



2018년 4월 13일 | Equity Research

하나금융그룹

지역난방공사 (071320)

동탄의 힘. 분기 최대 전력판매실적

목표주가 95,000원, 투자의견 매수 유지

지역난방공사의 목표주가 95,000원, 투자의견 매수를 유지 한다. 1분기 영업이익은 1,722억원으로 컨센서스에 부합할 전망이다. LNG 연료단가는 상승한 반면 열요금단가는 하락하면서 열사업부 마진은 하락할 전망이다. 다만 유가 강세와 기저발전 비중 하락으로 SMP가 상승했으며 작년 연말 신규 도입된 동탄 발전소 온기 가동으로 전기사업부 이익성장이 기대된다. 2018년 실적 기준 PER 8.2배, PBR 0.48배이며 예상 배당수익률 4.5%를 감안하면 투자매력이 높다.

2018년 1분기 영업이익 1,722억원(YoY +45.0%) 전망

1분기 매출액 9,435억원으로 전년대비 29.5% 증가할 전망이다. 열/전기판매량이 전년대비 각각 11.8%/52.5% 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 영업이익은 1,722억원으로 전년 대비 45.0% 개선될 전망이다. 열사업부 이익은 열마진 하락으로 전년대비 20.8% 감소한 450억원으로 예상된다. 전기 사업부는 SMP 상승과 동탄 발전소 증설 효과로 전년대비 104.7% 증가한 1,272억원이 전망된다. 2분기까지도 낮은 원전 이용률이 예상되고 있어 상반기에도 판매단가 상승과 판매량 증가가 이어질 것으로 판단된다.

실적 개선은 전기사업부가 견인. 하반기 열마진 회복 기대

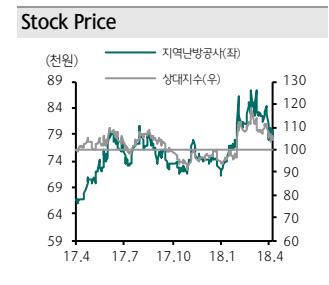
최근 원전 이용률이 낮게 유지되면서 한국전력 전력구입량 증가로 전기사업부 판매실적이 빠르게 개선되고 있다. 봄철 노후 석탄화력 4개월 가동정지와 낮은 기저발전 비중으로 비수기인 2분기에도 전기판매량 증가가 가능할 전망이다. SMP도 유가 강세와 고원가 발전기의 결정비중 증가로 단가 상승이 기대되고 있어 긍정적이다. 열사업부의 마진률 하락 이슈는 올해 7월에 예정되어 있는 연료비/고정비 정산으로 일부 개선될 것으로 기대된다. 하반기 원전 이용률 회복에 따른 전력판매실적 감소 우려에도 신규 발전소 증설효과와 열사업부 마진률 회복으로 실적은 우상향 추세가 지속될 것으로 예상된다.

Update

BUY

| TP(12M): 95,000원 | CP(4월 12일): 79,900원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,442.71		
52주 최고/최저(원)	87,400/66,700	2,343.1	2,444.0
시가총액(십억원)	925.1	217.4	225.9
시가총액비중(%)	0.08	123.8	131.6
발행주식수(천주)	11,578.7		
60일 평균 거래량(천주)	13.5		
60일 평균 거래대금(십억원)	1.1		
18년 배당금(예상,원)	3,620		
18년 배당수익률(예상, %)	4.53		
외국인지분율(%)	4.89		
주요주주 지분율(%)			
산업통상자원부 외 3 인	75.00		
0.00			
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(8.4) 8.6 19.8		
상대	(6.8) 10.0 4.4		



Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,719.9	1,834.4	2,122.1	2,161.9	2,162.2
영업이익	십억원	161.7	119.8	191.5	220.8	227.0
세전이익	십억원	139.3	83.6	149.5	178.5	188.6
순이익	십억원	126.7	69.9	113.3	135.3	143.0
EPS	원	10,943	6,035	9,788	11,688	12,347
증감률	%	9.4	(44.9)	62.2	19.4	5.6
PER	배	6.22	12.10	8.16	6.84	6.47
PBR	배	0.44	0.46	0.48	0.46	0.44
EV/EBITDA	배	9.11	10.83	8.78	7.87	7.45
ROE	%	7.19	3.85	6.06	6.91	6.98
BPS	원	155,889	158,025	164,993	173,060	180,727
DPS	원	3,800	2,820	3,620	4,680	4,940



