

2010년 5월 1일

지역난방공사 (071320)

BUY

시장이 아직 잘 모른다!? 지금 매수하면 장땡이다!!

✓ 세계적으로 확대 추세인 지역난방 시장은 내가 꼭 잡고 있다!

가격도 싸고, 에너지효율도 좋은 지역난방이 확대되고 있다. 파주, 판교 등 오픈 예정인 6개의 신도시에 독자적으로 지역난방을 공급할 예정인 동사의 성장스토리는 이제 시작단계이다. 치열해지는 시장 환경은 정책적으로 보호되고 있는 동사의 수익성과 기존사업에 문제가 전혀 되지 않으며, 오히려 지역난방에 대한 인지도 개선과 함께 시장의 성장을 지속적으로 견인해 나갈 것이다.

✓ 업그레이드 되는 이익이 엄청나다. 2013년이면 230% Level up!

차별화되는 강력한 성장성은 여기에 있다. 주목해라. 정책적 지원으로 인해 동사가 생산하는 전력은 모두가 판매될 뿐만 아니라, 거래가격은 변동비가 반영되는 구조로 안정적인 마진 확보까지 가능하다. 2010년 말부터 본격화되는 열병합발전소의 가동과 함께 전기사업 매출은 2013년까지 무려 230% 증가할 것으로 기대된다.

✓ 독보적인 이익성장성과는 거리가 먼 주가, 지금이 바로 매수타이밍!!

2011년부터 이익 Level Up이 본격화될 것으로 예상되는 가운데 현재주가는 매우 부진하다. 그 이유는 상장한지 2개월 밖에 안되어 동사에 대한 시장의 인지도가 아직 부족하고, 발전소 완공이 10년 말부터 본격화되어 시차적인 문제가 있기 때문이다. 따라서, Research Team 2는 업종 내 독보적인 이익성장성이 전망됨에도 불구하고 여러 이유로 주가가 부진한 현재가 바로 강력한 매수 타이밍이라고 제안한다.

적정주가:

- 84,196원(11년 기준)

현재주가:

- 59,100원 (4/30 기준)

상승여력: 42.5%

시가총액	6,913억원
ROE	17.20%
ROA	5.15%
영업이익률	13.68%
배당수익률	0.58%
P/E Ratio	4.62
P/B Ratio	0.79

주요주주:

지식경제부 34.55%

한국전력공사 19.55%

에너지관리공사 10.53%

서울특별시 10.36%

외국인지분율 0.04%



SMIC 리서치 2팀

팀장 김은영

팀원 류희달

송종은

최홍민

1. Industry

기후변화와 에너지 환경

화석연료 사용으로 인한 환경문제 대두

인류는 산업혁명 이후 화석연료 사용의 급격한 증가와 이로 인한 온실가스 배출로 인해 지구 평균 온도의 지속적 상승을 초래하였다. 이로 인해 전세계 온실가스 감축 방안을 모색하는 과정에서 '지구 온도 상승 2도 이하 억제', '중기 감축 목표 제출', '자발적 감축행동 제출', '선진국의 개도국 지원 등'을 골자로 한 코펜하겐 합의문을 도출하게 되었다. 향후 16차 당사국총회 (2010.12, 멕시코)에서 구속력 있는 협정 체결이 재시도 될 전망이다.

글로벌 온실가스 감축 시나리오

세계는 에너지의 효율화 추세

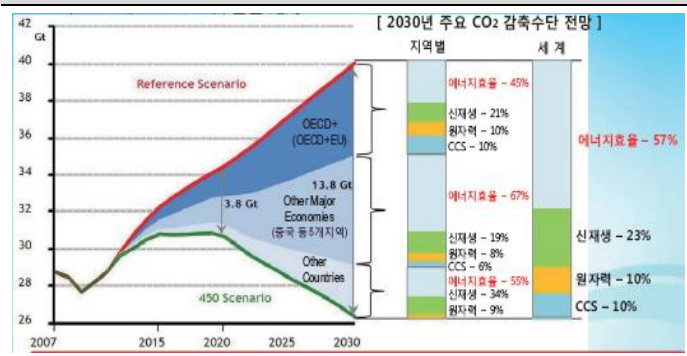
2009년 IEA 에서는 CO2 농도를 안정화 하기 위한 정책 시나리오를 발표하였다. 시나리오 추진시 필요한 주요 감축 수단으로 에너지효율개선, 신재생에너지, 원자력 확대, CCS 등을 제시하였다. 이러한 감축 수단 중, 에너지 효율개선 (에너지 절약, 발전효율 제고 등) 이 전체 감축량의 약 60%를 차지할 전망이다.

세계적인 추세, 열병합 발전소

에너지효율 개선과 온실가스 배출 감소, 열병합 발전소

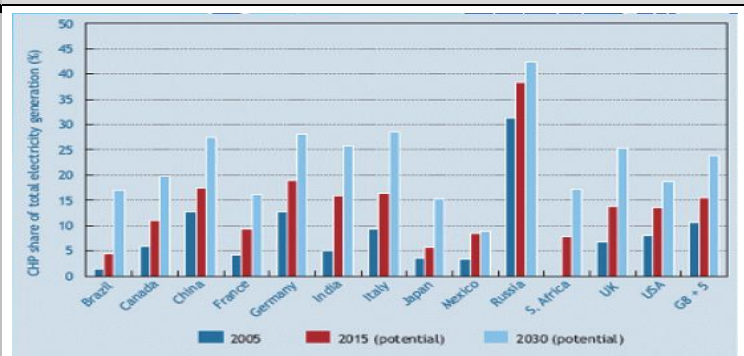
에너지효율을 개선하고 온실가스 배출을 줄일 수 있다는 측면에서 기후변화협약의 정부간 기구(Intergovernmental Panel in Climate Change : IPCC)에서도 발전사업자들이 새로운 발전소를 건설할 때 가능하면 열병합 발전소를 건설하도록 권유하고 있으며, 기존 설비의 경우에도 발전 배열을 활용할 수 있는 방안을 강구할 것을 권고하고 있다. 특히, 유럽연합(EU)의 집행위원회는 1998년 5월에 전력생산에서 차지하는 열병합발전소의 비율을 1996년의 8%(1998년 9%)에서 2010년까지 18% 수준으로 끌어올리는 '열병합발전전략(Co-generation Strategy)'을 승인하였다. 또한, IEA(International Energy Agency)는 2050년의 이산화탄소 배출량을 현재 수준으로 유지할 수 있는 방안으로 원자력과 열병합발전의 역할을 강조하였고, 2007년 G8(선진8개국) 정상회담에서는 열병합발전소의 비율을 획기적으로 증가시키자는 선언문을 채택하였다. 그리고, 유럽의 전력시장의 개방은 에너지시스템의 최적화를 촉진시켜 열병합발전소 운영을 통한 전력생산과 지역난방의 통합운영에 대한 관심이 높아지고 있다.

그림 1. CO2 농도 안정화 정책 시나리오



출처: IEA (2009)

그림 2. 외국의 열 병합 발전 보급 계획 (단위 : %)



출처: IEA 2008

우리나라도 Green Race

한국은 자원-에너지
환경 위기 동시 직면

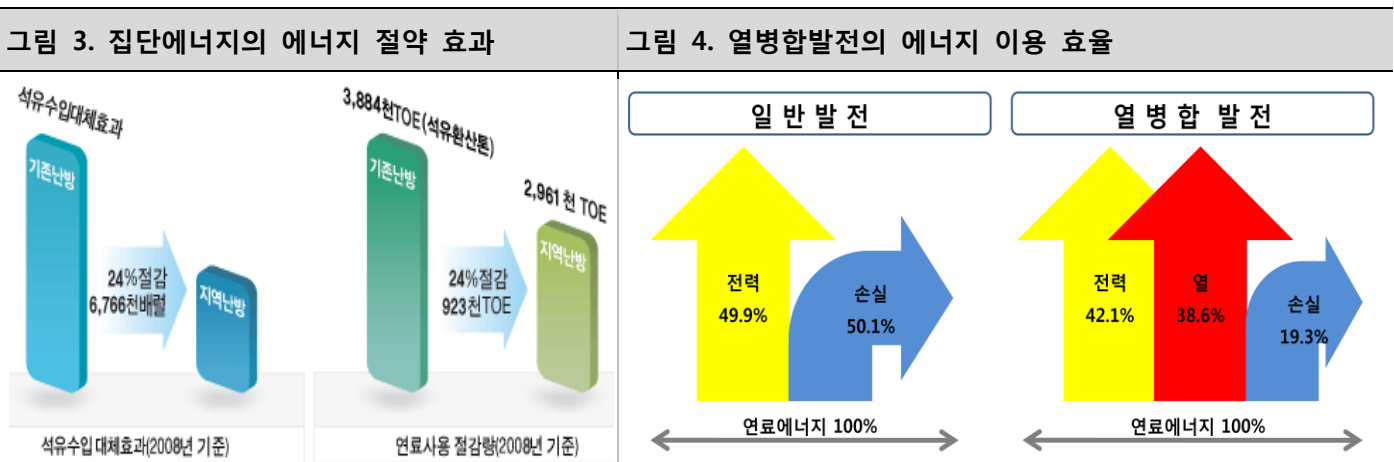
우리나라는 세계 11위 에너지 多 소비 국가로 총 에너지의 96%를 해외수입에 의존하고 있다. 게다가 선진국 대비 높은 이산화탄소 배출량 증가 추세이며 배출량 중 84.7%가 화석연료사용에 기인한다. 이처럼 자원, 에너지, 환경 위기가 동시에 직면한 와중에 세계의 'Green Race'를 따라가지 않을 수 없게 되었다. 이는 곧 자원의 효율적 이용과 환경오염 최소화에 국력을 집중하는 것이다.

