

지역난방공사(071320)

증설효과로 실적 Level-UP

■ 증설효과 반영으로 '18년 실적 개선

동사의 '18년 실적은 전년 대비 큰 폭으로 개선 될 것이다. 실적 개선 이유는 1) 고효율 열병합발전소 증설로 인한 전기 판매량 YoY 40% 증가 및 수익성 개선, 2) '18년 상반기 원전예방정비 및 노후 석탄발전소 봄철 가동 중단에 따른 LNG 발전 확대이다. 동사가 제공한 '18년 실적 가이드선도 이러한 증설효과를 반영해 매출과 영업이익은 각각 2조 3,051억원(YoY +25.7%), 2,200억원(YoY +83.6%)으로 긍정적이다.

■ 성수기와 증설효과를 동시에 맞이할 1Q18

동사의 1Q18 매출액과 영업이익은 각각 9,157억원(YoY +25.7%), 1,687억원(YoY +42.0%)의 개선된 실적을 기록할 것으로 전망한다. 실적 개선이유는 다음과 같다. 난방수요가 증가하는 1·4분기는 동사의 실적 성수기인데, 작년 11월부터 가동을 시작한 동탄열병합발전소(757MW)의 증설효과가 추가로 반영되며 전기판매 사업부문 실적이 크게 개선되기 때문이다. 신규 발전소의 가동률은 이미 100%에 근접한 수준을 보이고 있어, 1Q18 전력판매량은 증설로 인해 YoY 40% 증가할 것으로 전망한다. 다만 증설로 인한 열판매량 증가는 '20년부터 기대해 볼 수 있을 것이다.

■ 차선후주: 투자의견 Buy, TP 105,000원으로 커버리지 개시

투자의견 Buy, 목표주가 105,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd BPS 166,483원에 Target PBR 0.86x [12M Fwd ROE 6.9%, COE 8.1%, 유동성 부족 25% 할인]를 적용하여 산출하였다. 목표주가는 12M Fwd PER 9.3x 수준이다. 전술한 실적 개선 뿐만 아니라 대규모 설비투자 종료에 따른 배당성향 확대 가능성도 동사의 또다른 투자포인트이다.

유틸리티 원민석

(2122-9193) ethan.won@hi-ib.com

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	105,000원
증가(2018/03/23)	81,200원

Stock Indicator

자본금	58십억원
발행주식수	1,158만주
시가총액	940십억원
외국인지분율	4.7%
배당금(2016)	3,800원
EPS(2017)	6,035원
BPS(2017)	158,025원
ROE(2017)	3.8%
52주 주가	65,400~87,400원
60일평균거래량	13,647주
60일평균거래대금	1.1십억원

Price Trend



Earnings : 증설효과로 실적 Level-UP

〈그림〉지역난방공사 실적 추정 테이블

구분	단위	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	십억원	729	258	227	621	916	325	273	848	1,720	1,834	2,362	2,456
매출원가	십억원	592	240	250	544	729	293	296	734	1,480	1,626	2,053	2,134
판매관리비	십억원	18	20	24	27	18	20	24	27	78	89	89	89
영업이익	십억원	119	-2	-47	50	169	12	-47	87	162	120	220	234
영업이익률	%	16.3%	-0.6%	-20.9%	8.0%	18.4%	3.6%	-17.3%	10.3%	9.4%	6.5%	9.3%	9.5%
금융손익	십억원	-11	-10	-10	-10	-12	-12	-12	-12	-56	-46	-44	-48
지분법손익	십억원	0	0	-1	1	0	0	0	0	-4	1	1	1
기타영업외손익	십억원	-1	-1	7	0	-1	-1	-1	-1	34	5	-6	-6
세전이익	십억원	107	-13	-51	41	156	-1	-60	74	139	84	168	181
법인세비용	십억원	23	-4	-13	7	40	0	-16	19	13	14	44	47
법인세율	%	21.4%	28.9%	25.1%	18.0%	24.0%	22.4%	21.5%	22.6%	9.1%	16.4%	26.0%	26.0%
당기순이익	십억원	84	-9	-38	33	115	-1	-45	55	127	70	124	134

자료: 하이투자증권

〈그림〉지역난방공사 주요 가정 테이블

구분	단위	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	십억원	724	263	227	621	916	325	273	848	1,720	1,834	2,362	2,456
열	십억원	430	136	76	329	479	128	81	391	968	971	1,080	1,162
전기	십억원	291	122	139	288	433	191	180	453	728	839	1,257	1,269
냉수	십억원	4	6	12	4	4	6	12	4	24	25	25	25
영업이익	십억원	119	-2	-48	50	169	12	-47	87	162	120	220	234
열	십억원	57	-13	-43	15	63	-12	-46	17	102	15	22	31
전기	십억원	62	12	-8	36	105	24	-4	70	58	102	195	200
냉수	십억원	0	0	3	-1	0	0	3	-1	2	3	3	3
영업이익률	%	16.4%	-0.6%	-21.0%	8.1%	18.4%	3.6%	-17.3%	10.3%	9.4%	6.5%	9.3%	9.5%
열	%	13.2%	-9.7%	-57.0%	4.5%	13.2%	-9.7%	-57.0%	4.5%	10.6%	1.5%	2.0%	2.7%
전기	%	21.4%	9.6%	-5.5%	12.5%	24.4%	12.6%	-2.5%	15.5%	7.9%	12.2%	15.5%	15.7%
냉수	%	-2.9%	0.0%	28.8%	-17.9%	-2.9%	0.0%	28.8%	-17.9%	7.1%	10.5%	10.5%	10.5%
판매단가													
열	원/Gcal	71,967	88,389	79,832	71,809	72,751	79,592	81,307	81,307	80,088	74,415	77,085	78,992
전기	원/Gcal	110	105	129	106	112	118	119	119	100	111	117	118
냉수	원/KWh	134,615	90,164	108,257	118,182	134,615	90,164	108,257	118,182	104,329	107,860	107,860	107,860
판매량													
열	천Gcal	5,975	1,533	952	4,583	6,591	1,610	1,000	4,812	12,083	13,043	14,012	14,713
전기	천MWh	2,631	1,157	1,080	2,712	3,848	1,620	1,512	3,797	7,264	7,580	10,777	10,777
구역전기	천MWh	111	83	123	130	147	113	162	174	372	447	596	796
냉수	천Gcal	26	61	109	33	26	61	109	33	231	229	229	229

자료: 하이투자증권

Summary : 증설효과로 실적 Level-UP

지역난방공사의 투자포인트는 1) 증설에 따른 '18년 전기판매 부문 실적 개선, 2) '18년 상반기 원전예방정비 및 노후 석탄발전소 보철 가동중단에 따른 LNG발전 확대, 3) 대규모 설비투자 종료에 따른 배당성향 확대 가능성이다.

