

지역난방공사 (071320)

4분기는 성수기. 1분기는 최성수기

목표주가 60,000원, 투자 의견 매수 유지

지역난방공사 목표주가 60,000원, 투자 의견 매수 유지한다. 지난 4분기 실적을 통해서 정상화된 이익 레벨을 확인할 수 있었다. 유가 약세 영향에 연료비 부담이 전반적으로 감소한 가운데 열요금 정상화와 열판매량 증가에 따른 이익개선이 가능했던 것으로 판단된다. 난방수요가 가장 많은 1월 도시가스 판매량이 전년대비 22.6% 증가한 것을 통해 열판매량 또한 의미있게 늘어나고 있을 것으로 예상해볼 수 있다. 이번 영업외비용 이슈에 대한 구체적인 확인이 필요하지만 일회성 요인일 경우 2021년 실적 기반 배당은 주목할만한 수준으로 증가할 전망이다. 2021년 기준 PBR 0.24배다.

4Q20 영업이익 651억원(YoY +86.5%) 기록

4분기 매출액 6,085억원을 기록하며 전년대비 10.5% 감소했다. 열부문은 판매량이 12.0% 증가하고 판매단가도 상승했던 반면 전기부문은 판매량이 1.2% 감소하고 판매단가도 하락하며 다소 부진했다. 영업이익은 651억원으로 전년대비 86.5% 증가했다. 발전용 LNG 요금 하락은 전기부문 외형과 원가의 동반 감소로 연결되나 열요금이 정상화된 영향으로 근본적인 이익률 상승이 나타났다. 세전이익은 대규모 비용 이슈로 부진했던 반면 순이익은 이연법인세 환입으로 전년 대비 크게 개선된 것으로 추정된다.

4Q20 실적에서 확인된 이익 개선은 1Q21에도 지속될 것

열부문 실적훼손 요인이 사라진 것은 2020년 하반기부터다. 2021년 상반기 실적에는 아직 전년도 기저효과가 남아있다. 같은 성수기임에도 1분기 실적 규모가 4분기보다 훨씬 크고 연간 이익에 근접한다. 배당 규모에 대한 확신으로 연결되기 때문에 1분기 실적에 관심을 가질 필요가 있다. 최근 유가 상승으로 2021년 2분기부터는 원가 부담이 증가할 것으로 보이나 동절기 한파로 인한 판매량 개선과 그에 따른 이익은 1분기에 집중될 것이기 때문에 실적 추이는 지속될 수 있다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 60,000원 | CP(2월15일): 38,650원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,147.00
52주 최고/최저(원)	43,800/26,000
시가총액(십억원)	447.5
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	11,578.7
60일 평균 거래량(천주)	15,897.6
60일 평균 거래대금(십억원)	0.6
20년 배당금(예상, 원)	1,210
20년 배당수익률(예상, %)	3.00
외국인지분율(%)	1.27
주요주주 지분율(%)	
산업통상자원부 외 3인	75.00

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	2,134.8	2,069.6
영업이익(십억원)	124.7	136.3
순이익(십억원)	47.8	68.6
EPS(원)	4,128	5,925
BPS(원)	157,694	161,555

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020P	2021F	2022F
매출액	십억원	2,487.3	2,367.9	2,098.9	2,106.9	2,143.3
영업이익	십억원	14.5	42.2	132.8	145.3	143.2
세전이익	십억원	(285.1)	(25.3)	22.0	87.0	85.3
순이익	십억원	(226.5)	(25.6)	27.9	71.1	70.0
EPS	원	(19,564)	(2,209)	2,411	6,143	6,048
증감율	%	적전	적지	폭전	154.79	(1.55)
PER	배	(2.91)	(21.41)	16.74	6.29	6.39
PBR	배	0.42	0.36	0.26	0.24	0.24
EV/EBITDA	배	13.80	12.71	9.16	8.70	8.64
ROE	%	(13.36)	(1.66)	1.67	3.88	3.72
BPS	원	134,743	132,086	155,978	160,911	163,889
DPS	원	0	0	1,210	3,070	3,020



