	GE Jenbacher
2004	서울 보훈병원	846kW×1	난방 / 급탕	GE Jenbacher
2004	연수 주공3차 아파트	356kW×1	난방 / 급탕	MDE
2005	광명성애병원	333kW×1	난방 / 급탕	GE Jenbacher
2005	김해금강병원	333kW×2	난방 / 급탕	GE Jenbacher
2005	관교풍림 아파트	182kW×1	난방 / 급탕	MDE

자료: Annual Report

2.3 지역에너지 (CES; Community Energy System)

지역에너지, 또는 구역형 집단 에너지 사업은 업무용 빌딩, 병원 등 일정건물 밀집지역 및 중소규모 택지지구를 대상으로 중·소규모 열병합시설에서 생산된 전기 및 열(난방, 냉방)을 직접 일괄 공급하는 종합에너지 시스템이다. 아직까지 기술적인 면에서 개발 단계이고 송도 및 신도시 등에서 일부 추진되고 있으나 미미한 단계이다. 삼천리와 같은 경우 작년 말 광명 역세권 지구에 사업권 허가를 얻었으나 아직 가동 단계에는 이르지 못하고 있다. 정부에서는 2013년까지 전체 발전수요의 3.5%를 지역에너지로 대체한다고 예상하고 있으나 향후 전망이 어떻게 될지는 아직 확실치 않다.

그림. 지역에너지 개념도

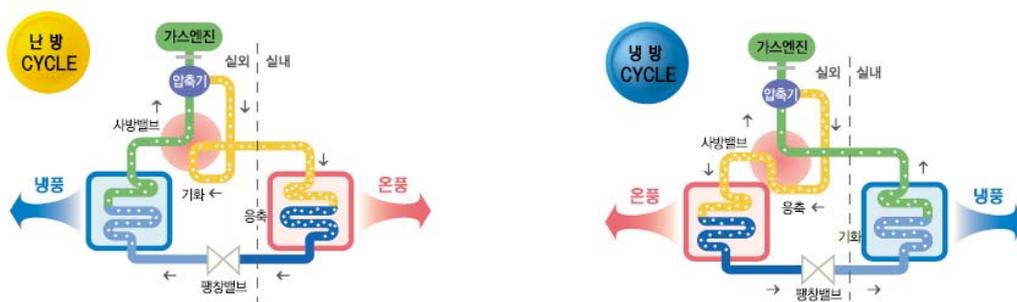


자료: 자사 홈페이지

2.4 가스 냉·난방 (GHP; Gas Engine Heat Pump)

가스 냉난방 사업은 냉매를 압축하는 동력원이 기존의 전기모터가 아닌 가스를 연료로 하는 엔진(구동형) 시스템으로 에너지원별 불균형, 개별시스템의 선호도 변화, 전력소비의 억제, 경제성에 대한 시장의 요구에 대응하기 위해 가스를 이용한 개별 냉난방 시스템을 개발하고 있는 추세이다. 아직 도입 초기 단계이고 설치 사례는 대동공업 본사사옥, 고려대학교 기숙사, 인천 온누리교회 등 총 5개 소이고 그리 많지 않다.

그림. GHP 냉난방 원리

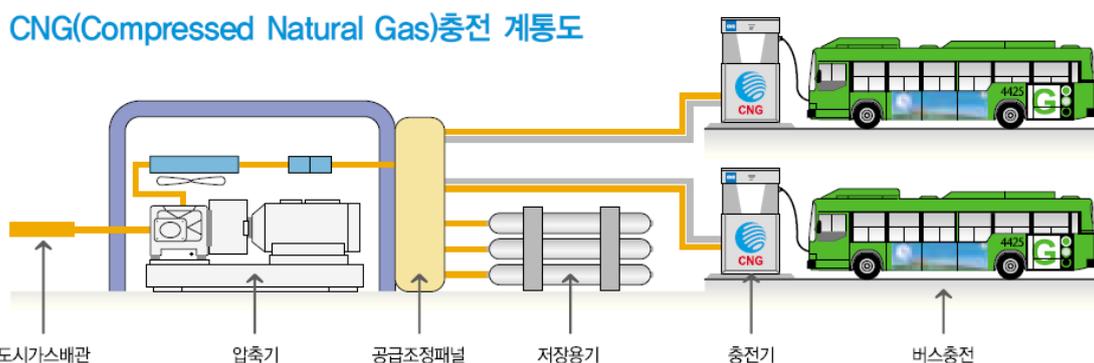


자료: 자사 홈페이지

2.5 차량용 압축천연가스사업 (CNG; Compressed Natural Gas)

압축천연가스란 천연가스를 저온액화 저장하는 LNG와는 달리 기체상태의 천연가스를 고압으로 압축하여 압력용기에 저장하는 형태로 천연가스차량에 사용하는 형태이다. CNG사업은 자동차배기가스를 줄이기 위한 정부시책에 의하여 적극 추진되고 있으며 현재 수도권 대부분의 버스에 이용되고 있고 향후 지방으로도 확대될 예정이다.

그림. CNG 개념도



자료: Annual Report

삼천리는 2001년도에 수원, 근포, 인천 3개의 충전소를 시작으로 2004년 총 7개의 충전소를 운영하고 있다.

표. 삼천리의 CNG충전소 운영현황과 향후 계획

CNG충전소 운영 현황

2004년도 기준

설치연도	구 분	충전규모	제작사	운영차량(대)	판매량(천 ㎥)
2001	수원 영통	일일 150대 규모	인터맥(뉴질랜드), 광신기계(한국)	193	10,593
2001	군포 부곡	일일 150대 규모	콤프에어(영국), 광신기계(한국)	123	6,459
2001	인천 송기	일일 100대 규모	인터맥(뉴질랜드)	221	8,665
2002	부천 오정	일일 100대 규모	인터맥(뉴질랜드)	122	4,619
2002	광명 소하	일일 100대 규모	광신기계(한국)	84	4,137
2003	인천 월미	일일 100대 규모	광신기계(한국)	68	2,558
2004	안산 본오	일일 100대 규모	광신기계(한국)	53	1,256
계				864	38,287

2005년 추진계획

◎ 신규 2개소, 증설 2개소

- ▷ 신규설치 : 광명하안 ('05년 11월 가동), 부천 고강동 ('05년 11월 가동)
- ▷ 신규증설 : 인천송기, 부천오정 (일일100대 → 일일 150대 충전 규모)

◎ 차량대수 (995대), 판매량 (42,127천㎥)

자료: Annual Report

위에서 살펴보았듯 크게는 지역난방, 그리고 작게는 지역에너지(구역형 열병합)와 소형열병합 등은 기존에 도시가스가 공급하던 권역을 침해하고 있지는 않지만 점차 그 구역을 확대하고 있는 추세이며, 이에 대응하기 위해 삼천리는 다른 모든 도시가스업체들이 그러하듯 직접 분산형 에너지 사업에 뛰어드는 방식을 채택하고 있다. 이를 위한 노력들을 보면 첫째로, 지역난방 사업 진출을 위해서 한국지역난방공사(주)와 합작하여 인천종합에너지(주)를 설립하고, 2005년 11월 131억을 추가출자한 바 있으며, 둘째로 2005년 12월 광명 역세권 지역의 집단에너지사업(CES, Community Energy System)권을 취득함으로써, 열병합 발전시설을 도입하여 전기와 열을 동시에 생산하여 해당 지역내에 독점 공급하게 되었다. 셋째, 안양병원, 수원 민자 역사 등 국내 13개소에 달하는 소형열병합 발전 보급을 통하여 해당 시설내에 열과 전기를 공급하고 있다. 또한 넷째, 총 9개의 CGN충전소를 운영하고 있으며 2005년 총 995대에 달하는 차량에 공급할 예정이다.

현재까지 이들이 차지하는 매출은 1%내외이고 또한 당분간은 이러한 매출구조 변화는 크지 않을 것이라 보이기 때문에, 우리 Research 4팀은 이 부분에 대해 판단을 유보하고자 하며 이후 Valuation에도 이 부분의 성장성을 크게 고려하지 않기로 하겠다.

[별첨 5 소형열병합발전 추이]

[별첨 6 열병합 발전의 용어설명]

3. 성장성 변의편-최근 이슈에 근거한 향후 시나리오

시나리오는 대략 2010년까지 최근 도시가스산업과 관련된 이슈들이 (주)삼천리에 어떠한 영향을 미칠 것인지 예측해 본 결과로, 이슈들이 현재 삼천리에 주는 불확실성이 중국에는 삼천리에게 긍정적 영향을 준다는 시나리오 1과 부정적 영향을 준다는 시나리오 2로 나누어 볼 수 있다.

시나리오 1 : 삼천리는 그럼에도 불구하고 계속될 것이다!!

