

# 지역난방공사 (071320)

## 추위가 곧 실적

### 목표주가 60,000원, 투자이견 매수 유지

지역난방공사 목표주가 60,000원, 투자이견 매수 유지한다. 저유가와 도시가스요금 동결로 발생한 2015~16년 열부문 초과이익 정산분이 반영되면서 2018~19년 실적은 부진이 불가피했다. 누적된 열요금 정산분은 2020년 7월 도시가스요금 인하와 함께 모두 해소되었다. 그 결과 2020년 3분기 비수기 적자폭 축소를 달성했고 이후에도 정상화된 실적이 기대되고 있다. 지난해부터 이어진 한파로 열판매량 개선이 올해까지 지속되고 있어 긍정적이다. 2021년 실적에 특별한 일회성 요인이 없다면 유의미한 배당을 기대해볼 수 있다. 2021년 기준 PBR 0.23배다.

### 4Q20 영업이익 569억원(YoY +63.0%) 전망

4분기 매출액 6,444억원을 기록하며 전년대비 5.2% 감소할 전망이다. 열부문은 열요금 정산에 의한 판매가격 하락에도 판매량이 전년대비 11.9% 증가하며 외형성장이 예상되지만 전기부문은 급락한 SMP 영향과 판매량 감소로 외형감소가 불가피하다. 영업이익은 전년대비 63.0% 증가한 469억원이 예상된다. 2020년 상반기 유가 약세로 4분기 발전용 LNG 요금이 하락하며 원가절감 요인으로 작용할 전망이다. 다만 전기는 판매량 감소와 판매가격 하락으로 부진했던 것으로 예상된다. 부문별 이익은 원가 배분에 따라 결정되기 때문에 예상이 쉽지 않지만 적어도 열요금 정상화와 판매량 증가가 전반적인 실적 개선으로 이어질 것이라고 추정된다.

### 1분기 실적이 연간 이익과 배당을 결정. 4분기 실적이 힌트

전력수요와 난방수요가 집중되는 4분기와 1분기가 계절적 성수기다. 수용호수 증가에 비례하여 열수요가 늘어나던 중 이례적인 한파 영향으로 열판매량이 크게 증가하는 추세다. 1월에도 한파가 지속되었고 2월 기온 또한 높은 변동성이 예상되면서 2021년 1분기 기대감을 높여도 좋은 상황이다. 특히 1분기에 연간 실적 대부분이 집중되기 때문에 이익과 배당을 대략적으로 가늠해볼 수 있다. 지난 4분기 이익 개선 정도에 따라 올해 1분기 실적 눈높이가 달라질 여지가 있다.

### 기업분석(Report)

**BUY**

| TP(12M): 60,000원 | CP(2월1일): 37,300원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,056.53
52주 최고/최저(원)	44,100/26,000
시가총액(십억원)	431.9
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	11,578.7
60일 평균 거래량(천주)	16,759.4
60일 평균 거래대금(십억원)	0.7
20년 배당금(예상, 원)	2,060
20년 배당수익률(예상, %)	5.11
외국인지분율(%)	1.35
주요주주 지분율(%)	
산업통상자원부 외 3인	75.00
추가상승률	1M 6M 12M
절대	(7.6) 9.2 (10.6)
상대	(13.1) (19.6) (38.0)

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	2,107.3	2,102.0
영업이익(십억원)	124.6	140.0
순이익(십억원)	47.7	71.7
EPS(원)	4,120	6,192
BPS(원)	136,120	140,257

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	2,487.3	2,367.9	2,134.8	2,069.6	2,036.0
영업이익	십억원	14.5	42.2	124.7	136.3	144.6
세전이익	십억원	(285.1)	(25.3)	63.7	83.6	90.8
순이익	십억원	(226.5)	(25.6)	47.8	68.6	74.2
EPS	원	(19,564)	(2,209)	4,125	5,926	6,409
증감율	%	적전	적지	폭전	43.66	8.15
PER	배	(2.91)	(21.41)	9.78	6.35	5.87
PBR	배	0.42	0.36	0.26	0.23	0.23
EV/EBITDA	배	13.80	12.71	9.18	8.84	8.56
ROE	%	(13.36)	(1.66)	2.85	3.71	3.92
BPS	원	134,743	132,086	157,692	161,558	165,007
DPS	원	0	0	2,060	2,960	3,200