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

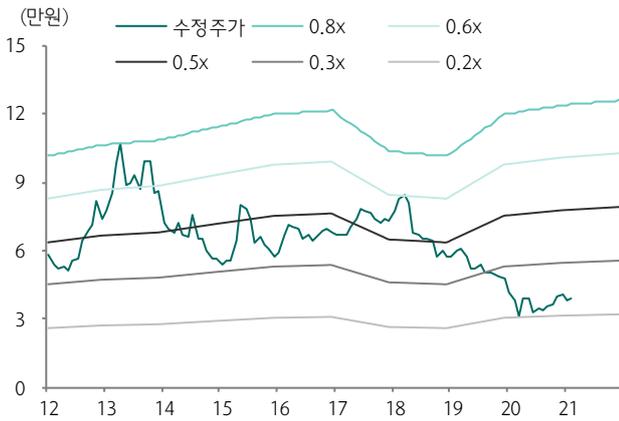
표 1. 지역난방공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2020P				2021F				4Q20 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	8,550	3,460	2,895	6,085	8,174	3,799	3,063	6,034	(10.5)	110.2
열	4,536	1,690	1,009	3,502	4,491	1,636	977	3,355	6.8	247.2
전기	3,973	1,709	1,764	2,546	3,643	2,101	1,961	2,641	(26.7)	44.3
냉수	40	61	122	37	41	62	125	38	(21.8)	(69.7)
영업이익	1,230	(423)	(130)	651	1,486	(280)	(287)	534	86.5	흑전
열	497	(346)	(319)	284	782	(175)	(363)	293	274.6	흑전
전기	742	(65)	169	383	712	(93)	56	257	24.6	126.7
냉수	(8)	(11)	20	(16)	(8)	(12)	20	(16)	적지	적전
세전이익	1,037	(581)	(266)	31	1,344	(416)	(405)	236	10.5	흑전
순이익	876	(535)	(226)	164	1,048	(308)	(299)	184	261.5	흑전
영업이익률(%)	14.4	(12.2)	(4.5)	10.7	18.2	(7.4)	(9.4)	8.9	-	-
세전이익률(%)	12.1	(16.8)	(9.2)	0.5	16.4	(10.9)	(13.2)	3.9	-	-
순이익률(%)	10.2	(15.5)	(7.8)	2.7	12.8	(8.1)	(9.8)	3.1	-	-
열판매량(천Gcal)	6,121	2,066	1,242	4,800	6,379	2,105	1,192	4,553	12.0	286.5
전기판매량(천MWh)	3,979	1,805	1,580	3,428	4,053	2,521	1,689	3,262	(1.2)	117.0

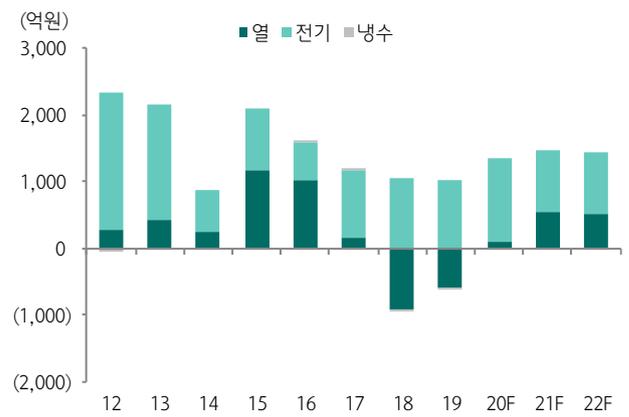
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 1. 지역난방공사 12M Fwd PBR 추이



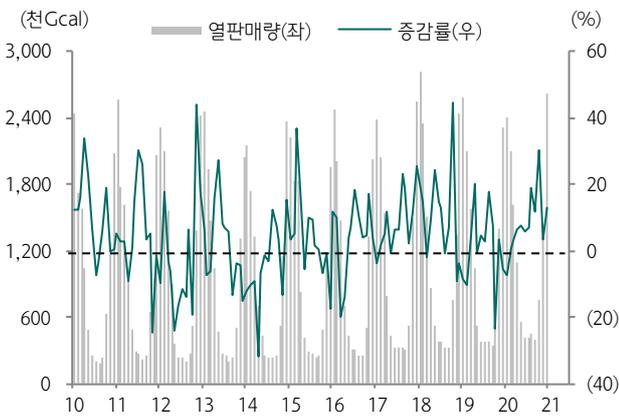
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 2. 지역난방공사 연간 부문별 영업이익 추이 및 전망