첫째, 증설효과로 '18년 전기판매 부문 실적이 크게 개선된다. 주요 실적 개선 요인은 동탄 열병합발전소(757MW) 가동 개시로 인한 전기 판매량 증가이다. 동탄 열병합발전소는 지난 '14년 착공에 들어가 지난 '17년 11월 준공을 마치고 가동을 시작하였다. 증설 이전 동사의 발전용량은 1,467MW 수준이었는데, 증설로 인해 발전용량이 51.6% 증가하였다. 발전용량 증가에 따라 전기 판매량도 YoY% 40% 증가할 것으로 전망한다.

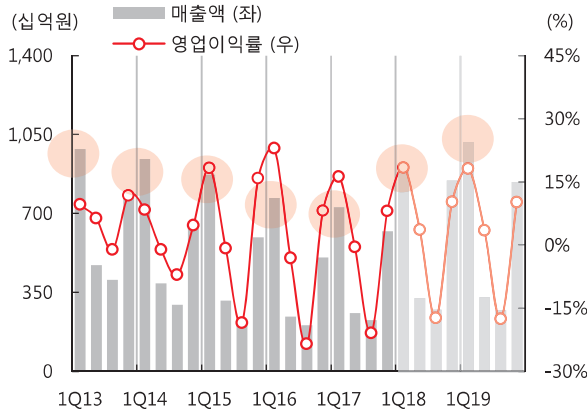
둘째, '18년 상반기 기저발전 가동률 하락에 따른 LNG 발전 비중 확대이다. 1Q18에는 지난 4Q17로부터 이연된 원전 예방정비로 인하여 원자력발전 가동률이 하락할 것이다. 2Q18에는 지난 '17년 미세먼지대책 적용으로 3~6월 노후 석탄발전소 8기가 가동중단되며 기저발전 가동률이 하락할 것이다. 기저발전의 가동률 하락은 곧 LNG발전의 확대를 의미하며, 1Q18부터 완전한 증설효과를 누리게 될 동사에게는 반가운 소식이다. 특히 1Q18은 난방수요 확대에 따른 실적 성수기로써, 전년 동기대비 실적 개선세를 기대해 볼 만 하다.

셋째, 대규모 설비투자 종료에 따른 배당성향 확대 가능성이다. 동탄 열병합발전소 및 나주 SRF열병합발전소 설비투자가 '17년을 기점으로 마무리되었다. 이에 따라 '18년부터는 CAPEX 규모가 절반 수준('17년 5,685억→'18년 2,615억)으로 줄어들어, 늘어난 현금 여력을 바탕으로 배당성향이 확대될 것이라 전망한다. 지난 '14년 정부에서도 정부출자 공기업들의 배당성향을 '20년 40%까지 확대하겠다고 밝힌바 있다.

투자의견 Buy, 목표주가 105,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd BPS 165,932원에 Target PBR 0.82x [12M Fwd ROE 6.6%, COE 8.1%, 유동성 부족 30% 할인]를 적용하여 산출하였다. 목표주가는 12M Fwd PER 9.8x 수준이다.

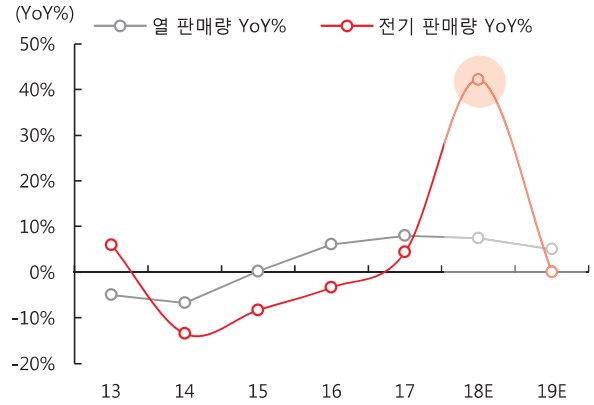
Key Charts : 증설효과로 실적 Level-UP

〈그림〉 지역난방공사의 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망: 동사의 실적 성수기는 1·4분기이다.



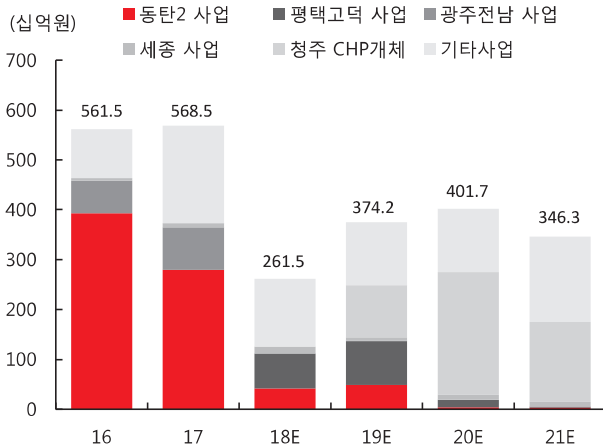
자료: 하이투자증권

〈그림〉 지역난방공사 열 및 전기 판매량 YoY 추이 및 전망: 신규 열병합발전소 증설로 인하여 '18년 전기 판매량이 YoY 40% 늘어날 것으로 전망한다.



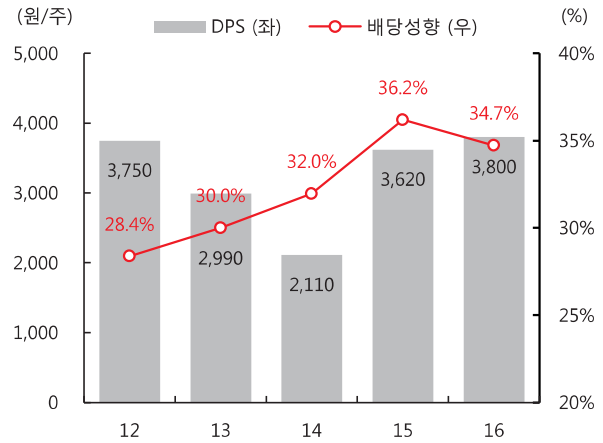
자료: 하이투자증권

〈그림〉 지역난방공사의 연도별 설비투자 계획: 동탄2 사업(동탄 열병합발전소) 및 광주전남 사업(나주 SRF 열병합발전소) 마무리에 따라 '18년부터는 설비투자액이 크게 줄어든다.



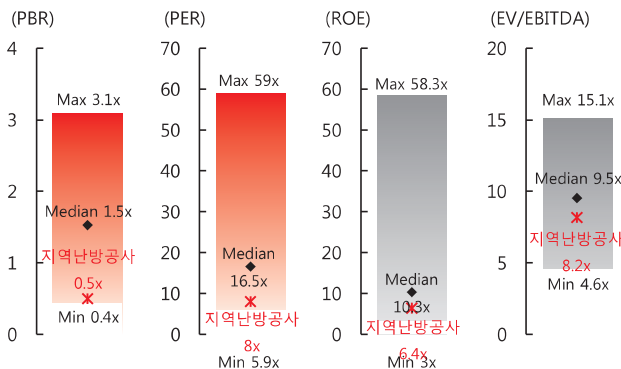
자료: 하이투자증권

〈그림〉 지역난방공사의 DPS 및 배당 성향 추이: 동사는 30% 중반대의 높은 배당성향을 유지해왔다. 대규모 설비투자 종료에 따른 현금 여력 확보로 향후 배당 성향 확대가 기대된다.



