

지역난방공사 (071320)

요금인하에 숨어있는 요금인상

목표주가 60,000원, 투자 의견 매수 유지

지역난방공사 목표주가 60,000원, 투자 의견 매수 유지한다. 7월 1일 도시가스요금이 평균 13.1% 인하되어 도시가스에 연동되는 열요금도 2.85% 인하되었다. 외형상으로는 열요금 인하지만 내용은 인상이다. 인하요인이 12.61% 발생했지만 고정비 5.01%, 과거 연료비 정산분 5.10% 등 인상요인을 모두 반영했기 때문이다. 8월부터 주택용과 일반용을 제외한 도시가스 도매요금에 매월 원료비 변화가 반영되기 때문에 열요금도 이에 연동되어 매월 조정될 전망이다. 따라서 과거 요금과 원가 괴리에 따른 초과이익 사이클 재현은 어렵지만 반대로 초과손실에 대한 걱정도 없기에 안정적이다. 2020년 기준 PBR 0.24배로 역사적 하단이며 배당매력이 높다.

2Q20 영업이익 -258억원(적자지속) 전망

2분기 매출액은 전년대비 10.9% 감소한 3,278억원이 예상된다. 열판매량은 수용호수 증가로 전년대비 4.7% 증가할 전망이다. 전기는 기저전원, 태양광 발전량 증가로 전년대비 14.3% 감소할 것으로 예상된다. 열요금 인하와 SMP 약세도 외형감소 요인이다. 영업이익은 -258억원으로 적자가 예상된다. 열과 전기는 과거 매출액 가중평균을 기준으로 원가를 배분하기 때문에 회계상 이익은 실제 흐름과 다소 다르게 나타난다. 전기는 원가인 LNG 연료비단가가 매출단가인 SMP에 즉시 반영되기 때문에 가동률이 상승하지 않는 한 고정비 부담이 늘어 실제로는 마진이 축소되는 흐름이 나타날 것이다. 반면 열은 원가는 하락하는 가운데 도시가스요금 동결로 매출단가는 유지되기 때문에 마진이 개선될 것이다.

드디어 모두 해소된 열요금 인하요인. 영업실적 정상화 가능

계절적으로 2분기, 3분기는 열 비수기로 초과이익을 달성한 2015년, 2016년에도 적자가 불가피했다. 1분기 실적이 연간 이익레벨을 결정하고 4분기가 비수기 적자를 만회하는 패턴이다. 이번 열요금 정상화로 4분기 실적 기대감이 현실화될 가능성이 높다. 물론 판매량에 따라 변동이 있지만 원가인 발전용 LNG 가격은 8월부터 급락이 예상되는 만큼 이익률 개선 여지가 많으며 유의미한 배당이 가능할 전망이다.

Update

BUY

| TP(12M): 60,000원 | CP(7월 2일): 32,350원

Key Data

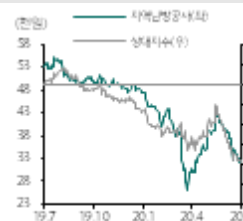
KOSPI 지수 (pt)	2,135.37
52주 최고/최저(원)	55,300/26,000
시가총액(십억원)	374.6
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	11,578.7
60일 평균 거래량(천주)	12.2
60일 평균 거래대금(십억원)	0.4
20년 배당금(예상, 원)	2,570
20년 배당수익률(예상, %)	7.94
외국인지분율(%)	1.35
주요주주 지분율(%)	
산업통상자원부 외 3인	75.00

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(17.9)	(31.7)	(40.1)
상대	(19.7)	(30.4)	(40.5)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	2,204.6	2,216.9
영업이익(십억원)	106.7	121.7
순이익(십억원)	65.4	67.5
EPS(원)	3,904	4,901
BPS(원)	137,735	140,741

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	2,487.3	2,367.9	2,179.4	2,135.1	2,082.3
영업이익	십억원	14.5	42.2	124.5	128.9	133.2
세전이익	십억원	(285.1)	(25.3)	66.6	72.8	73.7
순이익	십억원	(226.5)	(25.6)	59.5	60.3	60.4
EPS	원	(19,564)	(2,209)	5,135	5,204	5,218
증감률	%	N/A	적지	흑전	1.3	0.3
PER	배	N/A	N/A	6.30	6.22	6.20
PBR	배	0.42	0.36	0.24	0.23	0.23
EV/EBITDA	배	13.80	12.71	9.50	9.34	9.17
ROE	%	(14.52)	(1.66)	3.81	3.76	3.70
BPS	원	134,743	132,086	137,151	139,785	142,403
DPS	원	0	0	2,570	2,600	2,610