Issue 1) 전기와 가스의 치열한 싸움이 계속되는 에너지원간의 경쟁시대

- 지역난방, 집단에너지 사업(CES)

현재 정부는 열과 전력 함께 생산하는 집단에너지산업을 통해 정부차원의 발전소 건설을 하지 않고도 민간차원의 전력유보율을 높일 수 있다는 장점에 입각해 이 사업을 지원하고 있다. 그 결과 난방용에 비해 현저히 소비비중이 낮은 취사용 도시가스 사용만으로 도시가스업체의 연료공급비용이 크게 늘어나고 이것은 소비자 부담이 된다. 도시가스 산업의 관료, 인프라적 특성상 요금인상이 이루어진다. 따라서 정부에게서 집단에너지 사업참여자로 시장에 진출할 때 도시가스업체에서 열원을 발생시키는 연료를 공급받기로 약속하는 등의 방식으로 지속적으로 도시가스업체의 매출이 유지될 수 있다. 인천 송도국제도시에서는 지역난방공사와 삼천리가 공동으로 참여해 집단에너지기업인 인천종합에너지가 설립하는 등이 상생의 한 방법이 된다.

정부는 도시가스법령을 제정하여 도시가스의 공급을 의무화 하는데, 이는 대규모 설비투자를 필요로 하는 장치산업인 도시가스 산업의 수익성을 고려하여 조건부로 시행될 수 밖에 없다. 그렇다면 경제성을 보장받으면서 기존의 매출을 지속적으로 유지해나갈 수 있으므로 업계 1위인 삼천리는 적어도 지금의 경쟁력 이상을 계속 지켜나갈 수 있다.

Issue 2) 기업, 주택공사 등의 LNG 직도입

집단에너지 사업에서 도시가스업체와의 공조체제를 조건으로 열 발전 사업분야를 허가 받은 주택공사가 이제 와서 직접 가스공사와 연결하여 가스공급까지 하겠다는 욕심은 정부 차원의 법령제정으로 막을 수 있다. 관료적, 인프라적인 도시가스산업 특성상 소비자에게 안정된 가격으로 공급한다는 목적, 마진율을 정부가 조정하는 도시가스 업체의 이익보장 목적에서 시행령 제정등을 통해 적절한 제재 내에서 합의점을 찾을 수 있을 것이다.

최근 포스코와 같은 기업의 자가소비용 LNG 직도입은 도시가스 산업이 사용자 위주가 아닌 공급자 위주의 시장이므로 안정적 수급관리를 위해 필요시설에 대해 수익자부담원칙을 적용한다. 따라서 포스코 역시 도시가스법 39조 3항에 의거 직접 도입한 천연가스를 이송하기 위한 배관시설이용을 부담해야 한다. 이 외에 SK계열의 케이파워, GS칼텍스, 젠코, 지역난방공사, 대림산업등이 가시적 움직임을 보이고 있다. 공급자 중심의 시장구조에서 구매자가

많아질수록 오히려 공급자의 선택권이 넓어지고 가격협상에서 국가적으로 불리할 수 있다는 점과 배관시설을 경쟁사와 공유하는 가스공사의 반대로 실제로 해결되어야 할 부분이 많다. (실제로 배관공사건설을 신청해 놓은 GS 칼텍스의 경우도 아직 물량확보를 하지 못한 상태이다.) 정부가 LNG도입시장을 사실상 개방하여 가스공사의 독점체제를 종료시킨다면 이 모든 것은 국가 전체적인 실익여부를 따져야 하므로 기존의 독점적 사업자들의 권역을 급격하게 줄이긴 어렵다. 그러므로 장기적으로 삼천리에게 악재가 될 수 있으나, 현재 장기공급계약의 만료시점인 2010년경까지는 현재의 삼천리의 사업을 크게 악화시키진 않으리라 본다.

Issue 3) 미국과의 FTA 협상에서 가스공사의 민영화, 가스산업구조의 개편 요구

일단 그 동안의 가스공급은 정부주도의 지역독점체제로 이루어진 공공재 성격의 산업이었다는 점에서 구조개편계획에 대해 노조의 강한 반발에 부딪히고 있다. 올 6월 한미FTA의 협상결과에 따라 민영화가 불가피하다면 모든 도시가스업체들이 자유경쟁상황에 놓이게 되는 셈이다. 하지만 시행시기는 2010년 이후가 될 가능성이 크고, 시행된 후 삼천리가 발빠르게 경쟁체제에 적응하여 기존의 업계 1위로 습득한 노하우를 바탕으로 마찬가지로 시장에서 선점한다면 여전히 삼천리는 경쟁력을 갖게 된다.

삼천리는 현재 컨소시엄형태로 중국(CGH:China Gas Holdings: 한국컨소시엄과의 합작회사)과 러시아의 LNG시장 개척에 참여하고 있는데, 포화되는 국내 수급시장의 불안을 해외에서 타개할 수도 있다. 90년대 국내 LNG시장이 20~30%규모로 성장하였고 안정화되면서 2010년까지 예상 평균 수익률이 4.7%인 반면 동남아시아의 개발도상국들이나 중국의 경우 약 10%의 성장이 예상되어 큰 기회요인이고 러시아의 경우 교토의정서에 근거 기존의 석탄발전소를 천연가스발전소로 대체하는 폭발적 수요 증가가 예상된다. (이츠쿠츠르 PNG 사업 : 별첨)

또한 가스공사는 지난해 신규로 예멘 YLNG 투자사업에 성공했고, 대우인터내셔널과 공동으로 추진중인 미얀마 A-1광구 탐사사업에는 10%의 지분을 투자해 대규모 가스전을 발견했다. 미얀마 A-3광구 탐사사업 및 러시아 서캅카스 탐사사업에 참여하는 한편 오세아니아, 아프리카, 미주 등 신규 자원개발사업 진출을 위해 적극 노력 중이다. 천연가스 공급선이 다변화되어 공급의 안정성을 꾀할 수 있다.

→ 여러 이슈들에 따른 위험이 있지만, 현재 시장점유율 1위를 확보하는 삼천리가 타업체들에 비해 유리한 방향으로 변화를 받아들이고, 사업을 지속해나갈 수 있을 것이다.

[별첨 7 가스산업구조 개편]

시나리오 2 : 더 이상 도시가스는 못 해먹겠다! 추락하는가? 새롭게 태어나는가?

Issue 1) 지역난방, 집단에너지(CES)

지역난방산업이 도시가스업체 시장을 침해하여 난방용 도시가스 매출을 잃고, 의무적으로 취사용 도시가스 공급해야 한다면 축소되고, 도시가스업체의 수익성을 보전하는 방향의 법령 개정안을 마련한다 해도 **삼천리의 매출감소는 불가피하다.**

정부의 정책적 의지로 지역난방사업에 특자금이 지원되고 열병합발전이 사용되는 연료에 수입부과금을 환급해주는 등 다양한 인센티브가 제공되는 상황에서 줄지에 난방용 가스 수요를 잃게 되는 도시가스사업자들은 상대적 박탈감을 **취사용 도시가스 거부**라는 형태로 표출하고 있다.

만약 삼천리가 도시가스산업에 더 이상 메리트가 없다는 생각으로 지역난방 쪽으로 사업방향을 바꿔간다면? 지역난방산업에서 선두의 위치를 계속 점유할 수 있는 것일까? **지역난방 공사와 주택공사등의 사업참여로 공기업간의 치열한 경쟁구도가 편성되어 수익률이 떨어질 수 있다.**

Issue 2) LNG 직공급

자사소비용 LNG를 직공급하는 기업이 늘어나고, 따라서 **산업에 공급하는 LNG공급량이 동종산업의 2,3,4위 업체에 비해 월등히 높은 삼천리의 경우 수익기반을 잃게 된다.** 게다가 직공급 기업들이 2010년 이후 장기 LNG공급 확보에 성공한다면 삼천리의 입지는 더욱 약화된다.

Issue 3) 민영화, 가스산업구조 개편

가스공사의 민영화로 LNG 수급이 이전보다 부담이 커지고 가스산업구조 개편이 시행된다면 지역독점산업이 아니라 자유경쟁을 시작하여 도시가스사간의 경쟁은 매우 치열해질 것이다. 이전의 유리한 지위를 상당부분 상실할 수 있다.

Issue 4) 이르쿠츠크 PNG사업(별첨)의 장기지연에 따른 대책과 러시아 에너지기업에 대한 탄력적인 유대강화문제

삼천리가 참여하고 있는 한,중,러 3국의 공동개발사업으로 2008년에서 2010년으로 연기된 상태이다. 민영화와 관련하여, FTA 협상이 체결되면 외국의 가스업체들도 국내시장에서 함께 경쟁할 수 있게 된다. 이는 그 동안 지역독점적 지위를 누리오던 삼천리에게 악재로 작용한다. 신산업분야(소형열병합발전)의 시장경쟁도 매우 치열하다.