자료: 하이투자증권

〈그림〉 지역난방공사 및 GICS기준 Global Peergroup 100社の Valuation Multiples



자료: 하이투자증권

〈그림〉 Macro Environment, Company Earnings, Historical Valuation, Global Peers Valuation을 이용한 투자판단: 동절기 평균 기온 하락 및 증설효과로 실적 개선 전망, 매수 추천

구분	평가	Comment
Macro Environment	Good	동절기 평균 기온 지속 하락으로 동사의 열·전기 판매량이 증가 중
Earnings Momentum	Good	증설효과로 인한 전기판매부문 실적 개선이 1Q18부터 확인 될 것. 동절기 평균 기온 하락도 실적에 긍정적
Historical Valuation	Good	현재 주가는 PBR 0.49x 수준으로 Upside 충분히 존재
Global Peers Valuation	Good	동사의 Peergroup 대비 낮은 PBR은 낮은 수준의 ROE에 근거하나, '18년 실적 개선으로 밸류에이션 상향 가능

자료: 하이투자증권

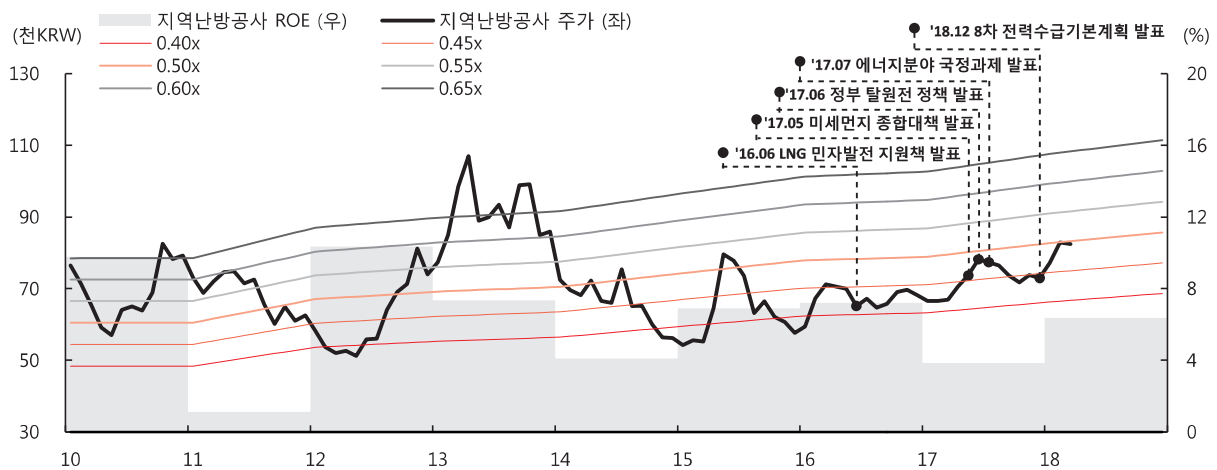
Macro Play : 동절기 월평균 기온 하락 구간에서 Buy

지역난방공사의 상대수익률에 영향을 미치는 변수들은 1) 동절기 월평균 기온 및 2) 국제유가이다. 지구온난화로 인한 동절기 월평균 기온 하락은 열·전기 판매량의 증가로 동사의 실적 개선에 기여한다. 열병합발전사업자인 동사는 연료로 천연가스를 사용하는데, 국내 LNG 수입단가는 국제유가에 연동되어있다. 국제유가 상승 국면에서 동사의 연료비가 증가한다. 동사의 상대수익률은 동절기 월평균 기온이 하락할 때 강세를 보인다.

국제유가보다는 동절기 월평균 기온의 변동이 동사의 상대수익률에 미치는 영향이 더 크다. 동사가 연료로 사용하는 천연가스의 가격이 국제유가에 연동되어 있지만, 열 요금이 천연가스 도매가격에 연동되어 있음에 따라 국제유가의 변동이 동사의 수익성에 미치는 영향이 제한적이다. 전기 판매를 통해 한국전력공사로부터 지급받는 SMP도 LNG가격에 영향을 받기 때문에 마찬가지로 국제유가의 변동이 동사의 수익성에 미치는 영향이 제한된다. 반면 동절기 월평균 기온의 하락은 열·전기 판매량 증가로 동사의 실적이 개선되기 때문에, 이 때 상대수익률이 상승한다.

