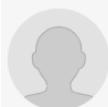


Editor's Pick#1

지역난방공사

보유 국내

지역난방공사



우용용

2024.01.14

구독중



※ 선정사유

배당증가만큼 확실한 주주환원이 없습니다. 공기업은 (자본논리가 아닌) 정책/정치 논리가 작용되는 곳이라고 생각합니다. 평가 결정과 사업확장에도 제약이 많습니다.

이런 특성이 투자를 망설이게 하지만, 가격이 무지 착한? 수준입니다. 1)못 맞춰도 하방이 어느정도 제한적인 느낌이 들고, 2)맞추면 주가가 갈 것 같아서 선정하게 되었습니다.

투자포인트

당사는 2024~2027년에 걸쳐 배당금 약 5,000~7,000원을 기록할 것으로 기대됨. 현 주가 대비 배당수익률은 약 20~30%가 기대됨.

※현 주가는 2024년 1월 13일 기준 26,850원

	평년1 ¹⁾	평년2 ²⁾	23E	24E	25E	26E	27E
당기순이익	450	700	-2246	1375	2041	2094	2232
EPS	3886	6046	-19398	11875	17627	18085	19277
배당금	1555	2418	0	4750	7051	7234	7711

1) 평년 1: 2011~2021년의 평균 당기순이익

2) 평년 2: 2011~2021년 중 백석역 사태 및 나주 SRF 소송이슈가 있었던 2018년을 제외한 평균 당기순이익

회사소개

집단에너지 사업을 하는 유틸리티 회사임.

집단에너지 사업은 1개소 이상의 에너지 생산시설에서 생산되는 복수의 에너지를 주거/상업/산업단지 등의 다수의 사용자에게 일괄적으로 공급하는 것을 목적으로 하는 사업을 말함.

지역난방공사의 경우는 도시가스를 가스공사로부터 구입하여 전기와 열/냉방을 생산 및 공급함.

이 때 전기는 SMP(전력 도매가격)로 전력거래소(최종적으로 한국전력)에 판매하고, 열/냉방은 지역 독점적 열 배관망으로 지역 내 공동주택과 건물에 공급함.

이 때 가격은 민수용 도시가스 요금에 연동됨.

정리하면

1. 도시가스에서 LPG 구입
2. 전기와 열 생산
3. 전기는 한국전력에 판매
4. 열은 지역 내 공동주택/건물에 판매

하는 회사임.

당사는 산업통상자원부 고시에 따라 투자비용에 따른 적정 투자보수를 받음. 정부에서 수익을 보전해 준다는 뜻.

| 지역난방 열요금 산정원칙

- ▶ 「지역난방 열요금산정기준 및 상한지정」 (산업통상자원부 고시)에 따른 총괄원가를 보상하는 수준에서 결정
 - 공공요금 산정의 기본원칙 준용
 - 총괄원가 = 적정원가 + 적정투자보수
 - 적정원가 = 열 생산·공급에 소요되는 원가
 - 적정투자보수 = 열 생산·공급을 위하여 투자된 자산에 대한 적정투자보수



당사는 크게 3가지 방법으로 수익을 보존받음. 이는 크게 연료비 연동제, 연료비 정산제, 고정비 산정제임.



