

지역난방공사 (071320)

열요금 정산 이후 정상화된 실적 확인

목표주가 60,000원, 투자이견 매수 유지

지역난방공사 목표주가 60,000원, 투자이견 매수 유지한다. 3분기 영업실적은 적자를 기록했다. 비수기 적자로 특별한 이슈는 없다. 다만 본질적인 실적개선 흐름의 실마리를 확인했다는 점에서 긍정적이다. 지난 7월 도시가스요금 인하와 동시에 열요금 고정비 및 연료비 정산분이 모두 해소된 이후 실적 정상화가 기대되었다. 이번 분기 감익폭 축소를 통해 향후 이익회복에 대한 확신이 강해진 것으로 판단된다. 향후 온전한 실적을 기반으로 준수한 배당도 가능할 전망이다. 2021년 실적 기준 PBR 0.28배로 밴드 하단이다.

3Q20 영업이익 -130억원(적자지속)으로 컨센서스 상회

3분기 매출액은 2,895원을 기록하며 전년대비 20.3% 감소했다. 열판매량은 열공급 세대수 증가와 코로나19에 따른 수요 개선으로 전년대비 12.4% 증가한 반면 전기판매량은 길었던 장마에 전력수요가 감소해 전년대비 29.1% 줄었다. 영업이익은 -130억원을 기록하며 적자폭이 감소했다. 유가 하락으로 발전용 LNG 요금이 하락하며 원가 측면에서 개선 요인이 뚜렷하게 나타났다. 비록 비수기 적자를 기록했지만 열요금 정상화와 열판매량 증가로 감익폭이 줄어든 부분은 긍정적이다. 다만 전기는 여름철 수요 성수기에도 판매량이 부진했고 SMP를 결정할 횡수가 늘어나면서 마진이 하락한 것으로 보인다.

열요금 정상화와 원가 하락에 따른 전사 실적 개선 확인

열요금 인하요인이 모두 해소되었지만 이번 분기 판매단가 하락이 나타난 것은 도시가스 요금 연동 때문이다. 원가인 LNG 단가가 하락한 것보다 덜 하락한 열요금에서 실질적 마진 개선을 확인할 수 있다. 열과 전기의 엇갈린 판매실적 영향은 추정이 어렵지만 기본적으로 원가 하락에 따른 전사 실적이 개선된다는 방향성은 명확하다. 열수요가 늘어나는 4분기 성수기에 얼마만큼의 증익이 나타날 것인지가 올해 연간 배당을 결정할 전망이다.

Update

BUY

TP(12M): 60,000원 | CP(11월11일): 39,300원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,485.87
52주 최고/최저(원)	49,600/26,000
시가총액(십억원)	455.0
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	11,578.7
60일 평균 거래량(천주)	15,034.8
60일 평균 거래대금(십억원)	0.6
20년 배당금(예상, 원)	2,060
20년 배당수익률(예상, %)	5.24
외국인지분율(%)	1.04
주요주주 지분율(%)	
산업통상자원부 외 3인	75.00

주가상승률	1M	6M	12M
절대	9.3	0.9	(20.3)
상대	5.2	(21.4)	(31.9)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	2,117.0	2,041.7
영업이익(십억원)	130.3	131.7
순이익(십억원)	52.6	54.9
EPS(원)	4,543	4,741
BPS(원)	136,574	139,264

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	2,487.3	2,367.9	2,107.3	2,102.0	2,064.7
영업이익	십억원	14.5	42.2	124.6	140.0	147.9
세전이익	십억원	(285.1)	(25.3)	63.7	87.3	94.0
순이익	십억원	(226.5)	(25.6)	47.7	71.7	77.1
EPS	원	(19,564)	(2,209)	4,124	6,193	6,657
증감율	%	적전	적지	폭전	50.17	7.49
PER	배	(2.91)	(21.41)	9.53	6.35	5.90
PBR	배	0.42	0.36	0.29	0.28	0.27
EV/EBITDA	배	13.80	12.71	9.69	9.27	8.98
ROE	%	(13.36)	(1.66)	3.08	4.48	4.69
BPS	원	134,743	132,086	136,120	140,253	143,810
DPS	원	0	0	2,060	3,100	3,330