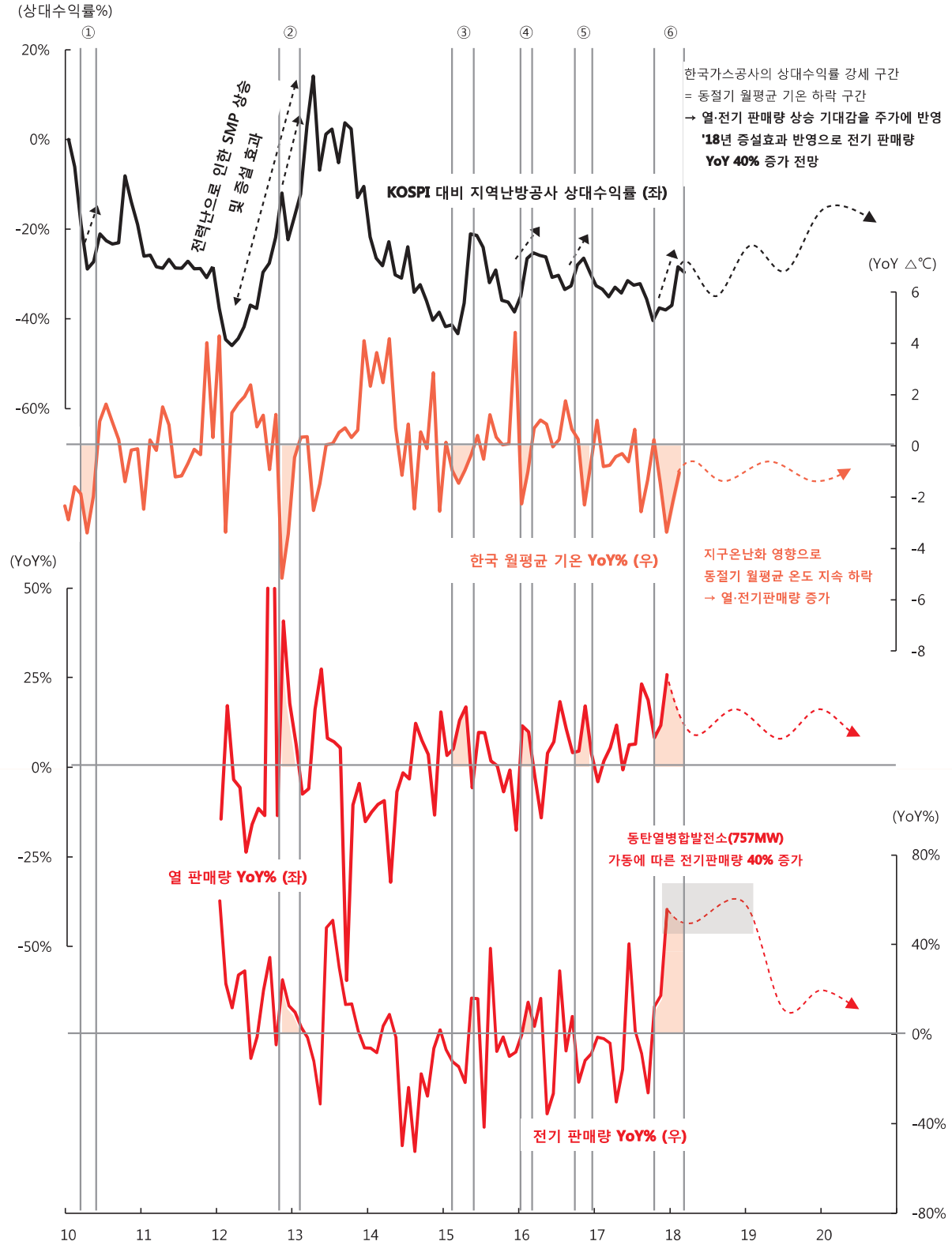
매크로 관점에서 지구온난화 영향으로 인해 동절기 월평균 기온이 지속적으로 하락한다면, 동사의 상대수익률은 동절기에 상승하고 하절기에 하락하는 계절성을 보이게 될 것이다.

〈그림〉 지역난방공사 PBR/ROE Band Chart



자료: 하이투자증권, Dataguide

〈그림〉 KOSPI 대비 지역난방공사 상대수익률 및 관련 매크로 지표 분석 : 지역난방공사의 주가는 전년 동기 대비 열 판매량 및 전기 판매량이 증가하였던 구간에 시장을 Outperform. 지구온난화의 영향으로 동절기 평균 기온이 하락하고 있어 열 판매량이 꾸준히 증가하고 있다. 또한 지난 '17년 12월 가동을 시작한 동탄 열병합발전소의 영향으로 발전용량이 51.6% 증가함에 따라, 전기 판매량도 '18년에 크게 증가할 것으로 전망한다.



자료: 하이투자증권, Bloomberg

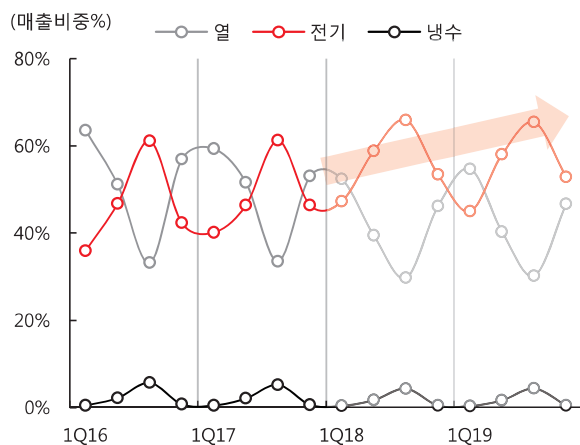
기업 분석

집단에너지 열병합발전사업

한국지역난방공사의 주요사업은 열병합발전소 및 열전용보일러를 이용한 열 및 전력의 공급이다. 동사의 열 요금은 한국가스공사의 도시가스 요금에 연동되고, 전력 요금은 한국전력공사로부터 SMP와 CP(용량요금)을 지급받는다. 열 공급량의 경우 지역난방 보급 확대에 따라 점진적으로 증가해왔으나, 전력 판매량은 해당 시점의 전력 수급 및 국내 발전 Mix에 따라 변동성이 큰 편이다. 동사의 열 및 전력 생산에 따른 비용은 크게 연료비 및 수열비로 나뉜다. 연료비는 LNG·LSWR·중유 등의 구매비용이며, 수열비는 발전자회사의 열병합발전소와 지방자치단체의 소각시설에서 공급받는 열의 구매비용을 일컫는다.

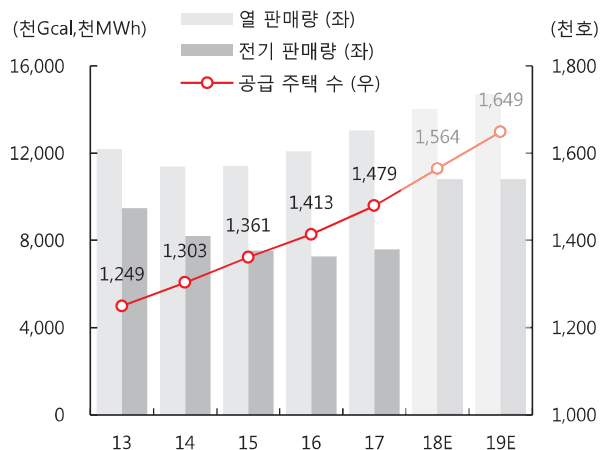
동사의 사업부문별 매출 비중은 열과 전력 각각 52.9%, 45.7%이다. 매출이 크게 확대되는 계절적 성수기는 1,4분기인데, 이때 난방 수요 집중에 따라 열과 전력 판매량 모두 증가하기 때문이다. 매출 원가에서 가장 큰 비중을 차지하는 것은 단연 원재료 비용(연료비 및 수열비)으로써, 계절적 성수기에는 비중이 85%에 달한다. 원재료 비용 중에서도 LNG 비중이 가장 크고(70%), 국내 LNG 수입단가는 두바이 원유가격을 4~5개월 후행한다.

〈그림〉 지역난방공사의 사업부문별 매출 비중 추이 및 전망: 증설로 인하여 전기판매 매출비중이 크게 확대된다.



자료: 하이투자증권

〈그림〉 지역난방공사의 전기, 열 판매량 및 공급 주택 수 추이 및 전망: 공급주택수는 연간 5%의 증가율로 증가하고 있고, 이에 비례해 열과 전기 판매량도 늘어나고 있다.