Analyst 유재선
02-3771-8011
jaeseon.yoo@hanafn.com

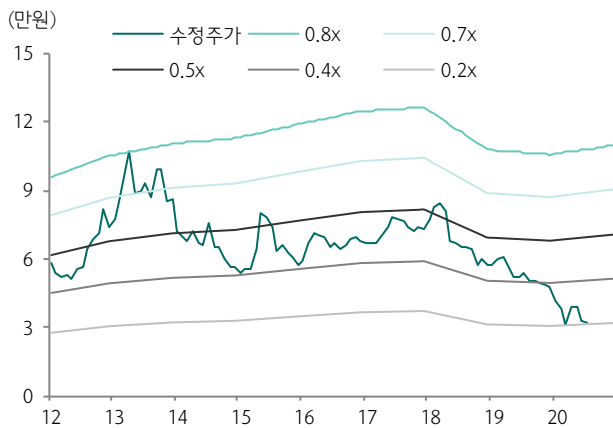
표 1. 지역난방공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2019				2020F				2Q20 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	9,573	3,677	3,631	6,798	8,550	3,278	3,404	6,562	(10.9)	(61.7)
열	4,467	1,557	909	3,278	4,536	1,663	917	3,268	6.8	(63.3)
전기	5,067	2,059	2,597	3,472	3,973	1,553	2,360	3,248	(24.6)	(60.9)
냉수	39	60	125	47	40	62	128	45	2.0	53.8
영업이익	800	(398)	(329)	349	1,230	(258)	(260)	532	적지	적전
열	123	(271)	(519)	76	497	(121)	(391)	299	적지	적전
전기	687	(116)	159	307	742	(124)	102	269	적지	적전
냉수	(10)	(12)	31	(34)	(8)	(13)	30	(36)	적지	적지
세전이익	662	(512)	(430)	28	1,037	(368)	(353)	350	적지	적전
순이익	565	(430)	(436)	45	876	(279)	(268)	266	적지	적전
영업이익률(%)	8.4	(10.8)	(9.1)	5.1	14.4	(7.9)	(7.6)	8.1	-	-
세전이익률(%)	6.9	(13.9)	(11.8)	0.4	12.1	(11.2)	(10.4)	5.3	-	-
순이익률(%)	5.9	(11.7)	(12.0)	0.7	10.2	(8.5)	(7.9)	4.1	-	-
열판매량(천Gcal)	6,253	1,973	1,105	4,287	6,121	2,066	1,137	4,361	4.7	(66.3)
전기판매량(천MWh)	4,043	2,081	2,227	3,470	3,979	1,784	2,438	3,417	(14.3)	(55.2)

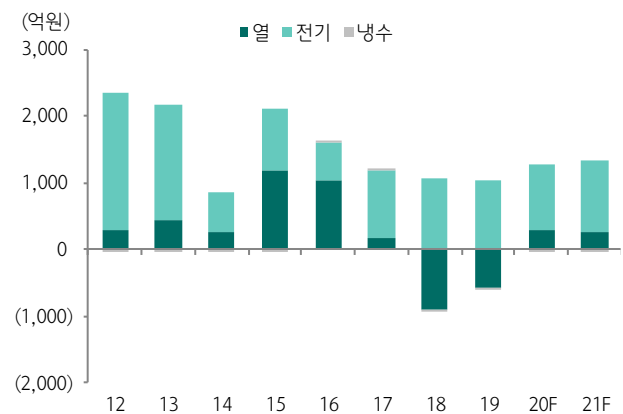
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 1. 지역난방공사 12M Fwd PBR 추이



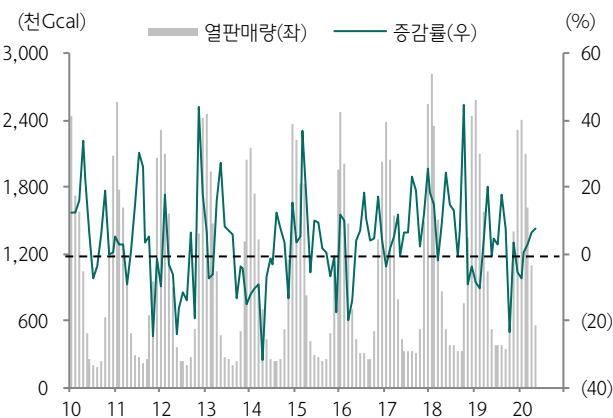
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 2. 지역난방공사 연간 부문별 영업이익 추이 및 전망