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

표 1. 지역난방공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2019				2020F				3Q20 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	4QF	YoY	QoQ
매출액	9,573	3,677	3,631	6,798	8,550	3,460	2,895	6,169	(20.3)	(16.3)
열	4,467	1,557	909	3,278	4,536	1,690	973	3,217	7.0	(42.4)
전기	5,067	2,059	2,597	3,472	3,973	1,709	1,801	2,906	(30.6)	5.4
냉수	39	60	125	47	40	61	121	45	(3.5)	97.9
영업이익	800	(398)	(329)	349	1,230	(423)	(130)	569	적지	적지
열	123	(271)	(519)	76	497	(346)	(319)	365	적지	적지
전기	687	(116)	159	307	742	(65)	169	240	6.0	흑전
냉수	(10)	(12)	31	(34)	(8)	(11)	20	(36)	(35.4)	흑전
세전이익	662	(512)	(430)	28	1,037	(581)	(266)	447	적지	적지
순이익	565	(430)	(436)	45	876	(535)	(226)	362	적지	적지
영업이익률(%)	8.4	(10.8)	(9.1)	5.1	14.4	(12.2)	(4.5)	9.2	-	-
세전이익률(%)	6.9	(13.9)	(11.8)	0.4	12.1	(16.8)	(9.2)	7.3	-	-
순이익률(%)	5.9	(11.7)	(12.0)	0.7	10.2	(15.5)	(7.8)	5.9	-	-
열판매량(천Gcal)	6,253	1,973	1,105	4,287	6,121	2,066	1,242	4,428	12.4	(39.9)
전기판매량(천MWh)	4,044	2,080	2,227	3,470	3,979	1,805	1,580	3,417	(29.1)	(12.5)

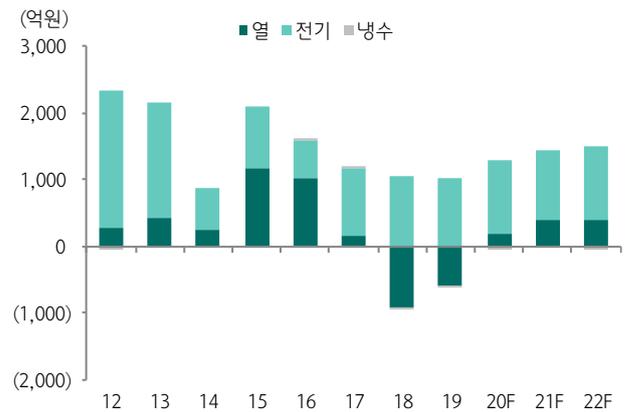
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 1. 지역난방공사 12M Fwd PBR 추이



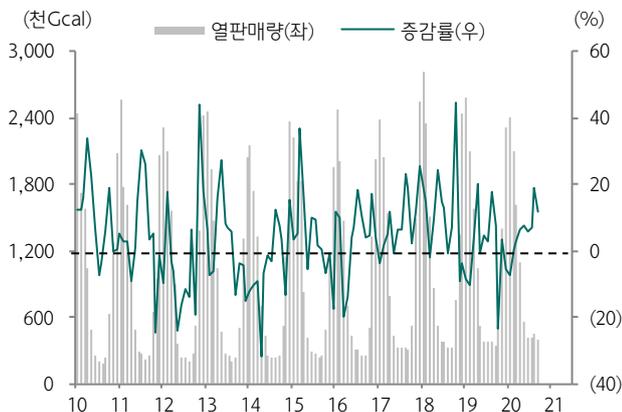
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 2. 지역난방공사 연간 부문별 영업이익 추이 및 전망