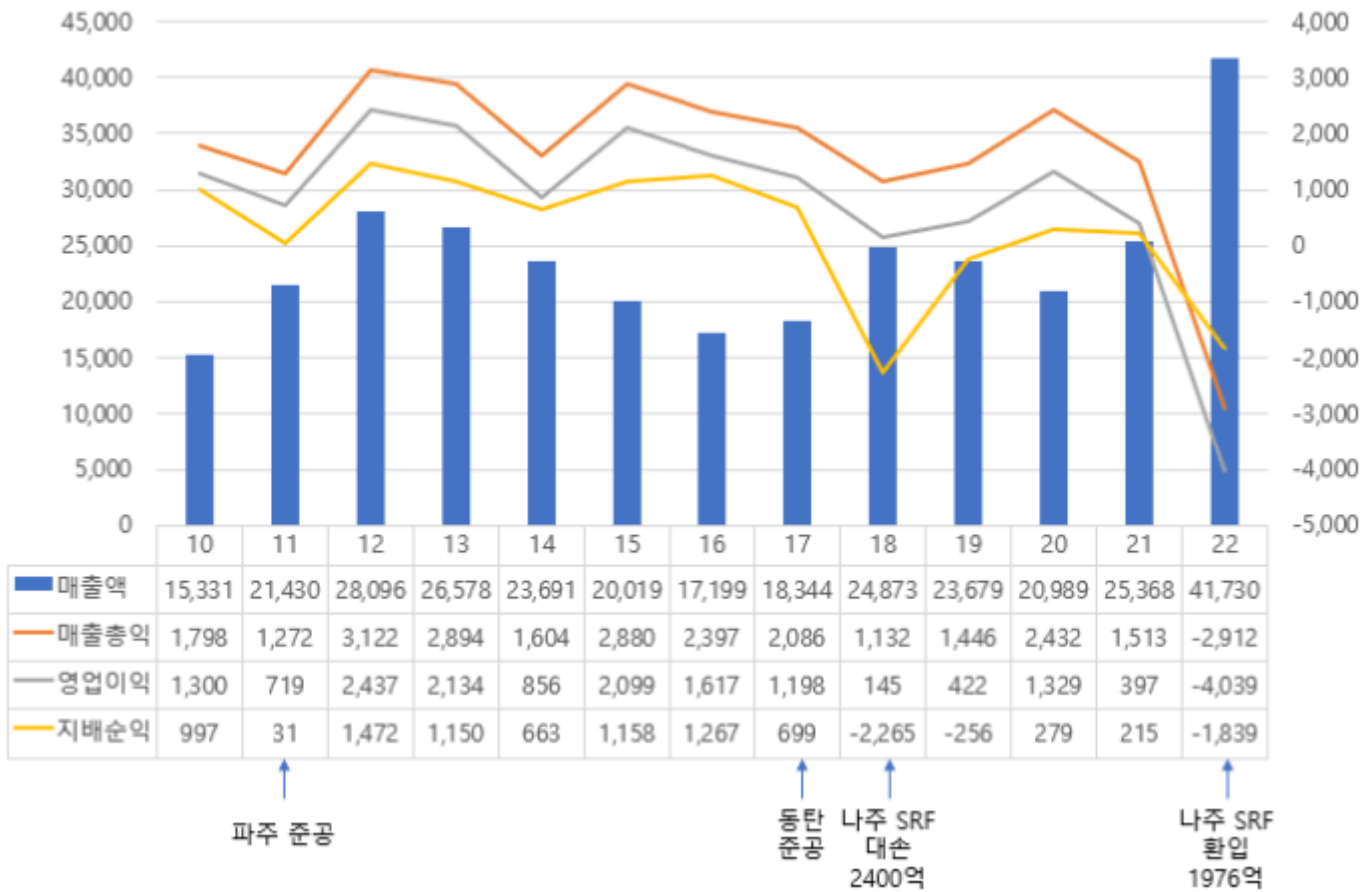
정리하면

1. LPG가격 변하면 2개월에 한번씩 요금에 연동
2. 2개월마다 반영하지 못한 비용은 1년에 한번 한꺼번에 요금에 연동
3. 고정비(임금, 감가상각비 등)은 2년에 한번 요금에 연동

하는 방법으로 적정 이익을 보장받음.

당사는 이익 수준이 정해져 있기 때문에, 과거 실적을 통해 적정 이익 수준이 얼마인지 확인이 가능함.
이는 과거 실적을 통해 유추 가능.

연간 실적



단위: 억원

당사는 2018년, 2022년에 비정상적인 상황으로 인해 평상시 수준을 벗어나는 실적 기록함.