→ 삼천리는 개편되는 구조의 소용돌이 속에 살아남거나 아예 도시가스사업을 포기하고 지역난방산업에 뛰어들어 새로운 기업으로 거듭나든가, 소형 열병합발전시장에서 수익을 증가시키기 위해 노력한다.

위의 2가지 시나리오 중에 2010년까지의 전망을 놓고 볼 때는 시나리오 1에 좀 더 무게를

둘 수 있다. 즉, 대체로 최근의 이슈들이 삼천리의 영업경쟁력을 크게 떨어뜨리지 않을 것으로 보고, 삼천리가 변화의 흐름 속에서 결국 자리를 고수할 수 있을 것으로 예상된다.

IV.Valuation

1. 주가 분석



2005년 12월 이전 주가하락은 겨울철 이상고온으로 인해 난방수요가 줄어들어 매출감소가 발생했기 때문이며, 12월 초부터 삼천리의 권역인 인천/수원지역의 평균기온이 크게 내려가 난방수요가 급격히 증가하였기 때문이다. 원래 계절변화에 따라 매출증감이 있고 그에 따라 주가변동이 있다.



삼천리의 99년부터 현재까지의 주가추이를 월별로 나타낸 차트이다. 계절에 따라 도시가스의 매출이 주기적으로 변화하고, 그 결과 주로 매년 1월 부근에서 주가가 상승하고 내려가길 반복하고 있다. 99년에 비해 변동폭이 적어지는 것은 시장이 그만큼 성숙단계에 접어들고 있다는 반증이며, 03년부터는 삼천리가 도시가스 공급업체 중 업계 선두에 자리하면서 대체로 지속적인 주가상승을 보이고 있다.

2. 배당정책

표. 삼천리의 배당추이

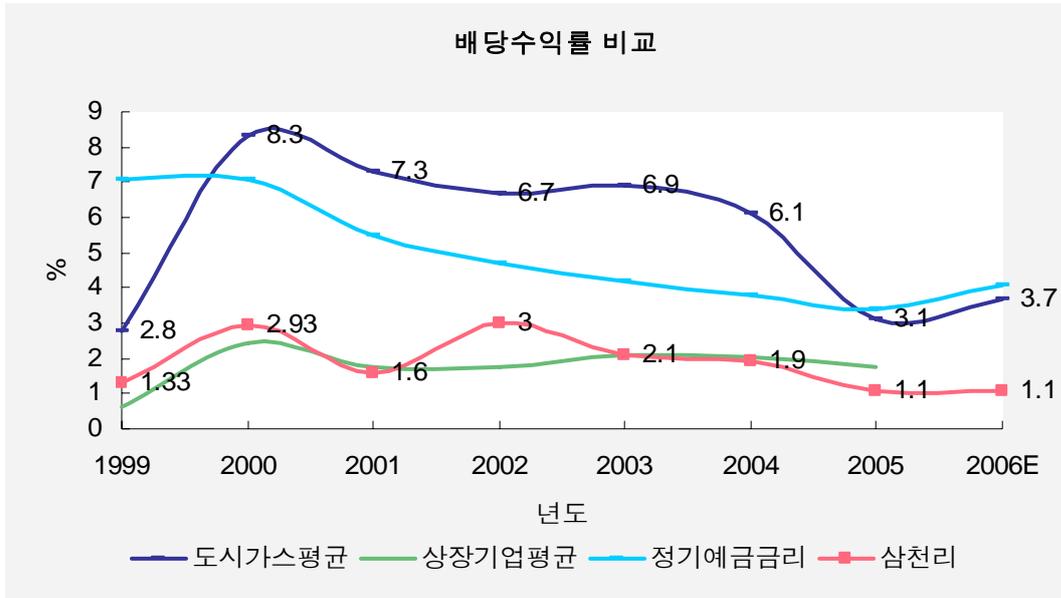
계정과목명	단위	1999/12	2000/12	2001/12	2002/12	2003/12	2004/12	2005/12
보통주DPS	원	500.00	750.00	571.00	1,000.00	1,000.00	1,250.00	1,250.00
보통주DPS(현금)	원	500.00	750.00	500.00	1,000.00	1,000.00	1,250.00	1,250.00
보통주DPS(주식)	원			71.00				
PER	배	6.22	2.65	4.95	3.67	3.63	4.49	10.32
EV/EBITDA	배	2.31	1.31	1.55	.93	1.20	1.54	3.71
PBR	배	.42	.31	.40	.34	.45	.50	.86
FCF	천원	51,111,017.02	9,139,307.94	26,902,650.99	42,860,398.28	-12,803,308.75	74,501,311.76	44,112,098.20
보통주배당금	천원	1,499,785.00	2,970,368.00	2,212,625.00	3,904,730.00	3,904,730.00	4,880,913.00	4,895,109.00
보통주현금배당금	천원	1,499,785.00	2,970,368.00	1,937,500.00	3,904,730.00	3,904,730.00	4,880,913.00	4,895,109.00
보통주주식배당금	천원			275,125.00				
보통주배당수익률(현금)	%	1.33	2.93	1.40	3.00	2.03	1.93	1.05
보통주배당수익률(현금+주식)	%	1.33	2.93	1.59	3.00	2.03	1.93	1.05
보통주배당률	%	1000	1500	11.42	2000	2000	2500	2500

자료: Annual Report

2001년~2003년 동안 8개의 도시 가스업체 주식들은 크게 할인되어 거래되었는데, 이는 지역독점적인 안정적 영업구조가 시장에서 주목 받지 못하는 데다, 정부(지자체)가 공급비용(마진)을 통제하고 있어 도시가스 산업이 성숙국면에 접어들면서 성장이 둔화되고 있었기 때문이다. 그리고 이 무렵 도시가스업체들은 안정적인 현금흐름을 바탕으로 배당금을 매년 지속적으로 확대하고 있어 도시가스 주가 곧 고배당주라는 인식이 확산되었다.

그러나, 작년 한해 동안 도시가스업체의 주가가 큰 폭으로 상승해 업종평균 PER이 8.2배나 상승하였다. EV/EBITDA와 PBR도 각각 4.7배, 0.7배인 사상 최고치로 상승하였다. 이것은 도시가스산업이 성숙국면에 접어든 산업임을 감안할 때 투자매력을 하락시킨다.

각 업체들의 FCF는 전년대비 5.5배나 증가하였는데, 안정된 현금흐름이 창출되는 가운데 배관투자부담이 줄어들고 있어 이러한 증가추세는 이어지리라 보인다. 그러나 배당규모는 늘고 있지 않다. 그 이유는 가스업체들의 성장동력 확보를 위한 신규산업에의 진출 때문인데, 이것은 배당증가에 부정적으로 영향을 끼친다. 업체평균 배당수익률은 2006년 다소 상승할 것으로 보이긴 하지만, 1999년부터 꾸준히 하락하고 있다.



자료 : 한국은행, 한국증권거래소, 한국투자증권

* 도시가스평균배당수익률은 삼천리를 제외한 7개 업체의 평균

이 중 삼천리의 배당수익률은 타 업체들에 비해 현저히 낮다. 이것은 삼천리가 업계 선두에 있는 기업이고, 앞으로 LNG의 사업국면이 변화함에 따라 새로운 신 산업분야 (소형열병합 발전시장 진출, LNG 직공급에 대비한 투자 등)에 투자하기 위해 유보한 것으로 보인다.

안정적인 현금창출을 하고 있고, 삼천리의 계획대로 성장이 이루어진다면 더 큰 수익으로 돌아올 수 있겠으나, 당장의 배당수익을 기대하기는 어렵다. 따라서 장기투자자에게는 배당을 기대한 투자매력이 떨어질 수 있다.