집단에너지 사업의 부각

집단에너지 확대보급
위한 정부정책 추진

집단에너지사업이란 집중된 에너지공급시설에서 생산된 에너지(열 또는 열과 전기)를 주거 밀집지역, 상업지역 또는 산업단지 내의 다수 사용자에게 일괄적으로 공급하는 사업을 말한다. 집단에너지사업은 열병합발전소로부터 전기와 열을 주로 생산·공급하고, 그 외 쓰레기 소각로 폐열 및 첨두부하보일러 등을 활용, 열을 생산·공급한다. 발전 또는 쓰레기 소각 과정에서 발생된 고온의 배기가스열은 통상 버려지는 것이 일반적이었으나, 집단에너지 공급방식이 도입된 후 이러한 열을 활용하여 주거지역 및 상업용 건물에 열 및 급탕을 공급하는 것이 가능해짐으로써 보다 효율적인 에너지의 사용이 가능하게 되었다. 또한 집단에너지 공급은 대규모의 열을 집중적으로 관리하여 개별 사용자에게 공급한다는 측면에서 규모의 경제를 활용할 수 있다

우리나라에서도 기후변화협약 및 고유가 시대를 맞아 집단에너지사업의 중요성이 부각되어 집단에너지 확대보급을 위한 정부정책이 적극적으로 수립 및 추진되고 있다. 정부의 기후변화 제4차 종합대책(2007.12.17)은 2012년 까지 총 31개 사업장에 열병합발전을 통한 에너지공급으로 약 2.5백만 톤의 이산화탄소를 감축할 계획을 수립하였다. 또한, 정부의 제4차 에너지이용합리화기본계획(2008. 12.15)에서는 폐열·여열 등을 활용하여 난방서비스를 제공하는 집단에너지를 2017년 까지 153만 세대 추가 확대하고, 하절기 전력피크부하 감소를 위한 지역난방사업을 확대추진 할 계획을 마련하고 있다.



출처: 한국지역난방공사

출처: 한국지역난방공사, Research Team 2

집단에너지사업 1. 전기사업

경제성장과 소득증가에 따른 필연적 전력 수요 증가

전력은 현대산업의 원동력이며, 국민복지생활에 필수 불가결한 기초적 에너지원으로 서 국가의 산업활동 및 국민의 일상생활에 없어서는 안 될 뿐 아니라, 저장이나 재생이 불가능하고 다른 재화로 대체하기가 곤란하다. 또한 경제가 성장하고 국민소득이 증가 함에 따라 필연적으로 수요가 증가한다.

전기사업은 기간산업으로서 투자규모가 크고, 공익성과 네트워크 산업(Network Industry)이라는 특성 때문에 전통적으로 자연독점 공기업 형태로 유지되어 왔다. 그러나 최근 세계 각국이 전기사업에 경쟁을 도입하는 구조개편을 추진하고 있다. 우리나라 에서도 경제 전반에 대한 규제 완화 및 시장 경쟁원리의 도입을 추진하는 과정에서 1999년 1월 산업자원부가 전력산업 구조개편 기본계획을 마련하였다. 현재의 전력시장 체계는 전력산업 구조개편 추진계획의 2단계(도매경쟁)로서 신설된 한전의 6개 발전자 회사 및 민간 발전사업자들이 전기사업법에 의거 국내의 유일한 일반전기사업자인 한 전에 생산된 전력을 판매하고 한전은 주택부문, 공공 및 서비스 부문, 농수산업, 광업, 제조업 등 산업 전 분야에 전력을 공급하는 구조로 이루어져 있다.

값싼 원자력·석탄 소비 후, 석유·LNG·양수 발전 이용

현재 우리나라는 값싸게 전력을 생산할 수 있는 원자력과 석탄이 기저 발전(Base)을 담당하며, 기저 발전량을 넘어서는 전력 수요가 생길 때는 석유, LNG, 양수 발전 등을 통해 대처하는 전력 시스템을 운영하고 있다.

4차 전력 수급 계획에 따른 전기 산업 전망.

향후 전력 소비량 증가에 따른 발전 설비 확보 정책

지식경제부는 2008년부터 2022년까지 향후 15년간의 전력수요 전망과 이에 따른 발전소 및 송변전 설비 건설계획 등을 담은 「제4차 전력수급기본계획」을 확정·공고하였다. 이 계획에 따르면, 국내 총 전력소비량은 연평균 2.1% 증가하여 2022년에 5,001억 kWh('08년 3,686억kWh)로, 여름철 최대 전력수요는 2022년에 8,180만kW('08년 6,229만 kW)에 이를 것으로 전망된다. 최대 전력수요 증가에 맞춰 발전설비도 내년부터 총 37 조원을 투자(신재생·집단에너지 제외)하여 총 3,341만kW를 추가로 확충함으로써, 2022년에는 총 1억 89만kW의 발전설비를 확보하게 될 전망이다. 발전원 별로는, 원자력 12 기(1,520만kW, 3차 계획 반영 8기, 신규 4기), 석탄 7기(624만kW), LNG 11기(663만kW), 기타 527만kW를 추가적으로 확충해 나갈 계획이다.

그림 5. 발전설비 확충 규모 (단위 : 만 kW, 기)							그림 6. 전력 수급 전망								
구분	원자력	석탄	LNG	석유	기타*	계	구분	원자력	석탄	LNG	석유	양수	기타	합계	
설비 현황('08년말)	1,772 (20기)	2,371 (49기)	1,797 (46기)	534 (27기)	664	7,136	설비 용량 (MW)	2008	17,716 (24.8)	23,705 (33.2)	17,969 (25.2)	5,340 (7.5)	3,900 (5.5)	2,734 (3.8)	71,364 (100)
추진 사업('09~'22)	1,520 (12기)	624 (7기)	663 (11기)	7 (1기)	527	3,341		2015	25,916 (27.7)	29,420 (31.4)	23,062 (24.6)	4,291 (4.6)	4,700 (5.0)	6,179 (6.6)	93,568 (100)
폐지 계획('09~'22)	-	53 (3기)	154 (6기)	182 (13기)	-	388		2022	32,916 (32.6)	29,420 (29.2)	23,062 (22.9)	3,591 (3.6)	4,060 (4.7)	7,202 (7.1)	100,891 (100)
설비 용량('22년 기준)	3,292 (32기)	2,942 (53기)	2,306 (51기)	359 (15기)	1,190	10,089	발전 비중 (%)	2008	34.0	39.3	21.7	1.9	0.4	2.7	100
								2015	38.6	39.9	12.9	0.2	0.6	7.8	100
								2022	47.9	36.0	6.2	0.2	1.3	8.4	100

출처: 제4차 전력 수급 계획

출처: 제4차 전력 수급 계획

**원자력 비중 상승,
LNG 비중 감소**

그러나 2022년까지를 보면, 발전원 별 설비비중은 원자력은 33%로 올해(24.8%)보다 대폭 상승되는 반면, 석탄 및 LNG의 경우 각각 29%와 23%로 올해에 비해 소폭 감소할 것으로 전망된다. 발전량비중은 원자력이 올해(34%) 보다 대폭 증가한 48% 수준으로, LNG가 올해(22%) 보다 대폭 하락한 6% 수준으로 전망되는데, 이는 에너지 효율의 측면에서 작은 양으로 많은 전력을 생산해 낼 수 있는 원자력의 경제성에 기인한다.

열병합발전 전기 사업의 전망

**열병합발전소는 확대
추세로, 열병합발전
전력공급은 확대 전망**

전기 산업의 전망과 같이, LNG 가격이 비싼 관계로 LNG 비중은 줄어들고 원자력 발전 비중이 크게 늘어날 것으로 예상이 되지만, 국내 총 전력 소비량 지속 증가추세와 함께, 세계적인 에너지 효율화 추세에 발맞춘 열병합발전소 확대에 의해 열병합발전 전력 공급은 지속 확대 될 것이다.

