

유틸리티 (Overweight)

도시가스 업종 점검

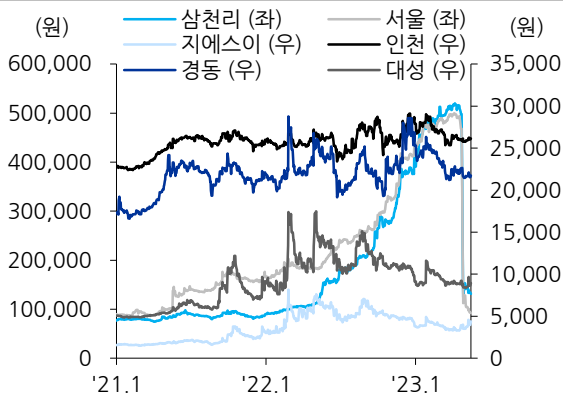
도시가스 산업 포인트

도시가스 기업들은 한국가스공사 도매 물량에 적정 소매마진을 부과하는 형태로 사업을 영위 중이다. 매년 7 월에 마진이 결정되며, 매출액의 변화와 상관없이 적정 규모의 영업이익이 창출되는 리츠, 채권과 비슷한 특성을 보인다.

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_tjdgus2009@eugenefn.com

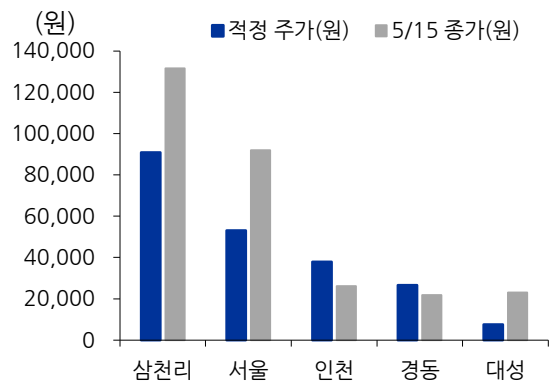
- SG증권 사태로 대성홀딩스, 삼천리, 서울가스 등 8개 종목의 주가 폭락, 3~4거래일간 연속 하한가 기록
- 도시가스 2개사(해양·서라벌) 매각 딜로 인해 Peer 밸류에이션이 높아져 있던 상태에서 러-우 전쟁 발생으로 주가 상승이 정당화되는 듯했고, 일부 업체 주가 급등
- 도시가스 업종 전체의 밸류에이션 재평가로 보기에는 여전히 주가 변화가 없는 종목들이 대부분이므로 결국 펀더멘털 대비 적정 주가로 회귀할 것이라 판단
- 도시가스 업체들은 지역적 폐쇄성과 낮은 산업 성장률로 연간 영업이익 변화가 미미하며, 제한된 이익 성장성으로 현금배당도 5~10년간 동일한 규모를 지급
- 경동도시가스는 높은 산업용 가스 비중을 바탕으로 안정적인 성장이 가능하고, 높은 배관 효율성과 배당에 비해 낮은 주가를 보여 투자 매력도가 가장 높다고 판단

도표 1. 도시가스 업체별 주가 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 2. DPS 기준 기업별 적정 주가와 현재 주가



자료: 유진투자증권

삼천리 주가 4 거래일 동안 50 만원 → 12 만원

4/24, SG 증권을 통해 대량 매도 물량이 집중되며 대성홀딩스, 삼천리, 서울가스 등 8개 종목의 주가가 폭락, 이후 3~4거래일간 연속 하한가를 기록하였다. 해당 기간 동안 증발한 8 개 종목의 시가총액만 8 조원에 달한다. 문제의 종목들은 ① SG 증권 창구를 통한 대량 매도, ②최근 수 년간의 주가 상승, ③높은 신용 용자 거래 비율, ④높은 대주주 지분율로 인한 적은 유통 물량이라는 공통점을 가졌으며, 일부 CFD(차액결제거래) 계좌에서 담보 부족에 따른 반대매매가 진행된 것으로 보고 있으나 보다 정확한 원인이 규명될 필요가 있다. 정부는 통정 매매 활용 여부와 주가 폭락 전 공매도 급증 경위를 밝히는 데에 주력했으며, 증권사들은 CFD 신규 가입 및 매매를 차단하는 등 대응에 나섰다.

도표 3. 전일 종가 대비 변동폭: 3~4 거래일간 무더기 하한가

(단위: %)	2023-04-24	2023-04-25	2023-04-26	2023-04-27	2023-04-28
대성홀딩스	-29.98	-29.97	-29.94	-29.98	8.79
삼천리	-29.95	-29.99	-29.92	-27.19	22.89
서울가스	-29.95	-29.92	-29.85	-30.00	13.49
선광	-29.99	-29.98	-29.93	-29.86	2.10
다우데이타	-29.97	-30.00	-19.34	-4.24	5.34
세방	-29.97	-29.85	-25.72	3.50	11.07
다올투자증권	-29.92	-9.92	-4.89	-2.89	10.43
하림지주	-29.98	-13.13	-5.04	-3.40	2.97

자료: Quantwise, 유진투자증권

도시가스 주가 상승 이유

일부 투자자들은 도시가스 업체 주가 폭등의 원인이 러시아-우크라이나 전쟁으로 인한 에너지 수급 이슈라 여겼다. 물론, 러-우 전쟁이 원가와 판가 상승에 영향을 주었으나, 당시 100 배에 달했던 도시가스 업체들의 밸류에이션을 정당화하기는 어렵다고 판단한다.

굳이 이유를 찾자면, GS의 도시가스 업체 매각 딜을 통해 높아진 밸류에이션을 확인할 수 있다. 2018년 12월, GS에너지는 지분 100%를 보유하고 있던 해양에너지(구 해양도시가스)와 서라벌도시가스를 글랜우드 PE의 특수목적법인인 코리아에너지홀딩스에 매각했다. 이에 따라 해양에너지 1,599만주는 4,584억 원에, 서라벌도시가스 290만주는 1,146억 원에 매각됐다. 매각 금액은 직전 연도 **EBITDA의 9배, 6배 수준**임을 알 수 있다.