표. 타 도시가스 업체와의 배당수익률 비교

업체		2001	2002	2003	2004	2005	2006(E)
+ 삼천리	배당수익률	1.6	3	2.1	1.9	1.1	1.1
	DPS	671	1000	1000	1250	1250	1250
대한도시가스	배당수익률	9.5	8.7	8.6	7.4	4.3	5
	DPS	1250	1250	1250	1250	1250	1250
서울도시가스	배당수익률	6.7	3	6.8	3.7	1.7	1.9
	DPS	1000	750	1000	1000	1000	1000
에스코	배당수익률	7	7.1	9.2	7.9	4.1	4.8
	DPS	900	900	1250	1250	1250	1250
부산도시가스	배당수익률	8.2	5.9	8.4	6.7	4	4.7
	DPS	1000	750	1000	1000	1000	1000
경남에너지	배당수익률	8.4	8.5	7.3	6.6	4.1	4
	DPS	100	100	100	100	100	100
경동도시가스	배당수익률	6.1	6.9	6.3	5.8	3.1	3.4
	DPS	860	1000	1000	1000	1000	1000
대구도시가스	배당수익률	5.3	6.9	6.4	3.3	1.4	2.5
	DPS	200	300	100	200	200	200
한국가스공사	배당수익률	6.2	6.2	6.2	6	5	5.3
	DPS	1100	1500	1650	2000	1730	1730
(E1)LG가스	배당수익률	8.3	6.5	7.3	6.6	3.7	3.8
	DPS	1250	1250	1600	1600	1500	1500
SK가스	배당수익률	8.9	7.2	8.4	6.7	3.9	4.2
	DPS	1250	1250	1600	1500	1500	1500
평균배당률		18.9	20.4	20	21.9	21.9	21.9
평균배당수익률1		6.6	6.2	6.6	5.4	3	3.4
평균배당수익률2		7.3	6.7	7.3	5.9	3.2	3.7

자료: SMIC Research team 4

-2006년 배당수익률은 2005년 DPS를 기준으로 추정(단위 : %, 원)

-주가는 2006년 4월 5일 종가 기준

평균배당수익률1은 삼천리를 포함, 평균배당수익률 2는 삼천리를 제외한 업계평균 배당수익률이다. 평균배당수익률 1이 평균배당수익률 2에 비해 낮은 것을 통해, 삼천리가 업계평균 배당수익률에 못 미치는 배당수익률을 기록하고 있으며 배당에 관련한 투자 매력도는 타 도시가스 업체에 비해 떨어진다는 결론을 얻을 수 있다.

3. Valuation

삼천리의 밸류에이션을 위하여 Research 4팀은 과거 공급가수와 매출액 증가추이를 토대로 미래 5년간의 매출액을 추정하였으며, 이는 앞에서 보인 바와 같이 다음과 같다. (자세한 사항은 III. 1.4. 예상매출액 추이 참조)

연도	매출액(천원)	공급량(천m ³)	매출/공급
2005	1,552,815,198	3,398,729	456.8811453
2006E	1,721,645,542	3,646,465	472.1409755

2007E	1,911,595,220	3,917,922	487.9104841
2008E	2,138,389,498	4,241,097	504.2066943
2009E	2,366,360,338	4,541,547	521.0471979
2010E	2,616,574,548	4,859,455	538.4501743

이 자료를 토대로 2010년까지의 평균 매출액 증가율은 10.9%, 그 이후는 10%로 가정하였다. 그에 따른 예상 매출액은 다음과 같다.

예상 매출액	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12	
	1,552,815,198	1,722,072,055	1,909,777,909	2,117,943,701	
매출액 증가율	10.90%	10.90%	10.90%	10.90%	
2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12	2014/12
2,348,799,564	2,604,818,716	2,865,300,588	3,151,830,647	3,467,013,712	3,813,715,083
10.90%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%

이를 바탕으로 향후 8년 동안의 NOPLAT를 추정하고 그것을 바탕으로 FCF를 추정하였으며, 이는 다음과 같이 된다.

NOPLAT	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12
NOPLAT	24,644,019	43,645,362	48,402,706	53,678,601
2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12
59,529,569	66,018,292	72,620,121	79,882,133	87,870,346
FCF	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12
FCF	(62,037,279)	43,931,911	48,720,489	54,031,023
2010/12	2011/12	2012/12	2013/12	
59,920,404	66,415,940	73,057,534	80,363,287	

FCF의 흐름을 추정했으니 이제 삼천리의 WACC(가중평균 자본비용)을 구하여 현재 가치로 할인하고 CV(Terminal Value)를 더해주면 된다.

WACC를 구하기 위해서 Cost of equity와 Cost of debt를 구해야 하는데, 상세 도출 과정은 다음과 같다. (Capital Asset Pricing Model과 WACC에 대한 상세한 내용은 지면상의 부족으로 생략하기로 한다.)

Cost of Equity

- Risk free rate: 5year T-note (as of 27th close)
- Market risk premium: Goldman Sachs research 인용
- Levered company beta: UBS research 인용

Cost of equity	
korean risk free rate	5.01%
korean market risk premium	7.50%
levered company beta	0.88
company risk premium	6.60%
levered cost of equity	11.61%

Cost of Debt

Cost of Borrowing을 구하기 위하여 최근 2년 평균 산업평균 Borrowing rate치를 이용하기로 한다. (4.03%)

	2004	2005
ST Debt		
CP of LT debt	2,693,800	3,001,670
Bonds		
LT debt	19,965,200	18,708,530
IE	989,781	695,271
Daehan	4.37%	3.20%
ST Debt		
CP of LT debt	1,127,300	1,459,450
Bonds		
LT debt	4,713,700	3,684,250
IE	242,419	184,752
Pusan	4.15%	3.59%
ST Debt		
CP of LT debt	1,498,541	1,703,808
Bonds		
LT debt	17,353,147	18,857,338
IE	1,119,219	599,085
Kyungdong	5.94%	2.91%

Cost of Debt	
korean risk free rate	5.01%
spread over risk free rate	-0.98%
cost of borrowing	4.03%
Marginal Tax rate	27.50%
cost of debt	2.92%

Financing Structure

Financing Structure	
Equity	
Current Price('000)	114.5
No. of shares in issue	4,055,025
Equity	464,300,363
Debt	
ST debt	-
Current Portion of LT borrowings	-
Bonds	59,836,423
LT debt	37,243,878
Debt	97,080,301
D/C	17.29%
E/C	82.71%

* Stock Price: As of 28th April

원래 WACC를 구하기 위하여는 Target Financing Structure을 이용하여야 하지만, Research 4팀은 FCF 예측 기간 동안 Financing Structure는 일정할 것이라 가정하였다. 이를 바탕으로 WACC를 계산해보면 10.11%가 도출된다. 이제 미래 FCF들을 현재 가치로 할인하여 더해주고, 여기에 Terminal Value를 더해주면 다음과 같다.

Total discounted FCF **201,883,355**

CV	
ROIC on New Investment	10%
NOPLAT terminal growth	5%
CV	946,288,592

FCF+CV 599,699,805,191

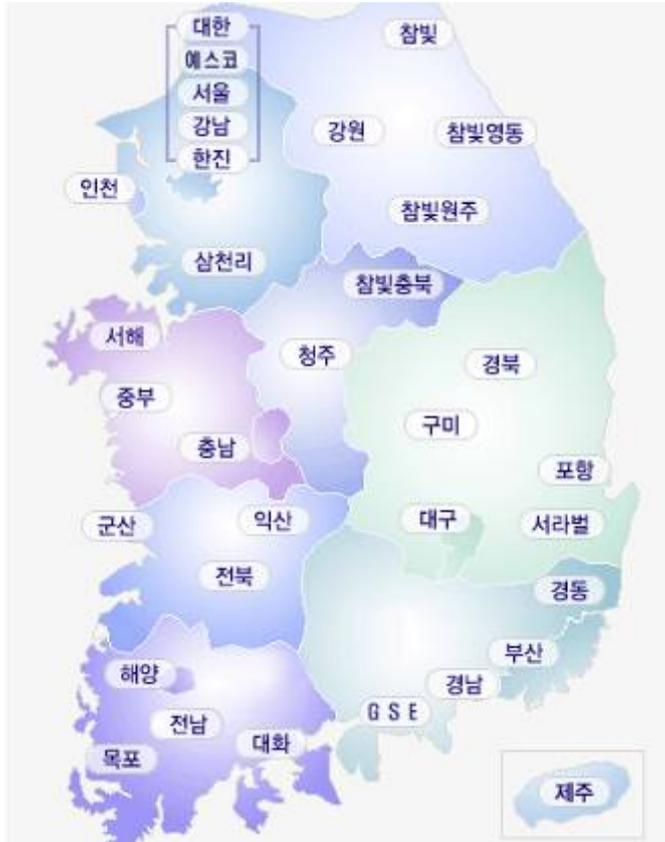
이를 현재 주식수인 4,055,025로 나눠주면, 주당 영업 가치는 147,891원이 된다. 이는 현재 주가인 114,500원과 비교해보아도 약 29%의 상승 여력이 남아있다는 말이 된다.