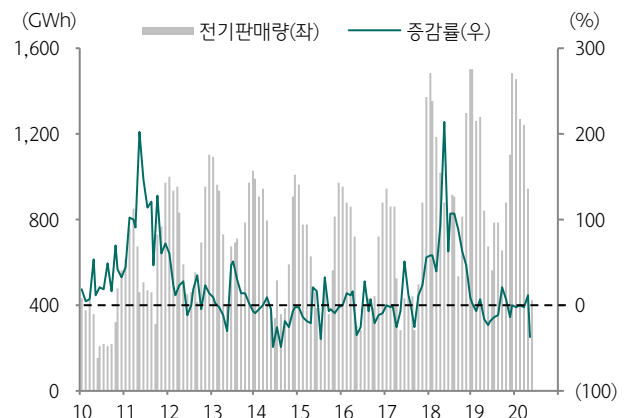
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 3. 월별 열판매량 (4월/5월 YoY +6.1%/+7.5%)



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 4. 월별 전기판매량 (4월/5월 YoY +12.0%/-37.4%)



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

주정 재무제표

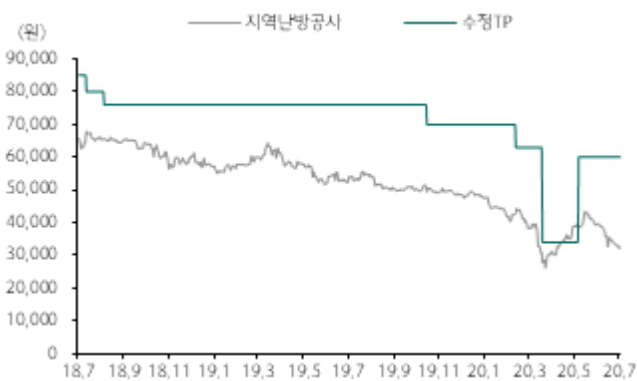
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	2,487.3	2,367.9	2,179.4	2,135.1	2,082.3
매출원가	2,374.1	2,223.3	1,953.1	1,906.6	1,851.2
매출총이익	113.2	144.6	226.3	228.5	231.1
판매비	98.7	102.4	101.8	99.6	97.9
영업이익	14.5	42.2	124.5	128.9	133.2
금융손익	(53.2)	(54.6)	(51.4)	(53.0)	(53.0)
중속/관계기업손익	6.5	4.3	3.1	4.6	4.0
기타영업외손익	(252.9)	(17.2)	(9.6)	(7.7)	(10.5)
세전이익	(285.1)	(25.3)	66.6	72.8	73.7
법인세	(58.5)	0.3	7.2	12.5	13.3
계속사업이익	(226.5)	(25.6)	59.5	60.3	60.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(226.5)	(25.6)	59.5	60.3	60.4
비지배주주지분순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(226.5)	(25.6)	59.5	60.3	60.4
지배주주지분포괄이익	(234.7)	(30.8)	58.6	60.3	60.4
NOPAT	11.5	42.8	111.1	106.7	109.2
EBITDA	242.6	279.4	363.8	372.2	380.6
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	(4.8)	(8.0)	(2.0)	(2.5)
NOPAT증가율	N/A	272.2	159.6	(4.0)	2.3
EBITDA증가율	N/A	15.2	30.2	2.3	2.3
영업이익증가율	N/A	191.0	195.0	3.5	3.3
(지배주주)순이익증가율	N/A	적지	흑전	1.3	0.2
EPS증가율	N/A	적지	흑전	1.3	0.3
수익성(%)					
매출총이익률	4.6	6.1	10.4	10.7	11.1
EBITDA이익률	9.8	11.8	16.7	17.4	18.3
영업이익률	0.6	1.8	5.7	6.0	6.4
계속사업이익률	(9.1)	(1.1)	2.7	2.8	2.9
투자지표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(19,564)	(2,209)	5,135	5,204	5,218
BPS	134,743	132,086	137,151	139,785	142,403
CFPS	21,354	22,245	32,305	31,864	32,445
EBITDAPS	20,951	24,128	31,420	32,144	32,867
SPS	214,819	204,505	188,221	184,397	179,840
DPS	0	0	2,570	2,600	2,610
추가지표(배)					
PER	N/A	N/A	6.3	6.2	6.2
PBR	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2
PCFR	2.7	2.1	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	13.8	12.7	9.5	9.3	9.2
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	(14.5)	(1.7)	3.8	3.8	3.7
ROA	(4.0)	(0.4)	1.0	1.0	1.0
ROIC	0.2	0.8	2.0	1.9	2.0
부채비율	262.7	285.3	282.1	274.8	265.7
순부채비율	172.3	196.4	194.0	191.7	188.9
이자보상배율(배)	0.3	0.7	2.1	2.0	2.1