집단에너지사업 2. 지역난방사업

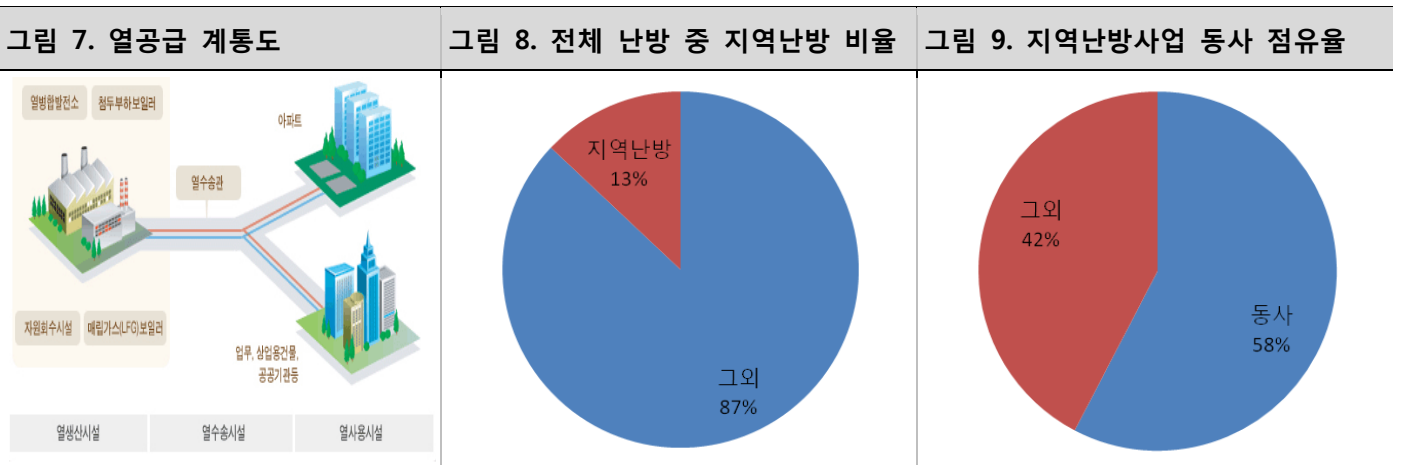
**열병합발전을 통해
발생한 열의 재활용**

지역난방사업은 집중된 에너지공급시설(열병합발전소 및 소각로, 첨두부하보일러)에서 생산된 열을 주거 밀집지역, 상업지역 또는 산업단지 내의 다수 사용자에게 일괄적으로 공급하는 사업을 말한다. 집단난방은 2009년 말 현재 전국 총 주택호수 14,388천호 중 1,868천호에 공급됨으로써 보급율은 약 13%를 보이고 있다. 동사는 이중 약 57%인 1,077천호에 지역난방을 공급하고 있으며, 지자체·타 공기업·민간기업 등 22개 사업자가 약 42%인 791천호에 공급하고 있다.

지역난방사업 시스템의 구조

**에너지 효율성을 극대
화하는 시스템**

주된 열생산시설은 열과 전기를 동시에 생산하여 공급하는 열병합발전소이다. 열병합발전소는 연료를 연속적으로 연소시켜 발생하는 고온의 연소가스를 직접 터빈발전기에 통과시켜 전력을 생산하고, 배출되는 고온의 가스를 통해 지역 난방수를 가열하여 다시 지역난방에 이용함으로써 에너지의 효율을 높인다.



출처: 한국지역난방공사

출처: 한국지역난방공사, Research Team 2

출처: 한국지역난방공사, Research Team 2

소각로와 첨두부하보일러, 축열조는 지역난방시스템의 효율성을 더욱 높인다. 소각로는 도시에서 발생하는 쓰레기를 소각 처리할 때 발생하는 열을 난방과 전력생산에 이용한다. 첨두부하보일러는 초기투자비가 가장 적게 들고 설치가 간편한 장점이 있으나, 단일 열만을 생산하므로 경제성이 떨어지며 넓은 설치 부지가 필요하기 때문에 비상시 및 동절기에 사용된다. 축열조는 지역난방의 축열 및 방열 시설로서, 야간의 잉여열을 축열시켰다가 주간에 방열하는 기능을 한다. 이들을 활용함으로써 지역난방시스템은 열원시설의 일일 부하 변동폭을 감소시키고 에너지를 효율적으로 활용하며 수요의 변동과 열원시설의 비상에 유연하게 대처할 수 있다.

열공급시설은 공급관 및 회수관으로 되어 있고 지하에 매설과 단열을 위해 이중보온관을 사용한다. 내부 또는 외부 누수를 감지할 수 있는 열배관감지선이 설치되어 안정적인 운영이 가능하다. 열사용시설은 지역난방 온수로부터 열을 받아 사용처에서 필요로 하는 난방 및 급탕용 온수를 데워서 공급하기 위한 시설로서 사용자의 기계실내에 설치된다.

지역난방사업의 전망

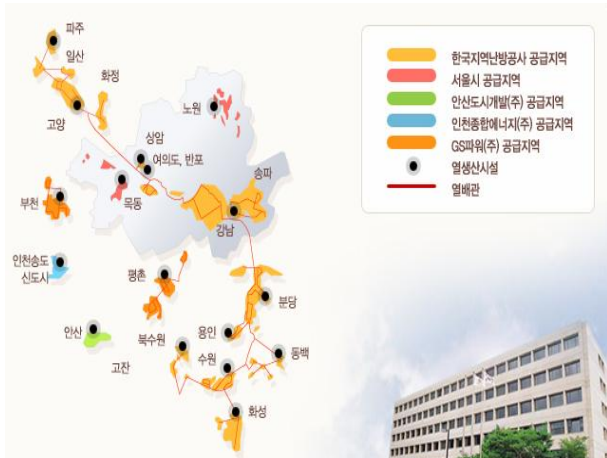
지역난방사업의 성장

향후 집단에너지사업은 기존의 대규모 택지지구 중심의 사업방식 외에 중·소규모 택지지구에 대한 지역난방 공급 등 다양한 방식으로 추진될 것으로 전망된다. 실제, 전기사업법 개정으로 집단에너지 공급의 확대와 더불어 타 난방방식보다 저렴한 가격 등에 기인해 지역난방의 사업 영역은 확대되고 있다.

다양한 사업자들의 참여 증가

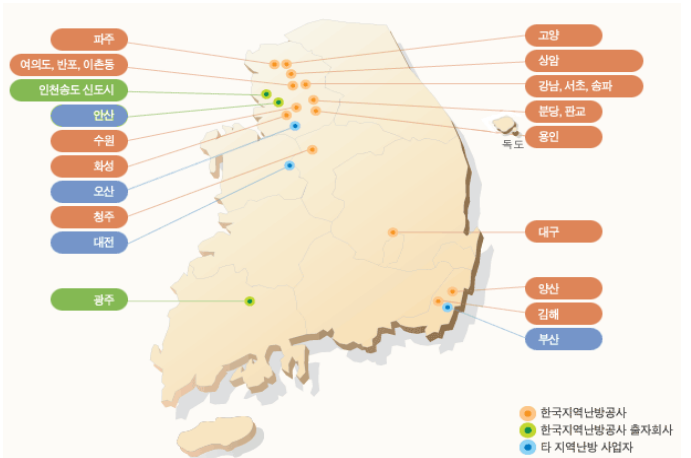
특히 수도권은 인구가 밀집되어 있으며, 기타 산업활동 밀도가 높아 전력수요가 꾸준히 증가함에 따라 신규발전소의 건설이 필요하나, 건축법 및 지자체 조례에 따라 열병합발전소 건설만 허용하는 추세이므로 이와 연계된 지역난방공급이 증가하고 있다. 최근 도시가스 사업자, 건설회사 및 발전회사들이 사업다각화 측면에서 지역난방사업에 진출하고 있으며, 이러한 신규 사업자들의 적극적인 사업참여에 따라 신규 지역난방 시장은 경쟁이 치열해질 전망이다.

그림 10. 수도권 연계 열배관망



출처: 한국지역난방공사

그림 11. 지역난방 공급현황



출처: 한국지역난방공사

3. Company

기업개괄

대한민국 최고의
냉난방 기업,
한국지역난방공사!

동사는 열병합발전소를 이용, 집단에너지사업을 하는 기업으로 냉난방 사업과 전기 판매 사업을 영위하고 있으며 집단에너지사업법에 의거하여 정부에 의해 설립되었다. 동사의 BM은 열병합발전소를 이용하여 전기를 생산하고 생산된 전기를 전력거래소를 통해 한국전력에 판매 하거나 동사가 직접 특정 지역에 판매한다. 또한 발전소를 운영하는 과정에서 발생한 열을 발전소 인근 지역에 판매하거나 냉수를 판매하여 수익을 창출한다. 2009년 기준 동사의 매출액 중 냉난방 사업은 67%를 차지하고 있으며 전력 판매 사업은 33%를 차지하고 있다. 2009년 기준 동사는 매출액 1조 2천억 원, 영업이익 1천 7백억 원, 당기순이익 1천 5백억 원을 기록했으며 현재 시가총액은 6천 9백 13억 원으로 유가증권시장에 상장되어 있다.

안정적인 매출과 마진
확보가 가능한 냉난방
사업

동사는 강남, 상암, 분당, 수원, 대구 등 전국에 열과 냉수를 공급하는 기업으로 대한민국 최대의 지역 냉난방 공급 기업이다. 난방 사업의 특징은 대부분의 매출이 11월에서 3월 사이에 발생하여 매출이 계절성을 보인다는 것이다. 또한 사업을 시작 할 때 초기 투자 비용이 많이 들지만 한번 한 지역에 냉난방을 공급하기 시작하면 지속적으로 매출을 이어 갈 수 있기 때문에 매출이 안정적으로 유지된다. 또한 연료비 연동제를 통해 환율 및 유가에 의한 LNG 비용 상승을 난방 가격에 전가 할 수 있어 안정적으로 마진을 확보 할 수 있다. 냉난방 시장에서 동사는 2009년 기준 58.6%의 시장 점유율을 보이고 있는데 2013년까지 6개의 발전소가 새로 건립됨에 따라 동사의 열 판매량이 약 10%가량 상승 할 것으로 예상되어 앞으로 시장 점유율은 더 향상될 것으로 기대된다.