삼천리는 정부의 도시가스사업법에 의한 지역독점형 기업으로서, 타 기업과는 차별되는 안정적인 영업가치를 인정받아 가치투자자들에게 끊임없는 사랑을 받아왔다. 이는 밸류에이션을 통하여 주당 가치를 확인해보아도 약 30%의 상승 여지가 남아있는 것으로도 증명되는 것을 볼 수 있다. Research 4팀은 장기적인 관점에서 볼 때 이러한 안정성 이면에 숨어있는 위험요소 (향후 집단에너지사업 확장여부와 가스산업구조개편의 추이) 에 대해서 좀 더 자세히 살펴볼 필요가 있다고 생각하고 조사를 추진하였으나 그 결과 첫째, 향후 단기적으로는 -

Research 4팀의 결론으로는 2010년 정도까지이다 - 도시가스사업이 안정적이라고 예상되며, 둘째, 삼천리의 타 도시가스업체들보다 우수한 공급 권역과 이를 바탕으로 한 꾸준하고 안정적인 매출 증가, 그리고 우수한 재무구조를 볼 때 **매수**를 추천한다.

V 별첨

[별첨 1 지역 공급 회사과 보급 권역]



지역	업체	지역	업체
서울 인천 경기	대한	전북	군산
	예스코		익산
	서울		전북
	강남	광주 전남	해양
	한진		전남
	인천		목포
	삼천리		대화
강원	강원	대구	경북

	참빛	경북	구미
	참빛영동		포항
	참빛원주		대구
충북	참빛충북	부산 울산 경남	서라벌
	청주		경동
충남, 대전	서해		부산
	중부		경남
	충남		GSE
제주	제주		

자료: 한국도시가스협회

[별첨 2 천연가스 도매부문의 가격구조]

도매부문의 천연가스 요금은 1)원 재료비와 2)공급비용으로 구성되며, 천연가스 공급에 소요되는 총괄원가를 보상하는 수준에서 결정된다. 총괄원가는 성실하고 능률적인 경영 하에서 천연가스의 공급에 소요되는 적정원가에 천연가스사업에 공여하고 있는 진실하고 유효한 자산에 대한 적정한 투자보수를 합한 금액으로 결정한다.

1)원 재료비의 구성항목으로는 천연가스 도입원가, 도입부대비(관세, 특별소비세, 수입부과금, 기타 도입관련 부대비)와 완전관리 부담금이 있으며 공급비용은 인건비, 감가상각비, 기타 운영비 및 투자보수로 구성된다.

발전용에 공급되는 천연가스의 도입가격은 매월 도입단가의 변동을 반영하여 적용하며, 안전관리부담금과 수입부과금은 적용하지 않는다. 반면에 도시가스용의 경우는 분기별로 도입가격의 변동이 ±3%를 벗어나는 경우에 자동적으로 연동되는 연동제를 시행하고 있다.

2)공급비용은 총괄원가를 기준으로 작성된 필수수입액을 기능별(하역, 저장, 생산기저공통, 배관, 정압 설비, 배관공통)등으로 세분하여 도시가스용과 발전용으로 원가를 배분하여 용도별(발전용, 도시가스용)로 요금수준을 결정하고 있다.

인건비는 제조부문, 공급부문, 판매 및 일반 관리 부문으로 구분하여 부문 내 기능별 적정 인원수와 정부의 임금 정책 등을 고려하여 산정한다.

고정자산에 대한 감가상각 방법은 정액법으로 하며 내용연수는 법인세법을 준용한다.

투자보수는 요금기저에 허용 투자보수율을 곱하여 산정된다.

요금기저는 가스요금 산정기간의 순가동설비자산액, 순무형고정자산액, 운전자금을 합산한 금액으로, 유희자산 및 타목적의 자산은 포함하지 않는다.

투자보수율은 천연가스사업의 자본비용, 위험도, 공급리 수준, 물가상승률, 가스요금산정기간의 재투자 및 시설확장계획, 원리금상환계획, 물가전망 등을 고려하여 천연가스 사업의 기업성과 공공성을 조화시킬 수 있도록 결정하게 되어있다. 세부적으로는 타인자본에 대해

서는 일반대출금리, 자기자본에 대해서는 1년 만기 정기예금금리를 적용하여 가중한 율을 초과하지 않도록 함을 원칙으로 하되, 금리 및 물가전망, 차입금 평균 이자율, 사업계획 등을 고려한 조정이 가능하다.

[별첨 3 천연가스 소매부분의 가격구조]

국내 도시가스요금은 도매 판매요금과 총공급비용으로 구성되어있다. 총 공급비용은 1)적정 원가와 2)투자보수 그리고 3)투자재원을 더한 비용을 4)예상판매 물량으로 나누어 산출되는 바, 각 비용의 구성내역은 다음 그림에 정리되어 있다.

1)적정원가는 기화비용+ 공급비용+ 판매관리비+ 일반관리비+ 영업외비용-영업외수익으로 계산된다.

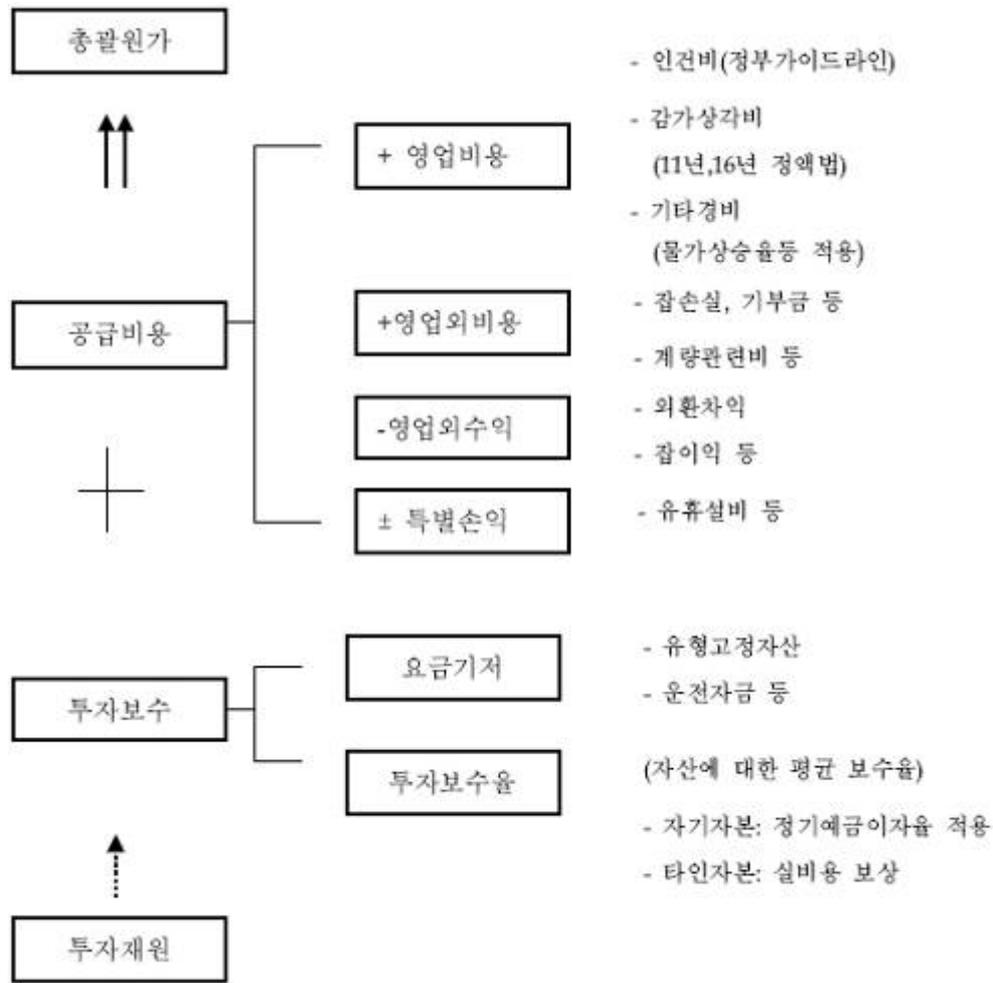
기화비용은 액화 천연가스를 저장하고 기화시켜 배관설비까지 도달시키는 데에 발생하는 비용을 의미하며, LPG를 공급할 경우에만 발생하고 LNG공급권역에서는 발생하지 않는다.

공급비용은 배관설비의 시설관리활동에 수반되는 비용으로서 유지보수, 안전관리, 시찰점검, 현황관리 등의 활동이 포함된다.

판매관리비는 가스판매와 관련하여 판매계획의 수립, 수요가 관리, 민원처리, 홍보활동, 수요조사, 수요개발을 위한 활동에 소요되는 비용이다.

일반관리비는 가스공급부문에 대한 전반적인 계획의 수립과 자금의 조달 및 운용, 인사, 회계등과 같이 타 부문의 지원활동과 관련하여 발생된 비용을 말한다.