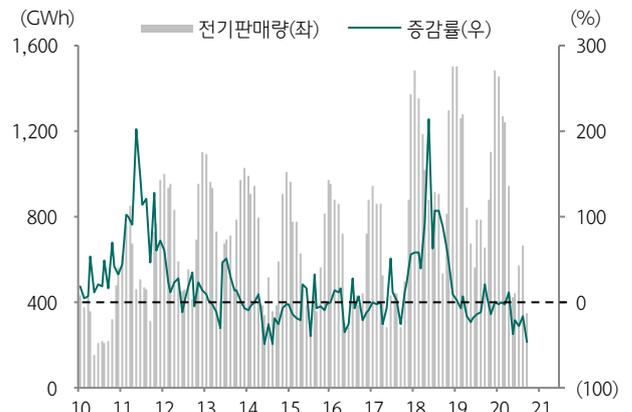
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 3. 월별 열판매량 (3Q20 YoY +12.4%)



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 4. 월별 전기판매량 (3Q20 YoY -29.1%)



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	2,487.3	2,367.9	2,107.3	2,102.0	2,064.7
매출원가	2,374.1	2,223.3	1,876.3	1,853.3	1,809.2
매출총이익	113.2	144.6	231.0	248.7	255.5
판매비	98.7	102.4	106.3	108.7	107.5
영업이익	14.5	42.2	124.6	140.0	147.9
금융손익	(53.2)	(54.6)	(54.2)	(54.0)	(54.2)
종속/관계기업손익	6.5	4.3	1.9	4.2	3.5
기타영업외손익	(252.9)	(17.2)	(8.7)	(2.9)	(3.1)
세전이익	(285.1)	(25.3)	63.7	87.3	94.0
법인세	(58.5)	0.3	15.9	15.6	16.9
계속사업이익	(226.5)	(25.6)	47.7	71.7	77.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(226.5)	(25.6)	47.7	71.7	77.1
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(226.5)	(25.6)	47.7	71.7	77.1
지배주주지분포괄이익	(234.7)	(30.8)	46.7	71.7	77.1
NOPAT	11.5	42.8	93.5	114.9	121.2
EBITDA	242.6	279.4	365.3	385.0	396.9
성장성(%)					
매출액증가율	35.59	(4.80)	(11.01)	(0.25)	(1.77)
NOPAT증가율	(88.52)	272.17	118.46	22.89	5.48
EBITDA증가율	(24.35)	15.17	30.74	5.39	3.09
영업이익증가율	(87.90)	191.03	195.26	12.36	5.64
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	50.31	7.53
EPS증가율	적전	적지	흑전	50.17	7.49
수익성(%)					
매출총이익률	4.55	6.11	10.96	11.83	12.37
EBITDA이익률	9.75	11.80	17.33	18.32	19.22
영업이익률	0.58	1.78	5.91	6.66	7.16
계속사업이익률	(9.11)	(1.08)	2.26	3.41	3.73

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(19,564)	(2,209)	4,124	6,193	6,657
BPS	134,743	132,086	136,120	140,253	143,810
CFPS	21,354	22,245	32,985	32,209	33,362
EBITDAPS	20,951	24,128	31,546	33,249	34,274
SPS	214,819	204,505	181,998	181,541	178,314
DPS	0	0	2,060	3,100	3,330
주가지표(배)					
PER	(2.91)	(21.41)	9.53	6.35	5.90
PBR	0.42	0.36	0.29	0.28	0.27
PCFR	2.67	2.13	1.19	1.22	1.18
EV/EBITDA	13.80	12.71	9.69	9.27	8.98
PSR	0.27	0.23	0.22	0.22	0.22
재무비율(%)					
ROE	(13.36)	(1.66)	3.08	4.48	4.69
ROA	(3.98)	(0.44)	0.81	1.19	1.28
ROIC	0.23	0.82	1.73	2.09	2.19
부채비율	262.66	285.29	278.60	271.69	262.53
순부채비율	172.34	196.42	199.72	195.50	190.41
이자보상배율(배)	0.25	0.69	2.12	2.25	2.39