정부가 보증하는 매출
과 마진, 전력판매사업

또 다른 주력 사업은 전력 판매 사업이다. 열병합발전소에서 발생한 전력을 전력거래소를 통해 한국전력에 판매하거나 주변 지역에 직접 판매한다. 동사의 대부분의 전력 관련 매출은 전력거래소를 통한 전기 판매에서 발생하는데 전력거래소에서 전력 가격은 발전소의 운영에서 발생하는 고정비와 변동비를 기준으로 산출되기 때문에 외부의 불안요소(LNG 가격 상승, 환율 상승)에도 변함없이 안정적으로 마진을 유지 할 수 있다. 발전 비용이 증가해도 이를 전기 가격에 전가하여 한국전력에 판매 할 수 있기 때문이다. 뿐만 아니라 정부의 친환경 정책에 의거, 열병합발전소에서 생산하여 판매하지 못한 남은 전기를 정부가 전량 매입해주고 있기 때문에 생산하는 모든 전기를 판매 할 수 있어 안정적으로 매출을 확보 할 수 있다. 또한 2013년까지 전력 판매가 가능한 5개의 열병합발전소를 건립할 예정으로 이들이 모두 완공되면 현재 생산 설비의 약 2.3배에 달하는 전력을 생산 할 수 있을 것으로 기대되어 매출 상승이 기대된다.

동사와 관계된 계열사들을 살펴보면 현재 한국지역난방기술(주), 인천종합에너지(주), (주)휴세스, 수완에너지(주), 경남파워(주)에 출자하여 지분을 갖고 있으나 정부의 공공기관 선진화 추진계획에 따라 5개의 출자회사에 대한 지분 매각을 추진하고 있다. 계획에 따르면 2012년까지 단계적으로 5개 출자회사 모두를 매각 할 예정으로 과거에 기 매각한 3개의 회사를 제외하고 인천종합에너지(주), (주)휴세스를 각각 2010년과 2012년에 매각 할 계획이다. 이에 따라 2010년과 2012년에 매각에 따른 추가적인 영업외이익이 기대된다. 동사의 지분구조를 살펴보면 현재 당사의 주식은 국가, 한국전력, 에너지 관리공단, 서

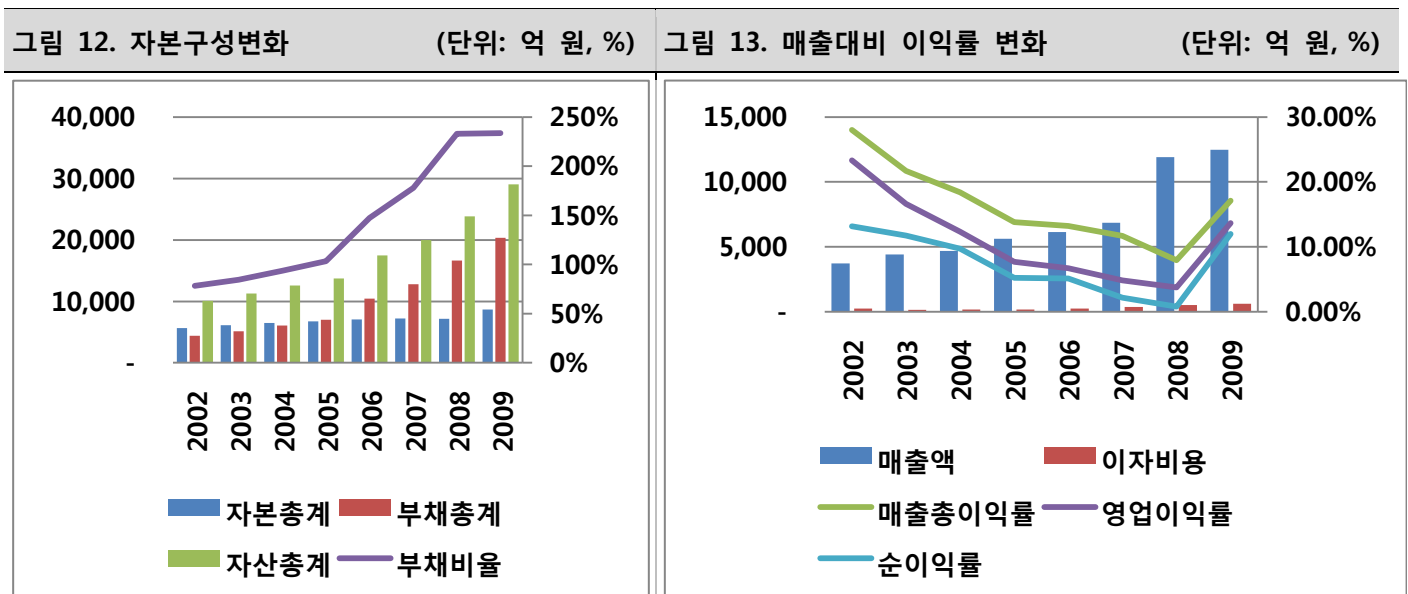
울특별시, 한국지역난방공사(우리사주)가 80%를 가지고 있으며 우리사주가 1년간 보호예수가 걸려있고 나머지는 나머지 75%는 국가 기관들이 가지고 있고 현재 시장에는 전체 주식의 20%가 유통되고 있다.

**과거의 이익률 감소는
다 걱정할 필요 없음**

동사의 매출액 추이를 살펴보면 2001년 이후 꾸준히 매출액이 증가하고 있고 특히 2007년과 2008년 사이에 매출액이 1.7배 가량 증가했는데 이는 경기도 화성에 건립된 대규모 열병합 발전소 완공에 따른 결과이다. 반면에 매출 총 이익률은 2002년부터 2008년까지 꾸준히 감소하다가 2009년에 급격히 반등하는 모습을 보이고 있다. 2002년부터 2008년까지의 지속적인 이익률 감소는 유가 및 환율 변동에 의해 천연가스 가격이 빠르게 상승하여 난방비가 천연가스 가격 상승을 따라가지 못했기 때문이다. 연료비 상승분을 당해 년도에 반영하지 못하면 그 다음해에도 반영할 수 있기 때문에 결국에는 천연가스 가격 상승분을 전부 가격에 반영하여 이익률을 회복할 수 있을 것으로 기대된다. 2009년의 급격한 이익률 증가는 2009년의 유가 및 환율 하락이 LNG가격의 하락을 이끌어 매출원가가 감소했기 때문이고 또 2008년 유가, 환율 상승에 따른 비용 증가분이 2009년의 열 판매 가격에 전가됨에 따라 매출액이 증가하여 마진이 급격히 늘어났기 때문인 것으로 판단되는데 이러한 높은 이익률은 단기적인 현상으로 볼 수 있다.

**이자비용? 부채비율?
매출 증가가 기대되기
때문에 괜찮아!**

부채비율과 이자비용을 살펴보면 동사는 2005년 이후로 부채비율이 급격히 증가하여 현재 부채비율이 233.7% 수준을 보이고 있는데 이는 신규 사업 추진에 따른 결과로 업종평균 부채비율 98.5%를 크게 상회하는 수준이다. 높은 부채비율은 동사에 높은 이자비용으로 부담을 주고 있지만 2010년부터 2013년까지 6개의 새로운 발전소가 건설됨에 따라 매출이 큰 폭으로 증가할 것으로 기대되기 때문에 이러한 이자비용 부담은 곧 해소될 것으로 판단된다.



출처: 사업보고서, Research Team 2

출처: 사업보고서, Research Team 2

4. 투자 포인트 : 안전한 Margin+부각되는 성장성

[1] 지역난방

1. 연료비 연동제로 인해 안정적인 마진 확보

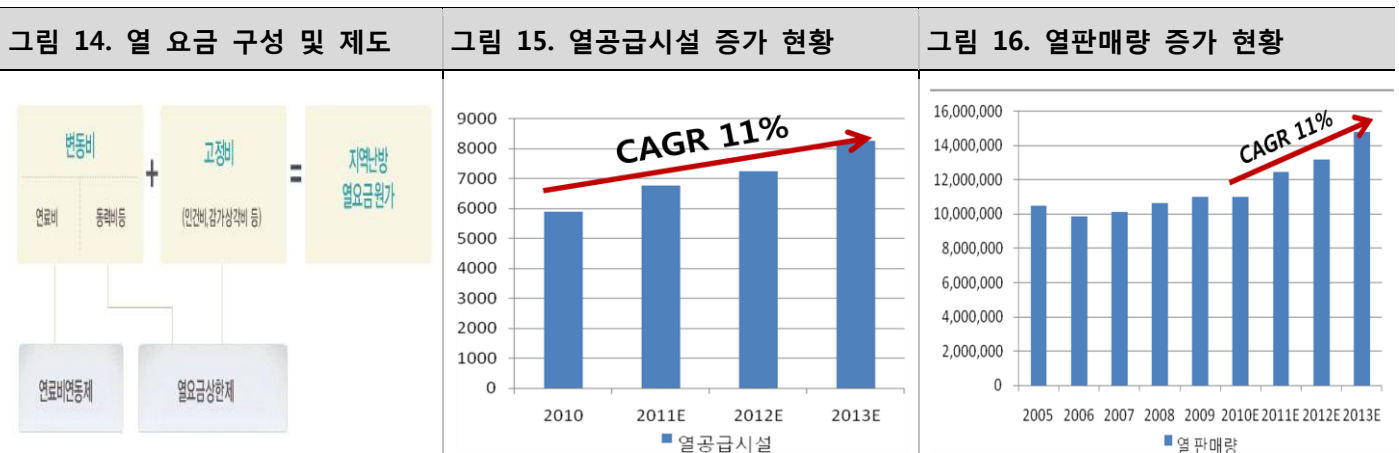
외생요인에도 걱정없는 연료비 연동제

동사 매출의 64%인 열 판매 부문은 향후 안정적으로 이익을 창출할 것이다. 첫 번째 이유는 연료비 연동제로 인하여 열판매 가격이 유가나 환율 등에 큰 영향을 받지 않기 때문이다. 지역 난방의 열요금 원가는 변동비와 고정비로 구성되어 있는데 가장 변동성이 큰 연료비 부분에 연료비 연동제가 적용되기 때문에 일정하게 마진을 보장 받을 수 있는 구조인 것이다. 이로 인하여 동사는 가격전가력을 보장받고 있으며, 이는 한 해의 이익이 안정적이고 예측 가능하다는 것을 의미한다.

