



2018년 5월 10일 | Equity Research

지역난방공사 (071320)

열마진 하락과 유가 상승의 이중고

목표주가 85,000원으로 하향, 투자의견 중립으로 하향

지역난방공사 연간 실적 전망치 수정으로 목표주가를 기존 95,000원에서 85,000원으로 하향조정하며 투자의견을 매수에서 중립으로 하향한다. 1분기 영업이익은 시장 컨센서스를 크게 하회했다. 열마진 하락 지속과 발전용 가스요금 상승에 의한 전력마진의 감소는 현재의 유가 강세가 지속되는 동안 실적개선 제약요인으로 작용할 전망이다. 계절적 성수기인 1분기 실적이 연간 이익 레벨을 결정하는 점을 감안한다면 증익 모멘텀이 둔화되고 있는 상황으로 판단된다. 2018년 실적 기준 PER 12.5배, PBR 0.48배다. 예상 배당수익률 4.0%를 감안하면 주가의 하방은 확보가 가능하다.

2018년 1분기 영업이익 1,045억원(YoY -12.0%) 기록

매출액은 9,285억원으로 전년대비 27.4% 증가했다. 열과 전기판매량이 전년대비 11.8%/49.3% 증가했기 때문이다. 반면 영업이익은 1,045억원으로 전년대비 12.0% 감소했다. 열사업부 이익은 열마진 하락으로 전년대비 38.2% 감소한 351억원을 기록했다. 전기사업부는 발전설비 증설과 SMP 상승으로 대규모 증익이 예상되었지만 연료비 증가로 전년대비 13.0% 개선된 702억원을 기록했다. 연초 대비 유가가 빠르게 상승한 영향으로 지난 2월에 공시된 연간 영업이익 가이던스 2,200억원은 달성 가능성이 낮아지고 있다.

유가 강세로 당분간 전기사업부 마진 감소가 불가피한 상황

열사업부의 이익률 하락 이슈는 2015년과 2016년 발생한 초과이익 정산에서 시작된다. 2019년까지 요금 인하요인이 남아있지만 올해 7월에 예정되어 있는 연료비/고정비 정산에서 일정부분 회복이 기대된다. 전기사업부의 마진은 유가 상승 구간에서 하락할 수밖에 없는 구조적인 한계가 있다. 당월 전력판매가격은 전월 요금을 기준으로 산정된 발전용 가스요금이 반영되며 실제 연료비 정산은 1개월의 시차를 두고 후행하기 때문이다. 2분기까지는 낮은 원전 이용률로 전력판매량 증가가 예상되지만 이익률은 최근 가파른 유가 상승 영향으로 당분간 둔화추세가 지속될 것으로 전망된다.

Update

Neutral(하향)

| TP(12M): 85,000원(하향) | CP(5월 9일): 77,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,443.98
52주 최고/최저(원)	87,400/69,700
시가총액(십억원)	897.4
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	11,578.7
60일 평균 거래량(천주)	9.9
60일 평균 거래대금(십억원)	0.8
18년 배당금(예상, 원)	3,100
18년 배당수익률(예상, %)	4.00
외국인지분율(%)	4.86
주요주주 지분율(%)	
산업통상자원부 외 3인	75.00

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(0.6)	0.8	9.5
상대	(0.6)	5.2	2.7

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	2,350.5	2,449.5
영업이익(십억원)	219.1	231.9
순이익(십억원)	126.3	137.4
EPS(원)	10,907	11,865
BPS(원)	165,718	173,524

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,719.9	1,834.4	2,181.4	2,199.6	2,197.3
영업이익	십억원	161.7	119.8	129.7	148.8	164.5
세전이익	십억원	139.3	83.6	86.7	102.5	123.3
순이익	십억원	126.7	69.9	71.9	84.2	100.8
EPS	원	10,943	6,035	6,205	7,276	8,706
증감률	%	9.4	(44.9)	2.8	17.3	19.7
PER	배	6.22	12.10	12.49	10.65	8.90
PBR	배	0.44	0.46	0.48	0.47	0.45
EV/EBITDA	배	9.11	10.83	10.44	9.63	8.97
ROE	%	7.19	3.85	3.89	4.45	5.17
BPS	원	155,889	158,025	161,411	165,587	171,382
DPS	원	3,800	2,820	3,100	2,910	3,480



