KOSPI | 유틸리티

지역난방공사 (071320)

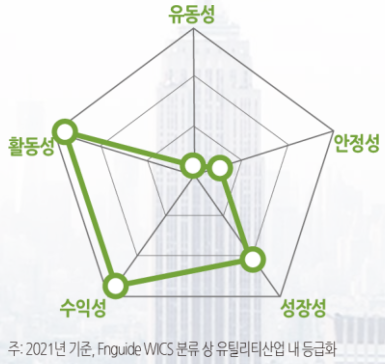
원료비 하락으로 수익성 정상화 기대

체크포인트

- 동사는 지역냉난방 집단에너지사업자로서 국내 시장점유율 50%를 차지하는 1위업체. 주요 원재료는 LNG로 80% 이상을 차지하며, 매출비중은 열 29.5%, 전기 68.2%, 냉수 0.9%, 기타 1.5%. 전기판매단가는 시장가격인 SMP(System Marginal Price, 계통한계가격)에 연동, 열요금은 민수용 도시가스요금에 연동
- 투자포인트: 1) LNG 국제 현물가격 하락에 따른 원가부담 완화 기대, 2) 열 요금 인상 및 LNG 원가 하락으로 하반기 실적 회복 본격화 전망, 3) SMP 상한제 적용에 대한 실적 우려는 과도
- 2022년 매출액 4조 12억원(YoY +57.7%), 영업이익 -3,945억원(YoY 적자전환) 전망. LNG 원가 급등에도 불구, 열 부문 가격인상 실패로 손실 확대. 4분기에도 발전용 LNG 원가가 역대 최고치로 상승하며 영업이익은 -1,167억원으로 전분기대비 적자폭 확대 예상

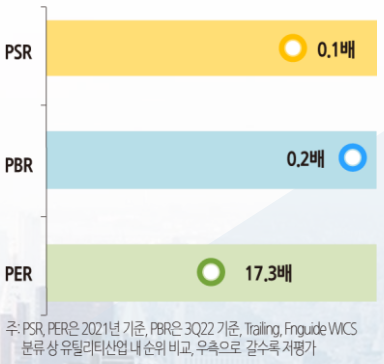
주가 및 주요이벤트

재무지표



주: 2021년 기준, Fnguide WICS 분류 상 유틸리티산업 내 등급화

벨류에이션 지표



주: PSR, PER은 2021년 기준, PBR은 3Q22 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류 상 유틸리티산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

지역난방공사 (071320)

KOSPI
유틸리티

Analyst 이원재 wonleewj@kirs.or.kr
RA 손현정 sssson@kirs.or.kr

국내 MS 50%의 지역난방 1위 집단에너지업체

LNG를 주요 원재료로 열과 전기를 생산, 3Q22 누적 기준 매출비중은 열 29.5%, 전기 68.2%, 냉수 0.9%, 기타 1.5%. 전기판매단가는 시장가격인 SMP에 연동하며, 열 요금은 민수용 도시가스요금에 연동

2022년 LNG 원가 상승에도 열부문의 낮은 가격인상으로 손실 확대

매출액은 4조 12억원으로 YoY +57.7% 증가, 영업이익은 -3,945억원(적자전환) 전망

2023년 키워드는 실적 정상화

투자 포인트는 1) LNG 국제 현물가격 하락에 따른 원가부담 완화 기대, 2) 열 요금 인상 및 LNG 원가 하락으로 하반기 실적 회복 본격화, 3) SMP 상한제 실적 우려는 과도

現주가는 2023년 추정 BPS대비 PBR 0.3배

2023년 LNG 가격 하락으로 실적이 정상화될 가능성에 주목할 필요. 現주가는 정부의 공공요금 인상제한 및 SMP 상한제 등 시장규제에 따른 성장성 제한 리스크와 발전용 LNG 원가부담 증가, 가격인상의 불확실성 등이 주가에 先반영된 것으로 판단

Forecast earnings & Valuation

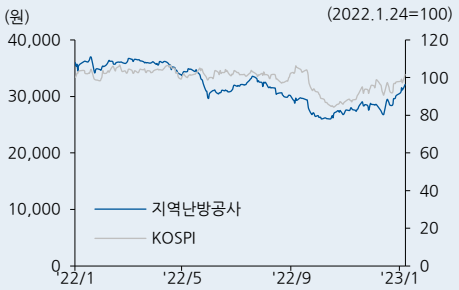
	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액(억원)	23,679	20,989	25,368	40,012	39,145
YoY(%)	-4.8	-11.4	20.9	57.7	-2.2
영업이익(억원)	422	1,329	397	-3,945	-2,134
OP 마진(%)	1.8	6.3	1.6	-9.9	-5.5
지배주주순이익(억원)	-256	279	215	-3,347	-2,430
EPS(원)	-2,209	2,413	1,853	-28,908	-20,987
YoY(%)	적지	흑전	-23.2	적전	적지
PER(배)	N/A	16.7	20.9	N/A	N/A
PSR(배)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
EV/EBIDA(배)	12.7	8.6	11.2	N/A	38.9
PBR(배)	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3
ROE(%)	-1.7	1.7	1.2	-20.2	-17.8
배당수익률(%)	0.0	2.4	2.1	0.0	0.0

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (1/30)		32,100원
52주 최고가		37,000원
52주 최저가		26,000원
KOSPI (1/30)		2,450.47p
자본금		579억원
시가총액		3,717억원
액면가		5,000원
발행주식수		12백만주
일평균 거래량 (60일)		0만주
일평균 거래액 (60일)		1억원
외국인지분율		0.51%
주요주주	산업통상자원부 외 3인	75.00%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.6	0.0	-9.6
상대주가	2.8	0.0	-1.7

▶ **참고 1)** 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'EBITDA 마진율', 활동성지표는 '순운전자본회전율,' 유동성지표는 '당좌비율'임.
2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

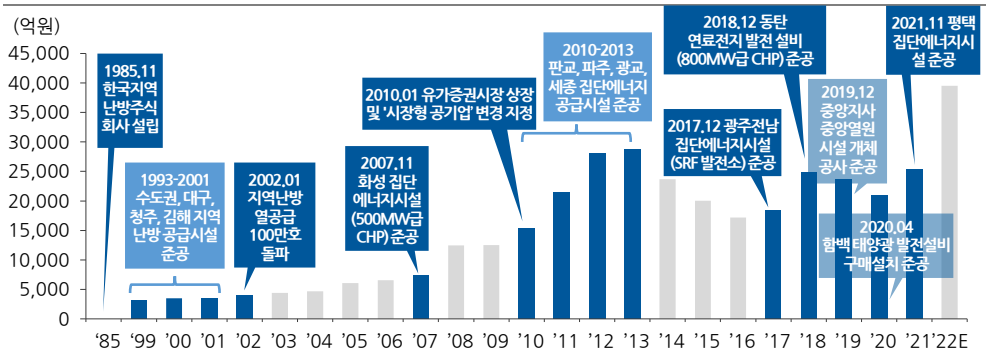
1 회사 연혁

1985년 설립, 2010년 상장된 집단에너지사업을 영위하는 공기업

지역난방공사는 집단에너지사업법에 의거하여 1985년에 설립, 2010년 KOSPI에 상장된 집단에너지사업을 영위하는 공기업이다. 집단에너지사업은 에너지공급시설에서 주로 열병합발전으로 생산된 에너지(열, 전기)를 주거 밀집 지역 또는 상업지역 등으로 다수 사용자에게 일괄 공급하는 사업이다.

동사는 1985년 설립 이후 1987년 여의도·동부이촌동·반포지구에 최초로 열공급을 개시했으며, 1992년 집단에너지사업법에 의거하여 공공법인으로 전환되었다. 동사는 1997년 대구·수원지사의 43MW급 열병합발전소 준공을 시작으로 2022년 3분기 기준 500MW급 중대형 발전소 3기 및 신재생설비를 포함해 2,424MW의 발전소를 보유하고 있다. 주요 중대형 발전소로는 동탄(757MW, 2017년 준공), 파주(516MW, 2011년), 화성(512MW, 2007년) 등 3기가 있다.

회사 연혁 (매출액 추이)



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

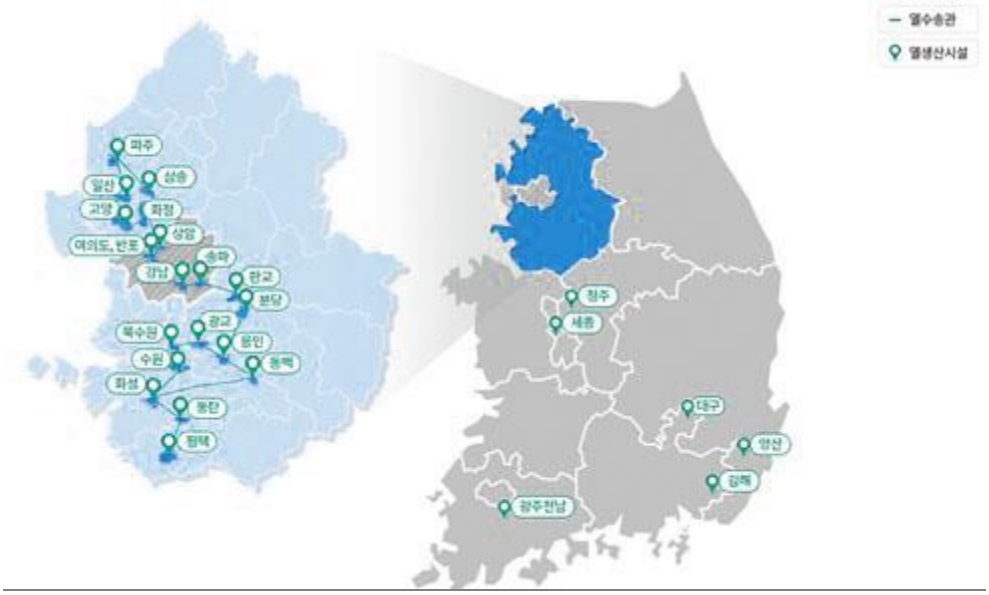
2 사업 현황

지역난방 공급세대수 177만세대로 시장점유율 절반을 차지하는 국내 지역난방 1위업체

동사는 2022년 3분기말 기준 총 19개 사업장에서 176.9만세대의 공동주택과 2,799개소의 건물에 냉난방을 공급하고 있다. 주요 공급지역은 서울 및 경기도 등 수도권의 13개 사업장에서 76.2%(134.8만세대)를 공급하며, 대구/양산/김해/청주/세종/광주전남 등 6개 사업장에서 23.8%(42.1만세대)를 공급하고 있다.