자료: 하나금융투자

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	642.0	590.5	541.0	545.7	526.5
금융자산	52.7	27.4	32.8	45.7	39.8
현금성자산	8.1	20.4	26.0	39.0	33.2
매출채권	496.8	478.0	433.8	426.8	415.5
재고자산	33.1	34.8	31.5	31.0	30.2
기타유동자산	59.4	50.3	42.9	42.2	41.0
비유동자산	5,016.0	5,302.1	5,426.2	5,490.4	5,510.1
투자자산	65.1	57.3	52.0	51.2	49.9
금융자산	40.8	47.7	43.2	42.5	41.4
유형자산	4,779.9	4,955.7	5,096.6	5,169.4	5,197.5
무형자산	79.0	81.4	75.9	68.1	61.1
기타비유동자산	92.0	207.7	201.7	201.7	201.6
자산총계	5,658.0	5,892.6	5,967.2	6,036.1	6,036.7
유동부채	959.1	915.0	1,105.8	1,139.9	1,120.3
금융부채	429.9	476.6	706.0	745.9	735.7
매입채무	369.2	272.0	246.8	242.9	236.5
기타유동부채	160.0	166.4	153.0	151.1	148.1
비유동부채	3,138.8	3,448.2	3,285.3	3,272.3	3,251.2
금융부채	2,311.6	2,554.9	2,474.7	2,474.7	2,474.7
기타비유동부채	827.2	893.3	810.6	797.6	776.5
부채총계	4,097.8	4,363.2	4,391.1	4,412.2	4,371.5
지배주주지분	1,560.2	1,529.4	1,576.1	1,624.0	1,665.1
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)	(4.2)	(4.2)	(4.2)
이익잉여금	1,390.7	1,361.0	1,408.7	1,456.6	1,497.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,560.2	1,529.4	1,576.1	1,624.0	1,665.1
순금융부채	2,688.7	3,004.1	3,147.8	3,174.8	3,170.6

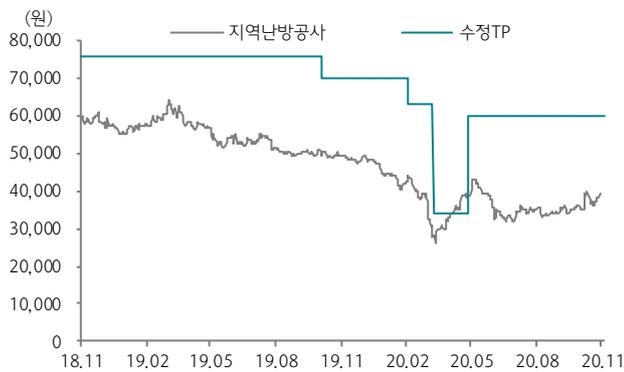
현금흐름표

(단위:십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	382.4	188.8	234.1	306.0	308.8
당기순이익	(226.5)	(25.6)	47.7	71.7	77.1
조정	40	22	27	25	25
감가상각비	228.1	237.2	240.6	245.0	249.0
외환거래손익	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
지분법손익	(4.2)	(4.3)	(0.2)	0.0	0.0
기타	(183.9)	(210.9)	(213.4)	(220.0)	(224.0)
영업활동 자산부채 변동	211.2	(5.3)	(88.4)	(10.7)	(17.3)
투자활동 현금흐름	(434.3)	(357.8)	(370.9)	(309.1)	(268.5)
투자자산감소(증가)	(14.0)	7.7	5.3	0.8	1.4
자본증가(감소)	(398.9)	(397.0)	(376.4)	(310.0)	(270.0)
기타	(21.4)	31.5	0.2	0.1	0.1
재무활동 현금흐름	26.5	181.4	142.4	16.1	(46.1)
금융부채증가(감소)	62.6	290.1	149.1	39.9	(10.2)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(3.4)	(108.7)	(6.7)	0.1	(0.0)
배당지급	(32.7)	0.0	0.0	(23.9)	(35.9)
현금의 증감	(25.4)	12.3	5.6	13.0	(5.8)
Unlevered CFO	247.3	257.6	381.9	372.9	386.3
Free Cash Flow	(17.5)	(208.9)	(147.1)	(4.0)	38.8

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

지역난방공사



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.8	BUY	60,000	-	-
20.3.20	BUY	34,000	-2.55%	15.29%
20.2.13	BUY	63,000	-39.46%	-30.48%
19.10.16	BUY	70,000	-32.83%	-28.14%
19.8.6	1년 경과	-	-	-
18.8.6	BUY	76,000	-23.32%	-13.29%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	92.16%	7.84%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 11월 09일

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 11월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2020년 11월 12일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.