도표 4. GS → 글랜우드 PE 매각 밸류에이션 (2018.12)

구분		해양에너지	서라벌도시가스
매각가액 (십억원)	a	458	115
순차입금 (2017 말, 십억원)	b	(51)	(23)
EV (십억원)	a + b = c	408	92
EBITDA (2017, 십억원)	d	45	14
EV/EBITDA (배)	c / d	9	6

자료: 전자공시시스템, Bloomberg, 유진투자증권
참고: 매각(인수)가액을 시가총액으로 가정

맥쿼리의 재인수, 그리고 러-우 전쟁

2021 년, 맥쿼리한국인프라투자회사(MKIF)는 유상증자로 4 천억원을 조달해 8,034 억원을 투자, 글랜우드 PE 로부터 해양·서라벌 도시가스의 지분 100%를 인수했다. 이에 따라 글랜우드 PE 는 인수한지 2년 반 만에 2천억원의 차익을 얻었다. 매각 금액을 시가총액으로 가정했을 때 2 개사의 기업가치는 직전 연도 **EBITDA의 11 배 수준**으로 높아진 것을 확인할 수 있다.

이와 같이 높은 밸류에이션에 경쟁사 매각이 결정된 상황에서 러-우 전쟁이 발생하고 글로벌 에너지 공급난 문제가 불거지자, 도시가스 업체들의 주가 상승이 정당화되는 듯했고 일부 업체들의 주가는 더욱 빠르게 치솟았다. 특히 5 배 수준이던 서울도시가스의 PER 은 2023 년 초 100 배까지 상승했다.

도표 5. 글랜우드 PE → 맥쿼리 매각(인수) 밸류에이션 (2021.6~7)

구분		해양에너지	서라벌도시가스
매각가액 (십억원)	a	633	171
순차입금 (2020 말, 십억원)	b	(40)	(21)
EV (십억원)	a + b = c	592	150
EBITDA (2020, 십억원)	d	52	13
EV/EBITDA (배)	c / d	11	11

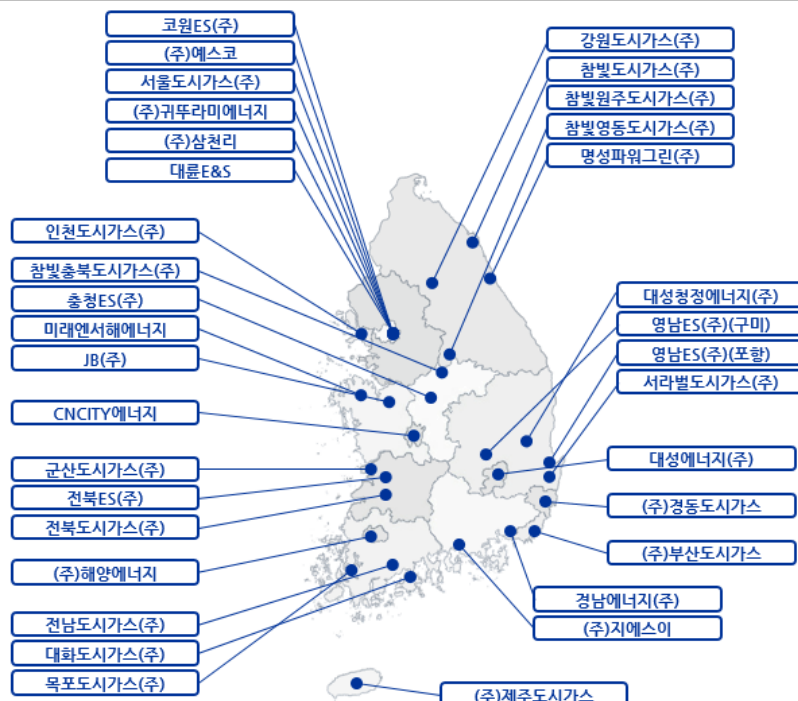
자료: 전자공시시스템, Bloomberg, 유진투자증권
참고: 매각(인수)가액을 시가총액으로 가정

옥석 고르기

삼천리, 서울도시가스 등 일부 도시가스 업체들의 주가는 과하게 높았다고 판단한다. 한국가스공사가 조달하는 도매 가스 가격 변화는 도시가스 업체들의 자산 증가로 이어지지 않으며, 국내 가스 업체들은 가스전을 보유하지 않고 터널 통비를 회수하는 REITs와 같은 비즈니스를 영위하고 있기 때문이다. 도시가스 업체들의 가스 배관이 장기적으로 수소 사업용 배관으로 활용될 여지는 있지만 이는 2030년 이후로 추정되며, 결국 펀더멘털 대비 적정 주가로 회귀할 수밖에 없다고 전망한다. 업종 전체의 밸류에이션 재평가로 보기에는 여전히 주가 변화가 없는 도시가스 종목들이 대부분이기 때문이다.

도시가스는 특정 지역에서만 영업을 할 수 있어 경쟁사의 진입이 불가능한 산업이지만, 특정 지역으로 한정되므로 높은 성장은 어려운 특징이 있다. 도시가스 사업의 이익은 투자자본(공급 배관)에 대한 수익을 보장받는데 이는 도로를 건설한 후 통행료를 받는 고속도로 사업과 유사하며, 배당도 꾸준히 채권과 유사한 특성을 가진다. 국내 도시가스업체는 33개가 존재하며, 이들은 전국 51,357km의 배관망을 활용해 가정과 산업으로 가스를 공급하고 있다. 2022년 기준, 도시가스 보급물량은 수도권 493PJ(45%), 지방 600PJ(55%)이다.