Analyst 유재선

02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

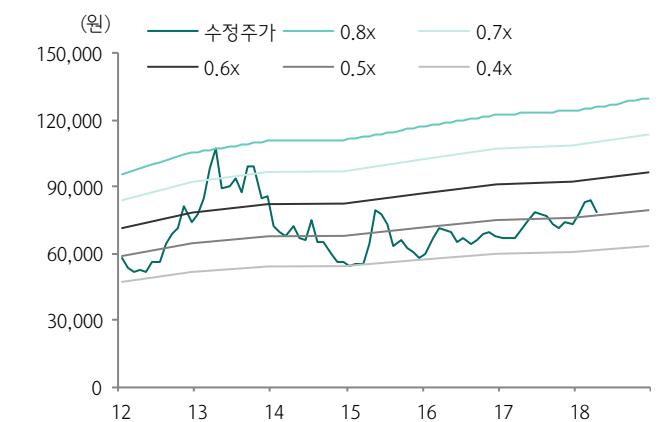
표 1. 지역난방공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2017				2018F				1Q18 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	7,287	2,583	2,267	6,207	9,435	2,948	2,278	6,712	29.5	52.0
열	4,345	1,310	760	3,291	4,743	1,373	731	3,308	9.2	44.1
전기	2,907	1,218	1,388	2,877	4,654	1,516	1,419	3,361	60.1	61.7
냉수	35	55	119	39	38	59	128	43	9.6	(3.3)
영업이익	1,188	(15)	(474)	500	1,722	113	(463)	574	45.0	244.7
열	568	(132)	(433)	147	450	(130)	(439)	155	(20.8)	205.2
전기	621	117	(76)	360	1,272	240	(69)	423	104.7	253.0
냉수	(1)	0	35	(8)	1	3	45	(4)	(156.5)	(110.4)
세전이익	1,065	(127)	(511)	407	1,603	15	(568)	479	50.4	293.4
순이익	837	(90)	(383)	334	1,215	11	(430)	363	45.1	263.9
영업이익률(%)	16.3	(0.6)	(20.9)	8.1	18.3	3.8	(20.3)	8.6	-	-
세전이익률(%)	14.6	(4.9)	(22.5)	6.6	17.0	0.5	(24.9)	7.1	-	-
순이익률(%)	11.5	(3.5)	(16.9)	5.4	12.9	0.4	(18.9)	5.4	-	-
열판매량(천Gcal)	5,974	1,533	953	4,553	6,682	1,639	894	4,465	11.8	46.8
전기판매량(천MWh)	2,742	1,240	1,203	2,842	4,180	1,527	1,268	3,388	52.5	47.1

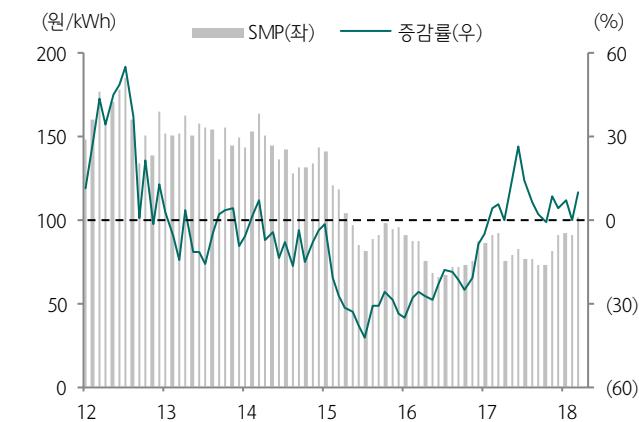
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 1. 지역난방공사 PBR 추이



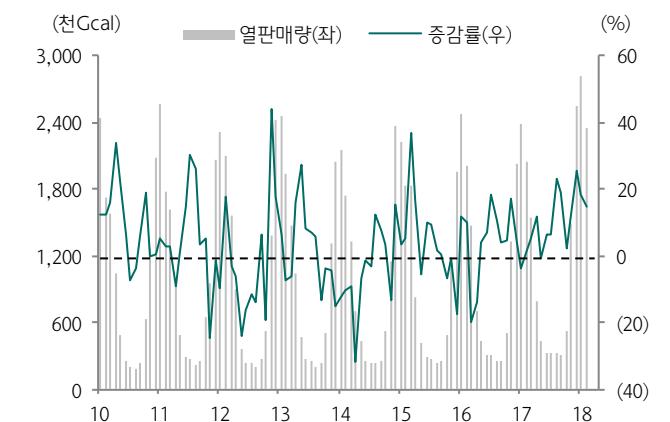
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 2. 월별 SMP 추이