동사의 국내 지역난방 점유율은 50%를 소폭 하회하고 있으며, 이는 2010년 정부가 '공공기관 선진화계획'의 일환으로 에너지공기업의 시장 독점 차단을 위해 정한 '지역난방공사 신규사업 참여제한 지침'에 근거해 동사의 시장점유율이 50% 이하로 유지되고 있다.

지역난방 전국 공급망

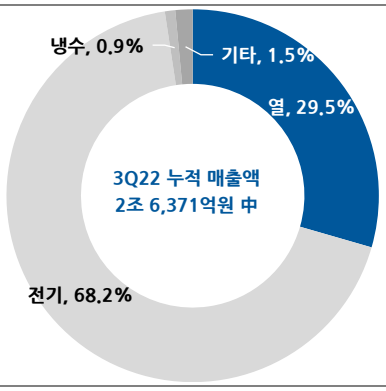


자료: 지역난방공사, 한국IR협의회 기업리서치센터

매출비중은 열 29.5%, 전기 68.2%, 냉수 0.9%, 기타 1.5% 전기판매단가는 시장가격인 SMP에 연동되며, 열 판매단가는 민수용 도시가스요금에 연동

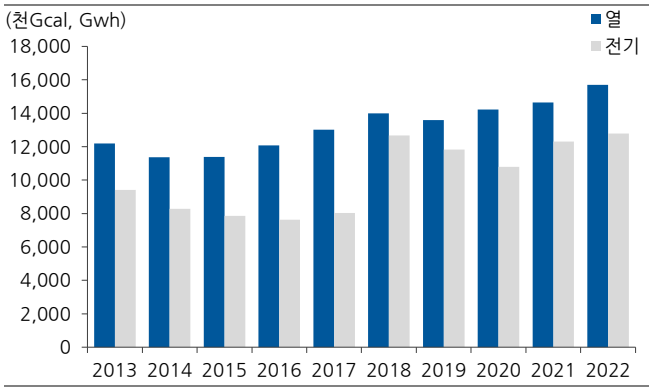
2022년 3분기 누적기준 매출비중은 열 29.5%, 전기 68.2%, 냉수 0.9%, 기타 1.5%이다. 공급세대수 증가로 열과 전기 판매량이 매년 완만한 증가세를 보이고 있는 가운데 사업부문별 매출비중은 매년 변동폭이 크다. 주요 원인은 전기부문에서 판매가격이 전력시장 공급자와 수요자간 시장원리로 정해지는 기준가격인 SMP(System Marginal Price, 계통한계가격)를 따르고 있어 매년 발전원가에 따라 전기 매출액이 변동하기 때문이다. 특히 SMP가격은 발전단가가 저렴한 원자력, 석탄보다는 대부분 LNG로 결정되기 때문에 LNG 국제가격 및 환율 변동에 따라 정해진다. 매년 SMP의 지속적인 상승으로 전기부문 매출비중은 2020년 46.6%에서 2021년 54.9%, 2022년 3분기 누적 68.2%로 상승하였다. 따라서 전기 부문 수익성은 기본적으로 판매가격이 원료가격을 반영한 SMP로 정해지기 때문에 평균 7% 내외의 영업이익률을 기록했으나, 지난 해 대규모 적자를 시현한 것은 열 부문이다. 열 부문은 LNG 원가 상승에도 불구하고 판매가격이 도시가스 민수용 요금에 연동되기 때문에 러·우전쟁 이후 역대 최대치로 상승한 LNG 원가 상승에 비해 상대적으로 낮은 도시가스 요금인상 영향으로 적자폭이 확대되었다. 한국가스공사의 발전용 천연가스요금을 보면 2021년 GJ당 평균 13,364원에서 2022년 28,542원으로 113.6% 급등하였으며, 2022년 12월 기준으로는 37,863원으로 역대 최고치로 상승하였다.

부문별 매출 비중



자료: 지역난방공사, 한국IR협의회 기업리서치센터

부문별 판매량 추이



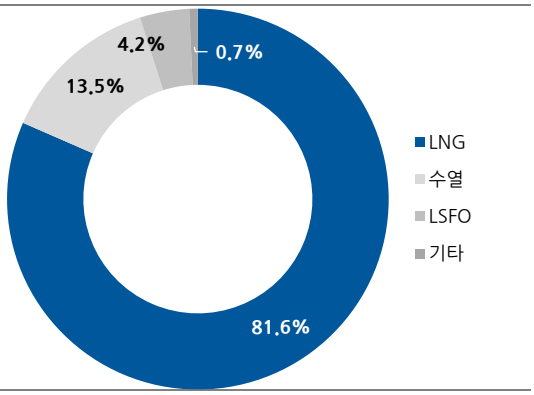
자료: 한국가스공사, 지역난방공사, 한국IR협의회 기업리서치센터

주요 원재료는 LNG로 전체 원료 매입비중의 81.6% 차지

동사의 주요 원재료는 LNG, 수열, LSFO(低유황유) 등이며, 2022년 3분기 누적 기준 원료매입비중을 보면 LNG 비중이 81.6%로 절대적이며, 그 다음이 수열(水熱)로 13.5%, LSFO(저유황유) 4.2% 順이다.

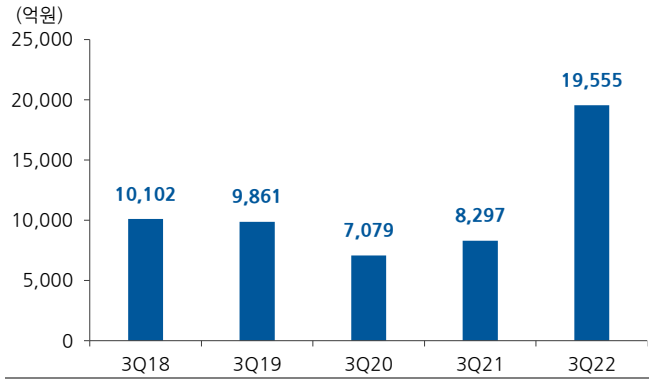
연간 동사가 한국가스공사로부터 구매하는 LNG 매입비용은 2020년 0.96조원에서 2021년 1.44조원으로 50.0% 증가했으며, 2022년 3분기 누적으로는 1.95조원으로 전년동기(0.83조원)대비 135.5%나 급증하며 역대 최대치를 기록하였다. LNG를 포함한 전체 원료매입비용은 2022년 3분기 누적 2.4조원으로 전년동기대비 1.3조원이 증가한 가운데 동기간 누적 매출액은 2.63조원으로 전년동기대비 1조원 증가에 그치면서 적자폭이 확대된 것이다. 결국 원가는 역대 최고치로 높아졌지만, 판매가격은 공공요금 인상제한 영향으로 시장에 전가하지 못하면서 적자폭이 확대된 셈이다. 국내 주택용 도시가스요금은 지난 해 3월말 Mcal 당 65.23원에서 4월 66.98원으로 2.7% 상승한 이래 7월 74.49원으로 +11.2%, 10월 89.88원으로 20.7% 추가로 상승해 1년전에 비해 총 37.8% 상승했으나, 발전용 천연가스요금의 경우에는 지난 해 초 GJ당 22,802원에서 12월 역대 최고치인 37,863원으로 66.1% 상승했으며, 이 수치는 글로벌 코로나 팬데믹에 따른 수요 둔화 우려로 약세를 보였던 2020년 11월(7,048원)대비로는 5배 이상 급등한 수치이다.

원재료 매입비중



자료: 지역난방공사, 한국IR협의회 기업리서치센터

연도별 3분기 누적 원료매입비용 추이



자료: 지역난방공사, 한국IR협의회 기업리서치센터

주주현황 및 배당현황

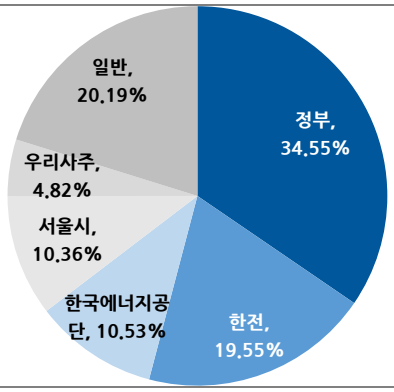
정부 및 정부기관 등이 79.81% 보유, 이익 발생 시 배당성향은 40% 상회 수준

동사의 2022년 3분기 기준 주주 현황을 보면 정부 34.55%, 한국전력 19.55%, 한국에너지공단 10.53%, 서울시 10.36%, 우리사주 4.82% 등으로 정부 및 정부기관이 79.81%를 보유하고 있으며, 일반투자자 비중은 20.19%이다.

동사는 2010년 상장 이후 2021년까지 적자가 발생한 2018~2019년 2개년을 제외하고는 매년 배당금을 지급해왔다. 주당 배당금은 2020년 965원, 2021년 797원으로 배당성향은 각각 40.0%와 43.0%이다.

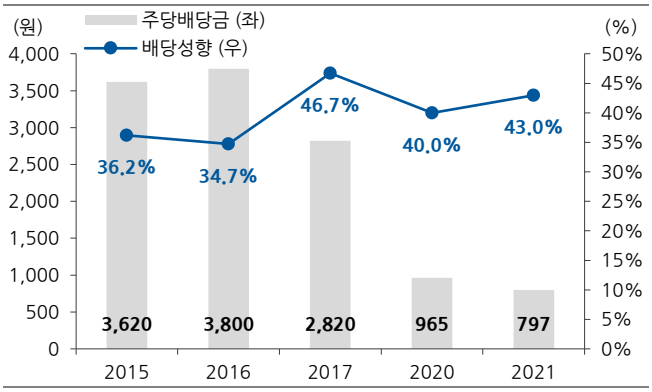
2022년에는 발전용 LNG 비용 증가대비 낮은 공공요금 인상으로 대규모 적자가 예상됨에 따라 배당을 기대하긴 어려울 전망이다.