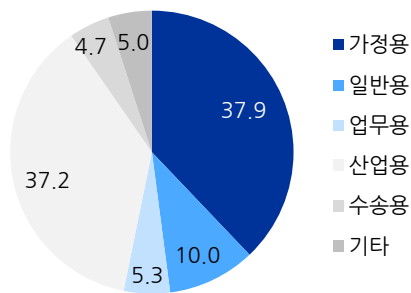
도표 6. 국내 도시가스 업체 현황: 전국 33개 업체가 지역 독점 사업 중



자료: 도시가스협회, 유진투자증권

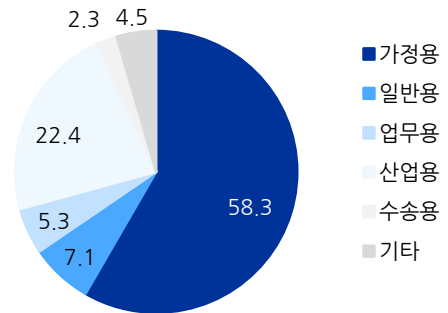
국내 도시가스 사업자들은 한국가스공사로부터 LNG 를 공급받아, 각각의 독점지역에 소매로 공급한다. 도시가스 소비자 가격은 도시가스 구입원가와 공급비용(마진)으로 구성된다. 소매유통마진은 판관비와 투자자본에 대한 보상(투자보수액)으로 이루어진다. 따라서 도시가스 회사들의 이익은 환율의 변동성, LNG 가격의 변동성으로부터 자유롭다는 장점이 있다. 공급비용 산정기준에 따르면, 공급비용은 매년 7 월 도시가스사업 회계처리기준에 따라 적정한 원가를 산출하여, 지방자치단체의 승인을 득한 후 조정한다.

도표 7. 전국 도시가스의 용도별 비중 (2022)



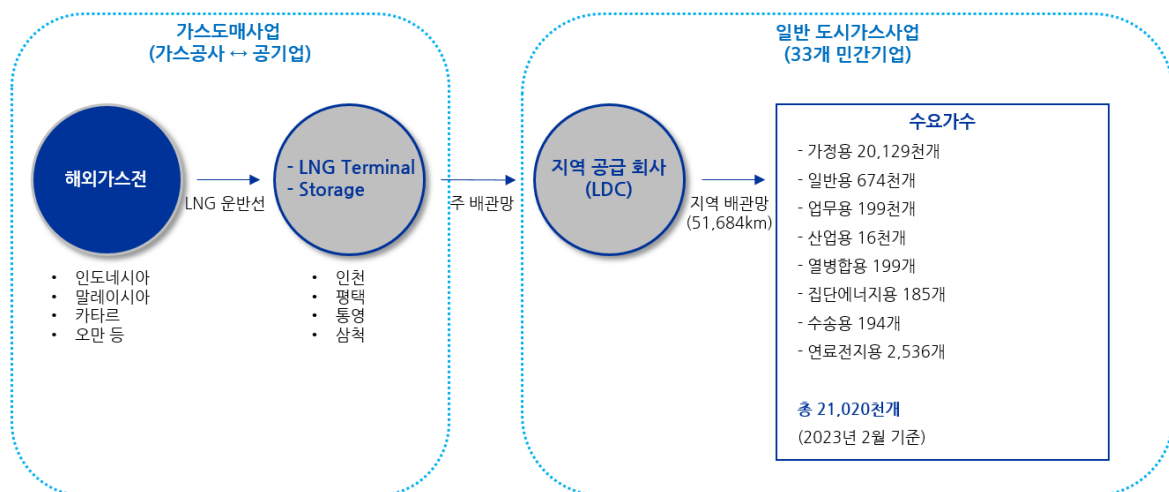
자료: 도시가스협회, 유진투자증권

도표 8. 전국 도시가스의 용도별 비중 (2023. 1~2 월)



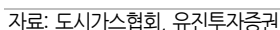
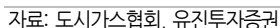
자료: 도시가스협회, 유진투자증권

도표 9. 도시가스 공급과정



자료: 도시가스협회, 유진투자증권

국내 공급량 규모 2 위 업체는 경동도시가스로, 2023 년 2 월 기준 수요가수는 63 만 개, 공급량은 1 억 9,205 만 m³이다. 2022 년 누계 공급량 기준 국내 점유율은 9%이다. 용도별 공급량으로는 가정용 16.0%, 산업용 74.1%, 일반용 3.1%, 업무용 1.0%, 수송용 1.6%, 연료전지용 1.3%, 집단에너지 2.9%, 열병합 0.0%이다.



최근 천연가스(아시아 LNG) 스팟 가격이 급락하고 국제유가가 70 달러/배럴 수준을 유지해 가스가 가격 경쟁력을 확보한 것은 긍정적이다. 도시가스 물량이 지속 성장해야 투자를 지속할 수 있고, 이를 통해 투자자본에 대한 수익을 보장받을 수 있기 때문이다.

