

2018/05/10

지역난방공사(071320)

기대치를 크게 하회하는 실적

■ 어닝쇼크에 가까운 1Q18 실적

동사의 1Q18 매출액은 9,285억원(YoY +27.4%), 영업이익은 1,045억원(YoY -12.0%)로 시장 기대치를 크게 하회하는 실적을 기록하였다 [시장 컨센서스 1,626억원]. 동사의 실적 악화는 1) 연료비 상승 및 2) 열요금 하락 [YoY -3.4%]에 따른 전력·열판매 사업부문 수익성 악화에 기인한다. 증설효과 및 동절기 기온 하락으로 인해 판매량은 증가하였으나 [전력/열 YoY +49.4%/+11.8%], 수익성은 오히려 악화되었다 [전력/열 영업이익률 YoY -5.9%p/-5.8%p].

■ 단기적으로 실적개선을 기대하기 어려운 상황

동사의 연간 수익성을 결정짓는 1분기 실적이 크게 악화된 상황에서, 2-3분기 실적도 LNG 도입단가 상승에 따라 개선되기 쉽지 않다. 최근의 국제유가 강세에 따라 적어도 3Q18까지는 LNG 도입단가가 상승할 것이기 때문이다 [국내 LNG 수입단가는 국제 유가를 4개월 후행]. 정부의 공공기업 배당 확대 정책에 따라 동사의 배당성향은 높은 수준을 유지할 것이나 [17년 배당성향 47%], 전술한 실적 악화 요인을 감안한다면 '18년 연간 실적은 기존의 시장 기대치를 하회할 가능성이 높다 [사측 연간 실적 Guidance 매출 2조 3,051억 원 / 영업이익 2,200억원]. 동탄2열병합발전소 증설 이후 추가적인 주가 상승 재료가 부재한 상황에서, 주가에 기 반영된 실적 개선에 따른 배당규모 확대 기대감이 오히려 부담으로 작용할 것이다. 단기적으로 동사에 대해 보수적인 투자판단을 권고한다.

■ 투자의견 Hold로 변경, 목표주가 80,000원으로 하향

전술한 실적 악화 요인을 반영하여 동사에 대한 투자의견을 Hold로 변경하고, 목표주가를 80,000원으로 하향한다. 목표주가는 12M Fwd BPS 163,309원에 Target PBR 0.55x [12M Fwd ROE 4.4%, COE 8.1%]를 적용하여 산출하였다. 목표주가는 12M Fwd PER 11.8x 수준이다.

유틸리티 원민석

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

Hold(Downgrade)

목표주가(12M)	80,000원
종가(2018/05/09)	77,500원

Stock Indicator

자본금	58십억원
발행주식수	1,158만주
시가총액	897십억원
외국인지분율	4.9%
배당금(2017)	2,820원
EPS(2018E)	6,886원
BPS(2018E)	162,094원
ROE(2018E)	4.3%
52주 주가	69,700~87,400원
60일평균거래량	9,864주
60일평균거래대금	0.8십억원

Price Trend



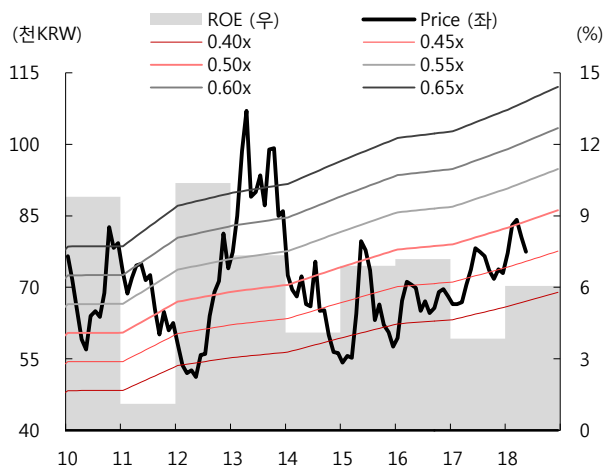
1Q18 Review : 기대치를 크게 하회하는 실적

<그림 1> 지역난방공사 실적 추정 테이블

구분	단위	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	십억원	729	258	227	621	929	308	265	856	1,720	1,834	2,358	2,492
매출원가	십억원	592	240	250	544	803	277	287	740	1,480	1,626	2,106	2,187
판매관리비	십억원	18	20	24	27	21	24	30	33	78	89	107	130
영업이익	십억원	119	-2	-47	50	105	7	-51	83	162	120	144	175
영업이익률	%	16.3%	-0.6%	-20.9%	8.0%	11.3%	2.4%	-19.2%	9.7%	9.4%	6.5%	6.1%	7.0%
금융손익	십억원	-11	-10	-10	-10	-14	-11	-11	-11	-56	-46	-45	-46
지분법손익	십억원	0	0	-1	1	1	0	0	0	-4	1	2	2
기타영업외손익	십억원	-1	-1	7	0	0	-2	-2	-2	34	5	-6	-6
세전이익	십억원	107	-13	-51	41	92	-6	-64	71	139	84	93	124
법인세비용	십억원	23	-4	-13	7	22	-1	-11	7	13	14	17	22
법인세율	%	21.4%	28.9%	25.1%	18.0%	24.3%	22.5%	21.6%	22.8%	9.1%	16.4%	18.0%	18.0%
당기순이익	십억원	84	-9	-38	33	70	-5	-52	64	127	70	77	102

