

지역난방공사 (071320)

열요금 동결과 발전용LNG 하락 효과

목표주가 60,000원, 투자이견 매수 유지

지역난방공사의 목표주가 60,000원과 투자이견 매수를 유지한다. 작년 8월 열요금 인상 이후 열부문 실적 턴어라운드 시작되었다. 올해 7~8월 열요금 변동비 정산이 단행된다면 그 동안 실적에 부정적이었던 열요금 인하요인은 모두 해소된다. 열요금 정상화만 이뤄지더라도 경상적인 수준의 실적 달성이 가능하며 유가 급락에 따른 하반기 원가절감 기대감 또한 반영될 수 있다. 2020년 PBR 0.31배, 배당수익률 7% 수준에 2021년까지 이어질 실적 회복을 감안하면 저평가다.

1Q20 영업이익 1,230억원(YoY +53.8%)으로 컨센서스 부합

1분기 매출액은 전년대비 10.7% 감소한 8,550억원을 기록했다. 월별 영업실적 공시에 따르면 판매실적은 열과 전기 각각 전년대비 2.1%, 1.6% 감소했다. 따뜻한 겨울철 기온과 전력수요 부진에 판매량 감소가 불가피했으며 유가 약세에 따른 SMP 하락으로 매출실적은 다소 부진했다. 영업이익은 1,230억원으로 전년대비 53.8% 증가했다. 원가절감 속도가 외형감소보다 가파르게 나타난 이유는 열부문 마진 개선이 주요 원인으로 추정된다. 전기는 SMP와 LNG 원가가 동행하지만 열은 요금에 2019년 7월 이후로 동결된 반면 LNG 원가는 하락했기 때문이다.

올해 하반기부터 2015~16년 초과이익 사이클 재현 가능

열요금은 도시가스 요금 변동분에 민감도를 적용하여 연동된다. 도시가스 요금은 2019년 7월 8일 변동비 정산 당시 원료비 상승과 미수금 회수단가 반영 등으로 인상이 결정된 이후 연동제 실시가 중단되어 변화가 없었다. 반면 원가에 해당되는 발전용 LNG 요금은 매월 원료비 변동이 반영되며 2019년 하반기부터 이어진 유가 약세는 발전용 LNG 가격 하락으로 이어졌다. 2015~16년 저유가 국면 당시 한국가스공사의 미수금 누적에 도시가스 요금은 동결된 반면 발전용 LNG 가격은 하락하면서 초과이익을 달성했다. 2019년 기말 도시가스 미수금은 1.3조원인 가운데 최근의 유가 급락은 과거 초과이익 사이클 재현에 대한 기대감을 높이고 있다.

Update

BUY

TP(12M): 60,000원 | CP(5월 12일): 39,050원

Key Data

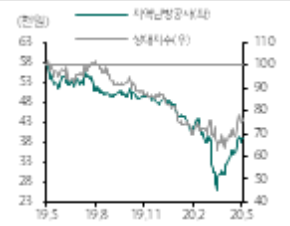
KOSPI 지수 (pt)	1,922.17
52주 최고/최저(원)	56,900/26,000
시가총액(십억원)	452.1
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	11,578.7
60일 평균 거래량(천주)	10.6
60일 평균 거래대금(십억원)	0.4
20년 배당금(예상, 원)	2,820
20년 배당수익률(예상, %)	7.22
외국인지분율(%)	1.55
주요주주 지분율(%)	
산업통상자원부 외 3인	75.00

주가상승률	1M	6M	12M
절대	18.7	(21.2)	(31.4)
상대	14.9	(12.2)	(24.7)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	2,156.8	2,193.5
영업이익(십억원)	98.9	109.9
순이익(십억원)	42.0	44.9
EPS(원)	3,135	3,909
BPS(원)	136,250	139,791

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	2,487.3	2,367.9	2,227.1	2,187.7	2,121.7
영업이익	십억원	14.5	42.2	131.4	141.3	150.2
세전이익	십억원	(285.1)	(25.3)	73.5	85.2	90.7
순이익	십억원	(226.5)	(25.6)	65.4	67.5	71.6
EPS	원	(19,564)	(2,209)	5,648	5,830	6,180
증감률	%	N/A	적지	흑전	3.2	6.0
PER	배	N/A	N/A	6.91	6.70	6.32
PBR	배	0.42	0.36	0.28	0.28	0.27
EV/EBITDA	배	13.80	12.71	8.71	8.42	8.14
ROE	%	(14.52)	(1.66)	4.19	4.19	4.34
BPS	원	134,743	132,086	137,734	140,745	144,005
DPS	원	0	0	2,820	2,920	3,090



