

# 지역난방공사 (071320)

## 하반기 판매량 회복 여부가 변수

### 목표주가 60,000원, 투자 의견 매수 유지

지역난방공사 목표주가 60,000원, 투자 의견 매수 유지한다. 2분기 영업실적은 적자를 기록했다. 비수기 적자에 의미를 둘 필요는 없으며 본질적인 이익체력 개선은 하반기 실적을 통해 확인할 수 있을 것이다. 지난 7월 도시가스요금 인하와 동시에 열요금 고정비 및 연료비 정상분이 모두 해소되었다. 도시가스 원료비 연동제 재개로 추가 인상/인하요인 발생은 제한적이다. 향후 열/전기 판매량 변화에 따라 일부 변동은 있겠지만 연간 이익규모는 정상적인 레벨로 회복될 것이다. 2020년 실적 기준 PBR 0.26배로 밴드 하단이다.

### 2Q20 영업이익 -423억원(적자지속) 기록

2분기 매출액은 3,460억원을 기록하며 전년 대비 5.9% 감소했다. 열판매량은 수용호수 증가로 전년 대비 4.7% 증가한 반면 전기는 전력수요 감소와 기저발전비중 상승으로 전년 대비 13.2% 감소했기 때문이다. 영업이익은 -423억원으로 전년 대비 적자폭이 확대되었다. 통상 2~3분기는 비수기로 적자가 불가피하지만 LNG 연료비단가 하락에도 적자폭이 확대된 이유는 전기판매량 부진이 원인으로 판단된다. 최근 전력수요 감소가 지속되고 있고 하반기 원전 이용률도 전년 대비 개선이 예상되어 전기판매량 회복은 지연될 가능성이 있다. 다만 장마 이후 9월부터 폭염이 예상되고 있고 LNG 연료비단가 추가 하락이 전망되기 때문에 전기판매량 부진 영향은 제한적인 수준으로 마무리될 수 있다.

### 이익 안정성은 회복. 하반기 전기판매량이 올해 실적 변수

이전까지의 실적은 유가 흐름에 후행하여 변동성이 컸지만 앞으로는 도시가스 연동제 재개로 2개월 간격으로 열요금 조정이 이뤄지기 때문에 이익의 안정성이 높아졌다. 누적된 열요금 인하요인이 모두 해소되었기 때문에 하반기부터는 정상적인 이익 수준을 확인할 수 있을 전망이다. 계절적으로 적자가 불가피한 봄/여름 부진보다는 추위가 찾아오는 겨울 판매량 회복 여부에 관심을 갖는 것이 합리적으로 판단된다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 60,000원 | CP(8월 11일): 35,200원

#### Key Data

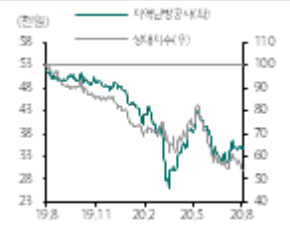
KOSPI 지수 (pt)	2,418.67
52주 최고/최저(원)	51,700/26,000
시가총액(십억원)	407.6
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	11,578.7
60일 평균 거래량(천주)	12.3
60일 평균 거래대금(십억원)	0.4
20년 배당금(예상, 원)	2,120
20년 배당수익률(예상, %)	6.02
외국인지분율(%)	1.14
주요주주 지분율(%)	
산업통상자원부 외 3인	75.00

주가상승률	1M	6M	12M
절대	10.7	(16.9)	(31.5)
상대	(1.6)	(23.6)	(45.1)

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	2,179.4	2,135.1
영업이익(십억원)	124.5	128.9
순이익(십억원)	59.5	60.3
EPS(원)	5,139	5,208
BPS(원)	137,148	139,782

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	2,487.3	2,367.9	2,117.0	2,032.3	1,983.2
영업이익	십억원	14.5	42.2	121.5	126.3	133.5
세전이익	십억원	(285.1)	(25.3)	59.7	68.9	72.2
순이익	십억원	(226.5)	(25.6)	49.2	56.8	59.4
EPS	원	(19,564)	(2,209)	4,247	4,902	5,131
증감률	%	N/A	적지	흑전	15.4	4.7
PER	배	N/A	N/A	8.29	7.18	6.86
PBR	배	0.42	0.36	0.26	0.25	0.25
EV/EBITDA	배	13.80	12.71	9.74	9.59	9.31
ROE	%	(14.52)	(1.66)	3.17	3.56	3.66
BPS	원	134,743	132,086	136,263	139,044	141,726
DPS	원	0	0	2,120	2,450	2,570



