

# 지역난방공사 (071320)

## 7월 연료비 조정 결과에 관심 필요

### 목표주가 60,000원, 투자이견 매수 유지

지역난방공사 목표주가 60,000원, 투자이견 매수 유지한다. 1분기 실적은 시장 기대치에 부합했다. 작년 하반기 열요금 인하요인이 전부 해소된 이후 열부문 이익 회복 흐름이 확인되고 있다. 특히 1분기 한파로 열판매량 증가도 동반되면서 증익이 두드러졌다. 연간 이익 추이는 전년 대비 큰 변화가 없을 것으로 예상되지만 지난해 영업외비용의 기저효과로 배당여력은 증가할 것으로 보인다. 다만 기존 정부 출자기관 평균보다 높았던 배당성향이 2020년에 가이드라인인 40%로 다소 하락했던 점은 불안요인이다. 7월 열요금 조정 결과에 따라 하반기 실적이 달라질 수 있어 지켜볼 필요가 있다. 2021년 기준 PBR 0.27배이며 배당성향 40% 기준 예상배당 수익률은 5.2%다.

### 1Q21 영업이익 1,343억원(YoY +9.1%)으로 컨센서스 부합

1분기 매출액은 8,481억원을 기록하며 전년 대비 0.8% 감소했다. 열부문은 판매량이 9.2% 증가하고 판매단가도 상승한 가운데 전기부문은 판매량이 0.3% 증가하는데 그쳤고 SMP 또한 전년 대비 약세였기 때문이다. 영업이익은 1,343억원을 기록하며 전년 대비 9.1% 증가했다. 열요금 정상화 영향으로 열부문 이익개선이 가능했다. SMP는 점진적으로 상승하는 추세가 예상되어 향후 매출과 마진이 회복될 전망이다.

### 2분기까지 걱정 제한적. 7월 열요금 조정 이후는 관찰 필요

2020년 12월부터 급등한 유가는 2분기부터 원가 부담으로 작용하게 된다. 판매량 변화가 없다면 열/전기 각각 실적의 방향이 1분기와는 다소 달라질 전망이다. 전기는 SMP 상승으로 점진적으로 개선되는 한편 열은 판매가격 동결(민수용 천연가스 요금)로 마진이 하락할 수 있다. 7월 연료비 정산 또한 중요한 분기점이다. 2020년 낮은 원가 환경은 2021년 연료비 정산에서 열요금 인하요인으로 작용한다. 한편 도시가스 요금이 지난해 7월 크게 인하되었고 열요금과 관련된 민수용 요금은 꾸준히 동결되었다는 점을 감안하면 열요금 조정 방향 예측이 쉽지 않아 결과를 지켜볼 필요가 있다.

### 기업분석(Report)

**BUY**

| TP(12M): 60,000원 | CP(5월13일): 42,500원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,122.11
52주 최고/최저(원)	43,600/31,800
시가총액(십억원)	492.1
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	11,578.7
60일 평균 거래량(천주)	14.2
60일 평균 거래대금(십억원)	0.6
21년 배당금(예상, 원)	2,200
21년 배당수익률(예상, %)	5.18
외국인지분율(%)	1.24
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



주가상승률	1M	6M	12M
절대	8.4	5.3	5.3
상대	10.0	(15.9)	(34.5)

#### Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	2,367.9	2,098.9	2,244.5	2,317.7	2,370.8
영업이익	십억원	42.2	132.9	137.3	137.6	141.1
세전이익	십억원	(25.3)	22.0	76.6	78.9	85.3
순이익	십억원	(25.6)	27.9	63.6	65.9	71.1
EPS	원	(2,209)	2,413	5,490	5,692	6,137
증감율	%	적지	흑전	127.52	3.68	7.82
PER	배	(21.41)	16.72	7.74	7.47	6.93
PBR	배	0.36	0.26	0.27	0.26	0.25
EV/EBITDA	배	12.71	8.56	7.59	7.36	7.03
ROE	%	(1.66)	1.68	3.47	3.51	3.70
BPS	원	132,086	155,780	160,305	163,797	167,654
DPS	원	0	965	2,200	2,280	2,450