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

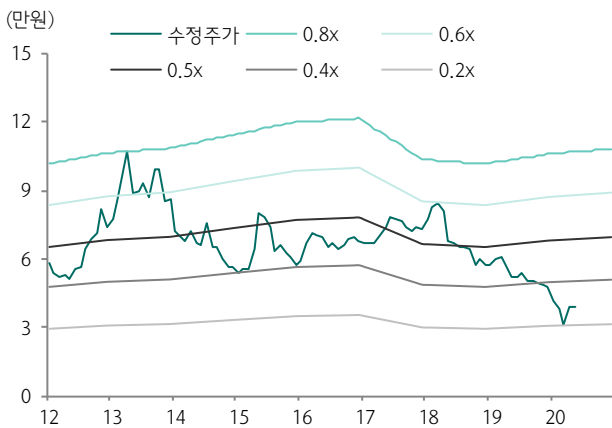
표 1. 지역난방공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2019				2020F				1Q20 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	9,573	3,677	3,631	6,798	8,550	3,253	3,479	6,988	(10.7)	25.8
열	4,467	1,557	909	3,278	4,459	1,506	935	3,557	(0.2)	36.0
전기	5,067	2,059	2,597	3,472	4,049	1,686	2,417	3,385	(20.1)	16.6
냉수	39	60	125	47	43	62	128	45	8.5	(10.2)
영업이익	800	(398)	(329)	349	1,230	(267)	(212)	562	53.7	252.3
열	123	(271)	(519)	76	591	(174)	(400)	336	379.0	680.0
전기	687	(116)	159	307	648	(80)	159	262	(5.7)	110.8
냉수	(10)	(12)	31	(34)	(9)	(13)	30	(36)	적지	적지
세전이익	662	(512)	(430)	28	1,037	(377)	(306)	380	56.8	3,622.5
순이익	565	(430)	(436)	45	877	(286)	(232)	296	55.2	1,834.5
영업이익률(%)	8.4	(10.8)	(9.1)	5.1	14.4	(8.2)	(6.1)	8.0	-	-
세전이익률(%)	6.9	(13.9)	(11.8)	0.4	12.1	(11.6)	(8.8)	5.4	-	-
순이익률(%)	5.9	(11.7)	(12.0)	0.7	10.3	(8.8)	(6.7)	4.2	-	-
열판매량(천Gcal)	6,223	1,973	1,105	4,287	6,089	1,870	1,052	4,307	(2.1)	42.0
전기판매량(천MWh)	4,044	2,080	2,227	3,470	3,979	1,935	2,438	3,417	(1.6)	14.7

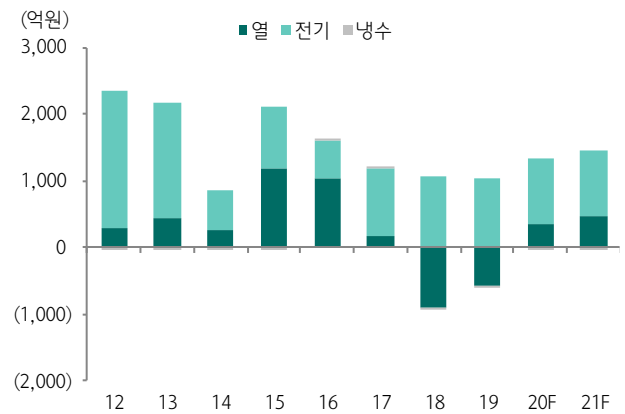
주: 1Q20 부문별 영업실적은 추정치. 자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 1. 지역난방공사 12M Fwd PBR 추이



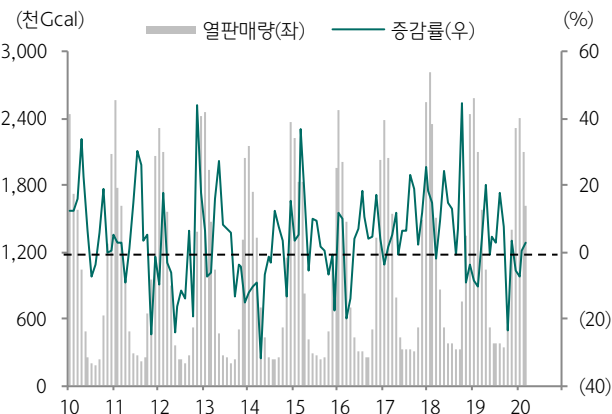
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 2. 지역난방공사 연간 부문별 영업이익 추이 및 전망