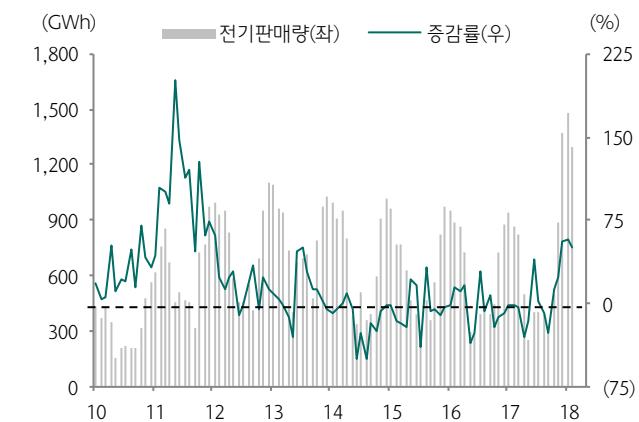
자료: 전력거래소, 하나금융투자

그림 3. 월별 열판매량 (18년 1월/2월 YoY +18.3%/+14.8%)



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 4. 월별 전기판매량 (18년 1월/2월 YoY +57.5%/+50.4%)



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,719.9	1,834.4	2,122.1	2,161.9	2,162.2
매출원가	1,480.1	1,625.9	1,856.3	1,861.5	1,853.5
매출총이익	239.8	208.5	265.8	300.4	308.7
판관비	78.1	88.8	74.3	79.6	81.6
영업이익	161.7	119.8	191.5	220.8	227.0
금융순익	(52.2)	(41.8)	(42.2)	(43.0)	(39.2)
종속/관계기업손익	(3.8)	0.5	0.2	0.8	0.8
기타영업외손익	33.7	5.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	139.3	83.6	149.5	178.5	188.6
법인세	12.6	13.7	36.2	43.2	45.6
계속사업이익	126.7	69.9	113.3	135.3	143.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	126.7	69.9	113.3	135.3	143.0
비지배주주지분순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	126.7	69.9	113.3	135.3	143.0
지배주주지분포괄이익	125.3	68.7	113.3	135.3	143.0
NOPAT	147.0	100.2	145.2	167.4	172.1
EBITDA	349.1	320.7	401.9	446.9	469.0
성장성(%)					
매출액증가율	(14.1)	6.7	15.7	1.9	0.0
NOPAT증가율	(13.5)	(31.8)	44.9	15.3	2.8
EBITDA증가율	(11.4)	(8.1)	25.3	11.2	4.9
영업이익증가율	(23.0)	(25.9)	59.8	15.3	2.8
(지배주주)순익증가율	9.4	(44.8)	62.1	19.4	5.7
EPS증가율	9.4	(44.9)	62.2	19.4	5.6
수익성(%)					
매출총이익률	13.9	11.4	12.5	13.9	14.3
EBITDA이익률	20.3	17.5	18.9	20.7	21.7
영업이익률	9.4	6.5	9.0	10.2	10.5
계속사업이익률	7.4	3.8	5.3	6.3	6.6

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	10,943	6,035	9,788	11,688	12,347
BPS	155,889	158,025	164,993	173,060	180,727
CFPS	30,086	26,138	34,212	38,037	40,284
EBITDAPS	30,148	27,696	34,706	38,598	40,501
SPS	148,537	158,430	183,278	186,710	186,740
DPS	3,800	2,820	3,620	4,680	4,940
주가지표(배)					
PER	6.2	12.1	8.2	6.8	6.5
PBR	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
PCFR	2.3	2.8	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	9.1	10.8	8.8	7.9	7.5
PSR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	7.2	3.8	6.1	6.9	7.0
ROA	2.5	1.3	2.0	2.3	2.4
ROIC	3.2	2.0	2.8	3.1	3.2
부채비율	184.4	212.7	207.4	197.7	188.6
순부채비율	132.6	143.7	136.3	129.5	122.8
이자보상배율(배)	3.0	2.7	4.0	4.6	4.8

자료: 하나금융투자

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea					
Emerging Market					
World					