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

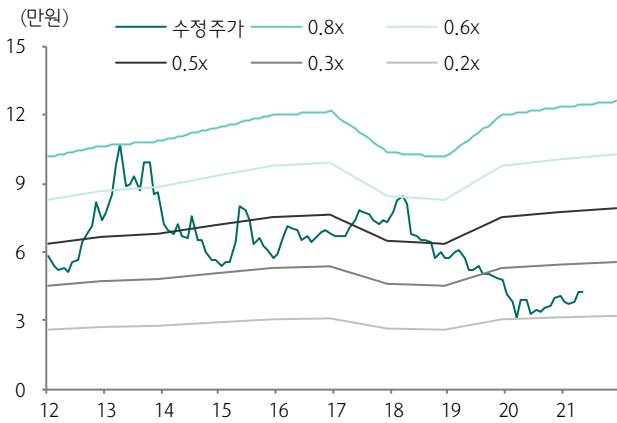
표 1. 지역난방공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2020P				2021F				1Q21 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
<b>매출액</b>	<b>8,550</b>	<b>3,460</b>	<b>2,895</b>	<b>6,085</b>	<b>8,481</b>	<b>4,158</b>	<b>3,364</b>	<b>6,442</b>	<b>(0.8)</b>	<b>39.4</b>
열	4,536	1,690	1,009	3,523	4,808	1,661	1,020	3,493	6.0	36.4
전기	3,973	1,709	1,764	2,518	3,631	2,435	2,220	2,904	(8.6)	44.2
냉수	40	61	122	44	42	62	125	45	4.8	(4.4)
<b>영업이익</b>	<b>1,230</b>	<b>(423)</b>	<b>(130)</b>	<b>651</b>	<b>1,343</b>	<b>(360)</b>	<b>(238)</b>	<b>628</b>	<b>9.1</b>	<b>106.2</b>
열	497	(346)	(319)	248	616	(306)	(396)	169	23.9	148.5
전기	742	(65)	169	419	735	(42)	139	459	(0.9)	75.5
냉수	(8)	(11)	20	(15)	(8)	(12)	20	0	(2.2)	(48.2)
<b>세전이익</b>	<b>1,037</b>	<b>(581)</b>	<b>(266)</b>	<b>31</b>	<b>1,177</b>	<b>(495)</b>	<b>(355)</b>	<b>440</b>	<b>13.5</b>	<b>3,694.9</b>
<b>순이익</b>	<b>876</b>	<b>(535)</b>	<b>(226)</b>	<b>164</b>	<b>922</b>	<b>(366)</b>	<b>(262)</b>	<b>343</b>	<b>5.2</b>	<b>461.9</b>
영업이익률(%)	14.4	(12.2)	(4.5)	10.7	15.8	(8.7)	(7.1)	9.7	-	-
세전이익률(%)	12.1	(16.8)	(9.2)	0.5	13.9	(11.9)	(10.5)	6.8	-	-
순이익률(%)	10.2	(15.5)	(7.8)	2.7	10.9	(8.8)	(7.8)	5.3	-	-
열판매량(천Gcal)	6,121	2,066	1,242	4,800	6,683	2,094	1,219	4,620	9.2	39.2
전기판매량(천MWh)	3,979	1,805	1,580	3,428	3,989	2,521	1,930	3,041	0.3	16.4

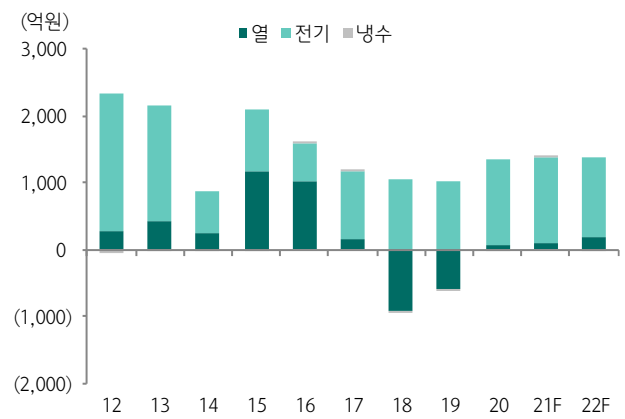
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 1. 지역난방공사 12M Fwd PBR 추이



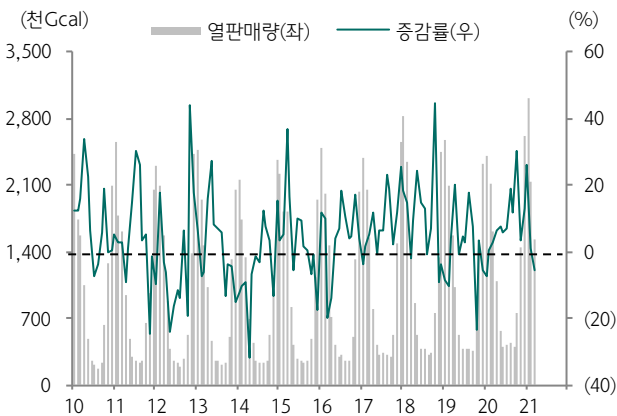
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 2. 지역난방공사 연간 부문별 영업이익 추이 및 전망