도표 16. 전국 공급량 추이: 가정용은 보급이 더 확대되기 어려움

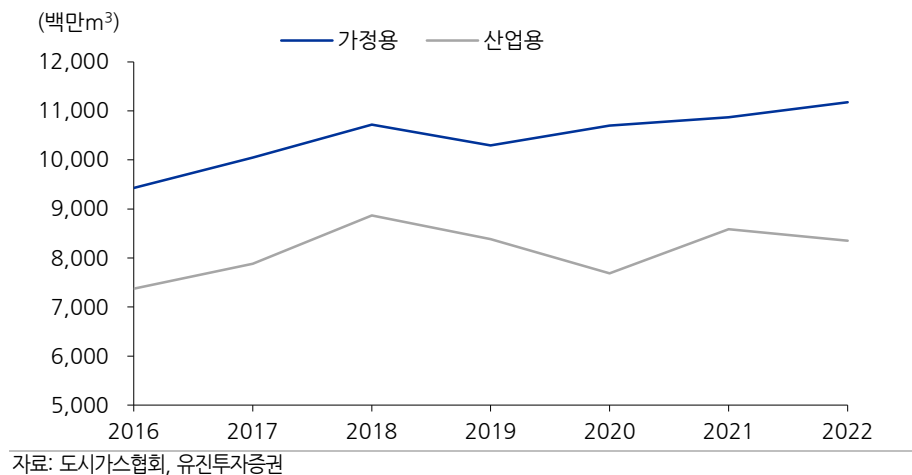


도표 17. 천연가스 가격 안정화 추세

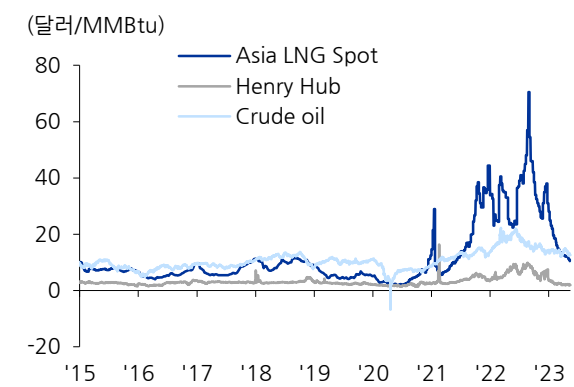
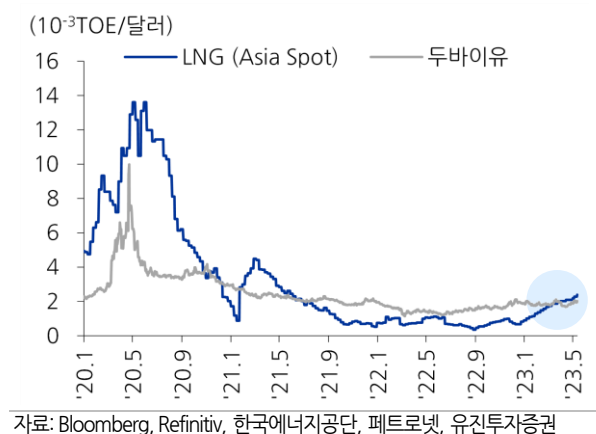


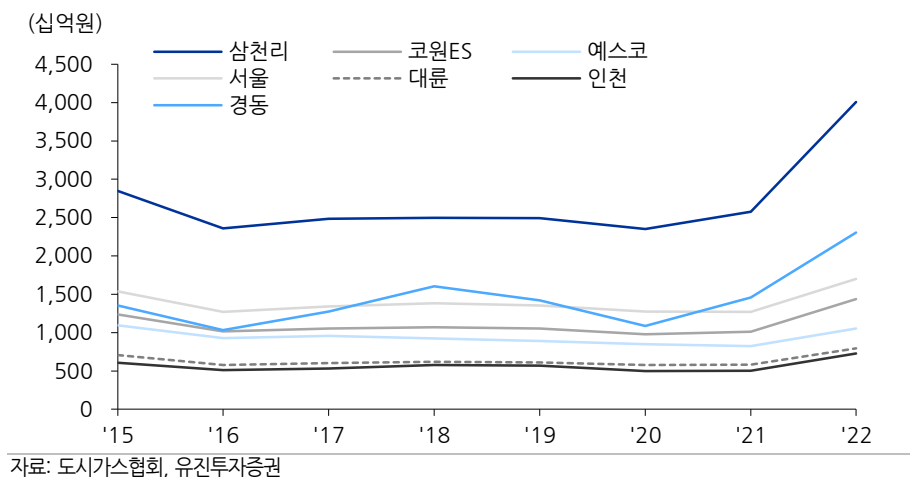
도표 18. 달러당 총발열량 역전



도시가스사업의 주요설비인 배관의 효율성(단위 길이당 판매량)과 공급설비 회전율(도시가스 매출액/공급설비 자산)이 높은 회사들은 투자보수율(ROIC)이 높다. 특히, 계절성이 없는 산업용 비중이 높고 고객 밀도가 높을수록 배관 효율성이 높다. 배관 효율성이 평균 이상으로 높은 회사는 경동도시가스, 삼천리 등 (2022년 누계공급량 기준 각각 905 천 m³/km, 616 천 m³/km)이다.

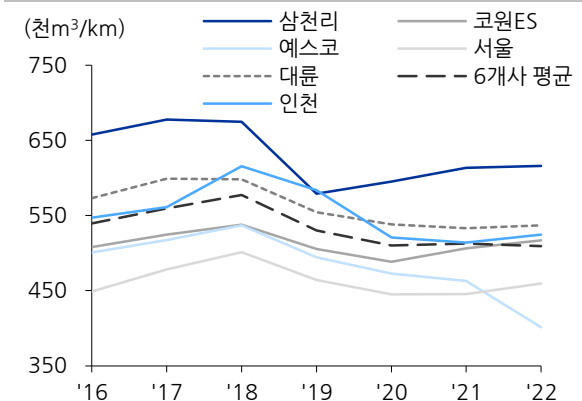
최근 원유-천연가스 가격 스프레드 확대로 B-C유 대비 LNG의 가격 경쟁력이 확보되었고, 미국의 SPR(전략비축유) 재매입 이슈 및 OPEC+의 116 만 b/d 추가 감산은 강력한 유가 하방 지지 요인이므로 LNG의 원가 우위는 계속될 것으로 보인다. 또한 가스 가격 강세로 대체 연료로 LPG가 투입되어 왔었기 때문에 산업용 가스 판매량이 더욱 증가할 수 있을 것으로 기대한다.