자료: 하이투자증권

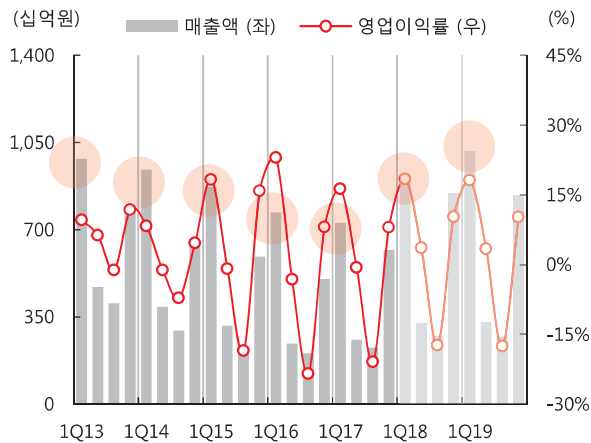
증설효과 반영으로 '18년 실적 개선

동사의 '18년 실적은 전년 대비 크게 개선될 것으로 전망하는데, 이유는 다음과 같다.

첫째, 증설효과로 '18년 전기판매 부문 실적이 크게 개선된다. 주요 실적 개선 요인은 동탄 열병합발전소(757MW) 가동 개시로 인한 전기 판매량 증가이다. 동탄 열병합발전소는 지난 '14년 착공에 들어가 지난 '17년 11월 준공을 마치고 가동을 시작하였다. 증설 이전 동사의 발전용량은 1,467MW 수준이었는데, 증설로 인해 발전용량이 51.6% 증가하였다. 발전용량 증가에 따라 전기 판매량도 YoY% 40% 증가할 것으로 전망한다.

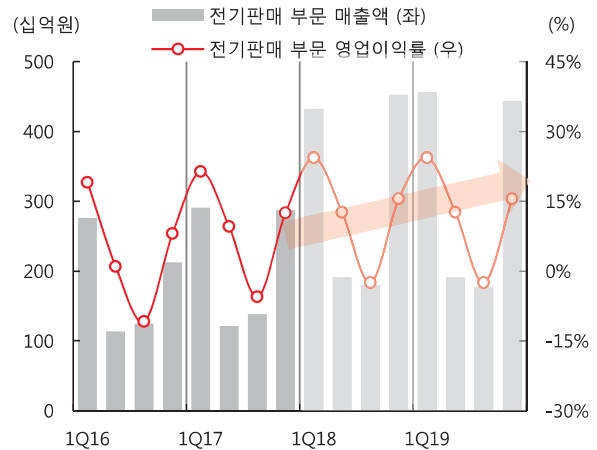
둘째, '18년 상반기 기저발전 가동률 하락에 따른 LNG 발전 비중 확대이다. 1Q18에는 지난 4Q17로부터 이연된 원전 예방정비로 인하여 원자력발전 가동률이 하락할 것이다. 2Q18에는 지난 '17년 미세먼지대책 적용으로 3~6월 노후 석탄발전소 8기가 가동중단되며, 마찬가지로 석탄발전 가동률이 하락할 것이다. 기저발전의 가동률 하락은 곧 LNG발전의 확대를 의미하며, 1Q18부터 완전한 증설효과를 누리게 될 동사에게는 반가운 소식이다. 특히 1Q18은 난방수요 확대에 따른 실적 성수기로써, 전년 동기대비 실적 개선세를 기대해 볼 만 하다.

〈그림〉 지역난방공사의 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망: 동사의 실적 성수기는 1·4분기이다.



자료: 하이투자증권

〈그림〉 지역난방공사의 전기판매부문 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망: 신규 열병합발전소 증설로 인하여 '18년 전기판매 부문 실적이 크게 개선된다.



자료: 하이투자증권

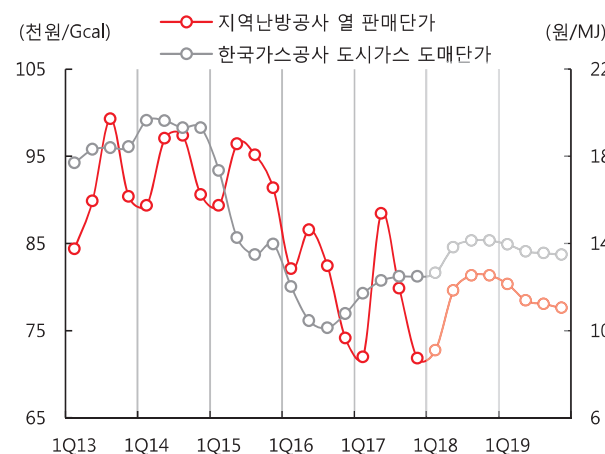
P의 상승은 상반기에 몰려있다

동사의 P(Price)는 크게 두가지로 나뉜다. 열 요금과 전력 요금인데, 1) 열 요금은 한국 가스공사의 도시가스 도매요금에 연동되어 조정되며 2) 전력 요금은 한국전력공사에서 지급하는 SMP(계통한계가격)와 CP(용량요금)의 합계로 결정된다. 당사는 열 요금은 '18년에 점진적인 상승세를 보일 것이라 전망하며, 전력 요금은 '18년 상반기 강세를 보인다 하반기에 하락할 것으로 전망한다. 열 요금과 전력 요금이 동시에 상승하는 '18년 상반기에 P(Price)의 상승세가 클 것으로 전망한다.

첫째, 도시가스 도매요금 상승에 따라 열요금이 점진적으로 상승할 것이다. 전술하였듯이 동사의 열 요금은 한국가스공사의 도시가스 도매요금에 연동된다. 도시가스 도매요금은 2개월에 한번씩 원료비 및 공급비용의 변동에 따라 조정된다. 앞서 한국가스공사 분석보고서에 기술하였지만, '18년의 도시가스 도매요금은 LNG 수입단가 상승과 적정 투자보수율 상승으로 인해 점진적인 상승세를 보일 것이다. 도시가스 도매요금에 연동되는 열 요금도 뒤따라 상승할 가능성이 높다.

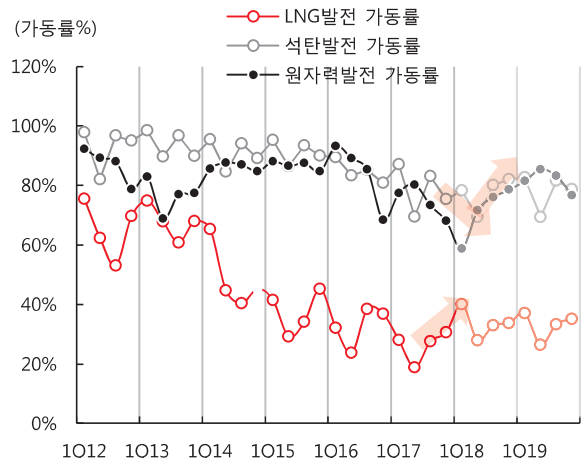
둘째, 전력요금은 한국전력공사에서 지급하는 SMP와 CP의 합계이다. 마찬가지로 한국가스공사 보고서에 기술하였지만, '18년 상반기에는 원전 예방점검 이연과 3~6월 노후 석탄발전소 가동 중단으로 인하여 LNG발전의 가동률이 확대될 것이다. 이는 곧 SMP의 상승을 의미하며, CP의 변동이 없다는 전제 하에 전기요금은 상반기에 상승할 것이다. 그러나 하반기에는 원자력·석탄 발전의 가동률 상승으로 LNG발전 비중이 축소되며 SMP가 하락할 개연성이 높아, 전기요금의 약세를 전망한다.