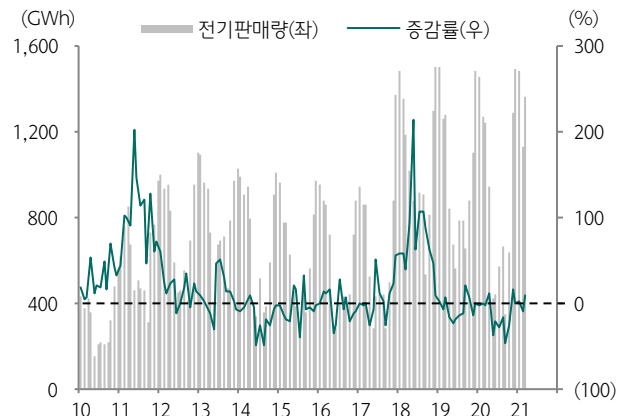
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 3. 월별 열판매량 (1Q21 YoY +9.2%)



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 4. 월별 전기판매량 (1Q21 YoY +0.3%)



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	<b>2,367.9</b>	<b>2,098.9</b>	<b>2,244.5</b>	<b>2,317.7</b>	<b>2,370.8</b>
매출원가	2,223.3	1,855.7	1,986.8	2,056.4	2,103.1
매출총이익	144.6	243.2	257.7	261.3	267.7
판관비	102.4	110.4	120.3	123.7	126.6
<b>영업이익</b>	<b>42.2</b>	<b>132.9</b>	<b>137.3</b>	<b>137.6</b>	<b>141.1</b>
금융손익	(54.6)	(53.7)	(52.8)	(53.7)	(53.4)
종속/관계기업손익	4.3	(0.4)	2.8	2.3	1.6
기타영업외손익	(17.2)	(56.7)	(10.7)	(7.2)	(3.9)
<b>세전이익</b>	<b>(25.3)</b>	<b>22.0</b>	<b>76.6</b>	<b>78.9</b>	<b>85.3</b>
법인세	0.3	(5.9)	13.1	13.0	14.3
계속사업이익	(25.6)	27.9	63.6	65.9	71.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(25.6)</b>	<b>27.9</b>	<b>63.6</b>	<b>65.9</b>	<b>71.1</b>
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>(25.6)</b>	<b>27.9</b>	<b>63.6</b>	<b>65.9</b>	<b>71.1</b>
지배주주지분포괄이익	(30.8)	26.1	63.6	65.9	71.1
NOPAT	42.8	168.5	113.9	114.9	117.4
EBITDA	279.4	384.6	420.9	425.0	432.5
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	(4.80)	(11.36)	6.94	3.26	2.29
NOPAT증가율	272.17	293.69	(32.40)	0.88	2.18
EBITDA증가율	15.17	37.65	9.44	0.97	1.76
영업이익증가율	191.03	214.93	3.31	0.22	2.54
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	127.96	3.62	7.89
EPS증가율	적지	흑전	127.52	3.68	7.82
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	6.11	11.59	11.48	11.27	11.29
EBITDA이익률	11.80	18.32	18.75	18.34	18.24
영업이익률	1.78	6.33	6.12	5.94	5.95
계속사업이익률	(1.08)	1.33	2.83	2.84	3.00

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	<b>590.5</b>	<b>583.9</b>	<b>616.1</b>	<b>625.9</b>	<b>676.8</b>
금융자산	27.4	38.8	39.1	43.9	80.2
현금성자산	20.4	29.6	29.3	34.0	70.1
매출채권	478.0	434.1	459.6	463.6	475.2
재고자산	34.8	38.9	41.1	41.5	42.5
기타유동자산	50.3	72.1	76.3	76.9	78.9
<b>비유동자산</b>	<b>5,302.1</b>	<b>5,489.2</b>	<b>5,519.5</b>	<b>5,502.6</b>	<b>5,482.9</b>
투자자산	57.3	65.7	69.6	70.2	71.9
금융자산	47.7	56.0	59.3	59.8	61.3
유형자산	4,955.7	5,080.3	5,115.4	5,105.8	5,091.3
무형자산	<b>81.4</b>	<b>82.3</b>	<b>73.6</b>	<b>65.8</b>	<b>58.8</b>
기타비유동자산	<b>207.7</b>	<b>260.9</b>	<b>260.9</b>	<b>260.8</b>	<b>260.9</b>
<b>자산총계</b>	<b>5,892.6</b>	<b>6,073.1</b>	<b>6,135.6</b>	<b>6,128.5</b>	<b>6,159.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>915.0</b>	<b>920.9</b>	<b>876.8</b>	<b>820.8</b>	<b>782.6</b>
금융부채	476.6	439.2	369.8	309.9	260.1
매입채무	272.0	231.9	245.5	247.6	253.9
기타유동부채	166.4	249.8	261.5	263.3	268.6
<b>비유동부채</b>	<b>3,448.2</b>	<b>3,348.5</b>	<b>3,402.7</b>	<b>3,411.1</b>	<b>3,435.9</b>
금융부채	<b>2,554.9</b>	<b>2,424.4</b>	<b>2,424.4</b>	<b>2,424.4</b>	<b>2,424.4</b>
기타비유동부채	893.3	924.1	978.3	986.7	1,011.5
<b>부채총계</b>	<b>4,363.2</b>	<b>4,269.4</b>	<b>4,279.5</b>	<b>4,232.0</b>	<b>4,218.6</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,529.4</b>	<b>1,803.7</b>	<b>1,856.1</b>	<b>1,896.6</b>	<b>1,941.2</b>
자본금	<b>57.9</b>	<b>57.9</b>	<b>57.9</b>	<b>57.9</b>	<b>57.9</b>
자본잉여금	113.7	113.7	113.7	113.7	113.7
자본조정	(0.0)	249.8	249.8	249.8	249.8
기타포괄이익누계액	(3.2)	(2.5)	(2.5)	(2.5)	(2.5)
이익잉여금	1,361.0	1,384.8	1,437.2	1,477.6	1,522.3
<b>비배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,529.4</b>	<b>1,803.7</b>	<b>1,856.1</b>	<b>1,896.6</b>	<b>1,941.2</b>
순금융부채	3,004.1	2,824.8	2,755.1	2,690.4	2,604.4