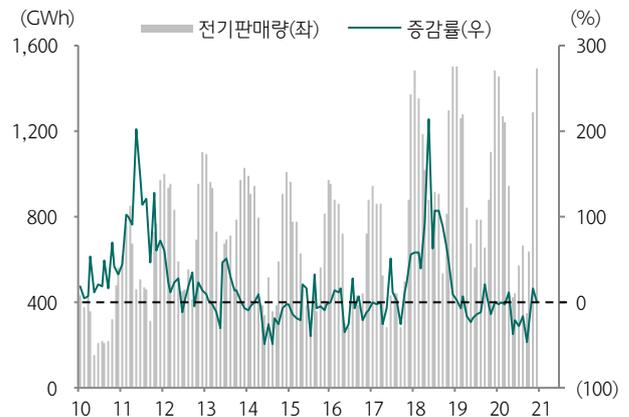
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

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	2020P	2021F	2022F
매출액	2,487.3	2,367.9	2,098.9	2,106.9	2,143.3
매출원가	2,374.1	2,223.3	1,855.8	1,848.8	1,884.4
매출총이익	113.2	144.6	243.1	258.1	258.9
판매비	98.7	102.4	110.3	112.9	115.7
영업이익	14.5	42.2	132.8	145.3	143.2
금융손익	(53.2)	(54.6)	(53.7)	(53.8)	(54.0)
종속/관계기업손익	6.5	4.3	(0.4)	3.5	2.5
기타영업외손익	(252.9)	(17.2)	(56.8)	(8.0)	(6.3)
세전이익	(285.1)	(25.3)	22.0	87.0	85.3
법인세	(58.5)	0.3	(5.9)	15.9	15.3
계속사업이익	(226.5)	(25.6)	27.9	71.1	70.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(226.5)	(25.6)	27.9	71.1	70.0
비배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(226.5)	(25.6)	27.9	71.1	70.0
지배주주지분포괄이익	(234.7)	(30.8)	27.2	71.1	70.0
NOPAT	11.5	42.8	168.5	118.8	117.5
EBITDA	242.6	279.4	376.4	396.0	397.9
성장성(%)					
매출액증가율	35.59	(4.80)	(11.36)	0.38	1.73
NOPAT증가율	(88.52)	272.17	293.69	(29.50)	(1.09)
EBITDA증가율	(24.35)	15.17	34.72	5.21	0.48
영업이익증가율	(87.90)	191.03	214.69	9.41	(1.45)
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	154.84	(1.55)
EPS증가율	적전	적지	흑전	154.79	(1.55)
수익성(%)					
매출총이익률	4.55	6.11	11.58	12.25	12.08
EBITDA이익률	9.75	11.80	17.93	18.80	18.56
영업이익률	0.58	1.78	6.33	6.90	6.68
계속사업이익률	(9.11)	(1.08)	1.33	3.37	3.27