(그림) 지역난방공사의 열 판매단가 및 한국가스공사의 도시가스 도매단가 추이 및 전망: 국제유가 상승에 따른 LNG 가격 상승은 도시가스 도매단가 상승 및 열 판매단가 상승으로 이어진다.



자료: 하이투자증권

(그림) 한국전력공사 발전원별 가동률 추이 및 전망: '18년 상반기 원전 예방점검 및 노후 석탄발전소 8기 가동중단으로 인하여 LNG발전 가동률이 상승한다. 따라서 SMP가 상승할 개연성이 높다.



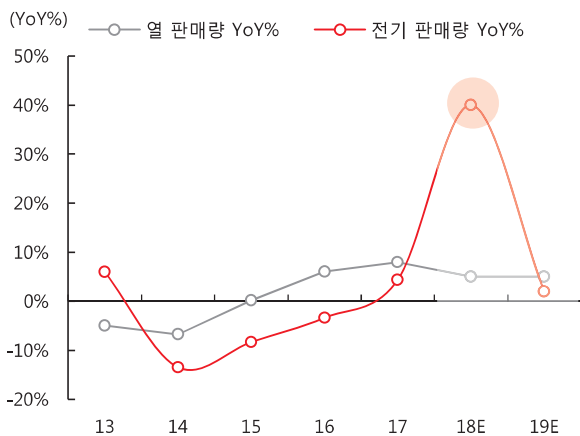
자료: 하이투자증권

Q가 증설효과로 늘어난다

동사의 Q(Quantity)를 열 판매량과 전력 판매량으로 나누어 분석해 보자. 열 판매량은 1·4분기에 난방수요 증가로 인해 2·3분기 대비 크게 증가하는 계절성이 존재한다. 연간 열 판매량은 1,300만Gcal 수준으로, 중장기적으로 성장할 수 있는 요인이 현재까지는 없다. 반면 전기 판매량은 증설효과로 인해 '18년에 크게 성장할 것으로 전망한다. 발전용량이 757MW인 동탄열병합발전소가 지난 '17년 12월부터 가동을 시작하였기 때문이다. 동탄열병합발전소의 발전용량을 제외한 동사의 전력판매 대상 발전용량은 1,467MW로, 동탄열병합발전소 가동으로 발전용량이 51.6% 상승한다. 동 발전소의 가동률은 이미 100%에 가까운 상태로, 증설효과로 인하여 동사의 '18년 전기 판매량이 40% 증가할 것으로 전망한다.

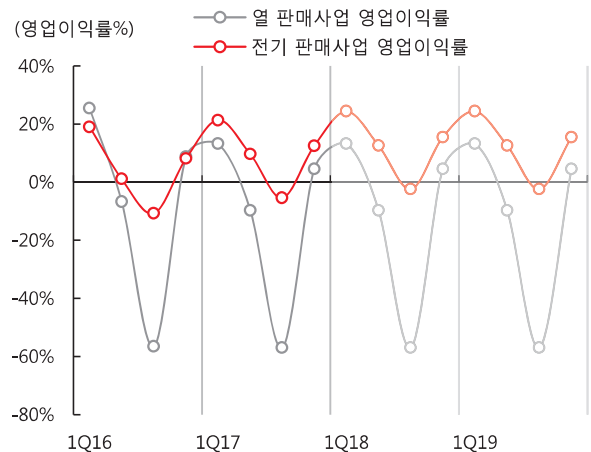
증설효과로 인해 '18년 동사의 매출액과 이익규모는 동반 상승할 것이다. 강추위에 따른 난방수요 증가로 인해 지난 4Q17 전기 판매량은 2,842GWh로 4Q16대비 32.4% 상승하였는데, 여기에 증설효과도 이미 반영되기 시작하였다고 판단한다. 고효율의 신규 LNG발전소 가동률 상승은 동사의 '18년 매출 상승 및 이익률 개선에 기여할 것이다. 특히 상반기에는 원자력·석탄발전의 가동률 하락이 예정되어 있어, LNG발전을 통한 전기 판매량이 더욱 늘어날 것으로 전망한다.

〈그림〉 지역난방공사 열 및 전기 판매량 YoY% 추이 및 전망: 신규 열병합발전소 증설로 인하여 '18년 전기 판매량이 YoY% 40% 늘어날 것으로 전망한다.



자료: 하이투자증권

〈그림〉 지역난방공사의 열 판매사업 및 전기 판매사업 영업이익률 추이 및 전망: 신규 발전소는 발전 효율이 높아 전기 판매사업부문의 수익성 개선에 기여할 것이다.

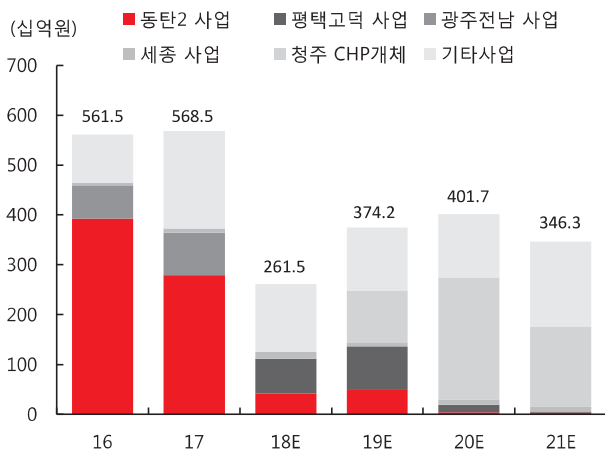


자료: 하이투자증권

배당확대 가능성 부각: 실적개선 및 대규모 설비투자 종료

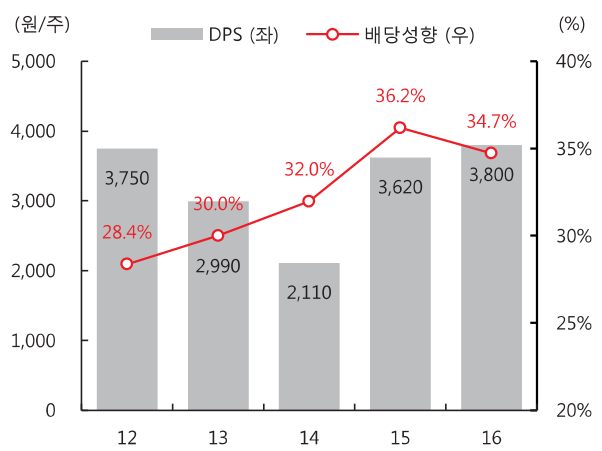
‘18년 실적 개선 및 대규모 설비투자 종료에 따른 배당확대 가능성도 동사의 주요 투자 포인트다. ‘17년 말에 동탄 열병합발전소(동탄2 사업) 및 나주 SRF열병합발전소(광주 전남 사업)이 동시에 마무리됨에 따라 ‘18년부터는 설비투자액이 크게 줄어든다. 설비투자액이 줄어든 만큼 동사의 배당 여력도 늘어날 것이다. 더불어 정부도 ‘20년까지 정부출자 공기업들의 배당성향을 40%까지 확대하겠다고 밝힌바 있기에, 늘어난 배당 여력을 바탕으로 향후 배당 성향 확대를 기대해 볼 수 있다.