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

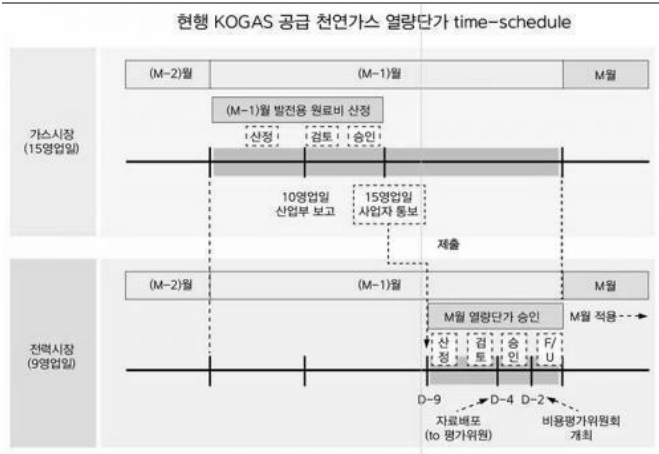
표 1. 지역난방공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2017				2018F				1Q18 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	7,287	2,583	2,267	6,207	9,285	3,178	2,412	6,938	27.4	49.6
열	4,345	1,310	760	3,291	4,708	1,360	736	3,330	8.4	43.1
전기	2,907	1,218	1,388	2,877	4,541	1,761	1,551	3,567	56.2	57.8
냉수	35	55	119	39	36	58	125	42	3.9	(8.3)
영업이익	1,188	(15)	(474)	500	1,045	10	(435)	677	(12.0)	109.1
열	568	(132)	(433)	147	351	(145)	(435)	173	(38.2)	138.3
전기	621	117	(76)	360	702	153	(41)	509	13.0	94.8
냉수	(1)	0	35	(8)	(8)	2	42	(6)	적지	적지
세전이익	1,065	(127)	(511)	407	920	(92)	(551)	590	(13.6)	125.8
순이익	837	(90)	(383)	334	696	(65)	(413)	501	(16.9)	108.5
영업이익률(%)	16.3	(0.6)	(20.9)	8.1	11.3	0.3	(18.0)	9.8	-	-
세전이익률(%)	14.6	(4.9)	(22.5)	6.6	9.9	(2.9)	(22.9)	8.5	-	-
순이익률(%)	11.5	(3.5)	(16.9)	5.4	7.5	(2.1)	(17.1)	7.2	-	-
열판매량(천Gcal)	5,974	1,533	953	4,553	6,680	1,642	896	4,472	11.8	46.7
전기판매량(천MWh)	2,742	1,240	1,203	2,842	4,095	1,659	1,268	3,388	49.3	44.1

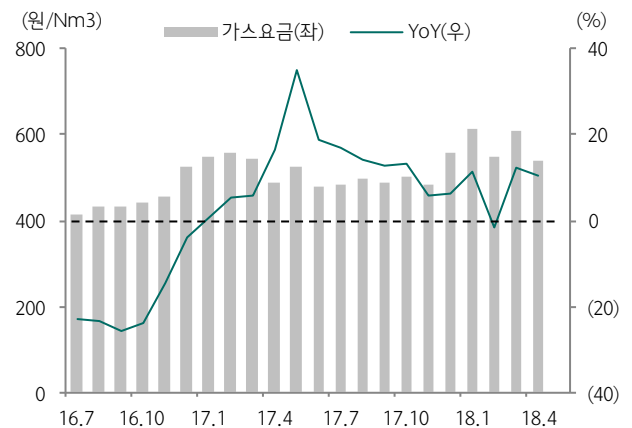
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 1. 발전용 천연가스 연료비 정산구조