도표 19. 경동 및 수도권 업체별 연간 도시가스매출액



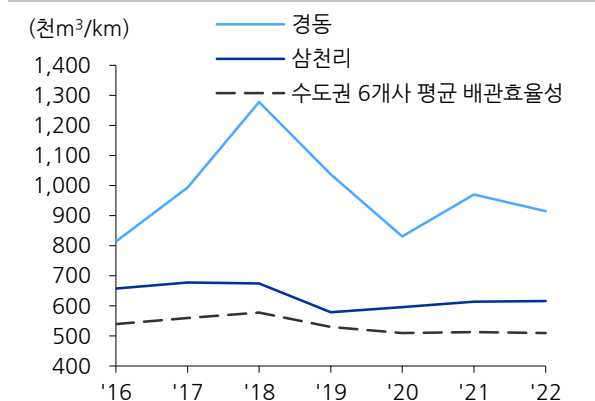
자료: 도시가스협회, 유진투자증권

도표 20. 수도권 도시가스 업체들의 배관 효율성



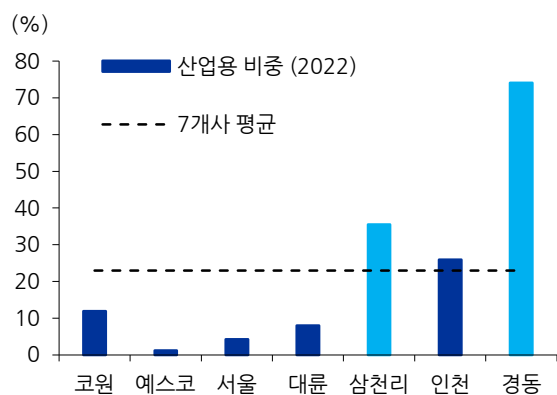
자료: 도시가스협회, 유진투자증권

도표 21. 압도적인 경동의 배관 효율성



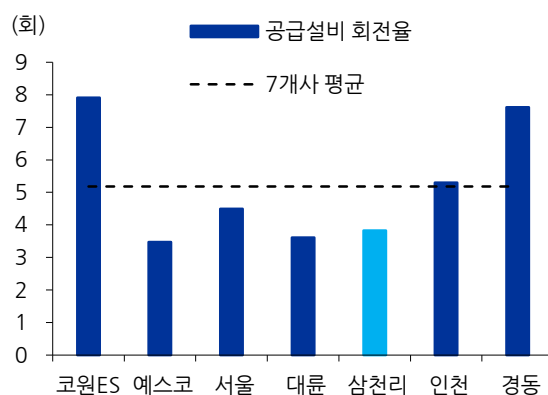
자료: 도시가스협회, 유진투자증권

도표 22. 산업용 비중이 높은 업체가 배관 효율성도 높음



자료: 도시가스협회, 유진투자증권

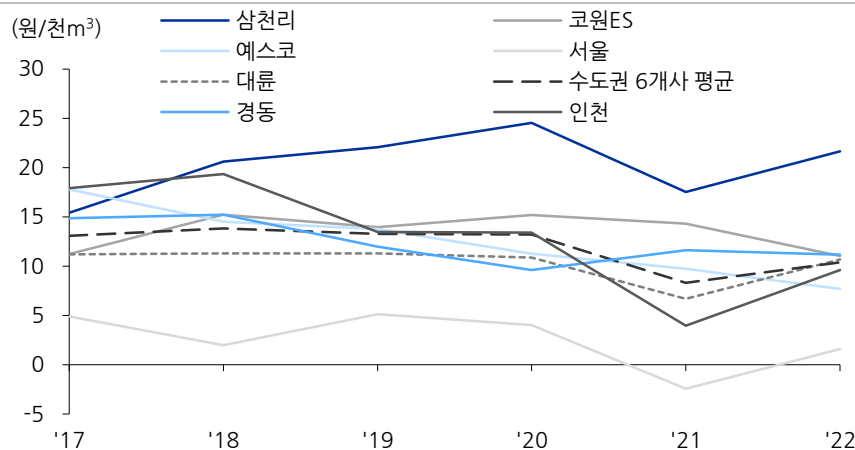
도표 23. 삼천리: 회전율이 낮은 점은 아쉬움



자료: 도시가스협회, 유진투자증권

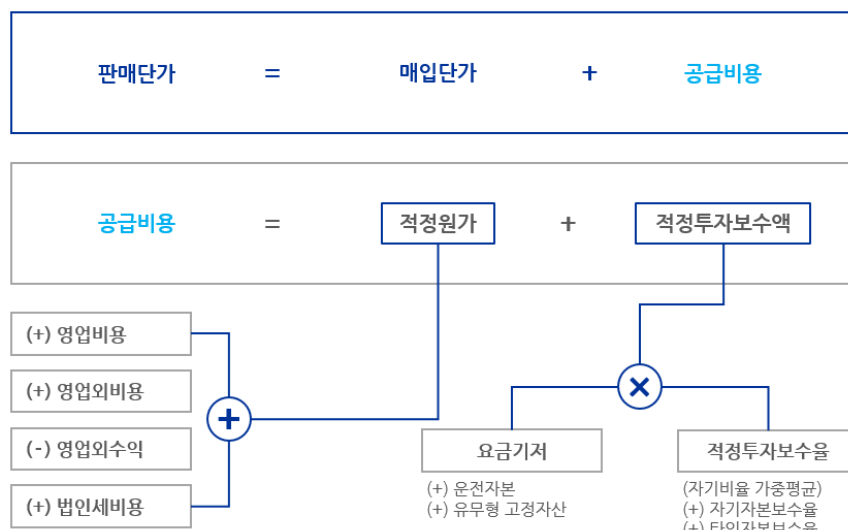
참고: (공급설비회전율) = (도시가스매출액) ÷ (공급설비자산)