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

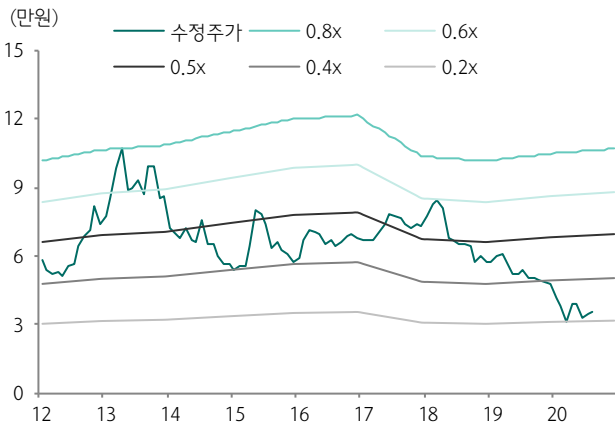
표 1. 지역난방공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2019				2020F				2Q20 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	9,573	3,677	3,631	6,798	8,550	3,460	2,768	6,392	(5.9)	(59.5)
열	4,467	1,557	909	3,278	4,536	1,674	947	3,440	7.5	(63.1)
전기	5,067	2,059	2,597	3,472	3,973	1,721	1,694	2,906	(16.4)	(56.7)
냉수	39	60	125	47	40	64	128	45	5.9	59.7
영업이익	800	(398)	(329)	349	1,230	(423)	(244)	652	적지	적전
열	123	(271)	(519)	76	497	(346)	(356)	448	적지	적전
전기	687	(116)	159	307	742	(65)	82	240	적지	적전
냉수	(10)	(12)	31	(34)	(8)	(11)	30	(36)	적지	적지
세전이익	662	(512)	(430)	28	1,037	(581)	(328)	470	적지	적전
순이익	565	(430)	(436)	45	876	(535)	(230)	381	적지	적전
영업이익률(%)	8.4	(10.8)	(9.1)	5.1	14.4	(12.2)	(8.8)	10.2	-	-
세전이익률(%)	6.9	(13.9)	(11.8)	0.4	12.1	(16.8)	(11.9)	7.4	-	-
순이익률(%)	5.9	(11.7)	(12.0)	0.7	10.2	(15.5)	(8.3)	6.0	-	-
열판매량(천Gcal)	6,253	1,973	1,105	4,287	6,121	2,066	1,128	4,411	4.7	(66.2)
전기판매량(천MWh)	4,044	2,080	2,227	3,470	3,979	1,805	1,937	3,417	(13.2)	(54.6)

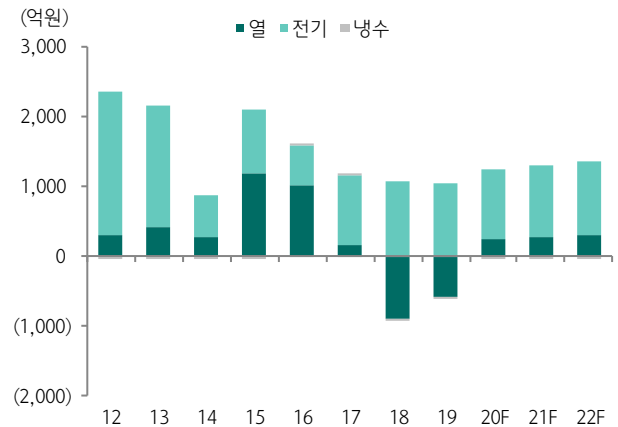
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 1. 지역난방공사 12M Fwd PBR 추이