연료비 연동제는 국제유가, 환율의 변동으로 인한 연료비 증감분을 연동주기에 따라 정기적으로 열요금에 반영하는 제도이다. 요금의 안정성을 위해 2월, 8월 조정 시에는 요증조정률 ±1% 이상, 5월, 11월 조정 시에는 요금조정률 ±3% 이상 일 경우에만 조정하며, 조정률에 대해서는 공공기관, 회계법인, 소비자단체 등 외부전문가로 구성된 연료비연동제 검증위원회의 확인절차를 거친다. 비록 요금 인상에는 10%의 상한선이 적용되지만, 시간차를 두고 단계적으로 연료비를 인상함으로써 원료비의 증가분을 충분히 회수할 수 있을 것이다.

열요금 상한제는 매출 총이익에 큰 지장을 주지 못할 것

물론 연료비 이외의 부문에는 열요금 상한제가 적용되기 때문에 고정비에 해당하는 감가상각비나 인건비 등은 가격에 제대로 반영되지 않는 한계를 가지고 있다. 열요금 상한제는 집단에너지사업법 제17조에 근거하여 요금결정의 투명성을 높여 소비자의 권익을 보호하기 위한 제도이다. 원칙적으로 매년 1회 조정이 가능하지만, 동사는 2000.7월 이후 열요금 상한을 동결 적용하고 있다. 특히, 고정비에 속하는 이자비용이 급격하게 늘어나고 있고 있는데도 열요금 상한이 10년 전과 같다는 것은 위험요소라고 할 수 있다. 그러나 열 생산비용 중 가장 큰 비중을 차지하고 있는 연료비는 연료비 연동제가 적용이 되는 데다가, 다음에서 살펴볼 것과 같이 향후 열 판매량의 증가가 예상되기 때문에 동사의 매출총이익에는 큰 영향을 주지 못할 것이다. 이자비용 관련한 위험요소에 대하여는 뒷부분에서 다루도록 하겠다



출처: 한국지역난방공사

출처: 한국지역난방공사, Research Team 2

출처: 한국지역난방공사, Research Team 2

그림 17. 지역난방 연도별 공급세대 전망

	공급구역	세대수(호)	공급열부하(Gcal/h)	예상투자비(억 원)	준공예정일
파 주	교하, 운정, 탄현	55,862	590	5,722	2010.11
판 교	판교 및 도촌지구	32,312	280	2,737	2010.11
광 교	광교지구	21,987	323	2,109	2012.10
고양 삼송	삼송지구	20,020	144	3,453	2011.11
행정중심복합도시	공주, 연기, 청원	184,596	1,239	5,857	건설계획
광주전남혁신도시	나주 삼천, 삼포 일원	17,079	248	1,987	건설계획

출처: 사업보고서, Research Team 2

2. 신규 공급 가구수의 확정적 증가로 인한 매출 증가

**지역난방공급 가구수
해마다 증가 예정**

열 판매 부분의 안정적인 성장이 가능한 두 번째 이유는 신규 공급 가구수가 꾸준히 증가하기 때문이다. 안정적인 마진을 확보한 상태에서 동사의 열 판매량은 2011년부터 2013년까지 연 11%의 꾸준한 성장을 거둘 것으로 예측된다. 2010년 말 파주의 교하, 운정신도시, 탄현 및 판교·도촌지구의 89,093가구를 시작으로 2012년에는 광교지구와 고양 삼송지구 42,007가구에 열 판매가 시작되며, 2013년에는 행정중심복합도시와 광주전남혁신도시의 201,675가구에 공급 가능할 것으로 예상된다.

**수도권 중심의 주택
미분양은 위험요소**

그러나 2009년부터 정제된 미분양 가구수가 특히 수도권을 중심으로 줄어들지 않고 있다는 사실은 6개 신도시 계획에 따른 가구수의 분양률이 저조할 수 있다는 가능성이 있기 때문에 성장률을 디스카운트 할 필요성이 있다. 따라서, Research Team 2는 2010년 수도권 주택공급량 대비 미분양 비율의 평균이 약 15%임을 감안해, 15%의 디스카운트를 적용할 것이다.

3. 신규사업 제한 및 민간기업 참여 증대로 인한 경쟁도 문제 없음

**신규사업추진 제한은
큰 위험요인이 아님**

공급 예정인 6개 신도시 이외에 동사가 신규 사업을 추진하는 것에는 일정부분 제약이 있다. 공공기관운영위원회는 "공공기관 선진화 추진계획"에 따라 지역난방시장에 민간사업자의 참여를 확대하고자 동사의 신규사업을 제한하고 있기 때문이다. 그러나 이 규제는 동사의 시장점유율이 50% 이하가 될 때까지만 제한하는 것이며, 사업을 신청하는 민간 기업이 없거나 열공급에 차질이 있는 지역, 경제적 문제 등으로 인하여 민간 기업이 참여를 포기하는 경우, 기 허가 지역과 인접지역(10km이내)이기 때문에 연결 및 통합을 통해 에너지 공급이 가능한 지역 등은 동사의 참여가 가능하기 때문에 성장 여력은 충분하다고 판단된다. 실제로 IR에 의하면 동사는 추가적으로 동탄 2지구 지역난방사업을 신청할 예정이며, 보금자리 주택 관련된 세곡지구 및 대곡지구 또한 동사의 참여가 점쳐지고 있다고 한다.

**신규 경쟁자의 출현은
시장 확대를 유도**

또한 지역난방이 부각되면서 도시가스 사업자 등과 같은 타 난방사업자이 동사가 진출하고 있는 기존 지역에 진출해 동사의 밥그릇을 뺏어갈 수 있을지 여부에 대한 우려가 있다. 그러나 이미 동사가 확보하고 있는 6개 신도시 가구에 대한 열 판매 부분에서는 경쟁의 위험에 노출되지 않을 것이라고 판단된다. 왜냐하면 지역난방사업 결정시에

는 국가 에너지의 안정적인 공급, 대기공해 감소를 위한 투자, 도시폐기물 처리대책 등 과 같은 국가나 지방자치단체의 행정적인 측면 뿐 만 아니라 열원 및 열수송방식과 규모· 투자비 및 자금조달 방법과 법적 또는 행정적 지원사항 등을 고려한 경제적 측면 등을 고려해야 하기 때문에 기존 업체의 지역에 새로운 사업자가 진입하는 것을 허가 하지 않기 때문이다. 오히려 치열해져 가는 시장 상황은 동사가 차지하고 있는 영역을 잠식하기 보다 지역난방시장의 인지도 향상과 성장성을 더욱 확대시킬 것이다.

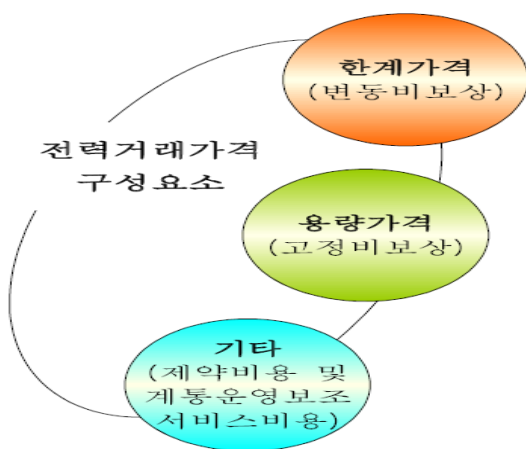
[2] 전기

1. 변동비가 반영되는 구조로 안정적인 마진 확보가 가능하다.

변동비를 기준으로 전 기 가격 산출, 안정적 인 마진 확보 가능!