주주 현황



자료: 지역난방공사, 한국IR협의회 기업리서치센터

주당 배당금 & 배당성향



자료: 지역난방공사, 한국IR협의회 기업리서치센터

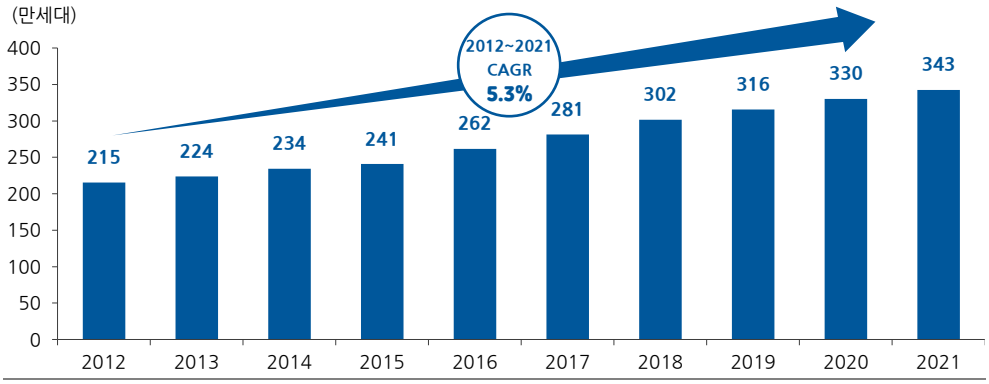
산업 현황

1 국내 지역난방 시장 현황

국내 지역난방 사업자는 29개사로 공급세대수는 343만세대로 과거 10년간 연평균 5.3% 증가

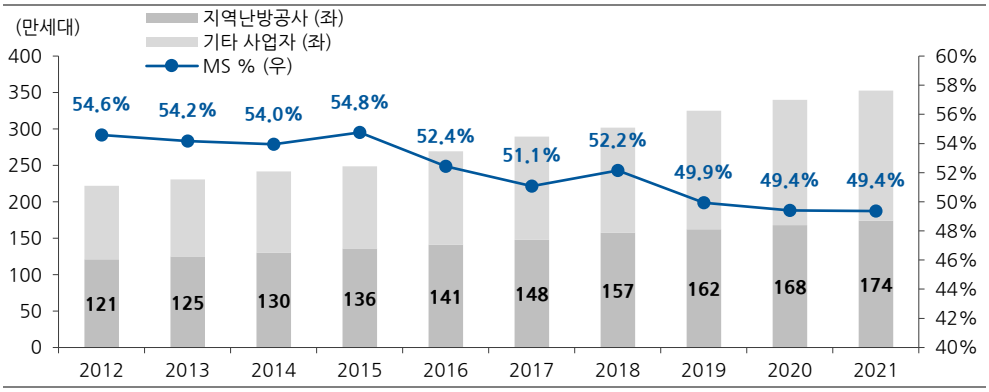
한국에너지공단에서 발간한 2022 집단에너지사업 편람에 따르면 2021년말 기준 국내 지역냉난방은 29개 사업자가 58개소에서 공급 중이다. 2021년말 기준 전국 허가세대수는 416만세대, 공급세대수는 343만세대로 국내 총세대수(1,881만세대)의 약 18.2%에 공급하고 있다. 국내 지역냉난방 공급세대수는 2012년 215만세대에서 2021년 343만세대로 10년간 연평균 5.3% 성장률을 기록하였다. 동사의 공급세대수는 2012년 121만세대에서 2021년 174만세대로 10년간 연평균 4.1% 성장률을 기록했으며, 지역냉난방 및 산업단지를 포함한 시장점유율은 2019년 이후 50% 미만 수준을 유지하고 있다. 지역냉난방 공급세대수가 매년 연평균 5.3% 수준으로 증가하면서 동사의 공급세대수도 이와 비례해 증가하고 있으나, 동사가 시장지배적 사업자로서 정부가 독과점 차단을 위해 2010년 정한 시장점유율 50% 룰에 따라 신규 사업지역을 적극적으로 확대하지 못하는 점은 동사로서는 성장에 한계요인이다.

국내 연도별 지역냉난방 공급세대수



자료: 한국에너지공단, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사 지역냉난방 시장점유율 추이(동사 시장점유율은 2019년 이후 50% 미만으로 유지)



자료: 한국에너지공단, 한국IR협의회 기업리서치센터
주: 시장점유율은 지역냉난방, 산업단지, 병행사업자 포함 수치임

2 지역난방업체 수익성 분석

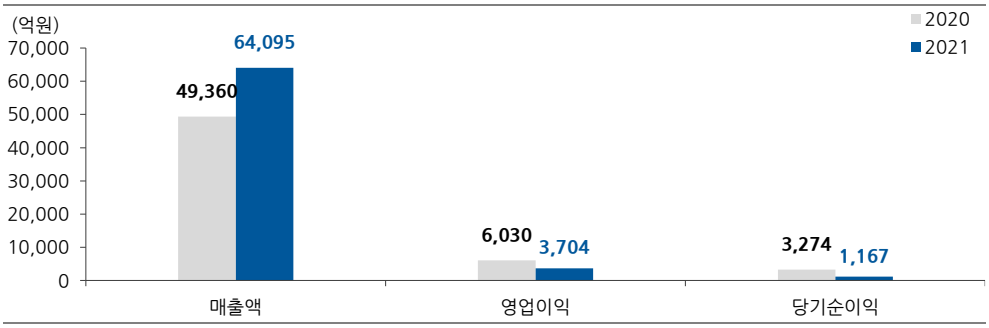
2021년 국내 지역난방 29개사 합산 매출액은 6.4조원으로 YoY +29.8% 증가했으나, 발전용 에너지비용 증가로 수익성은 하락

2021년말 기준 국내 지역난방 29개 사업자 中 상위 10개사 공급비중은 88.0%로 업계 부동의 1위업체는 동사로 174만세대에 공급해 49.4% 시장점유율을 확보하고 있으며, 뒤를 이어 2위 GS파워(39만세대), 3위 서울에너지공사(26만세대), 4위 나래에너지(13만세대), 5위 청라에너지(12만세대), 그 외 업체로는 안산도시개발, 미래인천에너지, 인천종합에너지, 별내에너지, 휴세스 順이다.

2021년 기준 지역냉난방 29개사 합산 매출액은 6.4조원, 영업이익은 3,704억원을 기록하였다.
합산 매출액은 전년(4.93조원)대비 29.8% 증가했으나, 영업이익은 전년(6,030억원)대비 38.6% 감소한 수준이다. 29개사 합산 영업이익률은 5.8%로 전년(12.2%)대비 6.4%p 하락하였다. 발전용 LNG가격 상승으로 SMP가격이 kwh당 평균 94원으로 전년(69원)대비 36.2% 상승한 영향으로 매출액은 증가했으나, 원재료가격 상승으로 매출원가율이 90.4%로 전년대비 5.5%p 상승하면서 수익성은 하락하였다.

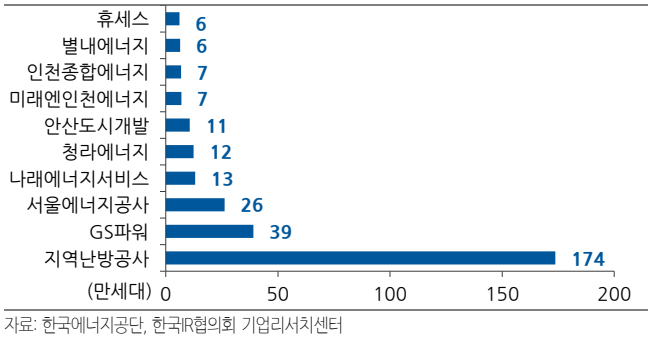
영업이익률 상위업체로는 청라에너지(29.2%), GS파워(19.4%), 휴세스(18.0%), 인천종합에너지(17.3%) 順으로 높았으며, 동사의 경우 1.6%로 상위 10개사 中 서울에너지공사(-24.8%)를 제외하면 가장 낮은 수준을 기록했다. 2021년 기준 지역난방 29개사 합산 매출액대비 동사 매출비중은 39.6%를 기록했으나, 이익률이 낮아 영업이익비중은 10.7%로 매출규모에 비해 이익 규모는 작았다.

지역난방 29개사 합산 실적 비교



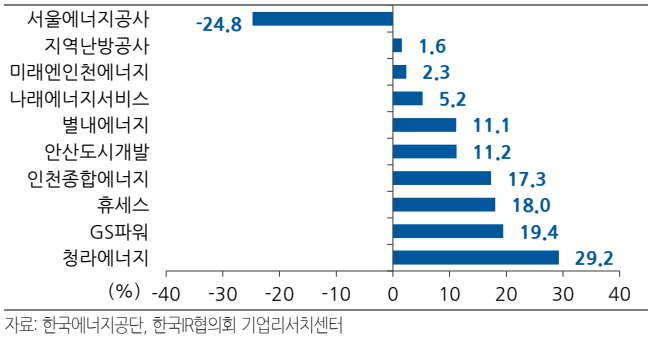
자료: 한국에너지공단, 한국IR협의회 기업리서치센터

2021년 국내 지역난방 상위 10개사 공급세대수 현황



자료: 한국에너지공단, 한국IR협의회 기업리서치센터

2021년 국내 지역난방 상위 10개사 영업이익률 비교



자료: 한국에너지공단, 한국IR협의회 기업리서치센터

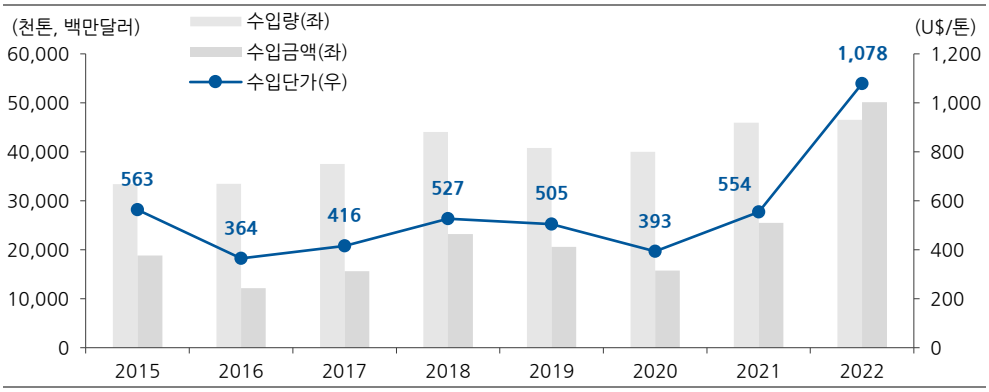
원료시장 분석: LNG 수입 통계 및 가격 추이

2022년 LNG 수입단가는 전년대비 97.0% 급등, 러시아사태에 따른 글로벌 수급불안이 원인

국내 지역난방업체들의 수익성 하락은 열병합발전(CHP)에 투입되는 LNG가격의 급등이 주원인이다. 동사의 원료매입비용 중에서 LNG는 81.6%를 차지하는 주에너지원으로 동사는 한국가스공사와 계약을 체결하여 발전용 LNG를 구매하고 있다.