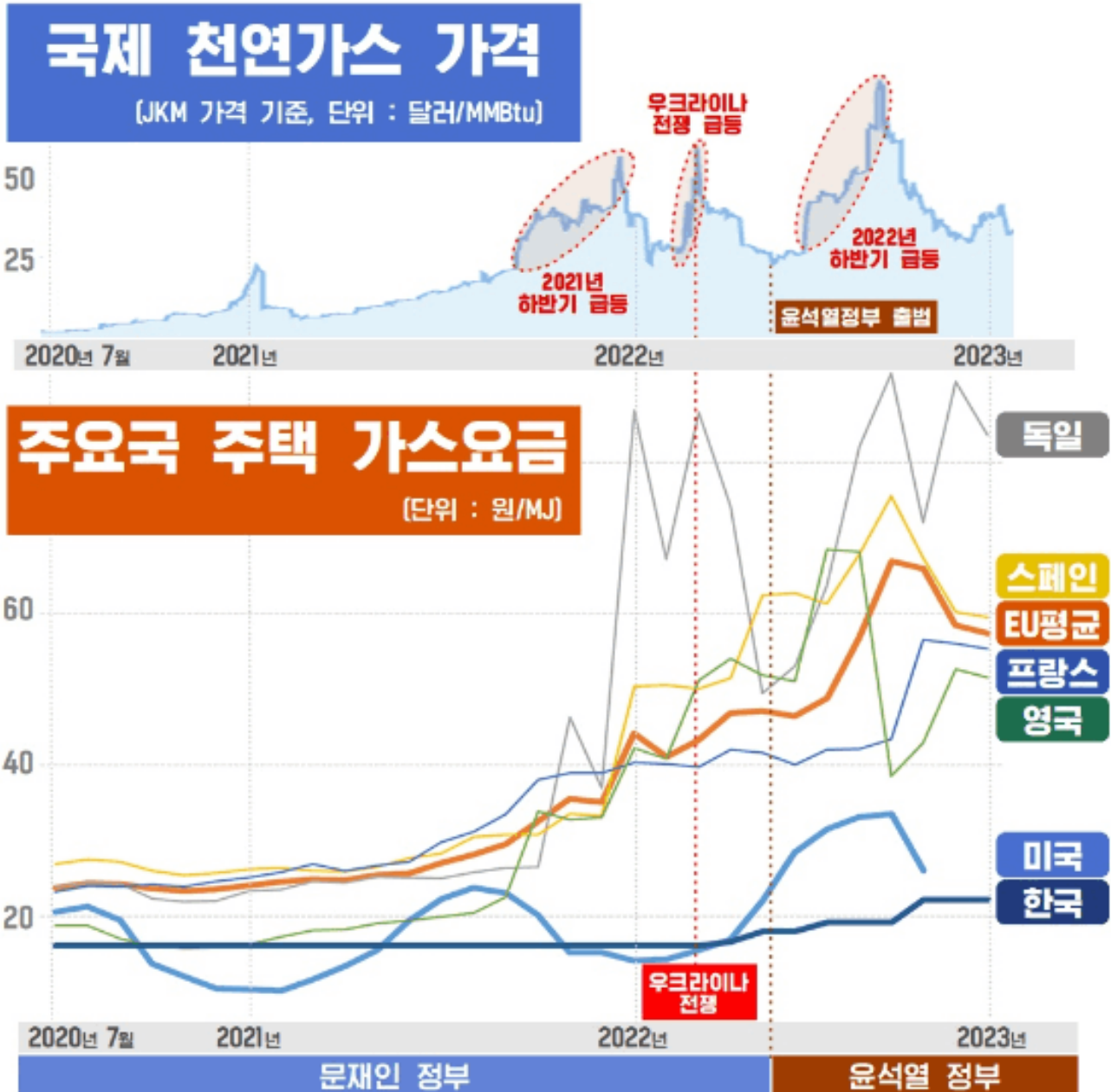
이는 하기와 같음.

- 2018년, 백석역 온수배관 파열 사건. 이로 인한 일회성 수선비 발생. 약 500억 수준.
<https://namu.wiki/w/%EA%B3%A0%EC%96%91%20%EB%B0%B1%EC%84%9D%EB%8F%99%20%EC%98%A8%EC%88%98%EB%B0%B0%EA%B4%80%20%ED%8C%8C%EC%97%B4%20%EC%82%AC%EA%B3%A0>
- 2018년, 나주시에서 나주 SRF(고형폐기물) 발전소 가동 중단에 따른 유형자산 손상차손 발생. 약 2,400억.
- 2022년, 지역난방공사 나주시에 승소. 약 1,900억 환입.



[법원 "나주 SRF 사업신고 수리해야" \[KBS 광주\] \[앵커\] 폐기물을 연료로 활용하는 나주 SRF 발전소를 놓고 갈등이 이어지고 있는데요. 사업개시 신고를 잇따라 반려하며 발전소 가동을 막고 있던 나주시의 처분이 잘못됐다는 행정소송 판결이 오늘 나왔 KBS | 네이버 네이버 뉴스](#)

- 2022년, 천연가스 가격 폭등. 원래 원료 가격에 요금이 자동으로 연동되지만, 지나친 폭등으로 인해 연동이 불가하였음. 이에 대규모 적자 발생. 하기 그래프를 보면 판가에 비용을 전가시키지 못한 것이 뚜렷하게 드러남.