도표 24. 경동 및 수도권 업체별 연간 영업이익/도시가스공급량



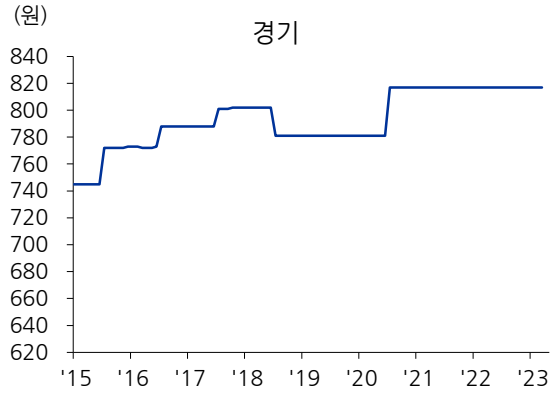
자료: 도시가스협회, 유진투자증권

도표 25. 도시가스업체 투자보수, 공급비용 산정 방식



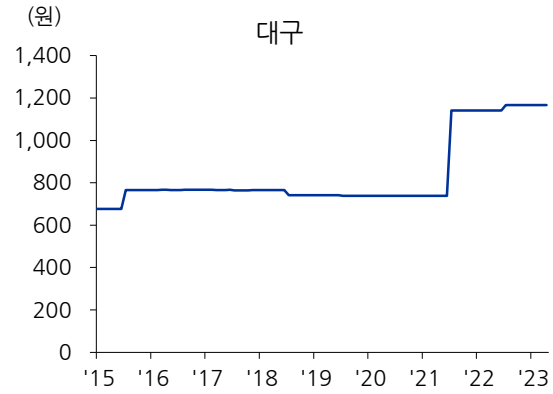
자료: 도시가스협회, 산업통상자원부, 유진투자증권

도표 26. 경기: '15~'20 년에 걸친 인상 이후 제자리



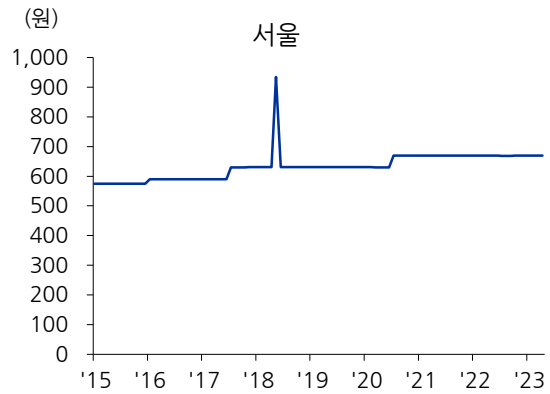
자료: 행정안전부, 유진투자증권

도표 27. 대구: '21 년에 마진 대폭 인상하여 긍정적



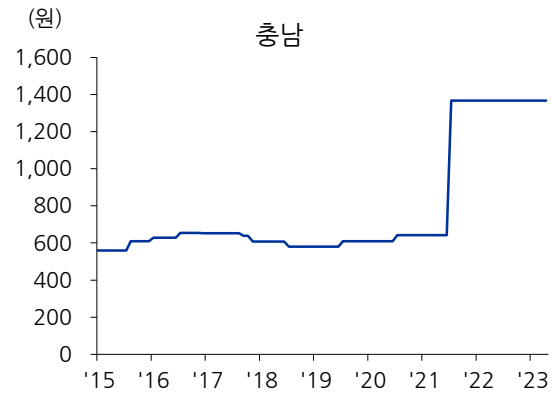
자료: 행정안전부, 유진투자증권

도표 28. 서울: '20 년 소폭 인상 이후 인상 없음



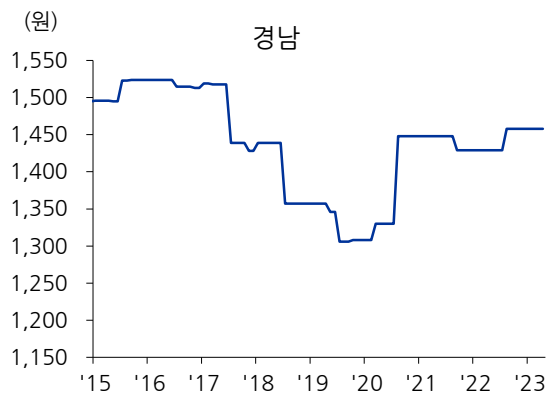
자료: 행정안전부, 유진투자증권

도표 29. 충남: '21 년에 소매마진 대폭 인상



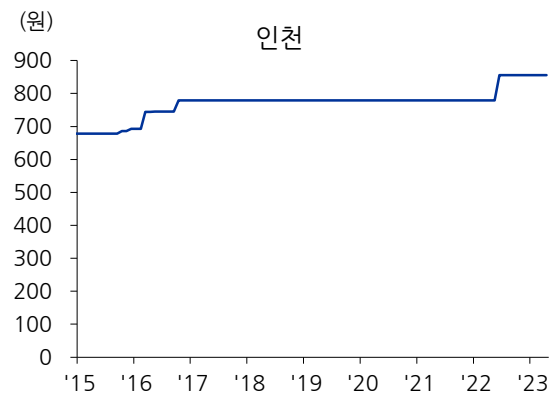
자료: 행정안전부, 유진투자증권

도표 30. 경남: '20 년 들어 큰 폭 인상



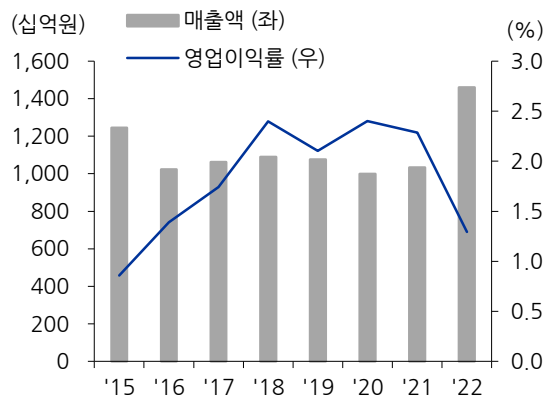
자료: 행정안전부, 유진투자증권

도표 31. 인천: 최근 한 차례 인상



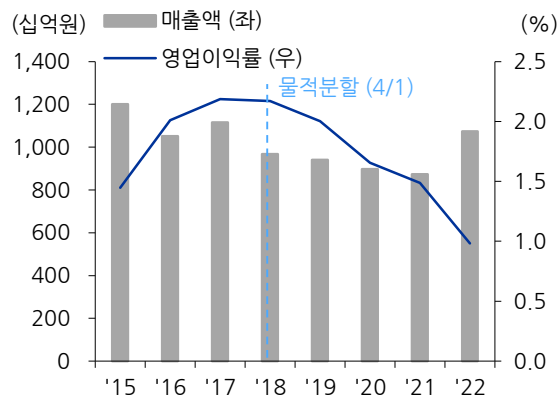
자료: 행정안전부, 유진투자증권

도표 32. 코원 ES: '22 년 매출액 증가



자료: Quantwise, 유진투자증권

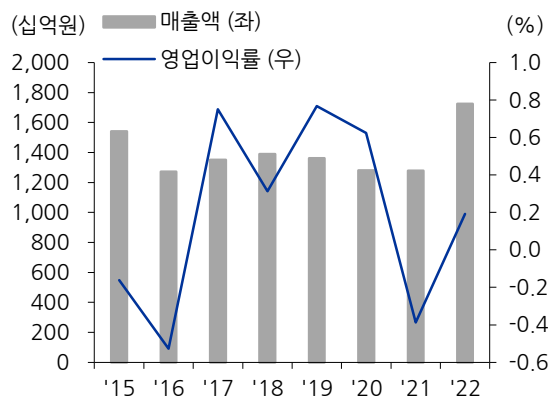
도표 33. 예스코: 분할 이후 수익성 하락