2022년 연간 국내 LNG 수입량은 4,653만톤으로 전년대비 1.3% 증가에 그쳤으나, 수입금액은 502억달러로 97.0%나 급증하였다. 이는 LNG 수입단가가 2021년 톤당 $554에서 2022년 $1,078로 94.5%나 급등한 영향이다. 지난 해 2월말 러시아의 우크라이나 침공 이후 러시아-유럽간 노르드스트림 파이프라인을 통한 PNG 가스공급이 중단되면서 러시아로부터 40% 이상 천연가스 수입에 의존하던 독일을 비롯한 유럽 주요국들은 대안으로 미국, 카타르, 호주 등으로부터 액화천연가스 수입을 대폭 확대했다. 결과적으로 미국의 경우 유럽 주요국으로 LNG 수출량을 대폭 늘린 만큼 기존 최대 수출국이었던 한국과 일본向 물량이 30% 이상 크게 감소하는 등 글로벌 LNG시장에서 수급상황이 불안해졌고, 그만큼 시장가격은 올랐다.

연도별 LNG 수입통계



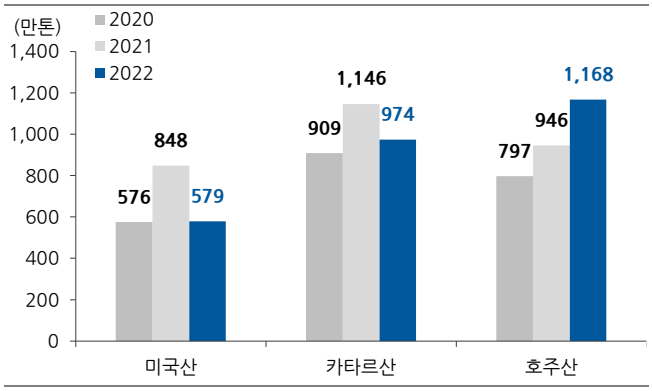
자료: 관세청, 한국IR협의회 기업리서치센터

유럽의 미국 및 카타르産 수입확대 영향으로 국내는 Spot 시장에서 상대적으로 비싼 호주産 물량 증가, 원화가치 하락(환율상승)도 수입價 상승 야기

2022년 국가별 LNG 수입량을 보면 2021년 최대 수입물량을 차지했던 카타르産은 974만톤으로 전년대비 15.0% 감소했으며, 미국産은 2021년 848만톤에서 2022년 579만톤으로 31.7%나 감소하였다. 결과적으로 국내는 카타르와 미국産 수입감소分을 메꾸기 위해 현물(Spot)시장에서 호주産을 늘릴 수 밖에 없었던 것으로 보인다. 호주産 수입량은 2021년 946만톤에서 2022년 1,168만톤으로 23.5% 증가했다. 2022년 4분기 평균 호주産 LNG 수입단가는 톤당 $870로 미국産 $726, 카타르産 $751에 비해 15~20% 가격이 비쌌다. 더구나 인플레이션 통제를 위해 美 연준이 공격적으로 금리를 인상하면서 달러 강세 영향으로 4분기 평균 원화환율이 금융위기 이후 최고치인 1,359원으로 전년동기대비 14.9%나 상승(원화가치 하락)하면서 LNG 수입가격이 급등한 가운데 환율마저 원화기준 수입가격 상승폭을 키웠다. 결국 글로벌 LNG시장의 수급 악화 영향으로 국제시세가 상승하면서 한국가스공사의 LNG 수입가격이 상승하였고, 가스공사로부터 발전용 LNG를 공급받고 있는 동사를 비롯한 발전사들의 발전원가도 상승한 것이다.

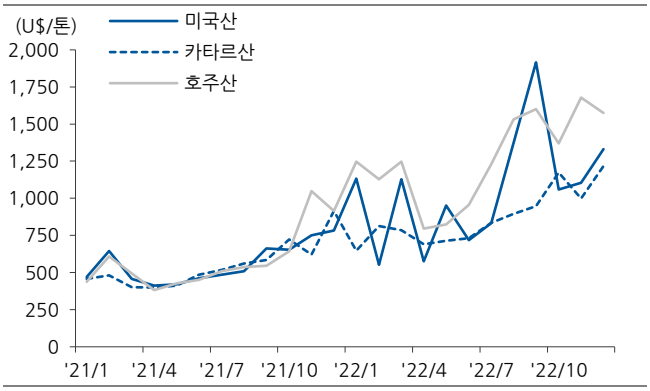
문제는 원가가 상승할수록 공공기업의 특성상 원가상승分을 그대로 공공요금에 전가할 수 없어 적자폭만 확대된다는 점이다. 그동안 수년간은 LNG가격의 변동폭이 크지 않았기 때문에 감내할 수준이었다면 지난 해부터 이어진 LNG가격 수준은 어쩌면 공공기업으로서 수익성을 확보할 수 있는 한계선을 넘었다. 한국가스공사의 발전용 LNG가격은 2023년 1월 GJ(Giga Joule)당 36,073원으로 2020년 평균대비 3.5배, 2021년 평균대비 2.7배, 2022년 평균대비로도 26.4% 상승한 수준이다.

국내 LNG 국가별 수입 추이



자료: 관세청, 한국IR협의회 기업리서치센터

국가별 LNG 수입단가 추이



자료: 관세청, 한국IR협의회 기업리서치센터

투자포인트

1 LNG 국제 현물가격 하락에 따른 원가부담 완화 기대

두바이유 및 LNG 현물가격은 러시아사태 이전 수준으로 완전 회귀하며 하락 안정세

2022년에는 LNG 원가 상승으로 동사가 대규모 적자를 기록했다면 2023년에는 국제유가와 LNG가격의 동반 하락 안정으로 발전원가 부담이 완화되면서 적자폭이 줄고 수익성이 개선될 것으로 기대된다.

올해 1월 들어 국제유가(두바이유)는 배럴당 $80대 초반으로 2022년 1월 러시아의 우크라이나 침공 이전 수준으로 완전히 회귀했다. 두바이유는 2022년 3월 러시아의 우크라이나 침공 이후 배럴당 $128까지 급등했으나, 이후 중국의 제로코로나 정책에 따른 수요 감소, 미국의 공격적인 금리인상에 따른 달러 강세 영향으로 가격 약세가 지속되며 상승分을 모두 반납했다.

LNG 국제가격도 국제유가 추이와 다르지 않다. 한국과 일본의 현물거래 가격지표인 JKM LNG 현물가격은 현재(1/27일) 백만BTU당 $19.5로 2021년 9월 이후 1년 4개월 최저치로 하락했다. 국제유가와 같이 러시아 사태 이전으로 완전히 회귀했으며, 2022년 8월 고점($70)대비 70% 이상 대폭 하락한 수준이다.

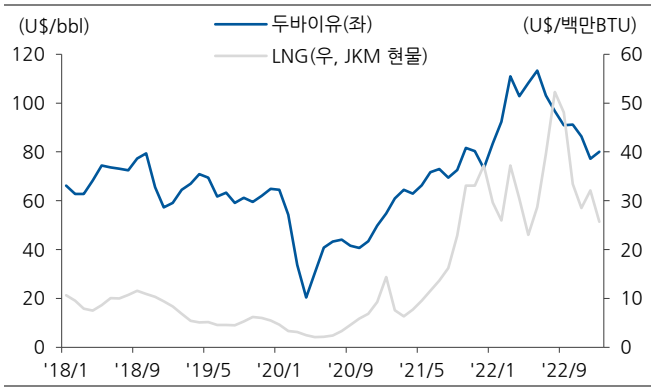
두바이유·LNG·SMP 동조화로 2023년에는 동반 약세 예상

국제유가와 LNG가격은 에너지원으로서 서로 경쟁관계이자 대체제이다 보니 국제유가가 변동하면 LNG도 동행성을 보인다. LNG와 SMP(전력계통한계가격)도 하기 차트에서 보듯 거의 완벽한 동행성을 보인다.

국제유가가 하락하면 LNG가격에 영향을 주고, LNG가격 약세에 SMP도 3개월 정도 시차를 두고 연동하는 패턴이 일반적이다.

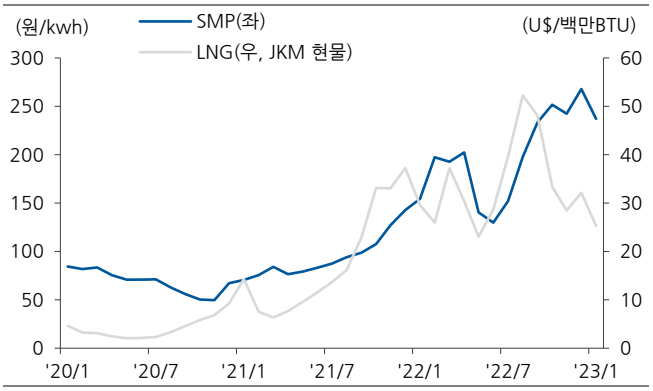
SMP가격이 LNG가격과 추세 동행하는 이유는 국내전력시장에서 전기가격을 결정하는 수급구조상 원자력·석탄 등 발전원가가 저렴한 기저발전량을 채우고 나면 나머지 발전원 중에 수요·공급이 일치하는 시점이 대부분 LNG 발전량의 공급시점과 일치하기 때문에 사실상 SMP는 LNG가격과 일치한다고 봐도 무방하다. 결국 국제유가와 LNG, SMP가격은 시차를 두고 같은 방향성을 보인다. 따라서 한국가스공사의 발전용 천연가스요금이 12월~1월 역대 최고점 수준을 형성하고 있지만 앞서 설명한 바와 같이 국제유가와 LNG 국제 현물가격이 1년 이전 수준으로 가파르게 하락한 만큼 3개월 내외 시차를 두고 빠르면 2분기부터는 가스공사의 발전용 천연가스 요금도 하락하고, SMP도 현재와 같은 초강세가 완화될 전망이다.

