

지역난방공사(071320)

예상보다 저조한 실적

1분기 영업이익은 전년동기대비 12.0% 감소, 컨센서스 크게 하회
1분기가 성수기임을 감안하면 기존 가이드선 달성 쉽지 않아
단기 조정에도 배당매력은 주가의 하방경직성 요인으로 작용할 전망

Facts : 영업이익 12.0% 감소, 컨센서스 크게 하회

1분기 매출액은 9,285억원으로 전년동기대비 27.4% 증가했으나, 영업이익은 1,045억원으로 12.0% 감소해, 컨센서스 1,729억원에 크게 못 미쳤다. 겨울 한파가 이어지면서 열판매량은 전년동기대비 11.8% 증가했고 전기 판매량은 동탄2 증설효과와 열병합발전소 이용률 상승으로 49.4% 늘어났다. 다만 연료비 증가(+37.4% YoY) 영향이 더욱 컸다. 도시가스 요금 동결에 따른 열요금 동결로 전년동기대비 열요금은 3.4% 하락했으나, 주 연료인 발전용 천연가스 단가는 7.9% 높아졌으며 중유 가격은 19.2% 상승해 마진률이 크게 악화됐다.

Pros & cons : 기존 가이드선 달성 어려워

연초 회사가 밝혔던 공격적인 18년 가이드선(OP 2,200억원, +83.6% YoY) 달성은 쉽지 않아 보인다. 1분기가 계절적 성수기(작년에는 1분기 매출비중 39.7%)여서 부진한 1분기 실적이 연간실적에 주는 영향은 클 것이다. 그럼에도 동탄2 열병합발전소 증설효과와 발전용 에너지 세제 개편에 따른 LNG 세율 하향조정 가능성을 고려하면 전기부문 실적 우상향 추세는 지속될 것이다. 또한 올해 7월 열요금 조정(17년 공급비 정산)에서 열요금 인상압력은 상당할 것으로 판단된다. 19년과 20년 7월에는 열요금 인하적용 종료(15년, 16년 정산분)로 계단식 요금 인상(각각 약 7%, 5% 예상)도 이뤄질 것이다. 이를 감안하면 열 마진률은 올해 상반기가 바닥일 전망이다.

Action : 기존 목표주가 92,000원 유지

매수의견과 목표주가 92,000원을 유지한다. 기대에 못 미친 1분기 실적과 올해 예상 순이익 하향조정에도(-33%), 열요금 단계적 인상과 증설효과로 향후 3년간 이익 증가는 계속될 것이다. 주가는 2018년 기준 PER 9.7배, PBR 0.48배로 여전히 저평가 국면이다. 또한 대규모 설비투자 종료로 매년 2,500억원 수준의 순현금 유입됨을 고려하면, 올해도 높은 배당성향(작년 배당성향 46.7%로 기존 35%에서 크게 높여) 유지가 가능한 상황이다. 올해 예상 배당수익률은 5.9%로 이는 주가의 하방경직성 요인으로 작용할 전망이다.

하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 92,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/9)	2,444
주가(5/9)	77,500
시가총액(십억원)	897
발행주식수(백만)	12
52주 최고/최저가(원)	87,400/69,700
일평균거래대금(6개월, 백만원)	884
유동주식비율/외국인지분율(%)	21.6/4.9
주요주주(%)	산업통상자원부 외 3인 75.0

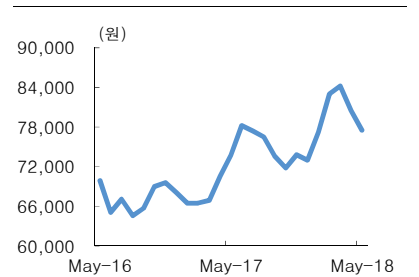
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	12.1	9.7	8.0
PBR(x)	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	3.8	5.0	5.9
DY(%)	3.9	5.9	7.0
EV/EBITDA(x)	10.8	8.7	8.3
EPS(원)	6,035	8,009	9,660
BPS(원)	158,025	161,335	165,496

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.6)	0.8	9.5
KOSPI 대비(%p)	(0.6)	5.0	2.9

주가추이



강승균

seungkyun.kang@truefriend.com

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	728.7	258.3	226.7	620.8	928.5	309.6	27.4	967.0
영업이익	118.8	(1.5)	(47.4)	50.0	104.5	NM	(12.0)	172.9
영업이익률(%)	16.3	(0.6)	(20.9)	8.0	11.3	32.2	3.2	17.9
세전이익	106.5	(12.7)	(51.1)	40.8	92.0	NM	(13.7)	154.1
순이익	83.7	(9.0)	(38.3)	28.2	69.6	NM	(16.9)	118.9