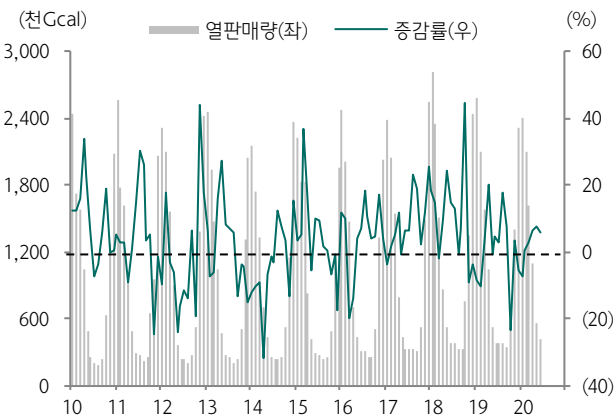
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 2. 지역난방공사 연간 부문별 영업이익 추이 및 전망



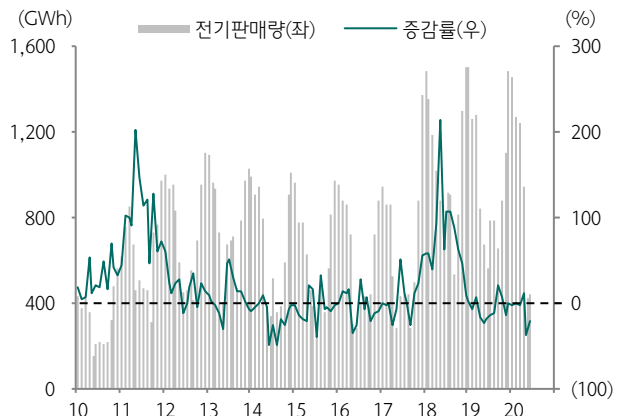
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 3. 월별 열판매량 (2Q20 YoY +6.4%)



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 4. 월별 전기판매량 (2Q20 YoY -13.1%)



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

추정 재무제표

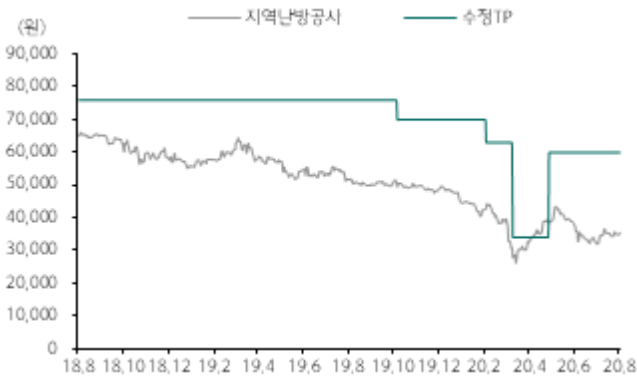
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	2,487.3	2,367.9	2,117.0	2,032.3	1,983.2
매출원가	2,374.1	2,223.3	1,897.8	1,812.0	1,757.6
매출총이익	113.2	144.6	219.2	220.3	225.6
판관비	98.7	102.4	97.7	93.9	92.2
영업이익	14.5	42.2	121.5	126.3	133.5
금융손익	(53.2)	(54.6)	(53.1)	(53.6)	(53.7)
중속/관계기업손익	6.5	4.3	4.6	5.1	4.7
기타영업외손익	(252.9)	(17.2)	(13.3)	(9.0)	(12.2)
세전이익	(285.1)	(25.3)	59.7	68.9	72.2
법인세	(58.5)	0.3	10.6	12.2	12.8
계속사업이익	(226.5)	(25.6)	49.2	56.8	59.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(226.5)	(25.6)	49.2	56.8	59.4
비지배주주지분순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(226.5)	(25.6)	49.2	56.8	59.4
지배주주지분포괄이익	(234.7)	(30.8)	48.4	56.8	59.4
NOPAT	11.5	42.8	100.0	104.1	109.8
EBITDA	242.6	279.4	360.8	369.6	380.8
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	(4.8)	(10.6)	(4.0)	(2.4)
NOPAT증가율	N/A	272.2	133.6	4.1	5.5
EBITDA증가율	N/A	15.2	29.1	2.4	3.0
영업이익증가율	N/A	191.0	187.9	4.0	5.7
(지배주주)순이익증가율	N/A	적지	흑전	15.4	4.6
EPS증가율	N/A	적지	흑전	15.4	4.7
수익성(%)					
매출총이익률	4.6	6.1	10.4	10.8	11.4
EBITDA이익률	9.8	11.8	17.0	18.2	19.2
영업이익률	0.6	1.8	5.7	6.2	6.7
계속사업이익률	(9.1)	(1.1)	2.3	2.8	3.0
투자지표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(19,564)	(2,209)	4,247	4,902	5,131
BPS	134,743	132,086	136,263	139,044	141,726
CFPS	21,354	22,245	31,884	31,718	32,441
EBITDAPS	20,951	24,128	31,159	31,924	32,889
SPS	214,819	204,505	182,834	175,518	171,279
DPS	0	0	2,120	2,450	2,570
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	8.3	7.2	6.9
PBR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2
PCFR	2.7	2.1	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	13.8	12.7	9.7	9.6	9.3
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	(14.5)	(1.7)	3.2	3.6	3.7
ROA	(4.0)	(0.4)	0.8	0.9	1.0
ROIC	0.2	0.8	1.8	1.9	2.0
부채비율	262.7	285.3	281.9	275.5	267.4
순부채비율	172.3	196.4	197.0	195.0	191.3
이자보상배율(배)	0.3	0.7	2.0	2.0	2.1