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	446.9	617.9	665.3	673.3	679.7
금융자산	6.4	49.6	50.9	59.7	63.2
현금성자산	5.4	33.5	33.5	42.4	45.9
매출채권 등	383.3	498.1	538.5	537.9	540.4
재고자산	37.2	56.3	60.9	60.8	61.1
기타유동자산	20.0	13.9	15.0	14.9	15.0
비유동자산	4,686.9	5,103.7	5,207.5	5,291.3	5,359.6
투자자산	45.6	51.1	55.2	55.1	55.4
금융자산	28.7	31.2	33.7	33.7	33.8
유형자산	4,536.4	4,908.3	5,012.1	5,100.0	5,171.8
무형자산	45.6	79.9	75.7	71.7	67.9
기타비유동자산	59.3	64.4	64.5	64.5	64.5
자산총계	5,133.8	5,721.6	5,872.7	5,964.6	6,039.4
유동부채	756.5	977.7	1,001.8	1,001.2	1,003.3
금융부채	479.9	519.9	509.9	509.9	509.9
매입채무 등	237.2	418.6	452.6	452.0	454.1
기타유동부채	39.4	39.2	39.3	39.3	39.3
비유동부채	2,572.3	2,914.2	2,960.6	2,959.6	2,943.4
금융부채	1,919.5	2,158.9	2,143.9	2,143.9	2,123.9
기타비유동부채	652.8	755.3	816.7	815.7	819.5
부채총계	3,328.8	3,891.9	3,962.3	3,960.9	3,946.7
지배주주지분	1,805.0	1,829.7	1,910.4	2,003.8	2,092.6
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	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
이익잉여금	1,633.5	1,658.2	1,738.9	1,832.3	1,921.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,805.0	1,829.7	1,910.4	2,003.8	2,092.6
순금융부채	2,393.0	2,629.3	2,603.0	2,594.2	2,570.6

현금흐름표

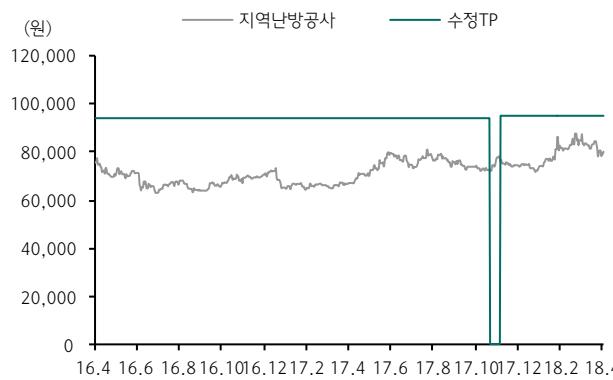
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	312.5	445.4	372.9	359.9	387.1
당기순이익	126.7	69.9	113.3	135.3	143.0
조정	108.0	138.2	210.2	225.4	241.1
감가상각비	187.4	200.9	210.3	226.1	241.9
외환거래손익	(3.2)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	3.8	(0.5)	(0.2)	(0.8)	(0.8)
기타	(80.0)	(62.1)	0.1	0.1	(0.0)
영업활동자산부채변동	77.8	237.3	49.4	(0.8)	3.0
투자활동 현금흐름	(477.4)	(651.9)	(315.3)	(309.1)	(309.5)
투자자산감소(증가)	0.7	(5.4)	(4.0)	0.9	0.5
유형자산감소(증가)	(515.6)	(648.1)	(310.0)	(310.0)	(310.0)
기타	37.5	1.6	(1.3)	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	166.5	234.6	(57.7)	(41.9)	(74.2)
금융부채증가(감소)	209.4	279.4	(25.0)	(0.0)	(20.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1.0)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(41.9)	(44.0)	(32.7)	(41.9)	(54.2)
현금의 증감	1.6	28.1	0.0	8.9	3.4
Unlevered CFO	348.4	302.6	396.1	440.4	466.4
Free Cash Flow	(209.5)	(231.6)	62.9	49.9	77.1

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea					
Emerging Market					
World					

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

지역난방공사



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
17.11.16	BUY	95,000		
17.11.1	Analyst Change	0	-	-
17.5.10	1년 경과		-19.73%	-14.15%
16.5.9	BUY	94,000	-28.58%	-22.45%
15.12.3	BUY	85,000	-23.03%	-9.18%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	91.0%	8.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2000년 0월 0일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 04월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2018년 04월 13일 현재 해당 회사의 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.