〈그림〉 지역난방공사의 연도별 설비투자 계획: 동탄2 사업(동탄 열병합발전소) 및 광주전남 사업(나주 SRF열병합발전소) 마무리에 따라 ‘18년부터는 설비투자액이 크게 줄어든다.



자료: 하이투자증권

〈그림〉 지역난방공사의 1주당 배당액(DPS) 및 배당 성향 추이: 동사는 30% 중반대의 높은 배당성향을 유지해왔다. 대규모 설비투자 종료에 따른 현금 여력 확보로 향후 배당 성향 확대가 기대된다.

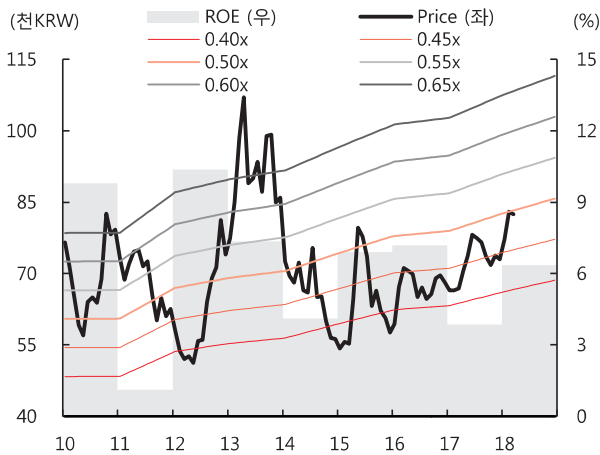


자료: 하이투자증권

Valuation

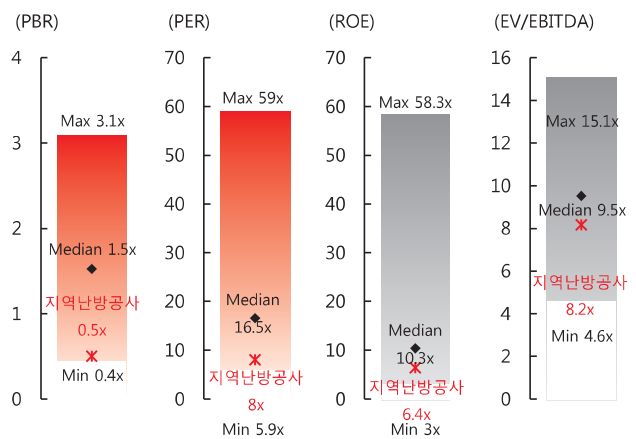
투자의견 Buy, 목표주가 105,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd BPS 165,932원에 Target PBR 0.82x [12M Fwd ROE 6.6%, COE 8.1%, 유동성 부족 30% 할인]를 적용하여 산출하였다. 목표주가는 12M Fwd PER 9.8x 수준이다.

〈그림〉 지역난방공사 PBR/ROE Band Chart.



자료: 하이투자증권

〈그림〉 지역난방공사 및 GICS기준 Global Peergroup 100社の Valuation Multiples



자료: 하이투자증권

〈그림〉 Macro Environment, Company Earnings, Historical Valuation, Global Peers Valuation을 이용한 투자판단:
동절기 평균 기온 하락 및 증설효과로 실적 개선 전망, 매수 추천

구분	평가	Comment
Macro Environment	Good	동절기 평균 기온 지속 하락으로 동사의 열·전기 판매량이 증가 중
Earnings Momentum	Good	증설효과로 인한 전기판매부문 실적 개선이 1Q18부터 확인 될 것. 동절기 평균 기온 하락도 실적에 긍정적
Historical Valuation	Good	현재 주가는 PBR 0.49x 수준으로 Upside 충분히 존재
Global Peers Valuation	Good	동사의 Peergroup 대비 낮은 PBR은 낮은 수준의 ROE에 근거하나, '18년 실적 개선으로 밸류에이션 향상 가능

자료: 하이투자증권

〈그림〉 지역난방공사 목표주가 산정 Table: 목표주가는 12M Fwd BPS 165,932원에 Target PBR 0.82x [12M Fwd ROE 6.6%, COE 8.1%, 유동성 부족 30% 할인]를 적용하여 산출하였다. 목표주가는 12M Fwd PER 9.8x 수준이다.

Target PBR (ROE/COE)	0.82x
자기자본이익률 (ROE, 12M Fwd)	6.6%
자기자본비용 (COE, CAPM)	8.1%
Risk Free Return (Rf, 국채 5년물 수익률)	2.0%
Beta (β, KOSPI 수익률 대비)	0.4248
Market Risk Premium (MRP, Rm-Rf)	14.4%
Market Return (Rm, KOSPI 수익률)	16.4%
BPS (12M Fwd)	165,932
Target Price (12M, 25% Disc)	105,000
Implied Target Price (12M)	135,600
Closing Price (03/23)	81,200
Upside	29.3%