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

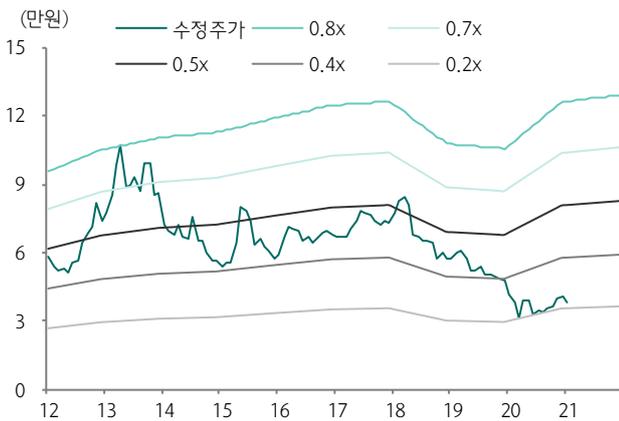
표 1. 지역난방공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2020F				2021F				4Q20 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
<b>매출액</b>	<b>8,550</b>	<b>3,460</b>	<b>2,895</b>	<b>6,443</b>	<b>8,045</b>	<b>3,751</b>	<b>2,761</b>	<b>6,139</b>	<b>(5.2)</b>	<b>122.6</b>
열	4,536	1,690	1,009	3,485	4,361	1,588	977	3,319	6.3	245.5
전기	3,973	1,709	1,764	2,913	3,643	2,101	1,659	2,774	(16.1)	65.2
냉수	40	61	122	44	41	62	125	45	(6.1)	(63.6)
<b>영업이익</b>	<b>1,230</b>	<b>(423)</b>	<b>(130)</b>	<b>569</b>	<b>1,437</b>	<b>(301)</b>	<b>(294)</b>	<b>521</b>	<b>62.9</b>	<b>흑전</b>
열	497	(346)	(319)	363	733	(196)	(363)	270	378.1	흑전
전기	742	(65)	169	242	712	(93)	50	288	(21.2)	43.3
냉수	(8)	(11)	20	(36)	(8)	(12)	19	(37)	적지	적전
<b>세전이익</b>	<b>1,037</b>	<b>(581)</b>	<b>(266)</b>	<b>447</b>	<b>1,295</b>	<b>(436)</b>	<b>(411)</b>	<b>389</b>	<b>1,503.6</b>	<b>흑전</b>
<b>순이익</b>	<b>876</b>	<b>(535)</b>	<b>(226)</b>	<b>362</b>	<b>1,010</b>	<b>(323)</b>	<b>(304)</b>	<b>303</b>	<b>698.8</b>	<b>흑전</b>
영업이익률(%)	14.4	(12.2)	(4.5)	8.8	17.9	(8.0)	(10.6)	8.5	-	-
세전이익률(%)	12.1	(16.8)	(9.2)	6.9	16.1	(11.6)	(14.9)	6.3	-	-
순이익률(%)	10.2	(15.5)	(7.8)	5.6	12.6	(8.6)	(11.0)	4.9	-	-
열판매량(천Gcal)	6,121	2,066	1,242	4,797	6,195	2,044	1,192	4,524	11.9	286.3
전기판매량(천MWh)	3,979	1,805	1,580	3,427	4,053	2,521	1,689	3,262	(1.2)	116.9

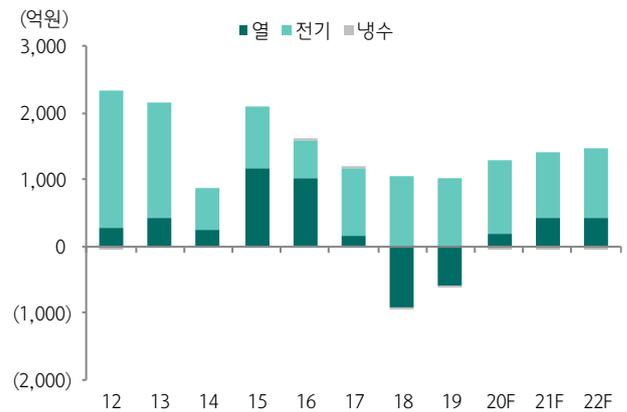
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 1. 지역난방공사 12M Fwd PBR 추이