두바이유 vs LNG 월평균가격 비교



자료: Refinitive, 한국IR협의회 기업리서치센터

LNG vs SMP 월평균가격 비교



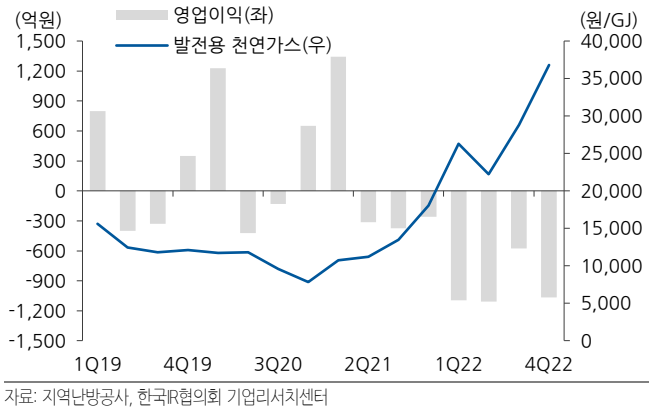
자료: Refinitive, 전력거래소, 한국IR협의회 기업리서치센터

LNG가격 상승은 주로 열부문 수익성에 타격

동사는 주원료로 LNG를 투입해 열병합발전기(CHP)를 가동하여 열과 전기를 동시에 생산한다. 따라서 LNG 원가는 열부문과 전기 부문에 동시에 영향을 준다. 다만 차이는 LNG 원가가 상승하더라도 국내 난방비는 별도로 민수용 도시가스요금에 연동하기 때문에 공공요금의 특성상 가격을 인상하기가 쉽지 않고, 인상하더라도 시차를 두고 반영되기 때문에 최근과 같은 LNG가격 급등 상황은 절대적으로 동사의 수익성에는 악재이다. 2022년 3분기 누적 영업적자(2,779억원) 중 대부분(2,722억원)을 열부문이 차지한 이유이다.

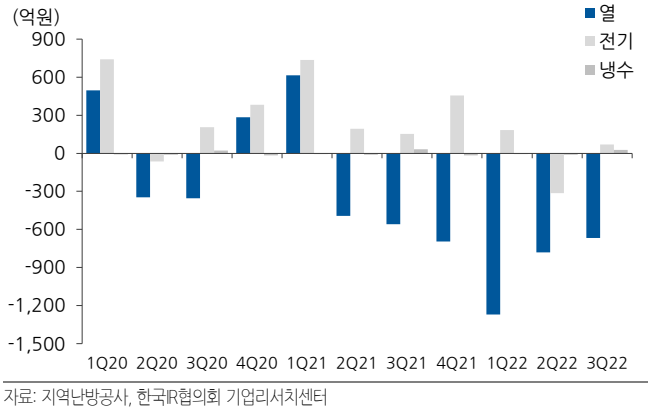
반면 전기부문에서는 한전에서 전력시장의 수급에 따라 매일 정해지는 시장가격인 SMP가격으로 구매하고 있기 때문에 LNG가격 변동分이 그대로 SMP가격으로 전가되어 동사는 전기판매에 대해서는 가격전가력을 확보하고 있다고 볼 수 있다. 실제로 2022년만 제외하면 2021년까지 지난 10년을 봐도 전기부문에서 동사가 연간 기준으로 적자를 기록한 적이 없다. (2013~2021 평균 전기 부문 영업이익률은 9.4%)

분기별 영업이익 vs 발전용 천연가스요금 비교



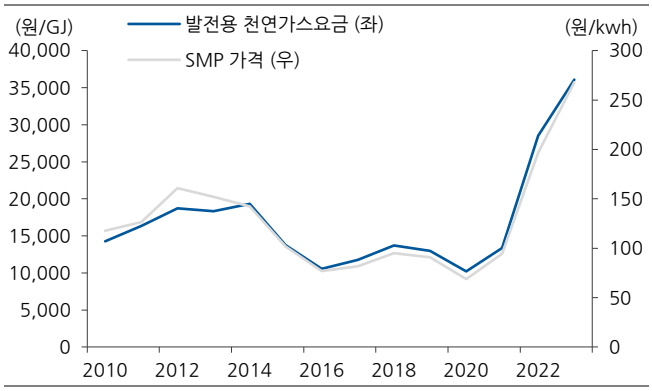
자료: 지역난방공사, 한국IR협의회 기업리서치센터

사업부문별 영업이익 추이



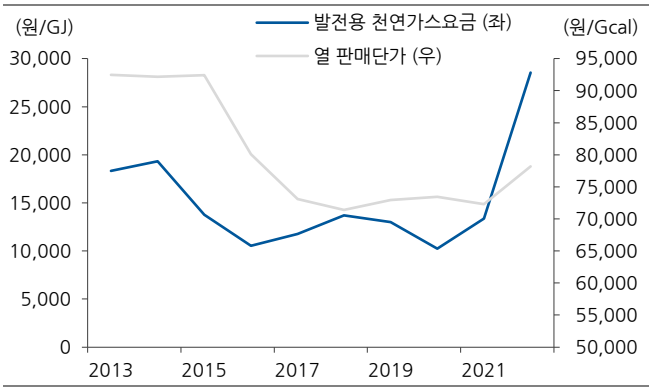
자료: 지역난방공사, 한국IR협의회 기업리서치센터

발전용 천연가스요금 vs SMP가격 비교



자료: 한국가스공사, 전력거래소, 한국IR협의회 기업리서치센터

발전용 천연가스요금 vs 열 판매단가



자료: 지역난방공사, 한국가스공사, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 열 요금 인상 및 LNG 원가 하락으로 하반기 실적 회복 본격화 전망

열부문 실적회복의 관건은 민수용 도시가스요금 추가 인상 및 발전용 LNG 단가 하락

동사의 열 사업부문 실적 회복의 관건은 민수용 도시가스요금에 열 요금이 연동되는 만큼 도시가스 요금의 추가 인상 또는 발전용 LNG 원가가 하락하는 경우이다.

2022년 3분기 누적 기준 동사의 열 판매단가는 Gcal당 72,706원으로 전년동기대비 0.7% 상승에 그쳤다. 반면 LNG, 수열, LSFO 등 원재료비용은 2.4조원으로 전년동기대비 121.2%(+1.3조원)나 증가하였다.

한국가스공사의 발전용 천연가스요금은 2022년 3분기 누적 기준 평균 28,542원/GJ로 전년동기(13,364원/GJ)으로 113.6% 상승하였다. 2023년 1월 기준 요금은 36,073원으로 전년동월대비 58.2% 상승했으며, 전월 역대 최고치(37,863원/GJ)대비로는 소폭 하락한 수준이다.

2022년 4월, 7월, 10월 3회에 걸쳐 열요금 37.8% 인상

동사는 지난 해 총 3회에 걸쳐 열요금을 인상하였다. 지난 2019년 8월 이후 거의 3년만이다. 열요금은 지난 해 3월말 기준 Mcal당 65.23원에서 4월 66.89원 → 7월 74.49원 → 10월 89.88원으로 3회에 걸쳐 총 37.8% 인상되었다. 요금 조정 직전 대비 인상률은 4월 2.7%, 7월 11.2%, 10월 20.7%을 기록했다.

10월 20.7%의 인상에도 한국가스공사의 발전용 천연가스요금이 4분기 평균 36,804원/GJ로 3분기대비 27.8% 상승하여 열요금 인상폭이 충분하지는 않다.

2분기 열요금 추가 인상 및 7월 요금정산제 적용時 LNG 원가 하락과 겹쳐 하반기부터 실적 회복 본격화 전망

지난 12월 산업부는 동절기 서민부담 완화를 위해 가스요금 동결을 결정했지만, 한국가스공사의 미수금이 8.8조원으로 전년대비 488% 급증한 만큼 2분기에는 추가 인상을 예고하고 있다. 국제시장에서 현물 LNG가격은 지난 해 8월 고점 이후 대폭 하락해 러시아사태 이전 가격으로 하향 안정화되었지만 한국가스공사의 발전용 천연가스요금은 시차를 두고 4개월 늦게 12월 역대 최고치(37,863원/GJ)를 기록했으며, 올해 1월에도 36,073원/GJ로 소폭 하락하긴 했으나 여전히 높을 수준을 유지하고 있기 때문이다.

2023년 열부문 수익성 개선이 기대되는 점은 2분기에도 열요금 추가 인상이 예상되는 가운데 빠르면 1분기, 본격적으로는 2분기부터 발전용 천연가스 하락分이 반영되면서 판가는 올라가고, 원가는 하락해 마진 스프레드가 개선

될 것이 분명해 보이기 때문이다. LNG 국제가격이 러시아의 우크라이나 침공 이후 비정상적으로 급등한 후 현재는 제자리로 회귀한 만큼 시차는 있지만 동사의 수익성 회복도 본격화될 전망이다.

올해 7월 열요금 정산에 따른 실적 회복도 기대된다. 열요금 산정 및 결정방식은 연료비는 연료비 연동제 및 정산제를 적용하고, 연료비 이외 총괄원가는 격년주기로 再산정하는 방식이다. 연료비 연동제는 국제유가, 환율 등 변동에 따른 연료비 증감분을 열요금에 반영하는 제도로 한국가스공사의 민수용 도시가스요금 조정률을 반영하여 적용하며, 연료비 정산제는 연료비 연동 적용時 연료비 발생 및 요금 적용간 시차에 따른 불일치 해소를 위한 제도로 연 1회, 익년(N+1년) 7월에 정산된다. 2022년 LNG가격이 단기에 급등한 반면 열요금 인상률은 상대적으로 낮게 반영된 만큼 7월 요금 정산제로 열 판매가격이 높아질 가능성이 크다. 긍정적인 점은 3분기부터 발전용 LNG가격 하락分이 본격 반영될 것으로 전망되어 시기적으로 원가가 본격적으로 하락하는 시기에 열요금 정산까지 겹쳐 하반기부터는 실적 회복세가 더욱 본격화될 전망이다.

3 SMP 상한제 적용에 대한 실적 우려는 과도

12월부터 SMP 상한제 시행

2022년 한전의 적자가 30조원에 달할 것으로 전망되면서 정부는 지난 12월 SMP 상한제 내용을 담은 '전력 거래가격 상한에 관한 고시 개정안'을 의결하였다. SMP 상한제는 연료비 급등으로 한전이 발전사들로부터 사들이는 전력가격이 비정상적으로 높을 경우 한시적으로 평시가격을 적용하는 제도이다.