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020P	2021F	2022F
유동자산	642.0	590.5	119.5	120.0	113.8
금융자산	52.7	27.4	46.0	47.2	42.2
현금성자산	8.1	20.4	39.7	40.9	36.1
매출채권	496.8	478.0	427.9	424.3	416.7
재고자산	33.1	34.8	31.1	30.9	30.3
기타유동자산	59.4	50.3	(385.5)	(382.4)	(375.4)
비유동자산	5,016.0	5,302.1	5,661.1	5,720.0	5,734.3
투자자산	65.1	57.3	51.3	50.9	50.0
금융자산	40.8	47.7	42.7	42.3	41.5
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	205.5	205.4
자산총계	5,658.0	5,892.6	5,780.6	5,840.0	5,848.2
유동부채	959.1	915.0	795.3	804.3	792.2
금융부채	429.9	476.6	645.9	655.8	645.7
매입채무	369.2	272.0	243.5	241.4	237.1
기타유동부채	160.0	166.4	(94.1)	(92.9)	(90.6)
비유동부채	3,138.8	3,448.2	3,179.3	3,172.5	3,158.4
금융부채	2,311.6	2,554.9	2,379.7	2,379.7	2,379.7
기타비유동부채	827.2	893.3	799.6	792.8	778.7
부채총계	4,097.8	4,363.2	3,974.6	3,976.8	3,950.5
지배주주지분	1,560.2	1,529.4	1,806.0	1,863.2	1,897.6
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	1,388.6	1,445.7	1,480.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,560.2	1,529.4	1,806.0	1,863.2	1,897.6
순금융부채	2,688.7	3,004.1	2,979.6	2,988.4	2,983.2

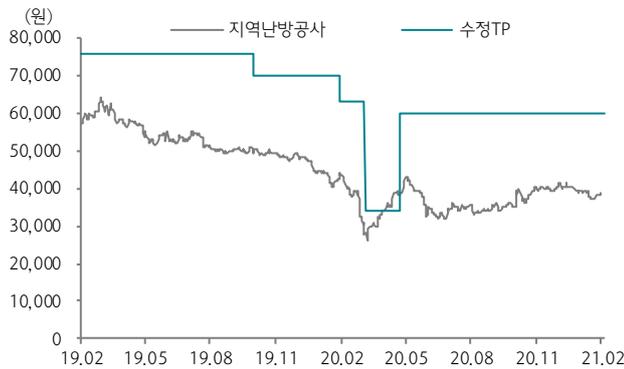
투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020P	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(19,564)	(2,209)	2,411	6,143	6,048
BPS	134,743	132,086	155,978	160,911	163,889
CFPS	21,354	22,245	29,929	33,581	33,777
EBITDAPS	20,951	24,128	32,505	34,203	34,363
SPS	214,819	204,505	181,274	181,964	185,106
DPS	0	0	1,210	3,070	3,020
주기지표(배)					
PER	(2.91)	(21.41)	16.74	6.29	6.39
PBR	0.42	0.36	0.26	0.24	0.24
PCFR	2.67	2.13	1.35	1.15	1.14
EV/EBITDA	13.80	12.71	9.16	8.70	8.64
PSR	0.27	0.23	0.22	0.21	0.21
재무비율(%)					
ROE	(13.36)	(1.66)	1.67	3.88	3.72
ROA	(3.98)	(0.44)	0.48	1.22	1.20
ROIC	0.23	0.85	3.21	2.21	2.17
부채비율	262.66	285.29	220.07	213.45	208.18
순부채비율	172.34	196.42	164.98	160.39	157.21
이자보상배율(배)	0.25	0.69	2.32	2.47	2.46

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020P	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	382.4	188.8	339.5	314.8	309.8
당기순이익	(226.5)	(25.6)	27.9	71.1	70.0
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)	39.7	(7.1)	(14.9)
투자활동 현금흐름	(434.3)	(357.8)	(614.7)	(309.5)	(269.0)
투자자산감소(증가)	(14.0)	7.7	6.0	0.4	0.9
자본증가(감소)	(398.9)	(397.0)	(623.3)	(310.0)	(270.0)
기타	(21.4)	31.5	2.6	0.1	0.1
재무활동 현금흐름	26.5	181.4	228.6	(4.1)	(45.7)
금융부채증가(감소)	62.6	290.1	(5.9)	9.9	(10.1)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(3.4)	(108.7)	234.5	0.0	(0.1)
배당지급	(32.7)	0.0	0.0	(14.0)	(35.5)
현금의 증감	(25.4)	12.3	19.3	1.2	(4.8)
Unlevered CFO	247.3	257.6	346.5	388.8	391.1
Free Cash Flow	(17.5)	(208.9)	(288.5)	4.8	39.8

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	92.42%	7.58%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 02월 13일

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 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2021년 2월 16일 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 증빙자료로 사용될 수 없습니다.