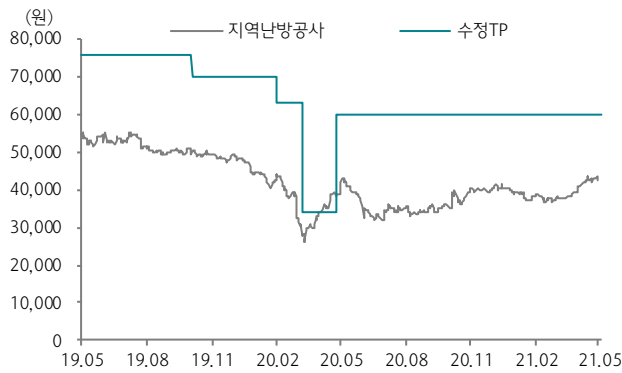
투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(2,209)	2,413	5,490	5,692	6,137
BPS	132,086	155,780	160,305	163,797	167,654
CFPS	22,245	35,639	35,091	35,609	36,359
EBITDAPS	24,128	33,216	36,351	36,708	37,353
SPS	204,505	181,272	193,844	200,165	204,751
DPS	0	965	2,200	2,280	2,450
<b>주가지표(배)</b>					
PER	(21.41)	16.72	7.74	7.47	6.93
PBR	0.36	0.26	0.27	0.26	0.25
PCFR	2.13	1.13	1.21	1.19	1.17
EV/EBITDA	12.71	8.56	7.59	7.36	7.03
PSR	0.23	0.22	0.22	0.21	0.21
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	(1.66)	1.68	3.47	3.51	3.70
ROA	(0.44)	0.47	1.04	1.07	1.16
ROIC	0.85	3.22	2.14	2.15	2.21
부채비율	285.29	236.70	230.56	223.14	217.32
순부채비율	196.42	156.61	148.44	141.86	134.16
이자보상배율(배)	0.69	2.34	2.51	2.60	2.74

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>188.8</b>	<b>381.9</b>	<b>406.6</b>	<b>362.6</b>	<b>389.7</b>
당기순이익	(25.6)	27.9	63.6	65.9	71.1
조정	22	32	28	29	29
감가상각비	237.2	251.7	283.6	287.5	291.4
외환거래손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(4.3)	0.4	0.0	0.0	0.0
기타	(210.9)	(220.1)	(255.6)	(258.5)	(262.4)
영업활동 자산부채 변동	(5.3)	34.1	59.4	9.3	27.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(357.8)</b>	<b>(430.2)</b>	<b>(314.4)</b>	<b>(270.7)</b>	<b>(272.0)</b>
투자자산감소(증가)	7.7	(8.3)	(3.9)	(0.6)	(1.8)
자본증가(감소)	(397.0)	(420.6)	(310.0)	(270.0)	(270.0)
기타	31.5	(1.3)	(0.5)	(0.1)	(0.2)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>181.4</b>	<b>57.5</b>	<b>(80.6)</b>	<b>(85.4)</b>	<b>(76.1)</b>
금융부채증가(감소)	290.1	(167.8)	(69.5)	(59.9)	(49.7)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(108.7)	227.0	0.1	(0.0)	0.0
배당지급	0.0	(1.7)	(11.2)	(25.5)	(26.4)
<b>현금의 증감</b>	<b>12.3</b>	<b>9.2</b>	<b>(0.3)</b>	<b>4.7</b>	<b>36.1</b>
Unlevered CFO	257.6	412.7	406.3	412.3	421.0
Free Cash Flow	(208.9)	(44.2)	96.6	92.6	119.7

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	95.04%	4.96%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 05월 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 2021년 5월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2021년 5월 14일 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.