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	642.0	590.5	629.6	593.5	546.0
금융자산	52.7	27.4	89.1	66.5	43.8
현금성자산	8.1	20.4	72.9	50.4	28.1
매출채권 등	536.9	518.6	500.6	488.1	465.1
재고자산	33.1	34.8	33.6	32.7	31.2
기타유동자산	19.3	9.7	6.3	6.2	5.9
비유동자산	5,016.0	5,302.1	5,437.8	5,473.2	5,483.3
투자자산	65.1	57.3	55.4	54.0	51.4
금융자산	40.8	47.7	46.0	44.9	42.7
유형자산	4,779.9	4,955.7	5,107.0	5,151.2	5,170.5
무형자산	79.0	81.4	75.5	68.1	61.4
기타비유동자산	92.0	207.7	199.9	199.9	200.0
자산총계	5,658.0	5,892.6	6,067.5	6,066.7	6,029.3
유동부채	959.1	915.0	963.9	954.1	926.1
금융부채	429.9	476.6	516.4	516.2	505.9
매입채무 등	428.9	353.3	341.1	332.6	316.9
기타유동부채	100.3	85.1	106.4	105.3	103.3
비유동부채	3,138.8	3,448.2	3,515.6	3,494.1	3,454.4
금융부채	2,311.6	2,554.9	2,653.3	2,653.3	2,653.3
기타비유동부채	827.2	893.3	862.3	840.8	801.1
부채총계	4,097.8	4,363.2	4,479.4	4,448.2	4,380.4
지배주주지분	1,560.2	1,529.4	1,588.0	1,618.5	1,648.9
자본금	57.9	57.9	57.9	57.9	57.9
자본잉여금	113.7	113.7	113.7	113.7	113.7
자본조정	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타포괄이익누계액	(2.1)	(3.2)	(4.0)	(4.0)	(4.0)
이익잉여금	1,390.7	1,361.0	1,420.4	1,450.9	1,481.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,560.2	1,529.4	1,588.0	1,618.5	1,648.9
순금융부채	2,688.7	3,004.1	3,080.6	3,103.0	3,115.4
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	382.4	188.8	311.1	285.9	275.2
당기순이익	(226.5)	(25.6)	59.5	60.3	60.4
조정	397.7	219.7	266.6	243.2	247.4
감가상각비	228.1	237.2	239.3	243.3	247.4
외환거래손익	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
지분법손익	(4.2)	(4.3)	0.4	0.0	0.0
기타	173.8	(13.2)	26.9	(0.1)	0.0
영업활동자산부채변동	211.2	(5.3)	(15.0)	(17.6)	(32.6)
투자활동 현금흐름	(434.3)	(357.8)	(397.0)	(278.5)	(257.1)
투자자산감소(증가)	(65.1)	7.7	2.0	1.4	2.5
유형자산감소(증가)	(398.9)	(397.0)	(388.9)	(280.0)	(260.0)
기타	29.7	31.5	(10.1)	0.1	0.4
재무활동 현금흐름	26.5	181.4	138.3	(29.9)	(40.4)
금융부채증가(감소)	2,741.4	290.1	138.2	(0.2)	(10.3)
자본증가(감소)	171.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2,853.8)	(108.7)	0.1	0.1	0.0
배당지급	(32.7)	0.0	0.0	(29.8)	(30.1)
현금의 증감	(25.4)	12.3	52.4	(22.4)	(22.3)
Unlevered CFO	247.3	257.6	374.1	368.9	375.7
Free Cash Flow	(17.5)	(208.9)	(82.3)	5.9	15.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

지역난방공사



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.8	BUY	60,000		
20.3.20	BUY	34,000	-3.51%	15.29%
20.2.13	BUY	63,000	-38.41%	-30.00%
19.10.16	BUY	70,000	-32.69%	-28.14%
18.8.6	BUY	76,000	-24.90%	-13.29%
18.7.13	BUY	80,000	-17.76%	-16.00%
18.5.24	BUY	85,000	-21.70%	-18.82%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자자의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

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

산업의 분류

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

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.9%	8.1%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 7월 1일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 07월 03일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2020년 07월 03일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

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