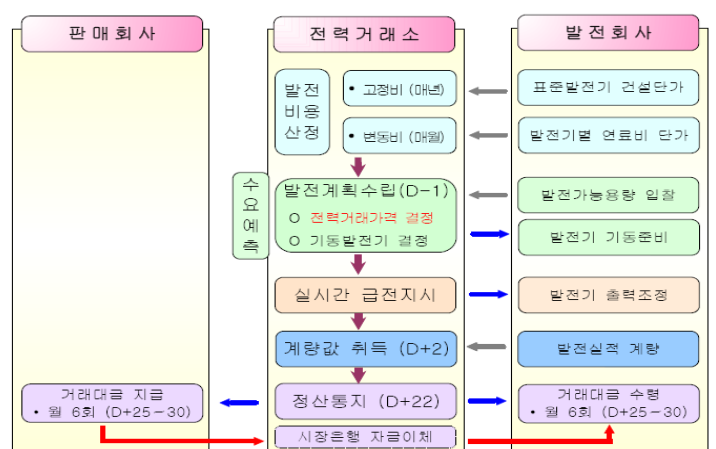
동사 전기 판매 사업의 투자 포인트는 전기 가격은 변동비가 반영되는 구조이기 때 문에 환율, 유가 등 외부 요인이 급격하게 바뀌어도 안정적으로 마진을 유지 할 수 있 다는 사실과 생산하는 모든 전력을 안정적으로 판매 할 수 있다는 것이다. 일부 지역에 직접 전기를 판매하는 구역전기사업을 제외하고는 전력의 가격은 모두 전력거래소에서 정해진다. 전력거래소에서는 매년 발전기 별로 표준발전기 건설단가를 기준으로 고정비 용을 산출한다. 또 매월 발전기별로 각각의 발전기들이 사용하는 연료 별로 2개월 전 평균 연료비 입고단가를 적용하여 발전기별 단위전력 생산비용을 산정하게 된다. 그렇 게 비용이 모두 산출되면 각 전력 판매자들은 전력거래소의 전기 입찰에 참여하게 되 는데 이 때 산정된 변동비가 가장 작은 업체부터 전력 생산을 담당하게 된다. 일반적으 로 원자력 발전소, 화력발전소, 중유 발전소, 열병합(LNG 이용)발전소 순으로 전력 생산 을 담당하게 된다. 그리고 이 때 가장 마지막에 전력 판매가 확정된 업체(변동비가 가 장 큰 업체)를 기준으로 전기 가격이 정해지게 되는데 이 마지막 업체의 변동비를 SMP(계통한계가격)라 한다.

그림 18. 전력거래가격 구성요소



출처: 한국전력

그림 19. 전기 가격 결정 메커니즘



출처: 한국전력

이렇게 연료비 및 외부 변수에 의해 변하는 고정비용과 변동비용을 적용하여 전기 가격을 유연하게 설정하기 때문에 환율이나 원유 상승에 의해 연료비가 올라가도 큰 문제 없이 전력 공급 업체는 마진을 유지 받을 수 있는 것이다. 하지만 한국전력이 전기를 무한정 살 수는 없기 때문에 전력거래소가 예측한 수요보다 더 많은 입찰이 있으면 수요를 초과하는 전력은 더 이상 사지 않는다. LNG 연료를 사용하는 열병합발전소가 변동비가 보통 가장 높으므로 이들은 이 때 전력을 판매 할 수 없게 된다. 때문에 열병합발전소들은 전력 수요가 많은 시점에서만 전력거래소에 SMP(계통한계가격)를 통해 전력을 판매 할 수 있다.

2. 생산 가능한 전력이 모두 판매 가능한 매력적인 구조

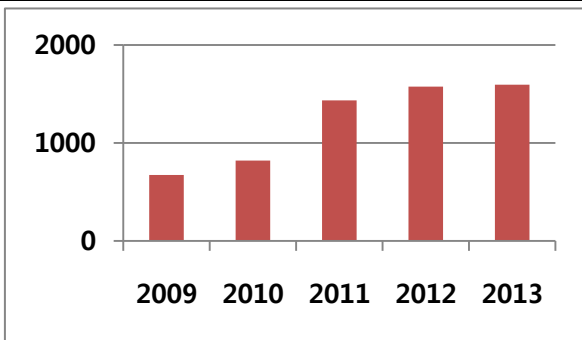
정부가 남은 전력은 좋은 가격에 모두 사준다!

그렇다면 동사가 생산하는 모든 전기를 판매 할 수는 없는 것 아닌가? 그렇지 않다. 전력거래소에서 전력이 거래되는 두 가지 방식이 더 있는데 첫 번째로 계통제약에 의한 판매가 있다. 계통제약이란 해당지역에 전력이 급히 필요할 때 정부가 급전 지시를 내려서 전력을 생산하도록 지시하는 방식이다. 현재 경인지역의 전력 수요는 대한민국 전체 전력 수요의 41%를 차지하는데 경인지역의 발전 가능 설비는 대한민국 전체 발전 설비의 22%를 차지한다. 때문에 모자란 전력은 다른 지역의 발전소에서 송전해 와야 하는데 송전선로가 수용 가능한 송전량에 한계가 있기 때문에 이 한계치를 초과하는 전력의 수요가 갑자기 발생할 경우 정부는 경인지역의 열병합발전소에 급전 지시를 내려 모자란 수요를 충당하게 된다. 이 때 가동에 발생하는 발전소 운영 변동비는 SMP 가격보다 높은 경우가 많은데 이 때 정부는 SMP 가격과 변동비 중 전력 생산자에게 유리한 것을 기준으로 하여 모든 전력을 구매해 주기 때문에 마진이 안정적으로 유지된다.

정부가 남은 전력은 좋은 가격에 모두 사준다!

마지막으로 열공급 제약에 의한 판매도 있다. 전력거래소에 SMP 가격 결정 방식으로 판매하지 못한 잉여 전력은 정부가 지경부 공고 제 2009-439호 제 3차 집단에너지 공급 기본 계획에 의거하여 전량 구입한다. 정부는 수도권에 열병합발전소에 의한 난방 공급을 장려하기 위해 이렇게 발생한 잉여 전력을 전력산업기반기금을 통해 구매해 주어 난방 업체들이 열병합발전을 설치 하도록 유도하고 있다. 이 경우 역시 생산에서 발생한 변동비와 SMP가격 중 유리한 것을 기준으로 가격을 책정하여 구매해 주기 때문에 마진이 안정적으로 유지된다.

그림 20. 동사 전기설비 추이 (단위: MW)



출처: 사업보고서, Research Team 2

그림 21. 전기사업 부분 매출 추정 (단위: MW, 억 원)

연도	생산 가능 전力量 (MW)	매출액	매출총이익
2009	674	4,033	
2010	820.3	4,889	733
2011	1434.3	8,481	1,272
2012	1575.3	9,306	1,395
2013	1595.3	9,423	1,413

출처: 사업보고서, Research Team 2

2013년까지 2009년
대비 전기사업 매출
2.3배 증가!

3. 2013년이면, 전기사업 매출이 230% 증가!!!

이렇게 매출과 이익이 안정적으로 확보되기 때문에 동사의 전력 사업은 대단히 매력적이다. 이러한 안정성을 바탕으로 동사는 현재 2013년 까지 5기의 열병합발전소 건립을 추진하고 있다. 모든 발전소가 완공되면 2013년에는 현재 전력 발전 설비의 2.3배 수준의 발전 설비를 갖추게 되므로 현재보다 매출액과 매출이익이 2.3배 정도 증가 할 것으로 기대된다.

이러한 사실을 기준으로 앞으로의 매출액과 매출총이익을 추정해 보았다. 먼저 사업 계획서에 나와 있는 2009년 당시 발전 가능한 설비를 기준으로 하여 2010년부터 2013년까지 전기 생산 설비가 얼마나 증가하는지를 발전소 건립 계획을 참고하여 산출하였다. 그리고 생산 가능 전기량이 증가하는 비율만큼 2009년 기준 매출액에 곱하여 2010년 이후의 매출액을 추정하였다. 2009년의 이익률은 단기적으로 너무 높게 나왔다고 판단하여 2007~2009년 이익률의 평균인 매출 총 이익률 15%를 적용하여 2010년 이후의 영업이익을 추정하였다. 이러한 추정 결과 전기 판매에 의한 매출액은 2009년 대비 2013년에 2.3배 증가하게 된다.

5. Risk & Issue

1. 신규 건설 중인 집단에너지사업 관련 소송제기

97억 원의 민간소송 발생, 불확실한 상황

동사는 10년 11월 완공을 목표로 진행 중인 파주 열병합발전소 건설과 관련하여 08년 12월에 파주 지역 주민들은 환경권, 건강권, 재산권에 피해가 있다며, 97억 원의 손해배상 청구 소송을 제기하였다. 동사는 환경권 침해 개연성 부족 및 사건발생 이전부터의 환경권 향유의 전제조건 부재 등을 주장하고 있고, 현재 1심이 진행 중인 바, 향후 소송 결과를 예측하기는 어려운 상황이다. 결과에 따라 당사 재무상태에 부정적인 영향을 미칠 가능성은 잔존한다.

907억 원의 건설사 가격 요청, 불확실성 존재 하나 큰 우려 아님

또한, 대우건설 등 7개 건설사는 원래 물가변동에도 연동되지 않는 고정불변 금액인 건설공사비 총액 확정 분에 대해 물가변동분 반영 요청을 해왔고, 그 금액은 907억 원에 달해, 주민소송 건보다 그 금액이 상당하다. 지금은 증액 의무가 없다는 입장으로 소를 제기했지만 중재될 가능성 역시 존재한다. 그러나, 중재 판결에 따라 조정금액을 지급할 지라도 증액분이 자산취득가로 반영되기 때문에 건물 내용연수 20년 동안 감가상각비로 분산되는 점을 고려할 경우 동사 재무 안정에 끼치는 영향을 미미할 것으로 판단된다.