천연가스 공급비용의 구성항목



자료: 에너지경제연구원

[별첨 4 도시가스 소매공급비용 개정안 마련]

CAPM 도입등 천연가스 공급가격 산정기준이 대폭 변화된 가운데 도시가스 소매가격 산정 기준 개정방안이 마련돼 귀추가 주목된다. 산업자원부는 지난 9일 가스공사 연구개발원에서 열린 ‘소매공급비용 산정기준 개정 워크숍’에서 투자보수율, 적정원가, 요금기저, 규제관리 등 네 가지 측면에서의 도시가스 소매 요금 개정방향을 제시했다.

개정안에 따르면 투자보수율 측면에서 타인자본보수율은 세후기준으로 개정, 총괄원가에 미치는 영향이 없도록 할 전망이다. 자기자본 보수율에 대한 상하한 규제는 삭제하되, 추가 위험 프리미엄의 가산은 지역 특성 및 정책적 측면에서 재검토할 필요가 있다는 입장이다.

실제 요금 조정시에는 자기자본보수율에 이미 기회비용 수준을 반영하고 있으며, 재무관리 등에서 이론적으로 타당한 것으로 인정되는 실정을 고려해 자기자본에 대한 적정한 기회비용을 보상토록 할 예정이다.

또한 적정투자보수율 산정방식은 재정부의 공공요금 산정 기준 개정안에 따라 폭넓은 선택권이 부여되어 있기 때문에 유인규제제도의 도입도 고려할 방침이다.

개정된 공공요금산정기준에 따라 목적사업과 관련한 기타 유형자산의 경우에도 건설중인 자산에 대해 자기자본비율만큼 요금기저에 포함하도록 했다.

이와 같은 도시가스 소매요금 개정안에 대해 업계에서는 ‘신중한 검토’를 주문하고 있다. 도시가스회사는 규모와 역사적인 측면에서 천차만별이기 때문이다. 업계 관계자는 “건전한 도시가스 산업과 투자가 촉진될 수 있도록 하는 방향으로 요금 산정기준이 마련됐으면 한다”며, 해외 사례를 포함한 복합적이고 다각적인 검토가 심도 있게 진행되기 바란다”고 밝혔다. 따라서 이번 소매요금 개정안은 충분한 의견수렴 절차 등을 거쳐야 할 것으로 보이며, 개정작업이 마무리되려면 내년 이후에나 가능할 것이란 전망이다.

[별첨 5 열병합 발전의 용어설명]

열병합 발전이란?

열병합발전은 동일한 연료를 사용하여 두가지의 유형이 다른 에너지(열, 전기)를 동시에 생산하는 종합에너지시스템(Total Energy System)으로서 일반적으로 고온부는 전기, 저온부는 공정열로 사용하는 에너지 시스템임. 열병합발전방식은 CHP(Combined Heat and Power Generation) 및 Cogeneration 등으로 불리운다.

<전형적인 열병합시스템의 구성>

1. 가스엔진 열병합시스템 (Gas Engine Cogeneration System)

가스엔진 열병합시스템은 열효율이 높고 안전성이 뛰어나며 가스연료(예 : LNG)를 사용하기 때문에 엔진의 수명이 길고, 유지관리가 쉽다는 장점이외에도 발전규모가 15kW에서 2,000kW이상의 수요에도 대처가 가능하다는 특징이 있다. 열은 냉각수로부터 온수를 회수하고, 배가스로부터 증기 또는 온수를 회수하며, 또한 최근에 냉방용으로 많이 채용되고 있는 2중효용 흡수식 냉동기의 열원으로 사용이 가능하다.

2. 가스터빈 열병합시스템 (Gas Turbine Cogeneration System)

가스터빈 열병합시스템은 주로 공냉식이며 운전소음이 적고 고온의 배가스를 이용하여 증기를 생산할 수 있으며 생산된 증기를 공정용 증기 또는 냉동기의 열원으로 사용이 가능하다. 발전규모는 500kW급 이상의 수요에 대응이 가능하다. 가스터빈 열병합시스템은 가스엔진 방식에 비하여 열전비가 크기 때문에 열에너지의 수요가 상대적으로 큰 수요처에 적합하다. 가스터빈 발전기와 배열회수보일러(HRSG : Heat Recovery Steam Generator)로 구성되며 증기압력은 통상 8~15kgf/cm²이며 증기의 용도에 따라서 고압증기의 공급도 가능하다. 폐열보일러의 후단에 급수과열기 또는 온수히터를 설치하면 배열회수 효율을 향상시킬 수 있다.

3. 증기터빈 열병합시스템 (Steam Turbine Cogeneration System)

보일러·증기터빈을 이용한 열병합발전은 이전부터 자가발전 설비를 가진 제철소, 화학공장

등에서 많이 채용되어 왔다. 또한 발전기 대신에 압축기 또는 펌프를 구동하는 시스템도 석유화학플랜트 등에서 채용되고 있다. 근래에는 도시소각장에서 소각로에서 발생한 증기를 이용하여 터빈발전기를 돌려서 소내전력을 공급하고 잉여열을 이용하여 온수의 가열이나 소내의 급탕이나 공조 등에 이용하고 있다. 증기터빈은 물을 작동유체로 하는 외연기관이므로 연료의 선택이 자유로워서 유류, 가스, 석탄외에 바이오가스의 이용도 가능하다는 장점이 있다. 그러나 열기관의 작동온도를 한없이 높이는 어렵기 때문에 작동유체인 증기는 온도에 비하여 압력을 높일 수 밖에 없다. 따라서 열효율을 높이기 위해서는 고압보일러를 필요로 하게 되어 가격이 상승한다는 문제와 소출력에서는 터빈내부의 유동손실이 증가하여 효율이 낮다는 문제가 있다. 그러나 증기터빈 열병합시스템은 작동유체가 증기뿐이므로 터빈의 배기를 그대로 공정용 증기로 활용이 가능하고 시스템의 중간에 터빈을 설치하여 보조시스템을 만들 수 있다는 많은 장점을 가지고 있기 때문에 대규모 발전플랜트에 많이 채용되어 왔다.

4. 가스 및 증기터빈 복합발전시스템 (Combined Cycle Cogeneration System)

복합발전시스템이란 가스터빈 열병합시스템의 폐열회수보일러에서 생산되는 증기를 증기터빈에 흘려서 전기를 생산하고 증기터빈의 배기증기를 공정용 증기, 급탕 및 난방, 또는 냉방용열원으로 사용하는 열병합발전시스템을 말한다. 효율이 매우 높으며 환경에 미치는 영향이 적고, 가동 및 부하추종성이 우수하다는 등 많은 장점을 가지고 있다.

<열병합발전에 사용되는 터빈형식>

1. 배압식

전력을 발생하고 터빈에서 배출되는 저압증기는 공정용증기 또는 지역난방용 증기로 사용하며 종합열효율이 높다. (예: 대구염색단지공단)

2. 추기복수식

두 종류 이상의 상이한 압력 및 온도가 필요한 경우에 터빈 내에서는 팽창중인 증기를 추기하여 공정용 열부하로 공급하고 나머지 배기는 복수기로 보내는 방식으로 배압터빈에 비해서는 효율이 낮다. (예: (주)한주)

3. 추기배압식

두 종류 이상의 상이한 압력 및 온도가 필요한 경우에 배압터빈의 중간단에서 추기한 증기와 배기를 이용하는 방식으로 추기량을 조절함으로써 추기하지 않은 배압터빈보다 열전비의 조절이 가능하다. (예: 섬유업체 및 제지업체)

< 열매체의 종류 및 특징 >

열매체로 열매유, 증기, 온수가 사용되고 있으며 지역난방용으로 대부분 사용되는 온수는 온도에 따라 아래와 같이 구분됨

- 고온수 : 120℃

- 중온수 : 100 ~ 120℃ (국내사용온도)
- 저온수 : 100 ℃ 이하

< 공급방법 >

▶ 증기공급방식

증기는 다량의 잠열을 이용할수 있으며 압력강하가 적어 수송속도를 높힐 수 있는 장점이 있으나 반면에 기체상태로서 가압하기가 힘들며 보일러출구나 터빈배기 혹은 추기를 그 압력수두만으로 직접수용가에 공급해야하는 단점이 있어, 수송거리가 짧은 경우(2~3km)에는 증기난방시스템을 적용하는 것이 유리하며 이 방식을 적용하는 나라는 미국, 프랑스등임

▶ 온수공급방식

온수공급방식으로는 중온수, 고온수, 저온수방식이 있으며 현재는 경제적인 측면에서 투자비가 비교적 적게 소요되고 수용가의 난방방식에 적합한 중온수 방식이 적용되고 있음