개정안에 따르면 직전 3개월 평균 SMP가 이전 10년간(120개월) SMP의 상위 10%를 넘을 경우 1개월간 SMP의 상한선을 두는 방안이다. 정부는 상한가격을 10년 평균 SMP의 1.5배로 설정했다.

지난 10년간(2013~2022) 평균 SMP는 kwh당 110원으로 개정안을 적용하면 상한선이 165원 정도이다.

지난 12월 평균 SMP는 267.6원으로 역대 최고치를 기록했는데, 이 수치에 SMP 상한제(kwh당 165원)를 적용하면 실제 발전사들이 한전으로부터 정산 받아야할 SMP가 kwh당 102.6원(-38%) 줄어들게 된다.

만약 향후 실제 SMP가 12월 수준으로 1년간 지속된다고 가정하면 동사의 연간 전기판매량을 감안할 경우 전기매출액이 1.3조원이나 감소하는 수치이다.

다만 정부는 수정안에서 △ SMP 상한제 연속 3개월 적용 금지, △ SMP 상한제 도입 1년 후 조항 일몰 등 내용이 포함되었다. 이에 따르면 12월 최초로 시행된 SMP 상한제는 2월까지 3개월 운영되고 3월에는 SMP 상한제 요건이 되더라도 시행할 수 없으며, 올해 11월에는 자동으로 SMP 상한제 효력이 없어진다.

태양광 등 민간발전사들의 반발로 수정안 완화 가능성 존재

만약 SMP 상한제가 정부의 개정안대로 올해 11월까지 연간 실시된다고 가정하면 이는 동사에게는 가장 큰 악재가 될 수밖에 없지만 이 개정안이 그대로 시행될 지 여부는 아직 불확실하다. 민간발전사들, 특히 태양광업계를 포함한 신재생에너지 발전사들의 반발이 거세기 때문이다.

연도별 평균 SMP를 보면 지난 2016년 이후 2021년까지 6개년 평균 85원을 기록했고, 2016년과 2017년에는 77원과 82원으로 하락해 민간발전사들의 수익성이 악화되었음에도 불구하고 민간발전사들이 요구한 SMP 하한제

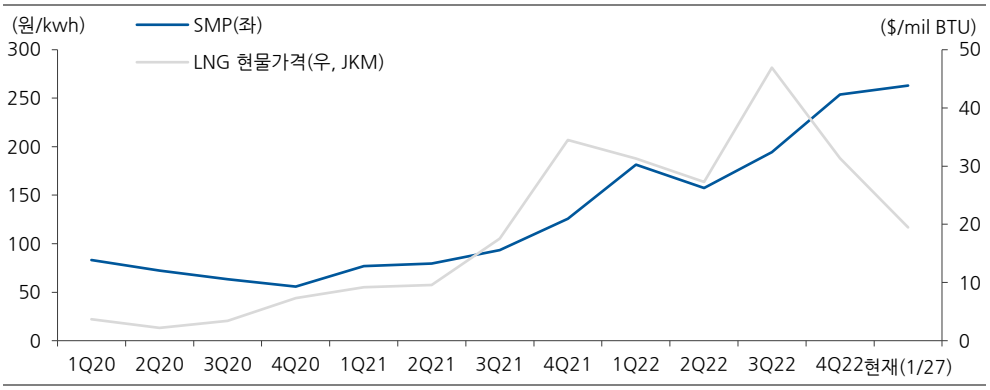
등의 제도 논의가 없었는데, 최근 SMP 급등으로 민간발전사들의 수익성이 높아지자 공공기업인 한전의 막대한 적자를 민간 발전사들에 떠넘겨 반시장적이라는 비판에서 자유로울 수 없기 때문이다. 태양광업계는 2월 중 'SMP 상한제 헌법소원심판 청구 및 국가손해배상소송'을 준비하고 있고, 전력거래소 측도 12월 SMP 상한제 적용 이후 시행 효과에 대해 분석하고 업계와 협의를 지속하고 있다고 알려진 만큼 향후 SMP 상한제는 정부안보다는 완화될 개연성이 있다고 본다.

LNG 국제 현물가격 급락에 따른 향후 SMP 가격 하락으로 SMP 상한제 이슈자체 소멸 가능성

SMP 상한제 적용에 따른 실적 타격이 시장 우려보다 크지 않을 수도 있다는 이유는 최근 LNG 국제시세(JKM, 한국/일본 거래지표)가 백만BTU당 1/27일 기준 $19.5로 하락해 결국에는 3~4개월 시차를 두고 차분기에는 SMP도 하락해 SMP 상한제 이슈 자체가 소멸될 수도 있기 때문이다. 과거 분기를 보면 LNG 현물가격이 현재와 같은 수준($20 내외)을 기록했던 시기는 2021년 3분기로 당시 SMP는 93원을 기록했다. 2021년 3분기 원달러 평균환율(1,157원)대비 1/27일 현재 환율이 1,231원으로 6.4% 상승한 점을 감안하더라도 향후 3~4개월 시차를 두고 SMP는 100원선 수준까지 하락 가능성이 있는 것이다.

즉 현재의 LNG 현물가격이 SMP에 향후 3~4개월 후 반영되어 SMP가 과거 10개년 평균(110원)의 1.5배인 165원선을 하회한다면 자동으로 SMP 상한제 이슈가 소멸되고, 동사에게는 원가도 안정되고 전기부문에서 가격도 그대로 SMP 시장가격으로 전가될 수 있을 것이다. 물론 SMP 하락은 동사의 전기판매가격 하락 및 전기부문 매출액 감소를 의미하지만 과거 SMP 평균이 100원선 전후였던 2015~2021년 7개년간 전기 부문의 영업이익률은 9.9%로 높은 수익성을 기록하였다는 점에 주목해야 한다.

LNG 현물가격 vs SMP 가격 비교: SMP는 LNG 현물가격에 3~4개월 후행



자료: Refinitive, 전력거래소, 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

1 2022년 실적 분석

2022년 3분기 누적 매출액은 2.64조원으로 YoY +61.9%, 영업이익은 -2,779억원 적자전환, LNG 원가 급등에도 불구, 열부문 가격인상 실패로 손실 확대

2022년 3분기 누적 매출액은 2조 6,371억원으로 전년동기대비 61.9% 증가했으나, 영업이익은 -2,779억원으로 적자전환하였다. 사업부문별 매출액을 보면 열 부문 매출액은 7,770억원으로 전년동기대비 8.7% 증가하고, 전기 부문 매출액은 1조 7,993억원으로 전년동기대비 111.4% 증가했으며, 냉수 부문 매출액은 226억원으로 4.2% 증가하였다. 사업부문별 매출비중은 열 29.5%, 전기 68.2%, 냉수 0.9%, 기타 1.5%를 기록했다. LNG 원가 급등으로 SMP가 상승하면서 전기 부문 매출비중은 전년동기 52.3%에서 15.9%p나 높아졌고, 원가상승에도 민수용 도시가스요금에 연동해 가격인상이 미미했던 열 부문은 매출비중이 전년동기 43.9%에서 29.5%로 14.4%p 하락하였다.

부문별 영업이익을 보면 열부문에서 영업적자 2,722억원으로 전체 적자의 대부분을 열부문에서 기록했다.

열 부문 3분기 누적 평균판매단가(ASP)는 Gcal당 72,706원으로 전년동기대비 0.7% 상승에 그쳤으나, LNG 원료비용은 3분기 누적 1.95조원으로 전년동기대비 135.7%나 급등하여 열 부문의 적자폭을 키웠다.

4분기에도 영업이익은 -1,167억원으로 전분기대비 적자폭 확대 예상

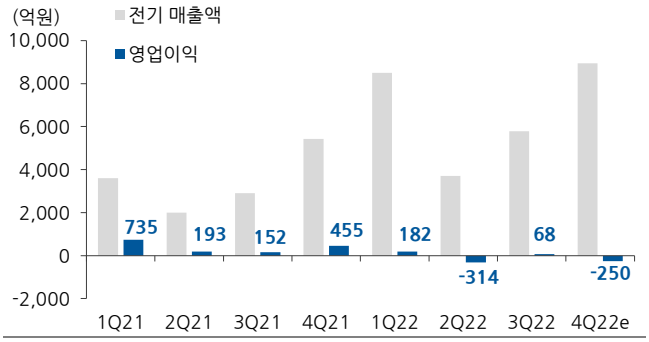
2022년 4분기 매출액은 1조 3,641억원으로 전년동기대비 50.3% 증가할 전망이나, 영업이익은 -1,167억원으로 전년동기(-258억원) 및 전분기(-574억원)대비 적자폭이 확대될 전망이다.

한국가스공사의 발전용 천연가스요금이 4분기에 평균 36,804원/GJ으로 전분기대비 +27.7%, 전년동기대비 +104.2% 급등하여 역대 최고치를 기록한 가운데 열부문의 저조한 판가 인상과 12월 SMP 상한제 적용으로 전기부문에서도 LNG 원가가 상승까지 겹쳐 적자를 기록한 것으로 추정된다.

4분기를 포함한 2022년 연간 매출액은 4조 12억원으로 전년대비 57.7% 증가하고, 영업이익은 -3,945억원으로 적자로 전환할 전망이다. 사업부문별로 열 매출액은 1조 2,285억원으로 전년대비 +15.9%, 전기 매출액은 2조 6,935억원으로 +93.3%, 냉수 매출액은 268억원으로 +3.6%, 기타 매출액은 524억원으로 -9.5%로 전망된다. 부문별 매출비중은 열 30.7%, 전기 67.3%, 냉수 0.7%, 기타 1.3%로 전망된다.

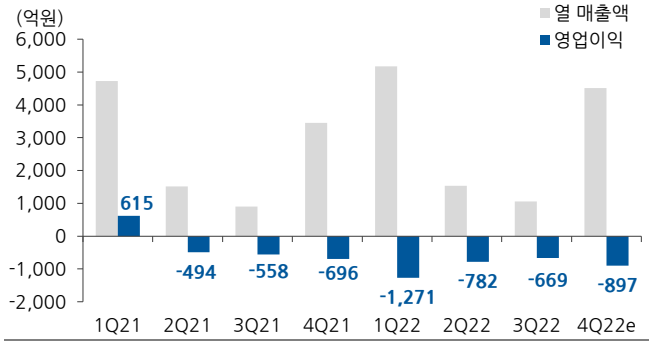
열 부문 영업적자는 3,619억원으로 전체 손실의 91.7%를 차지할 전망이다.