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	642.0	590.5	588.4	574.7	547.9
금융자산	52.7	27.4	61.8	70.3	59.4
현금성자산	8.1	20.4	45.7	54.5	43.8
매출채권 등	536.9	518.6	487.7	467.2	452.5
재고자산	33.1	34.8	32.7	31.3	30.3
기타유동자산	19.3	9.7	6.2	5.9	5.7
비유동자산	5,016.0	5,302.1	5,436.4	5,470.9	5,481.9
투자자산	65.1	57.3	53.9	51.7	50.0
금융자산	40.8	47.7	44.8	42.9	41.6
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	200.0	199.9	200.0
자산총계	5,658.0	5,892.6	6,024.8	6,045.6	6,029.8
유동부채	959.1	915.0	953.8	977.7	956.2
금융부채	429.9	476.6	516.2	556.0	545.8
매입채무 등	428.9	353.3	332.3	318.3	308.3
기타유동부채	100.3	85.1	105.3	103.4	102.1
비유동부채	3,138.8	3,448.2	3,493.3	3,458.0	3,432.6
금융부채	2,311.6	2,554.9	2,653.3	2,653.3	2,653.3
기타비유동부채	827.2	893.3	840.0	804.7	779.3
부채총계	4,097.8	4,363.2	4,447.0	4,435.6	4,388.8
지배주주지분	1,560.2	1,529.4	1,577.7	1,610.0	1,641.0
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	1,410.1	1,442.4	1,473.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,560.2	1,529.4	1,577.7	1,610.0	1,641.0
순금융부채	2,688.7	3,004.1	3,107.7	3,138.9	3,139.7
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	382.4	188.8	282.5	271.1	286.0
당기순이익	(226.5)	(25.6)	49.2	56.8	59.4
조정	397.7	219.7	266.6	243.3	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	0.0	0.0
영업활동자산부채변동	211.2	(5.3)	(33.3)	(29.0)	(20.8)
투자활동 현금흐름	(434.3)	(357.8)	(395.4)	(277.5)	(258.2)
투자자산감소(증가)	(65.1)	7.7	3.4	2.3	1.6
유형자산감소(증가)	(398.9)	(397.0)	(388.9)	(280.0)	(260.0)
기타	29.7	31.5	(9.9)	0.2	0.2
재무활동 현금흐름	26.5	181.4	138.1	15.2	(38.6)
금융부채증가(감소)	2,741.4	290.1	138.0	39.7	(10.2)
자본증가(감소)	171.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2,853.8)	(108.7)	0.1	(0.0)	(0.0)
배당지급	(32.7)	0.0	0.0	(24.5)	(28.4)
현금의 증감	(25.4)	12.3	25.3	8.8	(10.7)
Unlevered CFO	247.3	257.6	369.2	367.3	375.6
Free Cash Flow	(17.5)	(208.9)	(110.9)	(8.9)	26.0

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%
18.8.31	BUY	76,000	-25.58%	-13.95%
18.7.13	BUY	80,000	-18.34%	-16.00%

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	92.3%	7.7%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 0000년 0월 0일

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 08월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2020년 08월 12일 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.