< 배관방식 >

▶ 개요

지역난방에서 이용되고 있는 배관방식은 지역난방 전체의 건설비, 공기의 신뢰성, 보수유지 등에 크게 영향을 받는다. 따라서 실시계획시에는 도로계획, 여타공급시설(상하수도, 전력, 가스, 전화 등), 지질, 지하수위, 지하철구조물의 유무, 배관구배등을 검토하는 것이 필요하며 기술 및 경제성에 있어 최적의 방식을 선택 채용토록 해야 한다. 특히 관계관청 및 관련 회사와 사전에 면밀한 협의 검토가 필요함

▶ 종류(부설위치에 따라서)

가공배관방식 ·지상설치배관방식 ·지하매설배관방식

▶ 지하매설방식의 구분

- 공동구 배관방식

지하공동구내에 하수도, 전력, 가스, 전화등의 공급부설배관과 지역난방배관을 동일공간내에 설치하는 방식으로, 건설비, 점용공간에 따른 사용료등 각 관계부분의 제약으로 실시가 곤란한 경우가 많음

- 전용구 배관방식

전용구 배관방식(콘크리트 닥트방식)은 지역난방 초기부터 사용된 방식으로 이 방식의 가장 큰단점은 100%의 완전한 방수효과를 기대하기 어려운 점임

- 직접매설방식(공장보온배관방식)

공장보온배관은 내관을 강관으로 하고 외관을(Casing)을 고밀도폴리에틸렌으로 하여 그사이에 직접 폴리우레탄폼 단열재를 발포하여 제조한 지역난방용 단열관으로 구미 각국 및 국내에 가장 널리 사용되고 있으며,

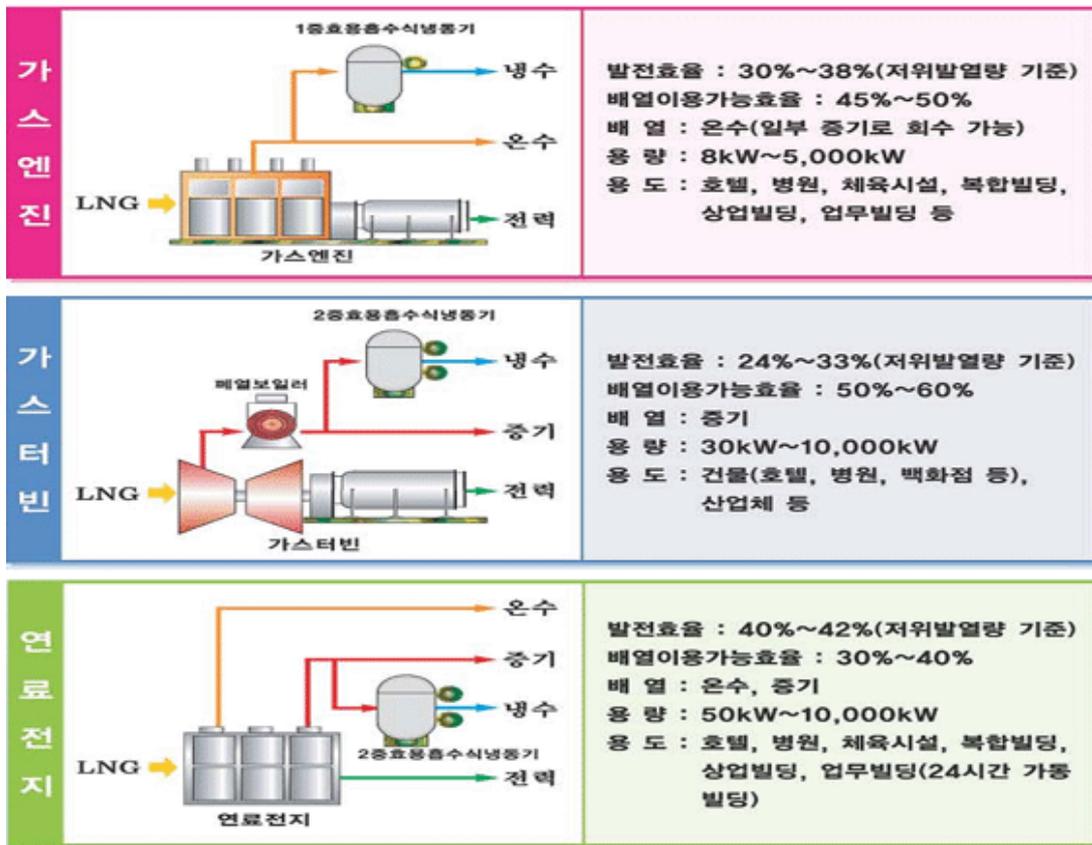
공장보온배관의 장점은 배관자재를 공장에서 보온시킨 상태로 제품화함으로서 공정의 단순화, 비용절감을 꾀할수 있으며 단열성능 및 외관의 내부식성이 강하여 지하직접매설이 가능

하다는 것임

[별첨 6 소형열병합발전 추이]

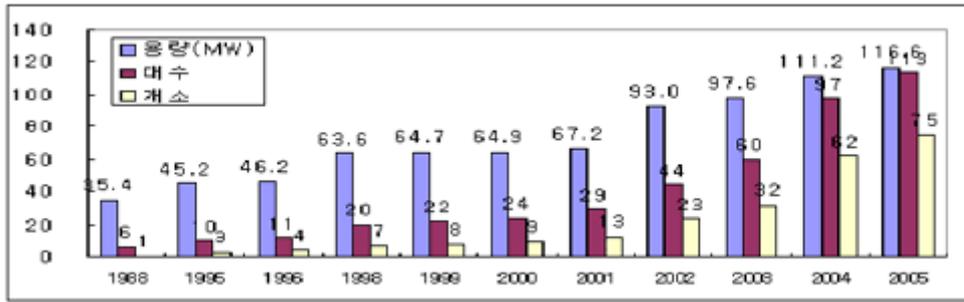
소형 가스 열병합발전이란?

주로 청정연료인 천연가스를 이용하여 전기와 열을 동시에 생산·이용하는 종합에너지 시스템으로 에너지효율을 극대화시킨 고효율 에너지절약 시스템.



자료: 한국가스공사

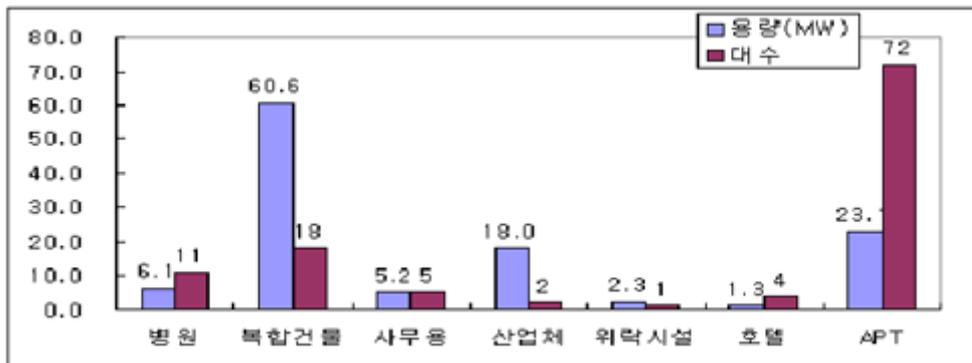
그래프. 연도별 설치 현황



자료: 한국가스공사

표. 용도별 설치 현황

구분	아파트	산업체	업무용빌딩 등	합계
설치개소	53	1	21	75
설치대수	72	2	39	113
설치용량(kW)	23,063	18,000	75,491	116,554
비중(%)	19.8	15.4	64.8	100.0
총 발전용량 중 비중(%)	0.02	0.03	0.14	0.2



자료: 한국가스공사

표. 소형열병합 발전 설치 현황 - 1000KW이하

설치장소	용량(kW)	설치대수	비고	설치년도
웨스틴 조선폰텔	850	1	디젤엔진(LNG개조)	1986
가든호텔	450	2	디젤엔진(LNG개조)	1987
한국가스공사	1,000	1	가스터빈 열병합	1997

부천 성가병원	570	2	가스엔진	1999
성빈센트병원	985	1	가스엔진	2000
하나병원	70	2	가스엔진	2000
안양병원	333	1	가스엔진	2001
신병원	235	1	가스엔진	2001
신동아 아파트	279	1	가스엔진	2001
평택 삼성아파트	340	1	가스엔진	2002
마산 중리 현대아파트	340	1	가스엔진	2002
인천 만수 주공4단지 APT	340	2	가스엔진	2002
	228	1		

표. 소형열병합 발전 설치 현황 - 1000kW이상

설치장소	용량(kW)	설치대수	비 고	설치년도
신라호텔	2,500	1	가스엔진	1986
위커히호텔	2,100	1	가스엔진	1988
잠실 롯데월드	5,900	6	가스엔진	1988
인터콘티넨탈호텔	2,100	2	가스엔진	1988
부산 롯데	2,500	3	가스엔진	1995
삼성 에버랜드	1,500	1	가스터빈	1995
분당 테마폴리스	1,400	3	가스엔진	1998
센트럴 시티	3,000	3	가스엔진	1998
LG 강남타워	1,400	3	가스엔진	1998
수원 민자역사	1,500	3	가스엔진	2003

자료: Annual Report

*색칠부분은 삼천리 설치소.