열 부문 매출액 & 영업이익 추이



자료: 지역난방공사, 한국IR협의회 기업리서치센터

전기 부문 매출액 & 영업이익 추이



자료: 지역난방공사, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 2023년 실적 전망

2023년 매출액은 3.91조원으로 YoY 2.2% 감소, 영업이익은 -2,134억원으로 적자폭 축소 예상

2023년 매출액은 3조 9,145억원으로 전년대비 2.2% 감소하고, 영업이익은 -2,134억원으로 적자폭이 축소될 전망이다. 2022년 큰 폭의 적자를 보였던 열 부문에서 실적 회복을 견인할 전망이다. 열 부문 매출액은 1조 4,904억원으로 전년대비 21.3% 증가할 전망이다. 2022년 10월 열요금을 20.7% 인상한 데 이어 올해 4월에도 추가 인상이 예상되어 연평균 열 판매단가가 2022년 78,200원에서 92,000원으로 17.6% 상승할 것으로 전망되는 가운데 LNG 현물가격이 백만BTU당 $20 미만으로 하락해 발전용 천연가스요금도 지난 해 4분기를 정점으로 올해부터 하락이 예상되고, 하반기로 갈수록 하락폭이 확대되며 열 부문 수익성이 정상화될 전망된다. 특히 7월에는 2022년 급등했던 연료비 정산分까지 기대할 수 있어 수익성 회복을 더욱 가속화할 전망이다.

2023년 전기 부문 매출액은 2조 3,400억원으로 전년대비 13.1% 감소할 전망이다. 지난 해 12월부터 SMP 상한제가 시행되어 최소한 올해 상반기까지는 전기 판가에 영향을 줄 것으로 우려되지만, LNG 현물가격 하락으로 하반기에는 SMP가격도 kwh당 150원대 미만으로 하향 안정화될 개연성이 높아 SMP 상한제에 따른 실적 우려에서 벗어날 전망이다. 전기 판매량은 13,000Gwh로 전년대비 3.5% 증가하고, 전기 판매단가는 kwh당 180원으로 전년평균대비 14.5% 하락하는 것으로 추정치에 반영하였다.

실적 전망 (단위: 억원, %)

	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	**23,679**	**20,989**	**25,368**	**40,012**	**39,145**
YoY	-4.8	-11.4	20.9	57.7	**-2.2**
열 매출	9,911	10,453	10,596	12,285	**14,904**
전기 매출	13,023	9,786	13,934	26,935	**23,400**
냉수 매출	241	237	259	268	**291**
기타	504	513	579	524	**550**
매출비중					
열	41.9	49.8	41.8	30.7	**38.1**
전기	55.0	46.6	54.9	67.3	**59.8**
냉수	1.0	1.1	1.0	0.7	**0.7**
기타	2.1	2.4	2.3	1.3	**1.4**
판매량					
열(천 Gcal)	13,589	14,231	14,654	15,710	**16,200**
전기(Gwh)	11,821	10,791	12,303	12,793	**13,000**
냉수(천 Gcal)	242	240	267	274	**285**
판매단가					
열(원/Gcal)	72,937	73,454	72,310	78,200	**92,000**
전기(원/kwh)	110	91	113	211	**180**
냉수(원/Gcal)	99,583	98,717	96,865	97,788	**102,000**
영업이익	**422**	**1,329**	**397**	**-3,945**	**-2,134**
영업이익률	1.8	6.3	1.6	-9.9	**-5.5**
당기순이익	**-256**	**279**	**215**	**-3,347**	**-2,430**
YoY	적지	흑전	-23.2	적전	**적지**

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

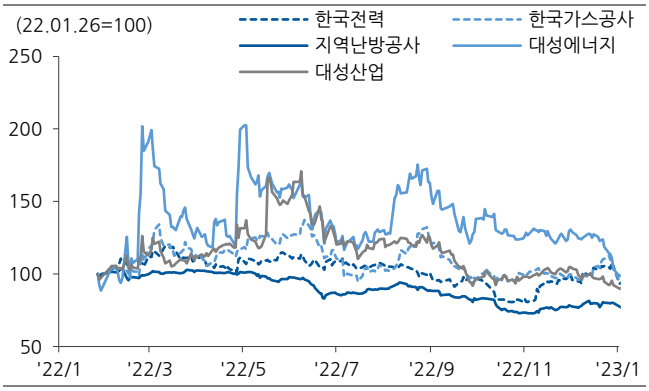
Valuation

2023년 추정 BPS대비 PBR 0.3배 수준

現주가는 2023년 추정 BPS대비 PBR 0.3배 수준이다. 2023년 KOSPI 평균 PBR 0.9배 대비 저평가되어 있으나, 한국전력, 한국가스공사 등 유틸리티업종 평균과 비교하면 유사한 수준이다. 시장대비 동사 주가의 할인요인은 정부의 공공요금(도시가스/난방요금/전기요금 등) 통제 및 SMP 상한제 등 시장규제에 따른 성장 제한 우려와 LNG 원가부담 증가에 따른 적자 기조 지속, 가격인상의 불확실성 등이 주가에 반영되었기 때문으로 판단된다.

발전용 LNG가격 급등으로 대규모 적자를 발생시켰던 상황이 2023년부터는 LNG 가격 하락으로 실적이 정상화 될 가능성에 주목할 필요가 있다. 시장의 최대 우려요인인 SMP 상한제 영향도 시장 우려보다는 실적에 충격을 줄 정도는 아닐 것으로 예상된다. LNG 국제시세 하락으로 3~4개월 시차를 두고 SMP에도 연동되어 하반기로 갈수록 SMP 가격이 하락해 SMP 상한제 우려가 예상보다 빠르게 불식될 수도 있다.

유틸리티 업종 주가 비교



자료: Quantiwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

유틸리티 업종 ROE & PBR 비교

자료: Quantiwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

리스크 요인

1 정부 규제

M/S 50% 제한, SMP 상한제 등 정부규제는 리스크 요인

지역난방공사는 '시장형 공기업'으로, 정부 정책 변화에 따른 영향이 지배적이다. 동사가 영위하는 집단에너지 사업은 정부의 에너지 규제정책과 시장개입이 가장 큰 리스크 요인이다.

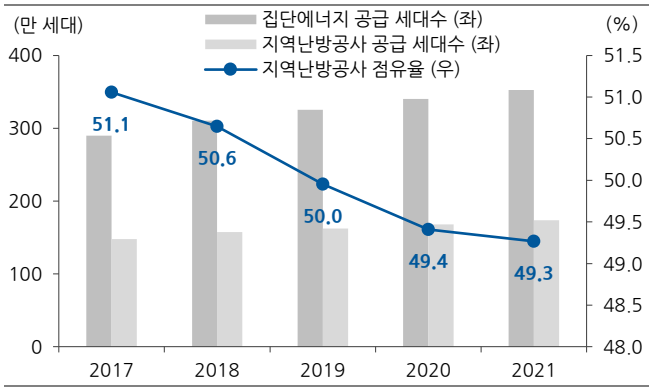
1) 시장점유율 50% 제한

2010년 정부는 '공공기관 선진화계획'의 일환으로 '지역난방공사의 신규사업 참여제한 지침'에 따라 동사의 시장점유율을 50% 이하로 규정했다. 동사는 2021년 기준 집단에너지가 공급되는 전국 352만 가구 중 49.3%인 174만 가구에 난방을 공급하고 있다. 이미 시장 점유율 50%에 육박하기 때문에 향후 집단에너지 신규사업 참여는 원론적으로 불가능한 상황이다. 이에 수소충전 인프라 등 신규 사업도 진행 중이지만 기존 집단에너지 사업을 대체하기에는 수익성이 미비한 상황이다. 따라서 시장점유율 50% 규정에 따른 신규사업 참여 제한은 동사의 실적에 부정적인 영향을 끼칠 수 있다.

2) SMP 상한제

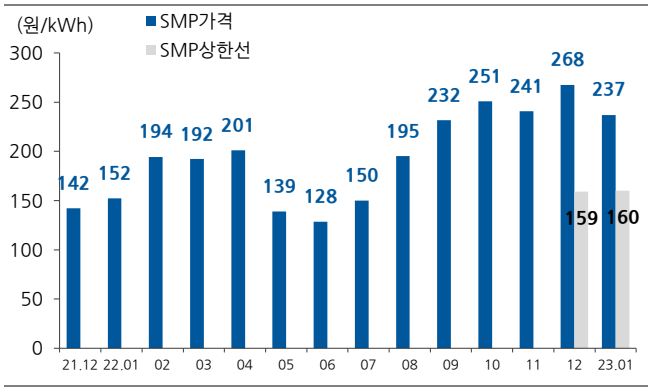
동사의 열병합발전을 통해 생산된 전력의 대부분은 전력거래소를 통해 판매되며, 수요와 공급 및 정부정책, 시장제도에 따라 판매단가가 결정된다. 최근 러-우 전쟁으로 LNG 등 연료비의 급등으로 전력도매가격이 2021년 연평균 kWh당 94.3원에서 2022년 12월 267.6원으로 183.8% 급등했다. 전력도매가격은 SMP가격(계통한계가격)을 의미하며 전력시장에서 거래되는 전력가격, 즉 한국전력이 전력거래소를 통해 발전사업자로부터 전력을 구입하는 가격이다. SMP가격의 급등에 따라 정부는 2022년 12월 '긴급정산상한가격제(SMP 상한제)'를 도입했다. 직전 3개월 간의 SMP 평균이 최근 10년 평균의 상위 10% 이상일 경우 SMP 상한제가 적용되며, 상한선은 10년 평균의 1.5배이다. 2022년 12월 전국적인 한파로 전력수요가 크게 늘어나며, SMP가격도 역대 최고치 kWh당 267.6원을 기록했지만, SMP 상한선 158.9원으로 제한되었다. 이에 지난달 동사는 SMP 시장가격 대비 40.6% 낮은 가격에 전력을 판매했다. 2022년 1월 SMP 상한선은 160.2원으로 현재(1월 27일) SMP 가격 263.1보다 39.1% 낮다. 이처럼 SMP 상한제는 발전사업자의 전력구입비 등 생산비용과 전기요금 간 차이를 줄여, 수익을 과도하게 제한하고 있다. 이에 따른 동사의 수익성 악화는 불가피한 상황이다.