2. 과다한 차입금

투자관련 차입금은 발전소가 본격가동되는 이후부터 단계적 상환, 관련 우려는 제한적

동사는 09년 자산총계 2.9조 원 대비 차입금 규모는 1.7조 규모로 신규사업 확장을 위해 상당량의 부채규모를 유지하고 있다. IR에 따르면 올해 및 내년에도 신규로 각각 6,500억 원, 5,000억 원씩을 차입할 계획이라고 한다. 비록 변동성이 있더라도 하더라도, 이정도 규모면 동사의 재무안정성을 저해하는 요인으로 작용할 수 있다고 파악된다.

최근 차입금의 증가는 파주, 판교 등의 열병합발전소 신규건설에 따른 투자자금 증가에 기인한 것으로, 장기 차입금의 비중이 80%에 해당하며, 상환스케줄은 동 열병합발전소가 본격 가동되는 2011년 이후에 집중되어 있다. 따라서, 당사의 유동성 및 차입금 상환스케줄을 고려할 때 단기적 차입금 상환불이행 우려는 제한적이라고 판단된다.

그림 22의 신규 발전소 건립에 따른 매출총이익 증가와 신규 발전소 건립을 위한 차입금에 따른 이자비용 증가 추이를 비교해 보면 증가하는 매출총이익이 이자비용을 크게 상회하는 것을 볼 수 있다. 이는 신규사업 확장을 위한 차입 증대가 재무적으로 큰 부담을 주지 않는다는 것을 보여준다.

3. 지역난방 VS 개별난방

소비자들이 지역난방을 개별난방보다 선호하는지에 대한 일부 우려가 존재한다. 이는 지역난방이 설치되어 있는 아파트에 입주하더라도 소비자의 기호에 따라 지역난방을 개별난방으로 바꿀 수 있기 때문이다. 개별난방이 갖고 있는 장점은 온도를 소비자 마음대로 조절 할 수 있다는 것이다. 때문에 일부 소비자들은 개별난방이 지역난방보다 겨울에 더 따뜻해서 좋다는 의견을 표시하기도 한다. 하지만 지역난방이 설치되어 있는 곳에 입주한 소비자들이 개별난방으로 설비를 바꿀 유인은 크지 않다. 그 이유는 개별난방은 지역난방보다 난방비가 더 비싸고 개별난방을 새로 설치하는데 많은 비용이 들

기 때문에 많은 소비자들이 이를 부담스러워 하기 때문이다.

그림 22. 매출총이익, 이자비용 비교 (단위: 억 원)					그림 23. 개별난방 VS 지역난방		
	전기 매출총이익	열 매출총이익	이자비용	매출총이익 - 이자비용	개별난방	종류	지역난방
					각 가구에 소형 보일러를 설치	정의	열병합발전소 폐열을 활용해 데운 온수를 파이프를 24시간 공급
2010	733	1,099	615	1,217	마음대로 난방 조절 가구별로 요금 부과	장점	열효율이 높음 24시간 온수공급 관리비저렴 쾌적한 주거환경
2011	1,272	1,051	705	1,618	열효율이 떨어짐 보일러 공간 필요 보일러 소음 보일러 각자 관리	단점	초기 설치비용이 비쌈
2012	1,395	1,051	789	1,657			
2013	1,413	1,051	873	1,591	85.0만원	연간난방비 (전용면적 85㎡ 기준)	73.2만원
					*연간 8.95Gcal 열 공급시 난방기준(출처: 지역난방공사)		

출처: 사업보고서, Research Team 2

출처: 지역난방공사

4. 부족한 유통주식수, 주가 상승의 걸림돌

현재 유가증권시장에서 유통되고 있는 지역난방공사의 주식은 전체 주식의 20% 수준이고 나머지 80%는 정부 소유주와 우리사주이다. 이렇게 부족한 유통주식은 주가 상승의 걸림돌임에 틀림 없다. 정부가 소유하고 있는 주식이 언제 유통될지는 알 수 없지만 우리사주(전체의 5%)의 보호예수 기간은 1년임을 고려해 볼 때 1년 뒤에는 유동성이 어느 정도 확보될 것으로 기대된다.

6. Valuation

PBR-ROE Valuation을 이용한 적정가치 산출

PBR-ROE를 통해,
2010년, 2011년
Target Price 산출

2010년부터 완공되기 시작하는 열병합발전소, 이를 통해 지역난방과 전기부분에서 업그레이드 될 수익성과 기업가치를 산출하기 위해, Research Team 2는 먼저, 2010년, 2011년 EPS를 구하였다. 그리고 Cost of Equity와 Sustainable ROE의 비를 통해 Target PBR을 찾는 PBR-ROE 방법을 이용하여, 기업의 적정주가를 산출하였다. 열병합발전소 완공이 10년 말부터 본격화되기 때문에, 향상되는 수익성과 마진의 안정성을 모두 반영하고자 이익 수준이 본격적으로 상승되는 2011년을 Target 연도로 하여 적정주가를 산출하였다.

과거 3년 실적 분석 및 10년, 11년 EPS 추정, 그리고 이에 대한 가정들

열과 전기사업부만
고려해서 산출

동사 매출의 99% 이상이 열과 전기사업으로부터만 발생한다는 점을 감안해, 이 두 사업부만만을 고려하기로 가정한다. 기본적으로 동사는 앞에서 살펴보았듯이 마진이 안정적으로 유지되는 사업구조를 가지고 있으나, 최근에 LNG가격의 급변으로 인해 다소 매출총이익률의 Fluctuation이 있었다. 이를 위해 각 사업부분별로 적정한 매출총이익률을 산정할 것이다.

과거 3년 및 2010년, 2011년 추정 실적은 사업부분별로 다음과 같다.

계정 (단위 : 억)	07년	08년	09년	10년(E)	11년(E)
매출액	6,862	11,899	12,482	14,056	18,505
열	6,090	7,270	8,375	9,158	10,014
전기	720	4,570	4,025	4,898	8,491
매출총이익(이익률)	802(11.7%)	947(8.0%)	2138(15.8%)	1834(13.0%)	2325(12.6%)
열(이익률)	730(12.0%)	480(6.6%)	1377(13.9%)	1099(12.0%)	1051(10.5%)
전기(이익률)	70(10.2%)	480(10.6%)	810(21.3%)	735(15%)	1274(15%)
판관비	483	501	430	475	542
감가상각비	23	20	19	23	40
영업이익	318	446	1,707	1,359	1,783
이자비용	379	508	615	705	789
법인세자감전이익	151	93	1,942	1,154	1,344
법인세(22%)	1	2	445	254	296
순이익	150	91	1,496	900	1,048
EPS			12,924	7,773	9,051

열부분,
매출총이익률10.5%,
매출성장률 9.53%

열 부분에서 매출총이익률은 08년에 6.6%까지 하락하였는데, 원료인 LNG값의 가격 상승에 기인한 것으로, 원료비 상승분 전부를 가격에 전부 전가하지 못하였기 때문이다. 그러나 09년에 08년의 부족분을 고려하여 가격을 인상하였고, 13.9%의 매출총이익률을 기록하였다. 가격을 인상하는 것은 매우 민감한 사항이므로, 천천히 조정될 것이기 때

문에, 10년에도 약 12%의 이익률을 기록할 것으로 추정한다. 11년부터는 원료비의 급격한 변동이 없는 한, 매출총이익률은 과거 3년 평균 수준인 10~11% 수준에서 유지될 것으로 전망한다. 한편, 앞서 언급했듯이, 매출액 증가율은 미분양수를 고려하여 향후 연평균 9.53% 수준으로 성장할 것으로 파악된다.

전기부분
매출총이익률 15%,
매출성장률 20%, 73%

전기 부문 역시 변동비가 가격구조에 반영되는 상황이기 때문에 약간의 Fluctuation이 있을 것으로 예상되나, 안정적인 수준을 유지할 것이라고 판단된다. 따라서, 과거 3년 평균 수준을 적용하였다. 한편, 열병합발전에서 생산되는 전기는 그 특성상 전력거래소에 판매될 수 있기 때문에, 매출액은 동사의 전기 Capa가 늘어나는 규모에 따라 성장한다고 가정하였고, 구체적 수치로는 10년에 20%, 11년에 73%의 성장성을 반영하였다.

감가상각비, 이자비용
등 관련비용 가정

한편, 생산설비를 다량으로 증설하기 때문에 그만큼 감가상각비를 고려하지 않을 수 없다. 따라서 설비가 증설하는 비만큼 감가상각비도 동일하게 증가한다고 가정하였다. 그 이외의 판관비는 과거 3년치와 비교하여, 설비가 증설함에 따라 증가할 것이라고 생각되는 부분들은 상승조정하였다.

또한, 생산설비 증축을 위해 동사는 다량으로 차입을 하였고, 이자보상배율은 5% 수준대에 머물고 있어, 이자비용을 중점적으로 고려하였다. IR에 따르면, 올해 말에 약 6,500억 정도, 내년 말에 약 5,000억 정도 차입할 계획을 가지고 있고, 전체 차입 규모는 올해 말에 약 2.3조에 이를 것으로 파악되어, 이를 반영하여 이자비용을 계산하였다.

이를 토대로 구한 **10년 및 11년 예상 EPS**는 각각 **7,773억 원, 9,051억 원** 수준이다.