자료 : 인베스팅닷컴 · 스탯티스타 · 한국가스공사 제공 자료 SBS 사실은? 종합 분석

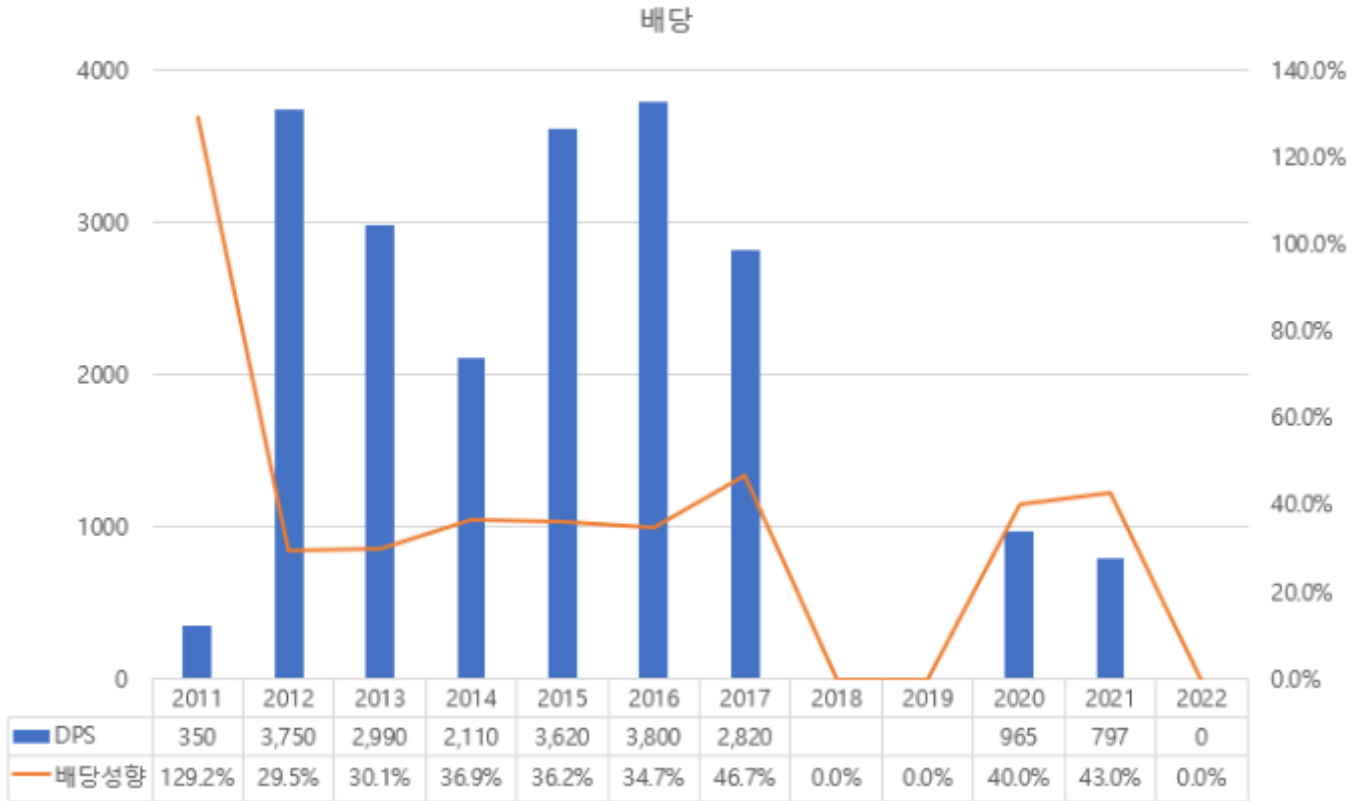
대규모 적자가 발생한 2022년을 제외하고, 2010~2021년까지 당사의 평균 영업이익은 1200억, 평균 당기순이익은 450억 수준임.

백석역 사태가 있었던 2018년도 제외하면 평균 영업이익 1300억, 당기순이익 700억 수준.

한편 당사의 대주주는 정부/한전/한국에너지공단/서울특별시 등임.

이들의 지분 합계는 75% 수준임. 사실상 공기기업임.

이로 인해 당사는 안정적인 배당성향을 보임 (약 40% 수준, 적자가 날 때 제외).