[별첨 7 가스산업구조 개편]

한국 에너지 산업 구조개편은 대략 1990년대 후반부터 가속화되기 시작하였다. 전체적으로 전기산업 • 가스산업 • 집단에너지산업으로 나뉘는 이번 구조개편 중, 삼천리와 관계가 있는 가스산업과 집단에너지산업 구조개편에 대해 좀 더 자세히 알아보기로 하자.

가스산업 구조개편

가. 가스산업 구조개편 개요

우리나라는 1998년 7월 공공부문의 구조개혁차원에서 가스의 도입 및 도매부문에서 독점 기업인 한국가스공사에 대한 단계적 민영화를 추진하기로 결정하였다. 2001년 9월에 발표된 가스공사 민영화 및 가스산업 구조개편 기본계획에 의하면 가스산업 구조개편의 목적은 경쟁 제한적 요소의 제거를 통한 천연가스 산업의 자원배분, 경영의 효율성 증대, 가스사업의 선진화 도모, 소비자선택권 확대로 서비스의 질 개선 등에 있다. 이러한 기본계획의 내용은 크게 다음 3부분으로 나뉘어져 있다. 첫째, 도입·도매 부문을 설비운영으로부터 분리하고, 둘째, 설비부문은 규모의 경제를 실현하고 공공성을 확보하기 위하여 설비공동이용제에 의하여 운영되며, 셋째, 소매부문에 대한 경쟁을 점진적으로 도입하는 것이다.

현재 한국가스공사가 독점적으로 운영하고 있는 도입·도매 부문은 기존 장기도입 계약을 기준으로 3개의 자회사로 분할한 후, 이 중 2개사는 민간에게 매각하고, 1개사는 한국가스공사의 자회사로 운영하되, 경쟁여건이 구비되면 민간에게 매각하도록 하는 것이다. 그리고 정부는 도입·판매 회사간의 투명하고 공정한 경쟁을 위해 가스위원회와 같은 독립적 규제기구를 설립하고 관련 규제제도를 보완하고 강화하여 산업 내 경쟁을 유도할 계획이다.

지역독점적인 가스소매부문의 개방은 도매부문 경쟁 도입 추이에 따라 3단계에 걸쳐 점진적으로 추진하고자 한다. 우선적으로 배관망 설치 가능한 지역에 대해서는 천연가스 보급을 확대하기 위해 신규 설비투자의 경쟁을 허용하고 지역독점을 인정하며, 주배관망의 접속이 어려운 지역에 대해서는 탱크로리를 이용하여 LNG를 공급하도록 한다.

소매부문의 경쟁도입을 위해서는 1단계로 대규모 소비자에 대한 도·소매사업자간의 경쟁공급을 허용하며, 2단계로 도시가스 회사의 시설과 판매부문을 분리하고, 마지막 3단계로 소규모 소비자에 대한 공급부문의 경쟁을 도입한다.

나. 가스산업 구조개편의 요금영향

가스의 도입·도매, 소매, 시설 운영 등의 분리 및 경쟁 강화는 궁극적으로 안정적 공급이 보장되는 경우 가스소비자에게 편익을 제공할 것이다. 다시 말해서 도입·도매, 설비운영을 독점하고 있는 한국가스공사가 민영화되면, 도입·도매부문에 경쟁이 도입되고, 이는 가스산업에 시장기능을 활성화시킬 것이다. 이것은 시장운영이 공급중심에서 수요중심으로의 전환됨을 의미한다. 즉 시장에서 수요자의 영향력이 증대되고, 수요자의 욕구에 부합하는 다양한 요금구조가 도입되는 등 수요자의 후생이 증대될 수 있는 기회가 확대됨을 말한다. 특히 열병합발전 사업자와 같은 대규모 소비자의 경우 도매업자와 소매업자 양측으로부터 가스를 구매할 수 있으므로 보다 유리한 조건에서 구입계약을 맺을 수 있을 것이다.

또한 전력산업 구조개편으로 하절기 가스의 수급조절을 위하여 발전부문에서 인위적으로 담당하던 수요조절자(Swing Consumer) 역할을 더 이상 기대할 수 없게 된다. 그러므로 하절기 천연가스의 가격은 시장기능에 의해서 결정되는 방향으로 전개되어, 열병합발전 및 대규모 가스 수요자들은 구입가격의 하락을 기대할 수 있게 된다.

현행 열병합발전용 천연가스요금은 발전용량이 100MW 이상인 경우에는 발전용 가격, 용량이 100 MW 이하인 경우에는 열병합발전용 요금이 적용되는데 그 수준은 발전용 가격

보다 높다. 열병합 발전용 요금은 도매요금에 소매비용이 추가되어 부과된다. 열병합용 천연 가스 요금에 반영되는 소매마진은 산업용, 냉방용보다 높은 수준이거나 중앙난방용 소매 마진이 적용되고 있다.

가스산업의 구조개편이 진행되어 열병합발전 사업자가 가스 도매업자와 소매업자로부터 가스를 직접 구입할 수 있게 되면, 가스수요자의 가격 교섭력이 높아지게 된다. 이에 따라 열병합발전용 가스요금은 하락하는 방향으로 조정될 것이 예상된다.

집단에너지산업 구조개편

가. 집단에너지산업 구조개편의 개요

집단에너지 산업의 구조개편은 공기업 형태의 사업자가 운영하는 지역난방사업자 특히 한국지역난방공사의 민영화를 중심으로 추진되고 있다. 지역난방사업은 네트워크 사업의 특성을 반영한 자연독점적 사업의 특성을 갖고 있으며 필수재를 공급하는 공공성의 요소가 강하여 대부분 공기업 형태의 독점사업으로 운영되어 왔다.

그 동안 공기업 형태의 지역난방 사업이 독점적으로 운영되어 온 것은 사업 초기의 대규모 투자수요, 공급의 불안정성 등을 극복하기 위해서이다. 그 중, 단기적으로 낮은 수익에도 불구하고 차입금에 대한 높은 이자비용을 부담하고, 고정자산에 대한 막대한 감가상각비 등 불안정한 재무구조를 가지고 회사의 영업을 계속해야 하기 때문에 지역난방사업이 자연 독점적으로 운영되어 왔다. 그리고 정부는 지역난방 사업에 대한 독점적 폐해를 방지하기 위하여 수용가에 대한 열공급 의무 및 열요금에 대한 규제를 법에 규정하고 있다. 따라서 집단에너지사업은 대규모 열공급 수용가의 확보 없이는 여타의 다른 경영합리화 정책을 펴는데 사실상 한계가 있었다.

하지만, 공기업 형태의 집단에너지사업은 경영의 효율을 극대화하기보다는 독점자의 지위에 안주하여, 새로운 건전한 사업을 추진하는데 대한 동기가 결여될 수 있다. 이러한 여건 하에서 집단에너지사업자 특히 한국지역난방공사의 민영화 추진은 경영 효율성을 재고하고, 동시에 기업의 도덕적 해이를 방지하며, 산업의 경쟁력을 높이는 데 목적이 있다. 한편, 민영화와 경쟁 체제 도입에 따른 소비자 후생의 문제는 열요금상한제 등을 통해 합리적으로 해결하겠다는 것이 한국지역난방공사 민영화의 기본적인 맥락이다.

이러한 민영화 추진안에 따라 정부는 1998년 7월에 한국지역난방공사의 정부 및 한전 지분 51% 이상을 공개입찰 방식으로 매각하기로 결정하였다. 2001년 1월 제 8차 공기업 민영화 추진위원회에서 민영화 세부추진계획이 확정되었고, 한국지역난방공사 지분 중 72%를 지분매각으로 경영권을 이양하기로 결정하였다. 이중 36%는 증시상장을 통하여, 또 다른 36%는 공개입찰을 통하여 지분을 매각하기로 하였다.

모회사인 한국지역난방공사의 민영화 결정에 따라 자회사인 한국지역난방기술(주), 안산도시개발(주), 중국 진황도동화열전유한공사 역시 민영화될 것으로 전망된다. 그리고 한전이 안양,

부천 열병합시설을 매각함에 따라 안양, 부천지역의 열공급시설도 LG Power(주)에 2001년 매각되어 완전히 민간사업자에 의해 운영되고 있다.