PBR-ROE를 선택한
이유

Cost of capital을 이용한 PBR-ROE Valuation은 한 마디로 정의하면, 동사에게 기대하는 수익보다 얼마나 더 초과 수익을 달성하고 있는지를 계산하여, 자본 대비 얼마만큼의 프리미엄을 줄 것인가를 계산하는 방법입니다. 동사는 투자설비로부터 창출되는 이익이 안정적이기 때문에, Sustainable ROE를 산출하는 것이 비교적 용이하였고, 투자설비 비중이 매우 높기 때문에 PBR-ROE Valuation을 사용하는 것이 적합하다고 판단하였다.

Beta에 대한 가정

다음은 Research Team 2가 Target PBR과 Target Price를 구한 과정이다. 우선, 자본비용 중 주목할 점은 Beta에 대한 가정이다. 동사는 올해 2월에 상장했고, 상장사 중 집단 에너지 사업자가 없어 의미 있는 Beta를 산출하는 데 어려움이 있었다. 따라서, Research Team 2는 상장된 Peer 기업 중 공공기업으로서 동사와 같은 신용등급 AAA를 유지하고 있고, 동사가 사용하는 주원료인 LNG와 관련성이 높은 한국가스공사의 3년치 주별 Beta를 사용했다.

Peer group		지역난방공사	서울가스	한국가스공사	대한가스	부산가스	인천도시가스
PBR	07년		1.24	1.3	1.07	1.05	1.24
	08년		0.8	1.09	0.61	0.66	0.92
	09년	0.7	0.66	0.73	0.68	0.77	0.95
ROE (%)	07년	2.1	12.77	9.92	8.58	9.95	9.97
	08년	1.27	13.08	8.36	9.25	9.15	10.66
	09년	17.2	8.52	5.15	9.65	6.59	7.19

1) 2010년 Target Price

2010년 기준		단위	산식	비고
Target PBR	0.87	(배)	$A = (a-b) / (c-b)$	
Sustainable ROE	9.38	(%)	a	
Terminal Growth	0.00	(%)	b	보수적접근
Cost of equity	10.75	(%)	$c = (i) + (ii) \times (iii)$	
Risk-free rate	4.10	(%)	(i)	2010년 국고채 3년을 평균
Market Premium	7.00	(%)	(ii)	
Beta	0.95		(iii)	한국가스공사 3년 Beta
Book Value	9,598	(억원)	B)	
주식수	11,579	(천주)	C)	
목표주가	72,305		$D = \{ A \times B \} / C$	(상승여력 : 22.3%)

2) 2011년 Target Price

2011년 기준		단위	산식	비고
Target PBR	0.92	(배)	$A = (a-b) / (c-b)$	
Sustainable ROE	9.84	(%)	a	
Terminal Growth	0.00	(%)	b	보수적접근
Cost of equity	10.75	(%)	$c = (i) + (ii) \times (iii)$	
Risk-free rate	4.10	(%)	(i)	2010년 국고채 3년을 평균
Market Premium	7.00	(%)	(ii)	
Beta	0.95		(iii)	한국가스공사 3년 Beta
Book Value	10,646	(억원)	B)	
주식수	11,579	(천주)	C)	
목표주가	84,196		$D = \{ A \times B \} / C$	(상승여력 : 42.5%)

2011년 적정주가는
현주가대비 42.5% Up!

지금이 바로
매수타이밍!

이러한 과정을 토대로 Research Team 2는 2010년, 2011년 Target Price를 각각 72,305원, 84,196원으로 제시한다. 현재 주가 대비 22.3%, 42.5%의 Upside Potential 이 있다고 판단된다. 정부의 정책적 지원 아래, 안정적으로 열병합발전소의 확장을 지속하고 있으며, 안정적으로 마진이 확보되는 구조이기 때문에 설비 증설에 따른 수혜를 그대로 가져갈 것으로 예상된다는 점을 감안하면, 주가의 상승여력은 충분하다고 생각한다. 그럼에도 현재 주가가 크게 상승하지 않는 이유는 연료비연동제가 실시됨에도 불구하고, 유가가 상승에 대한 부담감이 존재하고, 국내 건설경기의 어려움으로 지역난방이 확장될 수 있을지에 대한 우려감 때문이다. 또한, 발전소의 완공이 10년 말부터 본격화되기 때문에 시기적으로 덜 부각되고 있다는 점 등 여러 가지 상황과 맞물려 있다고 파악한다. 시차가 존재하지만, 연료비연동제로 유가변동분을 충분히 반영할 수 있고, 확실하게 증가되는 지역난방(신도시)으로부터의 이익만을 고려했다는 측면에서, Research Team 2는 이익의 독보적인 성장성이 예상됨에도 불구하고, 인지도 부족 등 이유로 저평가메리트가 부각되고 있는 현재가 바로 매력적인 투자시점이라고 제안한다.

7. Appendix

손익계산서

(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
매출액	6,134	6,862	11,899	12,482
매출원가	5,324	6,061	10,952	10,344
매출총이익	811	802	947	2,138
판매비및 일반관리비	399	469	501	430
인건비	165	179	185	155
광고상각비	21	23	21	19
무형자산상각비				0
기타판매비및 일반관리비	43	55	50	55
영업이익	412	333	446	1,707
영업외손익	-122	-182	-353	234
이자수익	108	191	136	256
이자비용	253	379	508	615
외환차손익	3	-3	-12	78
외환환산손익	64	-18	-665	92
지분이익	0	0	0	0
기타영업외손익	22	24	69	18
세전계속사업이익	290	151	93	1,942
법인세비용	-24	1	2	445
계속사업이익	314	150	91	1,496
종단사업이익				
당기순이익	314	150	91	1,496
EPS (원)	3,616	1,723	1,047	17,233
수결EPS				

대차대조표

(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
유동자산	4,725	5,072	6,395	5,194
현금및가속 및 단기금융	2,616	2,150	2,101	1,352
시장성유가증권	0	0	1	0
매출채권	1,671	2,164	2,919	2,997
재고자산	202	226	637	486
비유동자산	12,771	14,913	17,434	23,832
무자자산	538	679	730	652
유형자산	11,858	13,792	16,029	22,315
무형자산	102	94	117	118
자산총계	17,496	19,985	23,829	29,027
유동부채	1,561	1,801	4,658	6,038
매입채무	953	1,246	1,742	1,639
단기차입금			1,000	1,500
유동성장기차입금	231	231	1,604	1,407
비유동부채	8,861	10,993	12,012	14,291
사채	1,000	1,000	2,699	6,467
장기차입금	7,710	9,832	9,150	7,754
부채총계	10,421	12,794	16,670	20,329
자본금	434	434	434	434
자본잉여금				
이익잉여금	6,624	6,758	6,844	8,332
자본조정				
자본총계	7,075	7,192	7,159	8,698

현금흐름표

(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
영업활동으로인한액	922	98	256	2,067
당기순이익	314	150	91	1,496
비원가수익비용가산	522	676	864	603
유형자산상각비	493	589	781	1,072
무형자산상각비	0	0	0	19
회칙금여	49	65	68	54
외환환산손익	-64	18	665	-92
지분변경가손익	15	98	256	2,067
기타	30	-93	-887	-2,517
영업활동으로인한자산부	86	-728	-699	-32
투자활동으로인한액	-4,101	-2,405	-2,066	-5,734
유형자산 투자	-3,634	-3,633	-4,297	-8,077
유형자산 처분	6	0	1	7
무형자산 증감	0	-0	-52	-5
무형자산 처분	-175	-181	-108	628
기타	-297	1,409	2,390	1,713
재무활동으로인한액	3,395	2,089	2,711	3,567
장단기차입금증가	2,639	2,336	1,256	605
사채증감	1,000	0	1,699	4,267
자본증감	0	0	0	0
배당금의지급	-13	-16	-13	-9
기타	-231	-231	-231	-1,296
영업투자재무활동기타	0	0	0	0
순원금흐름	216	-218	901	-99
기초원금	153	369	150	1,051
기말원금	369	150	1,051	952

주요투자지표

(단, %)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
Growth Ratios				
매출액성장률 %	9.1%	11.9%	73.4%	4.9%
EBITDA성장률 %	2.1%	1.8%	31.1%	131.7%
EBIT성장률 %	-4.8%	-19.2%	34.1%	282.6%
순자산성장률 %	27.3%	14.2%	19.2%	21.8%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	13.2%	11.7%	8.0%	17.1%
EBITDA마진률 %	14.8%	13.4%	10.1%	22.4%
EBIT마진률 %	6.7%	4.9%	3.8%	13.7%
세전계속사업이익률 %	4.7%	2.2%	0.8%	15.6%
당기순이익률 %	5.1%	2.2%	0.8%	12.0%
Stability Ratios				
부채비율 %	147.3%	177.9%	232.8%	233.7%
순부채비율 %	89.4%	123.9%	172.5%	187.1%
유동비율 %	302.8%	281.7%	137.3%	86.0%
담좌비율 %	289.8%	269.2%	123.6%	78.0%
이자보상배율	1.6	0.9	0.9	2.8
Performance Ratios				
ROE %	4.5%	2.1%	1.3%	18.9%
ROA %	2.0%	0.8%	0.4%	5.7%
ROIIC %	3.0%	2.2%	2.7%	5.1%
Per Share Ratios				
수결EPS	3,616	1,723	1,047	16,239
주당순자산	81,472	82,818	82,445	75,123
주당현금흐름	9,293	8,502	9,816	28,072
주당배당금	185	150	100	425

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.