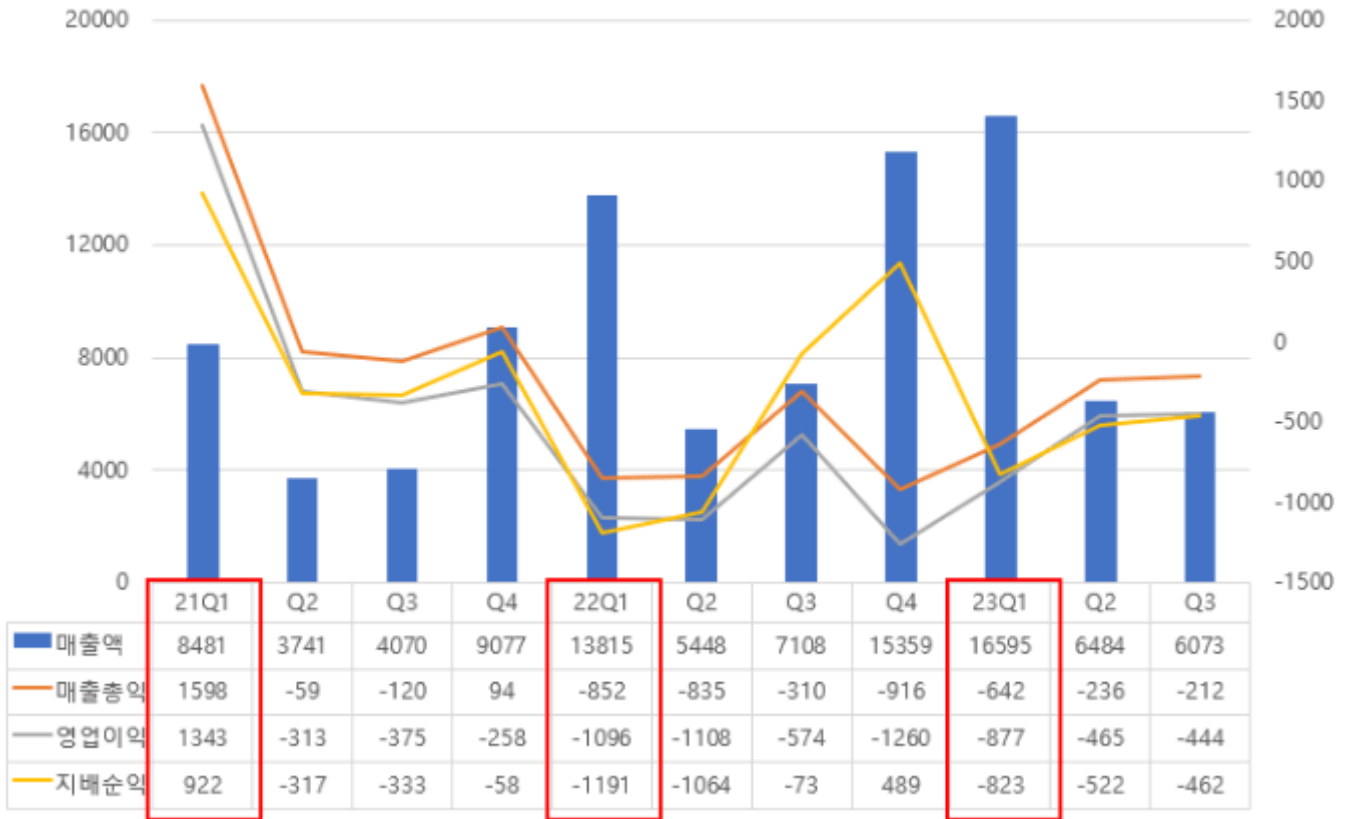
한편 당사는 향후 약 몇 년간 이익이 큰 폭으로 증가할 것으로 예상됨.

그 이유는 상기 언급한 적정 이익 보장 때문.

2021년 말부터 2023년 초에 걸쳐 약 6분기 동안, 러-우 전쟁으로 인해 천연가스 가격이 폭등하였음.

하지만 정부의 물가관리로 인해 당사는 열요금을 해당 인상분만큼 반영하지 못하였음.