자료: 하이투자증권

<그림 2> 지역난방공사 PBR/ROE Band Chart



자료: 하이투자증권

<그림 3> 지역난방공사 목표주가 산정 Table

Target PBR (ROE/COE)	0.55x
자기자본이익률 (ROE, 12M Fwd)	4.4%
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)	163,309
Target Price (12M, 11% Disc.)	80,000
Implied Target Price (12M)	89,300
Closing Price (05/09)	77,500
Upside	3.2%

자료: 하이투자증권

K-IFRS 별도 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	618	768	810	828
현금 및 현금성자산	34	25	27	29
단기금융자산	16	16	16	16
매출채권	538	682	721	738
재고자산	56	72	77	78
비유동자산	5,104	5,154	5,275	5,452
유형자산	4,908	4,957	5,076	5,251
무형자산	80	76	72	68
자산총계	5,722	5,922	6,085	6,281
유동부채	978	1,175	1,308	1,428
매입채무	304	390	412	421
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	520	630	740	850
비유동부채	2,914	2,873	2,834	2,835
사채	2,157	2,047	1,937	1,827
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	3,892	4,048	4,143	4,264
지배주주지분	1,830	1,874	1,943	2,017
자본금	58	58	58	58
자본잉여금	114	114	114	114
이익잉여금	1,658	1,702	1,771	1,845
기타자본항목	0	0	0	0
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	1,830	1,874	1,943	2,017

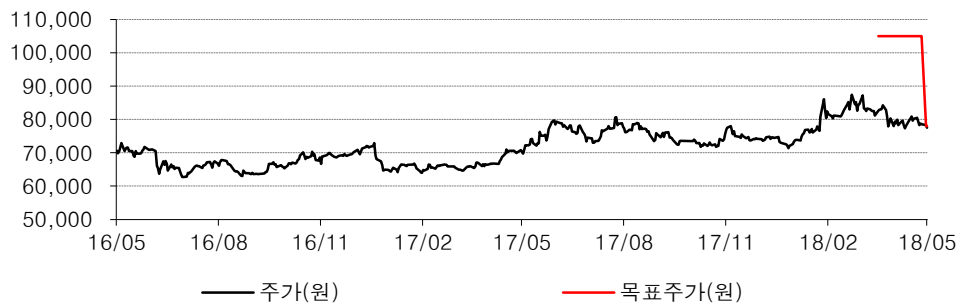
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,834	2,358	2,492	2,546
증가율(%)	6.7	28.5	5.7	2.2
매출원가	1,626	2,106	2,187	2,208
매출총이익	209	252	305	338
판매비와관리비	89	107	130	157
연구개발비	9	12	12	12
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	120	144	175	181
증가율(%)	-25.9	20.4	21.1	3.7
영업이익률(%)	6.5	6.1	7.0	7.1
이자수익	3	3	3	3
이자비용	45	45	45	45
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	5	-6	-6	-6
세전계속사업이익	84	93	124	131
법인세비용	14	17	22	23
세전계속이익률(%)	4.6	4.0	5.0	5.1
당기순이익	70	77	102	107
순이익률(%)	3.8	3.2	4.1	4.2
지배주주귀속 순이익	70	77	102	107
기타포괄이익	-1	0	0	0
총포괄이익	69	77	102	107
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	445	416	403	448
당기순이익	70	77	102	107
유형자산감가상각비	197	235	238	246
무형자산상각비	4	7	7	7
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-652	-271	-345	-409
유형자산의 처분(취득)	-648	-283	-357	-421
무형자산의 처분(취득)	0	-3	-3	-3
금융상품의 증감	-5	-2	-2	-2
재무활동 현금흐름	235	-34	-34	-34
단기금융부채의증감	-480	110	110	110
장기금융부채의증감	760	-110	-110	-110
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	28	-8	2	2
기초현금및현금성자산	5	34	25	27
기말현금및현금성자산	34	25	27	29

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	6,035	6,612	8,774	9,245
BPS	158,025	161,820	167,777	174,206
CFPS	23,385	27,510	29,923	31,058
DPS	2,820	2,820	2,820	2,820
Valuation(배)				
PER	12.1	11.7	8.8	8.4
PBR	0.5	0.5	0.5	0.4
PCR	3.1	2.8	2.6	2.5
EV/EBITDA	10.8	9.1	8.4	8.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	3.8	4.1	5.3	5.4
EBITDA 이익률	17.5	16.4	16.8	17.0
부채비율	212.7	216.1	213.2	211.4
순부채비율	143.6	140.7	135.6	130.5
매출채권회전율(x)	3.8	3.9	3.6	3.5
재고자산회전율(x)	39.2	36.6	33.5	32.9

자료 : 지역난방공사, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(지역난방공사)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018-03-26(담당자변경)	Buy	105,000	1년	-23.9%	-19.8%
2018-05-10	Hold	80,000	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 간섭 없이 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 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

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

- Buy(매 수): 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 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-