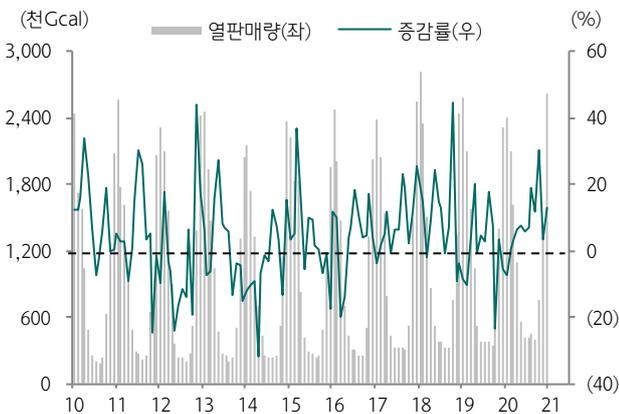
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 2. 지역난방공사 연간 부문별 영업이익 추이 및 전망



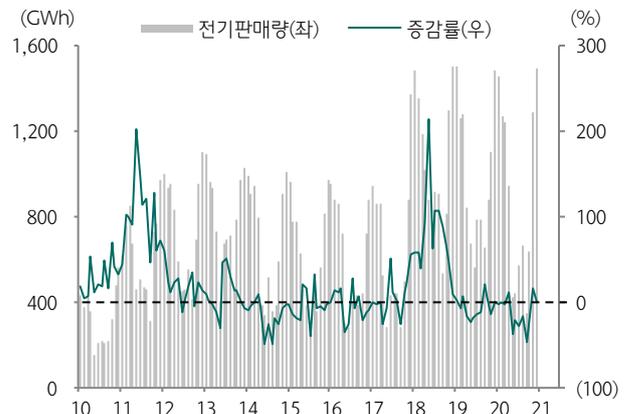
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 3. 월별 열판매량 (4Q20 YoY +11.9%)



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 4. 월별 전기판매량 (4Q20 YoY -1.2%)



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	2,487.3	2,367.9	2,134.8	2,069.6	2,036.0
매출원가	2,374.1	2,223.3	1,902.6	1,827.6	1,786.6
매출총이익	113.2	144.6	232.2	242.0	249.4
판매비	98.7	102.4	107.6	105.7	104.8
영업이익	14.5	42.2	124.7	136.3	144.6
금융손익	(53.2)	(54.6)	(54.2)	(54.0)	(54.3)
종속/관계기업손익	6.5	4.3	2.0	4.3	3.5
기타영업외손익	(252.9)	(17.2)	(8.8)	(3.0)	(3.1)
세전이익	(285.1)	(25.3)	63.7	83.6	90.8
법인세	(58.5)	0.3	15.9	15.0	16.6
계속사업이익	(226.5)	(25.6)	47.8	68.6	74.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(226.5)	(25.6)	47.8	68.6	74.2
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(226.5)	(25.6)	47.8	68.6	74.2
지배주주지분포괄이익	(234.7)	(30.8)	47.0	68.6	74.2
NOPAT	11.5	42.8	93.5	111.8	118.3
EBITDA	242.6	279.4	368.2	387.1	399.3
성장성(%)					
매출액증가율	35.59	(4.80)	(9.84)	(3.05)	(1.62)
NOPAT증가율	(88.52)	272.17	118.46	19.57	5.81
EBITDA증가율	(24.35)	15.17	31.78	5.13	3.15
영업이익증가율	(87.90)	191.03	195.50	9.30	6.09
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	43.51	8.16
EPS증가율	적전	적지	흑전	43.66	8.15
수익성(%)					
매출총이익률	4.55	6.11	10.88	11.69	12.25
EBITDA이익률	9.75	11.80	17.25	18.70	19.61
영업이익률	0.58	1.78	5.84	6.59	7.10
계속사업이익률	(9.11)	(1.08)	2.24	3.31	3.64

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	642.0	590.5	130.6	112.5	107.0
금융자산	52.7	27.4	52.8	38.4	34.5
현금성자산	8.1	20.4	46.1	32.0	28.4
매출채권	496.8	478.0	453.1	431.7	421.8
재고자산	33.1	34.8	32.9	31.4	30.7
기타유동자산	59.4	50.3	(408.2)	(389.0)	(380.0)
비유동자산	5,016.0	5,302.1	5,664.2	5,720.8	5,735.0
투자자산	65.1	57.3	54.4	51.8	50.6
금융자산	40.8	47.7	45.2	43.0	42.0
유형자산	4,779.9	4,955.7	5,324.4	5,391.9	5,414.6
무형자산	79.0	81.4	80.0	71.7	64.3
기타비유동자산	92.0	207.7	205.4	205.4	205.5
자산총계	5,658.0	5,892.6	5,794.8	5,833.3	5,842.0
유동부채	959.1	915.0	742.4	776.4	763.6
금융부채	429.9	476.6	586.3	626.0	615.8
매입채무	369.2	272.0	257.9	245.7	240.0
기타유동부채	160.0	166.4	(101.8)	(95.3)	(92.2)
비유동부채	3,138.8	3,448.2	3,226.5	3,186.4	3,167.9
금융부채	2,311.6	2,554.9	2,379.7	2,379.7	2,379.7
기타비유동부채	827.2	893.3	846.8	806.7	788.2
부채총계	4,097.8	4,363.2	3,968.9	3,962.8	3,931.5
지배주주지분	1,560.2	1,529.4	1,825.9	1,870.6	1,910.6
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)	249.7	249.7	249.7
기타포괄이익누계액	(2.1)	(3.2)	(3.9)	(3.9)	(3.9)
이익잉여금	1,390.7	1,361.0	1,408.4	1,453.2	1,493.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,560.2	1,529.4	1,825.9	1,870.6	1,910.6
순금융부채	2,688.7	3,004.1	2,913.1	2,967.3	2,960.9