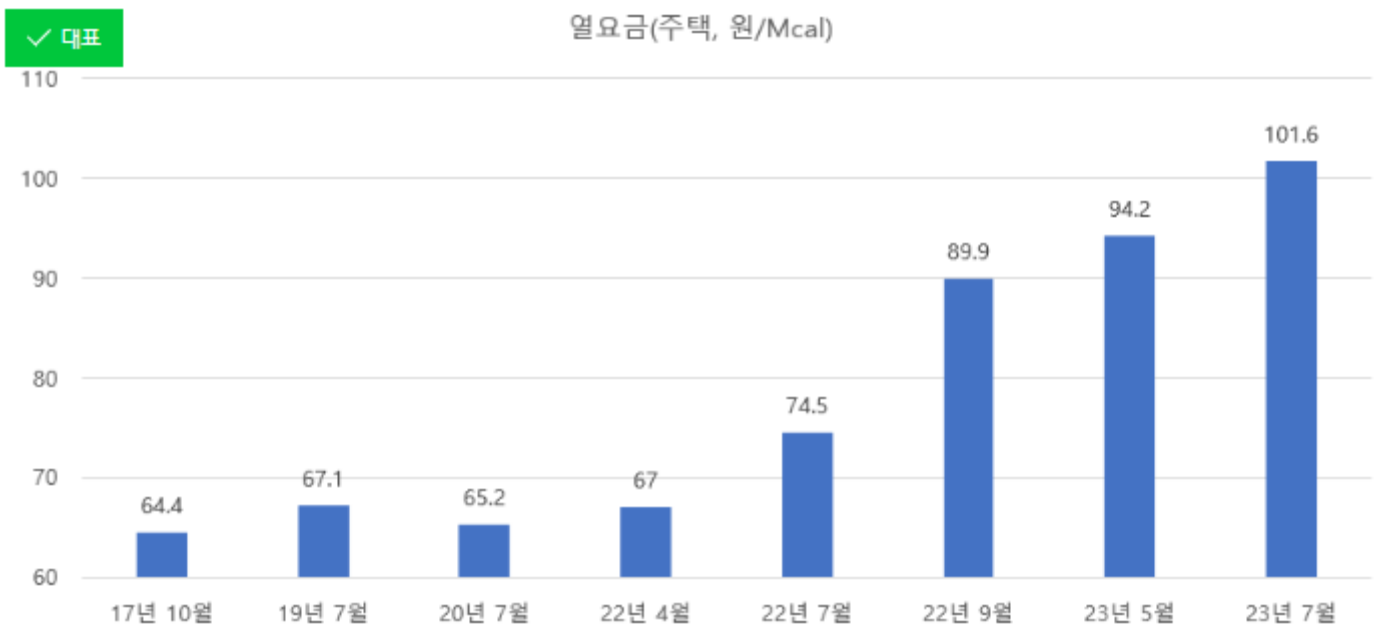
아래 그래프를 보면, 1년 농사를 책임지는 1분기 실적이 2022년과 2023년에만 비정상적으로 적자 발생한 것이 확인됨.



이를 앞으로 돌려받을 예정임.

이미 지난 7월 열요금 인상했고, 최근 천연가스 가격 하락에도 불구하고 열요금이 유지되고 있음.

현재 열요금은 약 102원 수준으로, 2018~2022년 평균의 거의 1.5배 수준임.



한편 당사는 공공기관이라 공공기관 알리오를 통해 재무계획을 공유함. 이에 따르면, 24~27년에 걸쳐 당사는 영업이익 기준 약 2600~4000억, 당기순이익 약 1300~2200억을 달성할 계획임.

< '23~'27년 재무 전망 >

(단위: 억원)

구 분	'23년	'24년	'25년	'26년	'27년
1. 자산	78,833	79,756	79,162	77,756	77,666
2. 부채	62,143	60,989	59,148	56,725	55,500
① 금융부채	50,387	48,915	46,281	43,148	41,735
- 이자부부채	43,535	42,890	40,739	37,502	36,199
(공사채 등)	42,230	41,613	39,473	36,249	34,926
② 비금융부채	11,756	12,074	12,867	13,577	13,765
(공사비부담금)	11,060	11,366	12,210	12,910	13,081
3. 부채비율	372.3%	325.0%	295.5%	269.7%	250.4%
(공사비부담금제외)	306.1%	264.4%	234.5%	208.3%	191.4%
4. 이자비용	1,066	1,281	1,297	1,259	1,106
5. 영업이익	△1,819	2,664	3,625	3,994	4,054
6. 당기순이익	△2,246	1,375	2,041	2,094	2,232
7. 이자보상배율	△1.7배	2.1배	2.8배	3.2배	3.7배

당사의 총 주식수는 11,578,744임. 당기순이익 100억 당 EPS는 864원.

평상시 당기순이익 450억/700억 발생시 EPS는 약 3,886원/6,046원. 배당금은 배당성향 40% 고려시 약 1,554원/2,418원이 됨.