자료: 하이투자증권

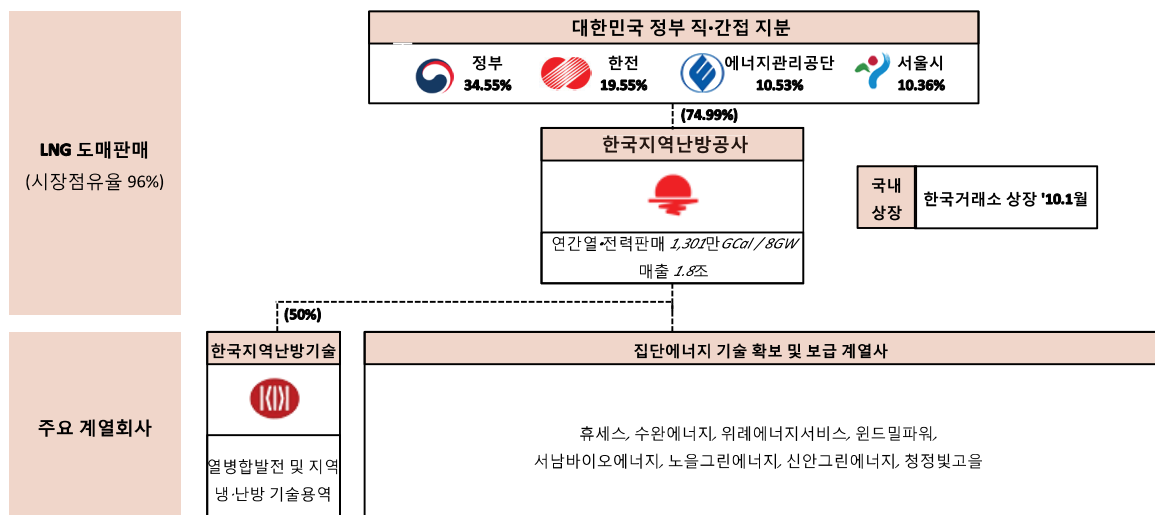
지배 구조 및 주요 사업 현황

한국지역난방공사는 지난 1985년 11월에 설립되었고, 집단에너지, 지역냉방, 전력 및 신재생에너지 사업을 영위하고 있다. 동사는 국내 최대의 집단에너지사업자로서, 효율적인 집단에너지 공급을 통해 기후변화 협약에 능동적으로 대응한다는 목적으로 설립되었다. 동사의 주주구성은 대한민국 정부(34.55%), 한국전력공사(19.55%), 에너지관리공단(10.53%), 서울시(10.36%)로 이루어져 있다. 국내 상장일자는 지난 2010년 1월 29일이었다.

출자회사로 한국지역난방기술(50%, 집단에너지 기술용역), 휴세스(49%, 지역냉난방 공급)등을 보유하고 있다. 동사의 열 생산능력은 연간 6,380만Gcal이며, 전기 생산능력은 연간 12,800GWh 수준이다. 지난 '17년 열 판매량은 1,301만Gcal, 전력 판매량은 8,027GWh를 기록하였으며, 열과 전력의 매출 비중은 각각 52%, 45%였다. 생산된 열은 열배관 시설을 통해 운송·공급되며, 전력은 전력거래소를 통해 한국전력공사에 도매판매된다.

동사의 사업 부문별 시장점유율은 지역난방사업이 52.4%, 지역냉방사업 58.8%로 집계되고 있어 높은 편이나, 전력사업의 경우 시장 점유율이 1.4%로 국내 전체 발전설비용량 115,249MW 중 1,631MW를 차지하고 있다.

〈그림〉 한국지역난방공사 주요사업 및 관계회사 현황



자료: 하이투자증권

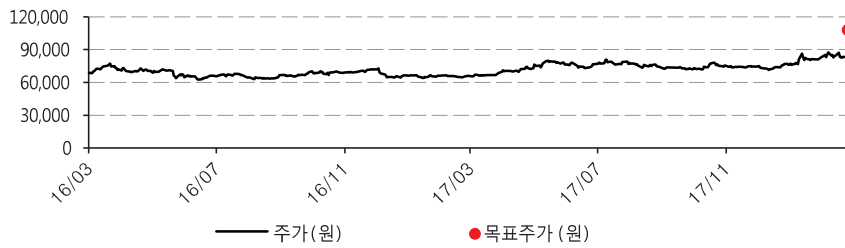
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017	2018E	2019E		2016	2017	2018E	2019E
유동자산	447	618	776	802	매출액	1,720	1,834	2,362	2,456
현금 및 현금성자산	5	34	32	30	증가율(%)	-14.1	6.7	28.8	4.0
단기금융자산	1	16	16	16	매출원가	1,480	1,626	2,053	2,134
매출채권	420	538	683	711	매출총이익	240	209	309	323
재고자산	37	56	73	75	판매비와관리비	78	89	89	89
비유동자산	4,687	5,104	5,132	5,272	연구개발비	7	9	12	12
유형자산	4,536	4,908	4,935	5,073	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	46	80	76	72	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	5,134	5,722	5,908	6,074	영업이익	162	120	220	234
유동부채	756	978	1,176	1,303	증가율(%)	-23.0	-25.9	83.6	6.3
매입채무	194	304	391	406	영업이익률(%)	9.4	6.5	9.3	9.5
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	2	3	3	3
유동성장기부채	480	520	630	740	이자비용	54	45	45	46
비유동부채	2,572	2,914	2,811	2,749	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	1,918	2,157	2,060	2,002	기타영업외손익	34	5	-6	-6
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	139	84	168	181
부채총계	3,329	3,892	3,987	4,052	법인세비용	13	14	44	47
지배주주지분	1,805	1,830	1,921	2,022	세전계속이익률(%)	8.1	4.6	7.1	7.4
자본금	58	58	58	58	당기순이익	127	70	124	134
자본잉여금	114	114	114	114	순이익률(%)	7.4	3.8	5.3	5.4
이익잉여금	1,634	1,658	1,750	1,851	지배주주귀속 순이익	127	70	124	134
기타자본항목	0	0	0	0	기타포괄이익	-1	-1	0	0
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	125	69	124	134
자본총계	1,805	1,830	1,921	2,022	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표	(단위:십억원,%)			
	2016	2017	2018E	2019E		2016	2017	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	312	445	389	355	주당지표(원)				
당기순이익	127	70	124	134	EPS	10,943	6,035	10,723	11,539
유형자산감가상각비	185	197	235	236	BPS	155,889	158,025	165,932	174,654
무형자산상각비	2	4	7	7	CFPS	27,130	23,385	31,622	32,560
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	3,800	2,820	2,820	2,820
투자활동 현금흐름	-477	-652	-250	-362	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-516	-648	-262	-374	PER	6.2	13.5	7.6	7.0
무형자산의 처분(취득)	-6	0	-3	-3	PBR	0.4	0.5	0.5	0.5
금융상품의 증감	1	-5	-2	-2	PCR	2.5	3.5	2.6	2.5
재무활동 현금흐름	167	235	-21	18	EV/EBITDA	9.1	11.1	7.8	7.6
단기금융부채의증감	-575	-480	110	110	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	788	760	-97	-58	ROE	7.2	3.8	6.6	6.8
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	20.3	17.5	19.6	19.4
배당금지급	-1	-	-	-	부채비율	184.4	212.7	207.5	200.4
현금및현금성자산의증감	2	28	-1	-3	순부채비율	132.5	143.6	137.5	133.3
기초현금및현금성자산	4	5	34	32	매출채권회전율(x)	4.0	3.8	3.9	3.5
기말현금및현금성자산	5	34	32	30	재고자산회전율(x)	43.7	39.2	36.7	33.2

자료 : 지역난방공사, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이(지역난방공사)



일자	투자 의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018-03-26(담당자변경)	Buy	105,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자 : 원민석)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율(%)	93.1 %	6.9 %	-