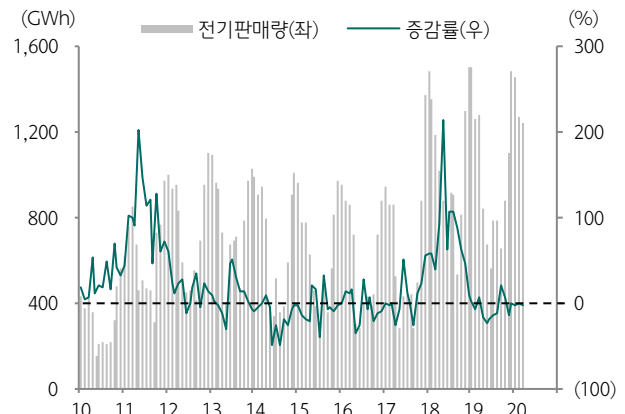
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 3. 월별 열판매량 (1Q20 YoY -2.1%)



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 4. 월별 전기판매량 (1Q20 YoY -1.6%)



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

추정 재무제표

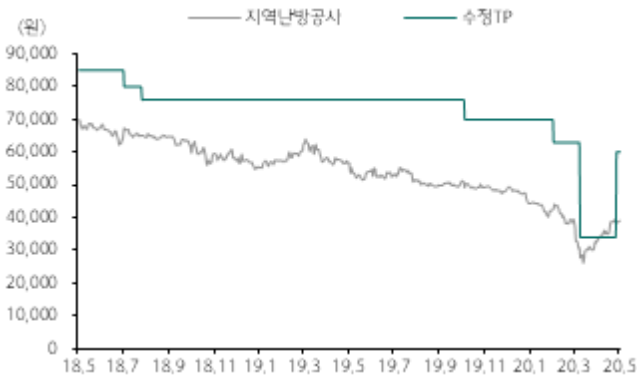
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	2,487.3	2,367.9	2,227.1	2,187.7	2,121.7
매출원가	2,374.1	2,223.3	1,998.6	1,951.4	1,878.3
매출총이익	113.2	144.6	228.5	236.3	243.4
판관비	98.7	102.4	97.1	95.0	93.2
영업이익	14.5	42.2	131.4	141.3	150.2
금융손익	(53.2)	(54.6)	(50.8)	(52.8)	(52.7)
중속/관계기업손익	6.5	4.3	3.8	4.9	4.3
기타영업외손익	(252.9)	(17.2)	(10.8)	(8.1)	(11.0)
세전이익	(285.1)	(25.3)	73.5	85.2	90.7
법인세	(58.5)	0.3	8.1	17.7	19.2
계속사업이익	(226.5)	(25.6)	65.4	67.5	71.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(226.5)	(25.6)	65.4	67.5	71.6
비지배주주지분순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(226.5)	(25.6)	65.4	67.5	71.6
지배주주지분포괄이익	(234.7)	(30.8)	65.4	67.5	71.6
NOPAT	11.5	42.8	116.8	112.0	118.5
EBITDA	242.6	279.4	393.6	407.7	420.8
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	(4.8)	(5.9)	(1.8)	(3.0)
NOPAT증가율	N/A	272.2	172.9	(4.1)	5.8
EBITDA증가율	N/A	15.2	40.9	3.6	3.2
영업이익증가율	N/A	191.0	211.4	7.5	6.3
(지배주주)순이익증가율	N/A	적지	흑전	3.2	6.1
EPS증가율	N/A	적지	흑전	3.2	6.0
수익성(%)					
매출총이익률	4.6	6.1	10.3	10.8	11.5
EBITDA이익률	9.8	11.8	17.7	18.6	19.8
영업이익률	0.6	1.8	5.9	6.5	7.1
계속사업이익률	(9.1)	(1.1)	2.9	3.1	3.4
투자지표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(19,564)	(2,209)	5,648	5,830	6,180
BPS	134,743	132,086	137,734	140,745	144,005
CFPS	21,354	22,245	32,977	34,697	35,755
EBITDAPS	20,951	24,128	33,998	35,213	36,343
SPS	214,819	204,505	192,341	188,945	183,242
DPS	0	0	2,820	2,920	3,090
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	6.9	6.7	6.3
PBR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
PCFR	2.7	2.1	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	13.8	12.7	8.7	8.4	8.1
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	(14.5)	(1.7)	4.2	4.2	4.3
ROA	(4.0)	(0.4)	1.1	1.1	1.2
ROIC	0.2	0.8	2.2	2.1	2.2
부채비율	262.7	285.3	274.6	265.4	254.4
순부채비율	172.3	196.4	186.7	182.8	178.4
이자보상배율(배)	0.3	0.7	2.0	2.1	2.3