하지만 당사의 재무전망대로 진행시, 당사의 배당금은 하기와 같음. 배당금에는 배당성향 40% 적용함.

	평년1 ¹⁾	평년2 ²⁾	23E	24E	25E	26E	27E
당기순이익	450	700	-2246	1375	2041	2094	2232
EPS	3886	6046	-19398	11875	17627	18085	19277
배당금	1555	2418	0	4750	7051	7234	7711

- 1) 평년 1: 2011~2021년의 평균 당기순이익
- 2) 평년 2: 2011~2021년 중 백석역 사태 및 나주 SRF 소송이슈가 있었던 2018년을 제외한 평균 당기순이익

당사의 과거 주가 수준은 하기와 같음.

지역난방공사 071320

코스피

2024.01.12 기준(정 마감)

실시간

기업개요

26,850

전일대비 ▼500 | -1.83%

전일 27,350

고가 27,650 (상한가 35,550)

거래량 17,327

시가 27,400

저가 26,550 (하한가 19,150)

거래대금 465 백만

선차트 1일 | 1주일 | 3개월 | 1년 | 3년 | 5년 | 10년

봉차트 일봉 | 주봉 | 월봉



- 구간 1: 평상시. 5만원 중반 ~ 8만원 중반.
- 구간 2: 백석역 사태+나주 SRF 사태로 인해 적자 발생하여 배당금 지급 실패. 주가수준 약 7만원 → 5만원.
- 구간 3: 코로나. 주가수준 약 3~4만 원.
- 구간 4: 러-우 전쟁으로 천연가스 가격 급등. 주가수준 약 4만원 → 2만원 중반.

이상을 고려했을 때, 평균회귀만으로도 최소 5만원 중반 수준의 주가가 기대됨. 향후 기대되는 5,000~7,000원의 배당금까지 고려 시 7~8만원 이상도 가능해보임.

Editor's Opinion : 독자의 이해를 돕기 위해 편집인의 의견을 첨언합니다.

전달을 간략하게 하기 위해 음, 숨체로 작성합니다. 양해 부탁드립니다. 편집인의 시각에서 개략적으로 서술합니다.

1. 동사의 중장기 재무관리 계획은 알리오(공공기관 경영정보 시스템)에서 확인할 수 있음.

<https://www.alio.go.kr/search/searchTabPage.do?word=%EC%A7%80%EC%97%AD%EB%82%9C%EB%B0%A9%EA%B3%B5%EC%82%AC&apbaNm=&sortType=LATEST&tab=jeonggi>

2. '2023년~2027년 중장기 재무관리계획' 16페이지를 참조하면 저자가 인용한 테이블을 발견할 수 있음. 1/22 기준 시총이 3149억이니, 꽤 큰 이익이 예정?되어 있음.

공기업(시장형... | **중장기 재무관리계획** > 🔍 | **2023.10.04**

< '23~'27년 재무 전망 >

(단위: 억원)

구 분	'23년	'24년	'25년	'26년	'27년
1. 자산	78,833	79,756	79,162	77,756	77,666
2. 부채	62,143	60,989	59,148	56,725	55,500
① 금융부채	50,387	48,915	46,281	43,148	41,735
- 이자부부채	43,535	42,890	40,739	37,502	36,199
(공사채 등)	42,230	41,613	39,473	36,249	34,926
② 비금융부채	11,756	12,074	12,867	13,577	13,765
(공사비부담금)	11,060	11,366	12,210	12,910	13,081
3. 부채비율	372.3%	325.0%	295.5%	269.7%	250.4%
(공사비부담금제외)	306.1%	264.4%	234.5%	208.3%	191.4%
4. 이자비용	1,066	1,281	1,297	1,259	1,106
5. 영업이익	△1,819	2,664	3,625	3,994	4,054
6. 당기순이익	△2,246	1,375	2,041	2,094	2,232
7. 이자보상배율	△1.7배	2.1배	2.8배	3.2배	3.7배

3. 같은 보고서에 안 좋은 얘기도 있음. '3장 재무관리방안'을 참조하면, 자산매각/ 사업조정/ 경영효율화/ 자본확충/ 정책지원 얘기가 있음. 아래는 그중 일부임.