지역난방공사 공급세대 및 점유율



자료: 한국에너지공단, 한국IR협의회 기업리서치센터, 2021년 공급 기준

SMP 가격 추이



자료: 전력거래소, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 대외적 환경에 따른 연료비 증가

2022년 러-우 전쟁으로 인한 LNG 수입단가 YoY +152%로 연료비 부담 증가

동사의 열 난방 사업은 도시가스 민수용 요금이 두 달 간격으로 조정되면 이를 연료비에 연동시키는 '연료비 연동제'를 시행하고 있다. 2022년 러-우 전쟁으로 인한 액화천연가스(LNG) 가격 급등으로, 정부는 1년 동안 가스 요금 MJ당 5.47원, 열 요금 Mcal당 24.65원 올려 각각 전년대비 38.4%, 37.8% 인상했다. 산업통상자원에 따르면 2022년 9월 LNG 수입단가는 톤 당 1,470달러로 YoY 157% 급등했다. LNG 가격이 2배 이상 올랐지만, 연료비 상승분은 열 요금에 절반도 반영되지 않은 셈이다.

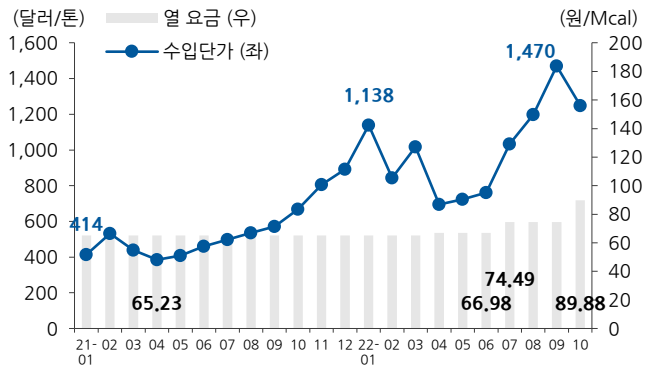
또한 동사는 전년도 연료비 등락분과 열 요금 간 차액을 매년 정산하는 '연료비 정산제'를 시행하고 있다. 전년도 정산분을 기준으로 1년에 한 번씩만 기준 요율을 바꾸는 것으로, 당해 연도 새 요율은 7월부터 다음 해 6월까지 적용된다. 정부는 회계상 오류만 없다면 동사가 요청한 연료비 정산 시 인상률을 거부할 수 없으나, 심의 보류 등으로 인상을 억제할 수 있다. 이에 연료비 가격 변동이 열 요금에 사후적으로 반영되는 구조는 동사의 수익구조에 부정적인 영향을 미칠 수 있다.

3 재무구조 리스크

부채비율 306.7%로 재무안정성 위험

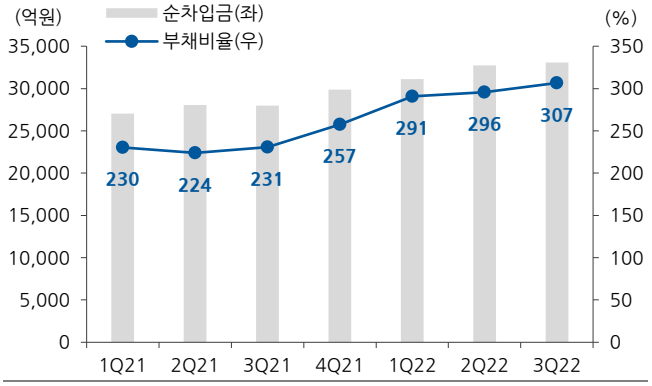
동사의 2022년 3분기 기준 총차입금은 3조 3,094억원, 부채비율은 306.7%으로 각 전년동기대비 18.2%, 33%p 증가했다. 또한 지난달 28일 단기차입한도를 기존 5,300억원에서 1조 1,000억원으로 상향한다고 공시했다. 이에 대해 회사 측은 실제 차입금액은 아니며, 단기 유동성 확보를 위한 조치라 밝혔다. 그러나 동사의 현재 부채비율이 300% 초과된 상황에서 과도한 차입금은 재무안정성을 저해할 수 있고, 이자비용 증가에 따른 부담도 리스크 요인이다.

천연가스 가격 · 열 요금 추이



자료: 지역난방공사, 한국무역협회, 한국IR협의회 기업리서치센터

부채비율 및 순차입금



자료: 지역난방공사, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	**23,679**	**20,989**	**25,368**	**40,012**	**39,145**
증가율(%)	-4.8	-11.4	20.9	57.7	-2.2
매출원가	**22,233**	**18,557**	**23,855**	**42,815**	**40,123**
매출원가율(%)	93.9	88.4	94.0	107.0	102.5
매출총이익	**1,446**	**2,432**	**1,513**	**-2,803**	**-979**
매출이익률(%)	6.1	11.6	6.0	-7.0	-2.5
판매관리비	**1,024**	**1,104**	**1,116**	**1,142**	**1,155**
판관비율(%)	4.3	5.3	4.4	2.9	3.0
EBITDA	**2,794**	**3,846**	**3,051**	**-817**	**1,114**
EBITDA 이익률(%)	11.8	18.3	12.0	-2.0	2.8
증가율(%)	15.2	37.7	-20.7	적전	흑전
영업이익	**422**	**1,329**	**397**	**-3,945**	**-2,134**
영업이익률(%)	1.8	6.3	1.6	-9.9	-5.5
증가율(%)	190.7	214.7	-70.1	적전	적지
영업외손익	**-718**	**-1,104**	**-113**	**-513**	**-924**
금융수익	63	31	29	31	37
금융비용	609	568	519	721	812
기타영업외손익	-172	-567	377	176	-149
종속/관계기업관련손익	43	-4	7	7	7
세전계속사업이익	**-253**	**220**	**291**	**-4,451**	**-3,050**
증가율(%)	적지	흑전	32.2	적전	적지
법인세비용	3	-59	77	-1,104	-620
계속사업이익	-256	279	215	-3,347	-2,430
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**-256**	**279**	**215**	**-3,347**	**-2,430**
당기순이익률(%)	-1.1	1.3	0.8	-8.4	-6.2
증가율(%)	적지	흑전	-23.2	적전	적지
지배주주지분 순이익	-256	279	215	-3,347	-2,430

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
유동자산	**5,905**	**5,839**	**7,115**	**8,951**	**8,738**
현금성자산	204	296	166	246	221
단기투자자산	70	92	125	194	190
매출채권	4,780	4,341	5,450	6,812	6,665
재고자산	348	389	391	617	604
기타유동자산	503	721	983	1,082	1,058
비유동자산	**53,021**	**54,892**	**58,058**	**62,555**	**59,186**
유형자산	49,557	50,803	53,481	55,833	57,620
무형자산	814	823	801	705	621
투자자산	573	657	822	966	945
기타비유동자산	2,077	2,609	2,954	5,051	0
자산총계	**58,926**	**60,731**	**65,174**	**71,506**	**67,924**
유동부채	**9,150**	**9,209**	**15,147**	**26,302**	**25,331**
단기차입금	600	0	4,703	15,703	15,703
매입채무	2,720	2,319	5,074	4,059	4,059
기타유동부채	5,830	6,890	5,370	6,540	5,569
비유동부채	**34,482**	**33,485**	**31,795**	**30,319**	**30,138**
사채	23,073	19,778	20,875	20,875	20,875
장기차입금	1,500	3,400	0	0	0
기타비유동부채	9,909	10,307	10,920	9,444	9,263
부채총계	**43,632**	**42,694**	**46,942**	**56,621**	**55,469**
지배주주지분	15,294	18,037	18,232	14,885	12,455
자본금	579	579	579	579	579
자본잉여금	1,137	1,137	1,137	1,137	1,137
자본조정 등	-0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	-32	-25	38	38	38
이익잉여금	13,610	13,848	13,979	10,632	8,202
자본총계	**15,294**	**18,037**	**18,232**	**14,885**	**12,455**

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	**1,888**	**3,819**	**4,176**	**-2,086**	**1,836**
당기순이익	-256	279	215	-3,347	-2,430
유형자산 상각비	2,292	2,428	2,556	3,032	3,164
무형자산 상각비	79	90	98	96	84
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-53	341	1,580	-1,936	948
기타	-174	681	-273	69	70
투자활동으로인한현금흐름	**-3,578**	**-4,302**	**-5,415**	**-7,694**	**125**
투자자산의 감소(증가)	620	-7	-31	-144	21
유형자산의 감소	7	55	25	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,976	-4,261	-5,157	-5,385	-4,950
기타	-229	-89	-252	-2,165	5,054
재무활동으로인한현금흐름	**1,814**	**575**	**1,109**	**10,941**	**-903**
차입금의 증가(감소)	-3,700	-2,800	-2,997	11,033	-903
사채의증가(감소)	5,600	1,000	4,400	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	-17	-181	-92	0
기타	-86	2,392	-113	0	0
기타현금흐름	**0**	**0**	**0**	**-1,081**	**-1,082**
현금의증가(감소)	**123**	**92**	**-130**	**80**	**-25**
기초현금	81	204	296	166	246
기말현금	204	296	166	246	221

주요투자지표

	2019	2020	2021	2022F	2023F
P/E(배)	N/A	16.7	20.9	N/A	N/A
P/B(배)	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3
P/S(배)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
EV/EBITDA(배)	12.7	8.6	11.2	N/A	38.9
배당수익률(%)	0.0	2.4	2.1	0.0	0.0
EPS(원)	-2,209	2,413	1,853	-28,908	-20,987
BPS(원)	132,086	155,780	157,459	128,551	107,564
SPS(원)	204,505	181,272	219,091	345,568	338,074
DPS(원)	0	965	797	0	0
수익성(%)					
ROE	-1.7	1.7	1.2	-20.2	-17.8
ROA	-0.4	0.5	0.3	-4.9	-3.5
ROIC	0.7	2.8	0.6	-3.9	-2.9
안정성(%)					
유동비율	64.5	63.4	47.0	34.0	34.5
부채비율	285.3	236.7	257.5	380.4	445.4
순차입금비율	196.4	156.6	163.3	273.1	319.4
이자보상배율	0.7	2.3	0.8	-6.3	-3.0
활동성(%)					
총자산회전율	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6
매출채권회전율	4.9	4.6	5.2	6.5	5.8
재고자산회전율	69.8	57.0	65.1	79.3	64.1

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.)