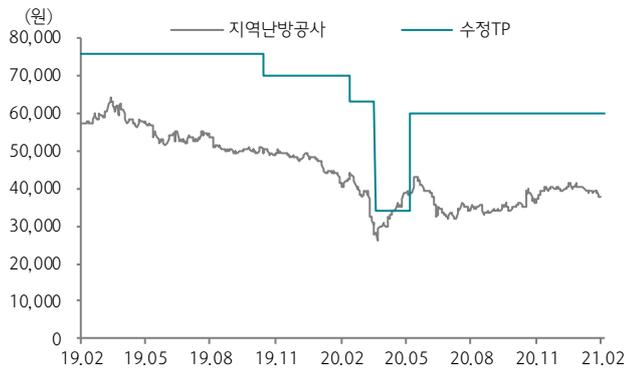
투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(19,564)	(2,209)	4,125	5,926	6,409
BPS	134,743	132,086	157,692	161,558	165,007
CFPS	21,354	22,245	33,511	33,367	34,382
EBITDAPS	20,951	24,128	31,798	33,428	34,489
SPS	214,819	204,505	184,376	178,743	175,840
DPS	0	0	2,060	2,960	3,200
주기지표(배)					
PER	(2.91)	(21.41)	9.78	6.35	5.87
PBR	0.42	0.36	0.26	0.23	0.23
PCFR	2.67	2.13	1.20	1.13	1.10
EV/EBITDA	13.80	12.71	9.18	8.84	8.56
PSR	0.27	0.23	0.22	0.21	0.21
재무비율(%)					
ROE	(13.36)	(1.66)	2.85	3.71	3.92
ROA	(3.98)	(0.44)	0.82	1.18	1.27
ROIC	0.23	0.85	1.79	2.09	2.19
부채비율	262.66	285.29	217.37	211.84	205.77
순부채비율	172.34	196.42	159.55	158.62	154.98
이자보상배율(배)	0.25	0.69	2.18	2.36	2.51

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	382.4	188.8	408.9	277.2	309.4
당기순이익	(226.5)	(25.6)	47.8	68.6	74.2
조정	40	22	27	25	25
감가상각비	228.1	237.2	243.5	250.7	254.7
외환거래손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(4.2)	(4.3)	(0.5)	0.0	0.0
기타	(183.9)	(210.9)	(216.0)	(225.7)	(229.7)
영업활동 자산부채 변동	211.2	(5.3)	89.3	(42.1)	(19.5)
투자활동 현금흐름	(434.3)	(357.8)	(618.1)	(307.1)	(268.7)
투자자산감소(증가)	(14.0)	7.7	3.0	2.6	1.2
자본증가(감소)	(398.9)	(397.0)	(623.3)	(310.0)	(270.0)
기타	(21.4)	31.5	2.2	0.3	0.1
재무활동 현금흐름	26.5	181.4	169.0	15.8	(44.4)
금융부채증가(감소)	62.6	290.1	(65.6)	39.7	(10.1)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(3.4)	(108.7)	234.6	(0.0)	0.0
배당지급	(32.7)	0.0	0.0	(23.9)	(34.3)
현금의 증감	(25.4)	12.3	25.7	(14.0)	(3.6)
Unlevered CFO	247.3	257.6	388.0	386.3	398.1
Free Cash Flow	(17.5)	(208.9)	(219.1)	(32.8)	39.4

자료: 하나금융투자

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	-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 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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	92.13%	7.87%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 01월 30일

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 2021년 2월 2일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2021년 2월 2일 현재 해당회사의 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.