나. 정책지원 사항 (정부의 정책지원 **확정사항에 해당하지 않음**)

- 재료비 급등, 물가안정을 고려한 요금회수 지연으로, 친환경 개체·안전강화 등 안정적 사업추진 애로사항 존재
- **유상증자 등 자본확충 방안 적극 검토 필요**

Editor's Opinion : 독자의 이해를 돕기 위해 편집인의 의견을 첨언합니다.

4. 시나리오대로 가지 않을 가능성도 염두해 두어야 할 듯함.

5. 하지만, 시나리오의 절반 수준만 달성하더라도 주가 상승 모멘텀이 될 듯 함.

6. 가격이 그만큼 착한 가격으로 내려왔음.

7. 배당/배당성향이 증가하면 주가 상승의 이유가 될 수 있음.

7.1. 배당성장모형(고든모형)에서 유도한 식임.

$$\frac{\text{적정시가총액}}{\text{예상 순이익}} = \text{PER} = \frac{\text{예상 배당지출/예상순이익}}{(\text{기대이익률} - \text{기대 성장률})} = \frac{\text{예상 배당 성향}}{(\text{기대이익률} - \text{기대 성장률})}$$

7.2. 다른 방법으로도 표현할 수 있음.

$$\text{PER} = \frac{\text{시가총액}}{\text{당기순이익}} = \frac{\text{배당지출/당기순이익}}{\text{배당지출/시가총액}} = \frac{\text{배당성향}}{\text{시가배당수익률}}$$

8. 배당금 재개를 기다려 볼만함.

9. 오래 기다려야 될 수도 있음. 위 표에서 2023년은 대규모 적자가 확실시됨. 3분기 누계 영업이익 1786억, 당기순이익 1807억 적자임.

10. 2024년 배당금은 2025년에 지급함.

11. 동사는 계절성이 있어, 최대 성수기가 1분기임. 적자지만 24년도에 배당지출을 할 수도 있음.

Editor's Opinion : 독자의 이해를 돕기 위해 편집인의 의견을 첨언합니다.

12. 투자 집행 시, 2번 나눠서 매입하는 것이 좋을 듯함. 1차는 24년도 1분기, 2차는 23년 배당 및 24년 1분기 실적 확인 후, 매입하는 것이 좋을 듯 함. 그리고, 배당이 예상대로 나오는지 확인할 수 있는 내년까지 들고갈수 있는 인내가 필요함.

13. 꼭 필요한데 돈이 안되거나, 국가 운영 전략상 중요 사업일 경우 공기업으로 운영함.

14. 우체국이 민영화되면 산간벽지에 기름 써가면서 편지배달하는 것은 낭비임. 마찬가지로 한전은 한 두집 사는 곳에 전기를 공급하기 위해 전봇대를 세우는 것이 낭비일 수 있음.

15. 공기업은 망하기 어려운 대신 돈을 벌기 어려운 측면이 있음. 평가도 회사가 결정할 수 없음.

16. 공기업 투자 시, 시나리오대로 되지 않을 확률을 (일반 기업 투자보다) 좀 더 열어놓고 더 장기로 보는 것이 좋을 듯함.

17. 개인적으로 동사의 아이디어의 핵심은 못 맞춰도 많이 잃을 확률이 낮다, 맞추면 간다(상승한다) 임. 느긋한 투자자에게 어울리는 아이디어인 듯함.

상장은 시켜놓고, 수익보전 방침이 있음에도(투자자 입장에서 패를 알고 투자하는 데도), 공기업 투자는 투자자를 불안하게 하는 요소가 있습니다. 정치/정책 논리가 강하게 적용되는 영역이어서 그런 것 같습니다. 이런 논리가 작용되면 판을 엮어 버립니다. 한국전력과 한국가스공사 주주들에게 위로를 보냅니다.

Disclaimer

- 본 자료는 오렌지보드의 유료 구독자들에게만 제공합니다.

- 하기 자료는 편집인과 크레이터의 제공 자료로 구성합니다. 객관적인 자료로 작성했으나 그 정확성에 대해서는 보장할 수 없습니다. 어떠한 경우에도 본 콘텐츠는 고객의 투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙 자료로 사용될 수 없습니다.

- 당사의 모든 콘텐츠는 저작권법의 보호를 받으며, 무단 전재, 복사, 배포 등을 금합니다.

- 모든 콘텐츠는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 크리에이터의 의견이 반영되었음을 밝힙니다.

※ 매거진은 웹사이트의 일부 내용과 편집인의 추가 내용으로 구성되었습니다. 전체 서비스는 orangeboard.co.kr에서 이용해 주십시오.