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	642.0	590.5	613.0	581.3	551.0
금융자산	52.7	27.4	34.2	21.9	27.1
현금성자산	8.1	20.4	27.0	15.0	20.6
매출채권 등	536.9	518.6	533.1	515.2	482.4
재고자산	33.1	34.8	35.7	34.5	32.3
기타유동자산	19.3	9.7	10.0	9.7	9.2
비유동자산	5,016.0	5,302.1	5,361.4	5,373.0	5,358.8
투자자산	65.1	57.3	59.0	57.0	53.3
금융자산	40.8	47.7	49.0	47.3	44.3
유형자산	4,779.9	4,955.7	5,020.8	5,041.1	5,036.6
무형자산	79.0	81.4	74.0	67.3	61.2
기타비유동자산	92.0	207.7	207.6	207.6	207.7
자산총계	5,658.0	5,892.6	5,974.4	5,954.3	5,909.8
유동부채	959.1	915.0	906.4	882.4	856.6
금융부채	429.9	476.6	456.8	446.6	446.1
매입채무 등	428.9	353.3	363.2	351.0	328.7
기타유동부채	100.3	85.1	86.4	84.8	81.8
비유동부채	3,138.8	3,448.2	3,473.2	3,442.3	3,385.8
금융부채	2,311.6	2,554.9	2,554.9	2,554.9	2,554.9
기타비유동부채	827.2	893.3	918.3	887.4	830.9
부채총계	4,097.8	4,363.2	4,379.6	4,324.6	4,242.4
지배주주지분	1,560.2	1,529.4	1,594.8	1,629.6	1,667.4
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)	(3.2)	(3.2)	(3.2)
이익잉여금	1,390.7	1,361.0	1,426.4	1,461.2	1,499.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,560.2	1,529.4	1,594.8	1,629.6	1,667.4
순금융부채	2,688.7	3,004.1	2,977.5	2,979.5	2,973.9
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	382.4	188.8	348.2	308.6	295.8
당기순이익	(226.5)	(25.6)	65.4	67.5	71.6
조정	397.7	219.7	262.3	266.5	270.6
감가상각비	228.1	237.2	262.3	266.4	270.6
외환거래손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(4.2)	(4.3)	0.0	0.0	0.0
기타	173.8	(13.2)	0.0	0.1	0.0
영업활동자산부채변동	211.2	(5.3)	20.5	(25.4)	(46.4)
투자활동 현금흐름	(434.3)	(357.8)	(321.8)	(277.8)	(255.9)
투자자산감소(증가)	(65.1)	7.7	(1.6)	2.0	3.6
유형자산감소(증가)	(398.9)	(397.0)	(320.0)	(280.0)	(260.0)
기타	29.7	31.5	(0.2)	0.2	0.5
재무활동 현금흐름	26.5	181.4	(19.8)	(42.9)	(34.2)
금융부채증가(감소)	2,741.4	290.1	(19.8)	(10.2)	(0.4)
자본증가(감소)	171.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2,853.8)	(108.7)	0.0	0.0	(0.0)
배당지급	(32.7)	0.0	0.0	(32.7)	(33.8)
현금의 증감	(25.4)	12.3	6.6	(12.1)	5.6
Unlevered CFO	247.3	257.6	381.8	401.7	414.0
Free Cash Flow	(17.5)	(208.9)	28.2	28.6	35.8

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	-21.26%	-17.29%
18.5.10	Neutral	85,000	-19.49%	-17.29%

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	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 5월 11일

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 05월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2020년 05월 13일 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.