자료: Quantwise, 유진투자증권

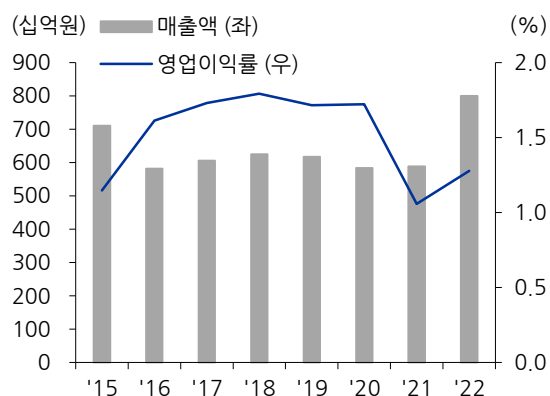
참고: 1Q18 이전 실적은 예스코홀딩스(분할준속법인) 실적임

도표 34. 서울: 매출액 증가, 수익성 개선 (흑전)



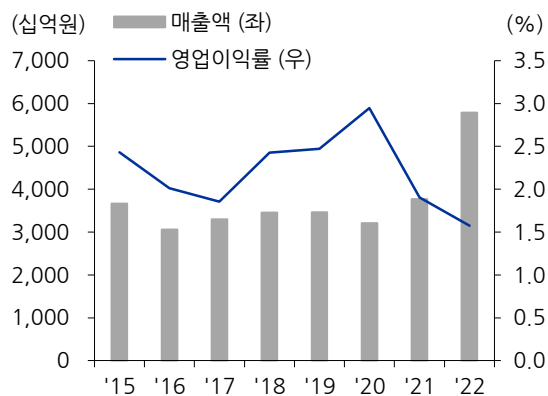
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 35. 대륜: 매출액 증가, 수익성 소폭 개선



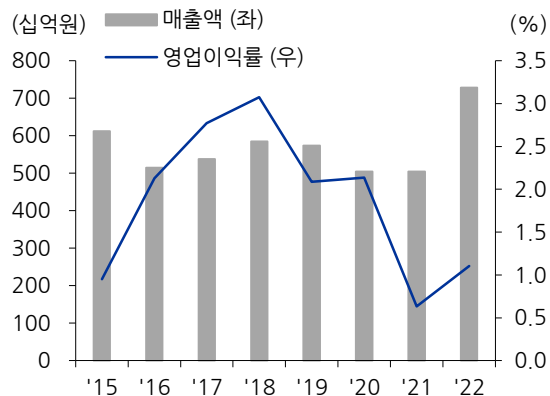
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 36. 삼천리: 매출액 대폭 증가



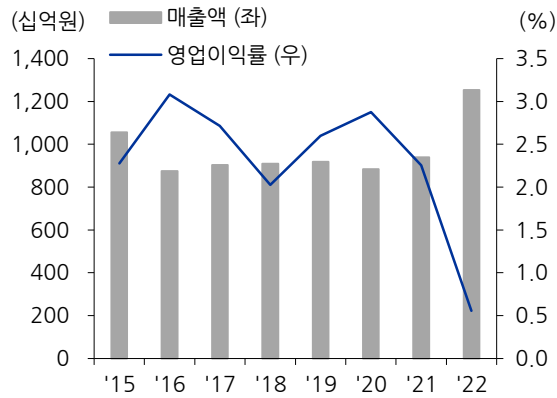
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 37. 인천: 매출액, 수익성 모두 개선



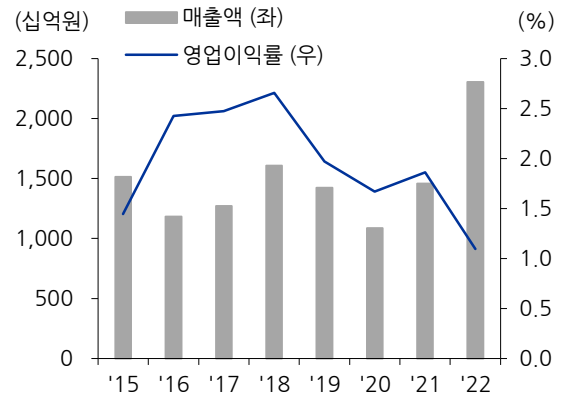
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 38. 대상: 매출액 증가



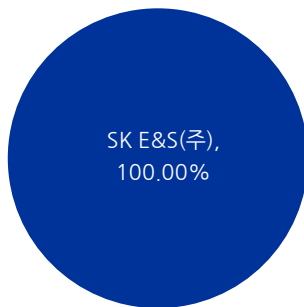
자료: Quantivise, 유진투자증권

도표 39. 경동: 매출액 대폭 증가



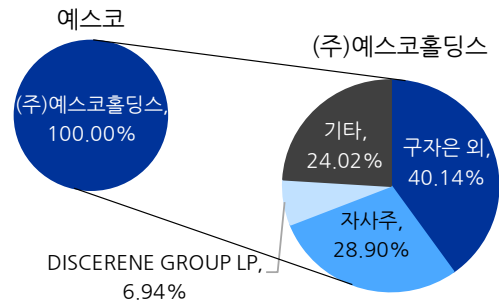
자료: Quantivise, 유진투자증권

도표 40. 코원 ES: SK E&S가 100% 보유



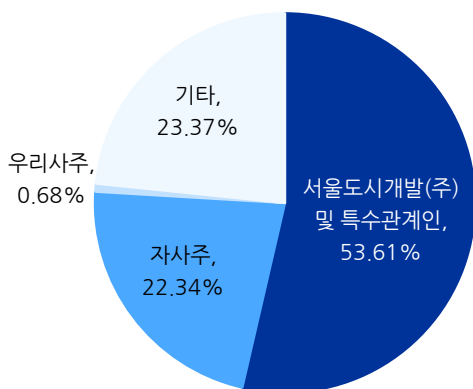
자료: Quantivise, Bloomberg, 코원에너지서비스, 유진투자증권