자료: 지역난방공사, 한국투자증권

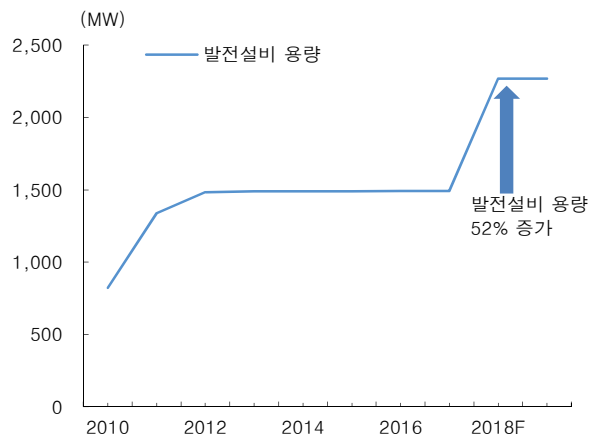
〈표 2〉 지역난방공사 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	729	258	227	620.7	929	292	280	754	1,834	2,255	2,375	2,515
열	430	126	67	324	465	127	71	348	947	1,011	1,070	1,135
전기	281	110	122	270	453.1	142	171	371	783	1,137	1,196	1,269
기타	18	22	38	27	11	22	38	35	105	107	109	111
YoY(%)	(5.3)	6.4	10.8	23.4	27.4	13.0	23.7	21.5	6.7	22.9	5.3	5.9
영업이익	119	(2)	(47)	50.0	105	5	(16)	81	120	175	193	234
YoY(%)	(32.8)	nm	nm	22.7	(12.0)	nm	nm	61.8	(25.9)	45.7	10.7	20.8
영업이익률(%)	16.3	(0.6)	(20.9)	8.0	11.3	1.8	(5.7)	10.7	6.5	7.7	8.1	9.3
세전이익	107	(13)	(51)	36	92	(12)	(22)	62	84	119	144	184
당기순이익	84	(9)	(38)	28	70	(9)	(17)	50	70	93	112	143

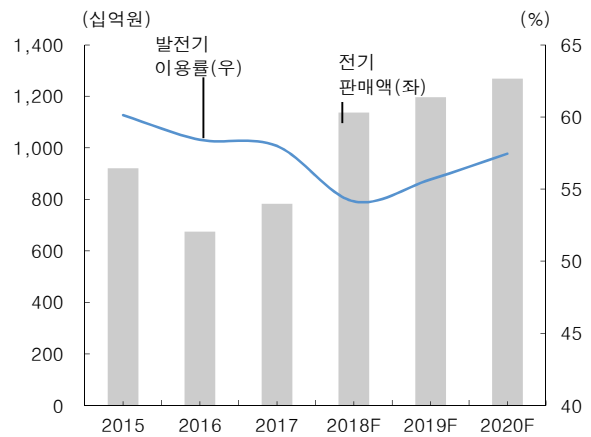
자료: 지역난방공사, 한국투자증권

[그림 1] 2017년 12월 발전설비 용량 52% 증가



자료: 지역난방공사, 한국투자증권

[그림 2] 용량증가로 2018년 전기 매출 큰 폭으로 증가

주: 지역난방공사 발전기 이용률과 전기 매출액 전망
자료: 지역난방공사, 한국투자증권

기업개요

한국지역난방공사는 열병합발전기, 보일러 등을 이용해 화석, 파주, 판교 등에 열(난방)과 전기를 공급. 매출의 56%가 열판매에서, 42%가 전기판매에서 발생. 열 판매부문은 총괄원가보상방식에 의해 적정 마진을 보장받고 있으며 연료비연 동제를 적용하고 있음. 전기는 한국전력거래소의 입찰에 참여해 판매함

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	447	618	760	800	847
현금성자산	5	34	41	43	46
매출채권및기타채권	383	498	612	645	683
재고자산	37	56	69	73	77
비유동자산	4,687	5,104	5,060	5,094	5,129
투자자산	46	51	63	66	70
유형자산	4,536	4,908	4,876	4,899	4,922
무형자산	46	80	43	45	48
자산총계	5,134	5,722	5,820	5,894	5,976
유동부채	756	978	1,353	1,384	1,399
매입채무및기타채무	237	419	514	542	574
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	480	520	509	543	577
비유동부채	2,572	2,914	2,599	2,594	2,593
사채	1,918	2,157	2,092	2,060	2,028
장기차입금및금융부채	2	2	1	1	1
부채총계	3,329	3,892	3,952	3,978	3,992
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	114	114	114	114	114
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,634	1,658	1,698	1,747	1,815
자본총계	1,805	1,830	1,868	1,916	1,983