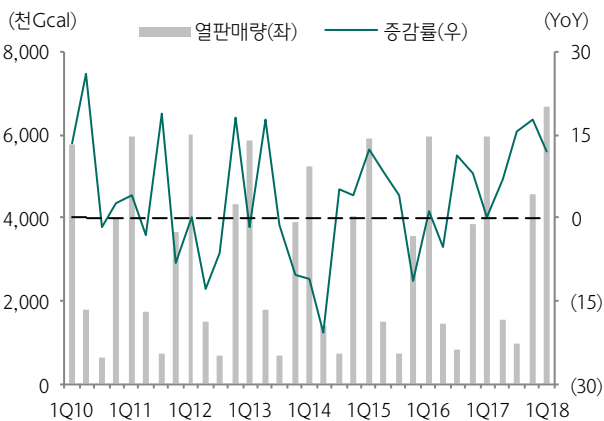
자료: 언론보도, 하나금융투자

그림 2. 월별 집단에너지사업자 발전용 천연가스 요금 추이



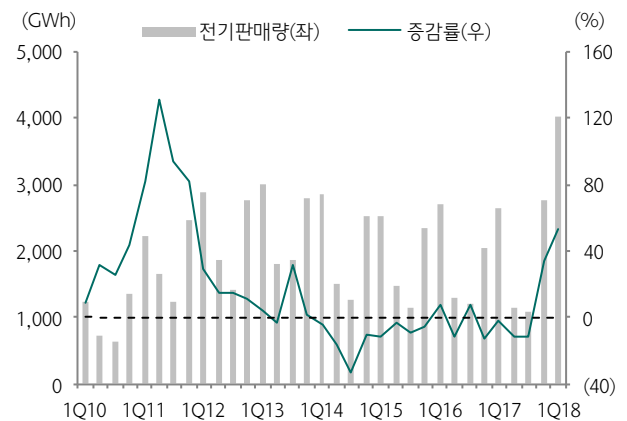
자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 3. 분기별 열판매량 추이



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 4. 분기별 전기판매량 추이



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,719.9	1,834.4	2,181.4	2,199.6	2,197.3
매출원가	1,480.1	1,625.9	1,939.3	1,919.1	1,902.0
매출총이익	239.8	208.5	242.1	280.5	295.3
판관비	78.1	88.8	112.3	131.7	130.8
영업이익	161.7	119.8	129.7	148.8	164.5
금융손익	(52.2)	(41.8)	(44.6)	(47.4)	(42.5)
중속/관계기업손익	(3.8)	0.5	1.2	1.1	1.3
기타영업외손익	33.7	5.0	0.3	0.0	0.0
세전이익	139.3	83.6	86.7	102.5	123.3
법인세	12.6	13.7	14.8	18.2	22.5
계속사업이익	126.7	69.9	71.9	84.2	100.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	126.7	69.9	71.9	84.2	100.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순이익	126.7	69.9	71.9	84.2	100.8
지배주주순이익	125.3	68.7	71.9	84.2	100.8
NOPAT	147.0	100.2	107.5	122.3	134.5
EBITDA	349.1	320.7	335.1	361.9	385.5
성장성(%)					
매출액증가율	(14.1)	6.7	18.9	0.8	(0.1)
NOPAT증가율	(13.5)	(31.8)	7.3	13.8	10.0
EBITDA증가율	(11.4)	(8.1)	4.5	8.0	6.5
영업이익증가율	(23.0)	(25.9)	8.3	14.7	10.6
(지배주주)순이익증가율	9.4	(44.8)	2.9	17.1	19.7
EPS증가율	9.4	(44.9)	2.8	17.3	19.7
수익성(%)					
매출총이익률	13.9	11.4	11.1	12.8	13.4
EBITDA이익률	20.3	17.5	15.4	16.5	17.5
영업이익률	9.4	6.5	5.9	6.8	7.5
계속사업이익률	7.4	3.8	3.3	3.8	4.6
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	10,943	6,035	6,205	7,276	8,706
BPS	155,889	158,025	161,411	165,587	171,382
CFPS	30,086	26,138	28,335	30,477	32,900
EBITDAPS	30,148	27,696	28,937	31,254	33,290
SPS	148,537	158,430	188,393	189,970	189,767
DPS	3,800	2,820	3,100	2,910	3,480
주가지표(배)					
PER	6.2	12.1	12.5	10.7	8.9
PBR	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
PCFR	2.3	2.8	2.7	2.5	2.4
EV/EBITDA	9.1	10.8	10.4	9.6	9.0
PSR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	7.2	3.8	3.9	4.5	5.2
ROA	2.5	1.3	1.2	1.4	1.7
ROIC	3.2	2.0	2.1	2.3	2.5
부채비율	184.4	212.7	214.3	208.8	201.0
순부채비율	132.6	143.7	139.1	135.0	128.9
이자보상배율(배)	3.0	2.7	2.7	3.1	3.5