도표 41. 예스코: 예스코홀딩스가 100% 보유



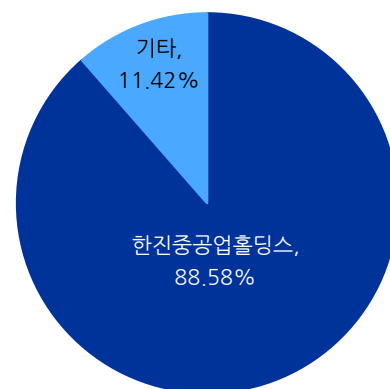
자료: Quantivise, Bloomberg, 예스코, 유진투자증권

도표 42. 서울: 최대주주와 자사주 포함 시 76%



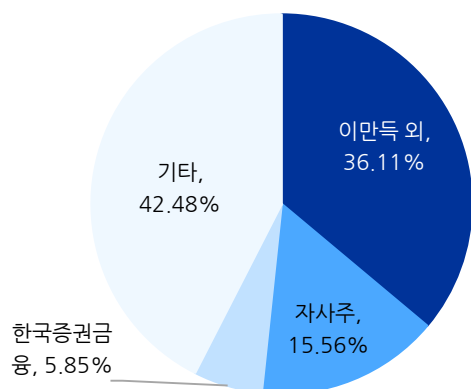
자료: Quantivise, Bloomberg, 서울도시가스, 유진투자증권

도표 43. 대륜: 한진중공업홀딩스가 89% 보유



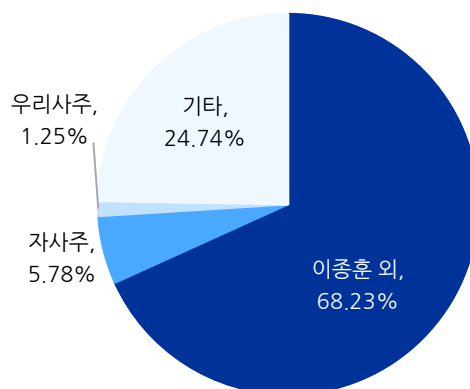
자료: Quantivise, Bloomberg, 대륜 E&S, 유진투자증권

도표 44. 삼천리: 최대주주와 자사주 포함 시 52%



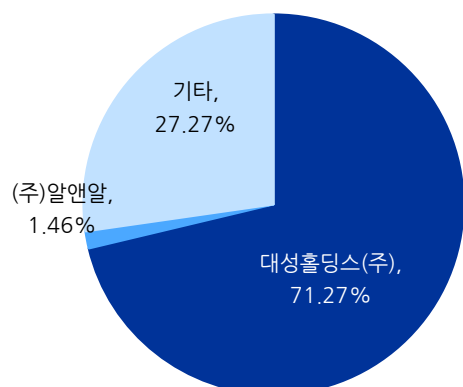
자료: Quantwise, Bloomberg, 삼천리, 유진투자증권

도표 45. 인천: 최대주주와 자사주 포함 시 74%



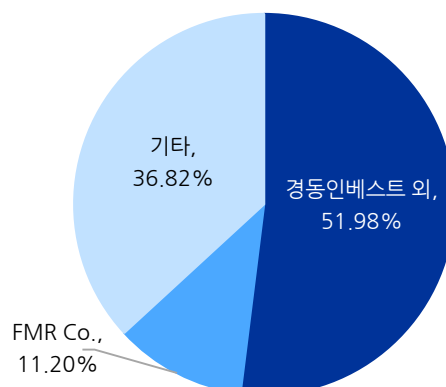
자료: Quantwise, Bloomberg, 인천도시가스, 유진투자증권

도표 46. 대성: 대성홀딩스가 71% 보유



자료: Quantwise, Bloomberg, 대성에너지, 유진투자증권

도표 47. 경동: 최대주주와 특수관계인이 52% 보유



자료: Quantwise, Bloomberg, 경동도시가스, 유진투자증권

삼천리, 경동도시가스, 서울가스 등 도시가스 업체들은 지역적 폐쇄성과 낮은 산업의 성장률로 연간 영업이익 변화는 거의 없다고 볼 수 있으며, 제한된 이익 성장성으로 현금배당도 동일한 규모를 지급하고 있다. 단순 비교는 어렵지만, 산업의 변화가 없는 만큼 안정적이고, 동일 규모의 배당을 기대할 수 있다는 점에서 채권과 유사한 점이 많다고 판단한다.

현재 국채 금리는 2년~10년물 기준 3.2~3.4%를 기록 중이다. 금리에 따라 채권가격이 결정됨을 고려하면, 도시가스 주가도 적정 수준을 가능해 볼 수 있을 것이다. 채권 금리 중간값 3.3%를 기준으로 도시가스 업체들의 주당배당금에 따라 주가를 산출 가능하며, 그 중에서 저평가된 종목은 접근이 유효하다고 판단한다. 당사 추정에 의하면 경동도시가스가 상대적으로 저평가되어 있으며, 높은 산업용 가스 물량을 바탕으로 안정적인 성장 가능성, 높은 배관 효율성, 배당에 비해 낮은 주가로 도시가스 업체들 중에서 투자매력이 가장 높다고 판단한다.

도표 48. 도시가스 업체별 주가(채권 수익률 3.3%로 역산)

기업명	5년 평균 DPS(원)	적정 주가 (원)	5/15 종가 (원)	Upside (%)	투자의견	목표주가 (원)
삼천리	3,000	91,000	131,500	-31	REDUCE	110,000
경동도시가스	875	27,000	21,750	24	NR	-
서울도시가스	1,750	53,000	92,000	-42	NR	-
인천도시가스	1,250	38,000	26,150	45	NR	-
대성에너지	250	7,600	8,960	-15	NR	-

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.3.31 기준)