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	312	445	584	305	319
당기순이익	127	70	93	112	144
유형자산감가상각비	185	197	215	216	217
무형자산상각비	2	4	3	3	3
자산부채변동	78	237	251	(42)	(63)
기타	(80)	(63)	22	16	18
투자활동현금흐름	(477)	(652)	(446)	(242)	(243)
유형자산투자	(522)	(677)	(195)	(241)	(242)
유형자산매각	6	29	12	1	2
투자자산순증	(9)	(18)	(33)	(20)	(23)
무형자산순증	(6)	(0)	34	(5)	(6)
기타	54	14	(264)	23	26
재무활동현금흐름	167	235	(129)	(61)	(73)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	213	280	(76)	2	2
배당금지급	(42)	(44)	(33)	(53)	(63)
기타	(4)	(1)	(20)	(10)	(12)
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	2	28	8	2	3

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

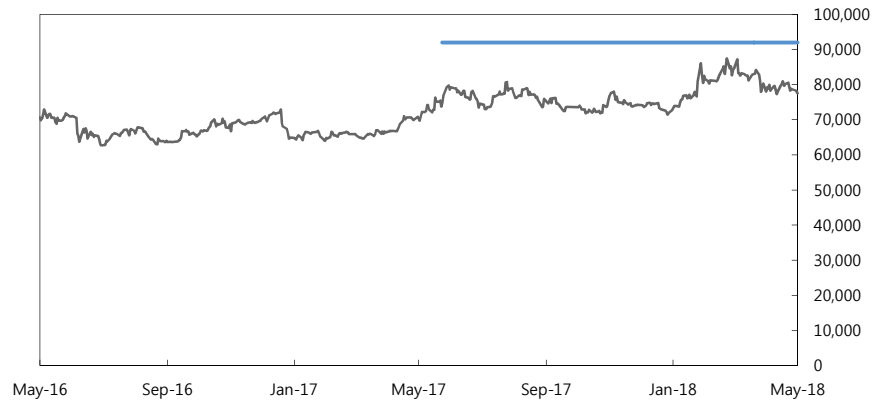
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,720	1,834	2,255	2,375	2,515
매출원가	1,480	1,626	1,987	2,086	2,183
매출총이익	240	209	268	289	332
판매관리비	78	89	93	96	99
영업이익	162	120	175	193	234
금융수익	5	3	6	7	7
이자수익	2	3	6	7	7
금융비용	58	45	47	46	46
이자비용	54	45	47	46	46
기타영업외손익	34	5	6	7	7
관계기업관련손익	(4)	1	(21)	(17)	(19)
세전계속사업이익	139	84	119	144	183
법인세비용	13	14	27	32	39
당기순이익	127	70	93	112	144
기타포괄이익	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	125	69	92	111	142
EBITDA	349	321	393	412	454

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	10,943	6,035	8,009	9,660	12,406
BPS	155,889	158,025	161,335	165,496	171,302
DPS	3,800	2,820	4,600	5,400	6,500
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(14.1)	6.7	22.9	5.3	5.9
영업이익증가율	(23.0)	(25.9)	45.7	10.7	20.8
순이익증가율	9.4	(44.9)	32.7	20.6	28.4
EPS증가율	9.4	(44.9)	32.7	20.6	28.4
EBITDA증가율	(11.4)	(8.1)	22.5	5.0	10.0
수익성(%)					
영업이익률	9.4	6.5	7.7	8.1	9.3
순이익률	7.4	3.8	4.1	4.7	5.7
EBITDA Margin	20.3	17.5	17.4	17.4	18.0
ROA	2.5	1.3	1.6	1.9	2.4
ROE	7.2	3.8	5.0	5.9	7.4
배당수익률	5.6	3.9	5.9	7.0	8.4
배당성향	34.7	46.7	57.4	55.9	52.4
안정성					
순차입금(십억원)	2,393	2,629	2,542	2,540	2,538
차입금/자본총계비율(%)	132.9	146.4	139.3	135.9	131.4
Valuation(X)					
PER	6.2	12.1	9.7	8.0	6.2
PBR	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	9.1	10.8	8.7	8.3	7.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
지역난방공사(071320)	2016.04.20	중립	-	-	-
	2017.04.20	1년경과	-	-	-
	2017.06.01	매수	92,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 9일 현재 지역난방공사 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.