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	446.9	617.9	689.8	699.4	711.6
금융자산	6.4	49.6	54.7	65.3	75.4
현금성자산	5.4	33.5	36.8	47.4	57.5
매출채권 등	383.3	498.1	556.7	555.8	557.7
재고자산	37.2	56.3	63.0	62.9	63.1
기타유동자산	20.0	13.9	15.4	15.4	15.4
비유동자산	4,686.9	5,103.7	5,184.3	5,221.1	5,260.4
투자자산	45.6	51.1	57.1	57.0	57.2
금융자산	28.7	31.2	34.8	34.8	34.9
유형자산	4,536.4	4,908.3	4,987.1	5,028.0	5,070.8
무형자산	45.6	79.9	75.7	71.7	67.9
기타비유동자산	59.3	64.4	64.4	64.4	64.5
자산총계	5,133.8	5,721.6	5,874.1	5,920.5	5,972.1
유동부채	756.5	977.7	1,017.1	1,016.4	1,018.0
금융부채	479.9	519.9	509.9	509.9	509.9
매입채무 등	237.2	418.6	467.8	467.1	468.7
기타유동부채	39.4	39.2	39.4	39.4	39.4
비유동부채	2,572.3	2,914.2	2,988.1	2,986.8	2,969.7
금융부채	1,919.5	2,158.9	2,143.9	2,143.9	2,123.9
기타비유동부채	652.8	755.3	844.2	842.9	845.8
부채총계	3,328.8	3,891.9	4,005.2	4,003.2	3,987.6
지배주주지분	1,805.0	1,829.7	1,868.9	1,917.3	1,984.4
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	1,697.4	1,745.8	1,812.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,805.0	1,829.7	1,868.9	1,917.3	1,984.4
순금융부채	2,393.0	2,629.3	2,599.1	2,588.6	2,558.4
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	312.5	445.4	347.6	295.2	322.8
당기순이익	126.7	69.9	71.9	84.2	100.8
조정	108.0	138.2	204.1	212.0	219.7
감가상각비	187.4	200.9	205.3	213.1	220.9
외환거래손익	(3.2)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
자본법손익	3.8	(0.5)	(1.2)	(1.1)	(1.3)
기타	(80.0)	(62.1)	(0.0)	0.0	0.1
영업활동 자산부채 변동	77.8	237.3	71.6	(1.0)	2.3
투자활동 현금흐름	(477.4)	(651.9)	(286.7)	(248.7)	(259.0)
투자자산감소(증가)	0.7	(5.4)	(4.8)	1.2	1.1
유형자산감소(증가)	(515.6)	(648.1)	(280.0)	(250.0)	(260.0)
기타	37.5	1.6	(1.9)	0.1	(0.1)
재무활동 현금흐름	166.5	234.6	(57.7)	(35.9)	(53.7)
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)	(35.9)	(33.7)
현금의 증감	1.6	28.1	3.3	10.6	10.1
Unlevered CFO	348.4	302.6	328.1	352.9	380.9
Free Cash Flow	(209.5)	(231.6)	67.6	45.2	62.8

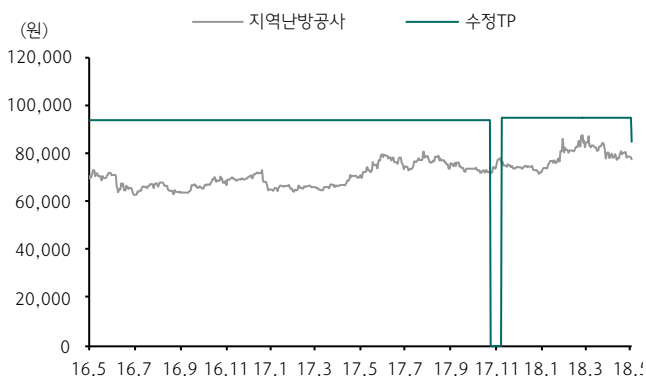
Sector Aggregates

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

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

투자이전 변동 내역 및 목표주가 괴리율

지역난방공사



날짜	투자이전	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.5.10	Neutral	85,000		
17.11.16	BUY	95,000	-17.50%	-8.00%
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 투자이전 비율공시

- 투자이전의 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	92.3%	7.1%	0.6%	100.0%

* 기준일: 0000년 0월 0일

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 2018년 05월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2018년 05월 10일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.