

# 지역난방공사(071320)

## 과도한 주가 하락

### 실적발표 후 주가 13% 하락

1분기 실적발표 후 지역난방공사의 주가는 13% 하락했다. 전기 및 열 부문 실적 모두 예상에 크게 못 미쳤기 때문이었기 때문이다. 또한 1분기 실적이 크게 부진했기에 불과 석달 전에 밝혔던 연간 가이드런스 달성 실패는 당연해졌다. 게다가 연료비가 판가에 적절하게 반영하지 못한 것이 하회의 이유라는 설명으로는 해당 이슈가 일회적인지 판별이 불가능했고, 이에 연간 이익 가시성이 크게 나빠진 상황이었다.

### 이번 부진은 어느 정도 일회성 요인 있어

특히 1분기 전기 부문의 부진은 SMP 적용시점과 실 연료비용 시차에 따른 역마진 발생이 주 원인이었다(자세한 내용은 2p 참조). 이 상황은 가스공사로부터 천연가스를 공급받는 대부분의 발전사업자들에게 유사하게 발생했다는 점에서 현 제도 개선을 촉구하는 목소리가 높아지고 있다. 또한 돌아올 성수기인 올해 4분기에 유가급등 상황이 동일하게 발생할 것이라 보기도 어렵다. 즉 이번 부진은 일회적이라 판단 가능하며, 시간이 지날수록 연초에 기대했던 증설효과가 나타날 것이다. 또한 열 마진이 악화된 부분은 내년 7월에 정산을 고려 시, 1분기 영향이 충분히 반영된 현 상황에서 나쁘게만 볼 필요는 없다.

### 6월 말 연료비 원가배부방식 변경 주목할 필요

에너지 절감, 친환경, 분산전원이라는 장점으로 집단에너지는 신기후체제에 적합하나, 대부분의 집단에너지 사업자들은 경영난이 지속되고 있다. 다만 지역간 요금 형평성 문제 등 이해관계가 복잡해, 현 상황을 타개하기 쉽지 않기에 모든 지역난방 사업자에게 우호적인 방향으로 제도 개편이 진행될 것으로 보인다. 특히 6월 말 고시될 연료비 원가배부방식 변경으로 열부문 원가비율이 올라갈 가능성이 높아(상대적으로 전기부문 원가비율 하락) 열요금 인상압력이 발생할 것으로 판단된다. 이는 올해 7월 열 요금 조정(17년 공급비 정산)과 함께 긍정적 모멘텀으로 작용할 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	1,720	162	127	10,943	9.4	349	6.2	9.1	0.4	7.2	5.6
2017A	1,834	120	70	6,035	(44.9)	321	12.1	10.8	0.5	3.8	3.9
2018F	2,255	175	93	8,009	32.7	393	8.4	8.5	0.4	5.0	6.8
2019F	2,375	193	112	9,660	20.6	412	7.0	8.1	0.4	5.9	8.0
2020F	2,515	234	144	12,406	28.4	454	5.4	7.3	0.4	7.4	9.6

## 매수(유지)

목표주가: 92,000원(유지)

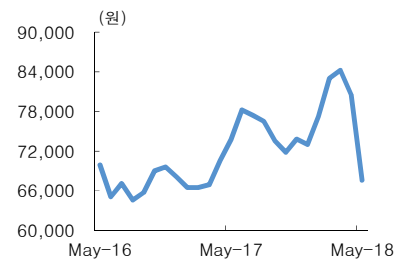
### Stock Data

KOSPI(5/17)	2,448
주가(5/17)	67,600
시가총액(십억원)	783
발행주식수(백만)	12
52주 최고/최저(원)	87,400/67,300
일평균거래대금(6개월, 백만원)	1,020
유통주식비율/외국인지분율(%)	21.6/4.7
주요주주(%)	산업통상자원부 외 3인 75.0

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(15.1)	(9.9)	(8.8)
KOSPI 대비(%p)	(14.9)	(6.5)	(15.5)

### 주가추이



자료: WISEFn

### 강승균

seungkyun.kang@truefriend.com

### 주가 하락을 매수 기회로

위에서 언급한 일회적 요인 해소와 증설효과를 고려하면 전기 부문 실적 우상향 추세는 지속될 것이다. 또한 19년과 20년 7월에는 열요금 인하적용 종료(15년, 16년 정산분)로 계단식 요금 인상(각각 약 7%, 5% 예상)도 이뤄질 것이라는 점에서 열 부문도 점차 좋아질 것이다. 또한 주가 하락으로 올해 예상 배당수익률은 6.8%로 높아져 배당 매력도 크다. 기존 목표주가 92,000원을 유지한다.

### 전기 부문에서 발생한 역마진 상황

1분기 전기부문은 작년 말 동탄2 열병합발전소 가동으로 설비용량이 52% 늘어났고 가동률도 높은 수준이어서(85.7%), 매출액은 56.2% 늘어났다. 하지만 영업이익은 13.0% 늘어나는데 그쳤는데, 이유는 다음과 같다. 판매단가인 SMP를 결정하는 시기(M-1월)가 연료비(가스공사 천연가스) 적용 시기(M월)와 1개월의 시차가 있기 때문이었다. 유가의 변동이 없을 때는 문제가 없지만, 지금처럼 유가가 상승 추세에 있을 때는 전월의 낮은 연료비용에 따라 시장가격이 형성돼 발전사업자는 초과손실을 부담하게 된다. 이번 1분기에 특히 이러한 역마진 효과가 컸다. 이 상황은 지역난방공사 포함 가스공사로부터 천연가스를 공급받는 대부분의 발전사업자들에게 동일하게 발생했다(일례로 삼천리의 에스파워 등). 이번 1분기 전력시장에서 이와 같은 이슈로 발전사업자들의 이익은 상대적으로 좋지 못했으나, 한국전력의 경우 적자 폭을 줄이는 효과가 발생했다.

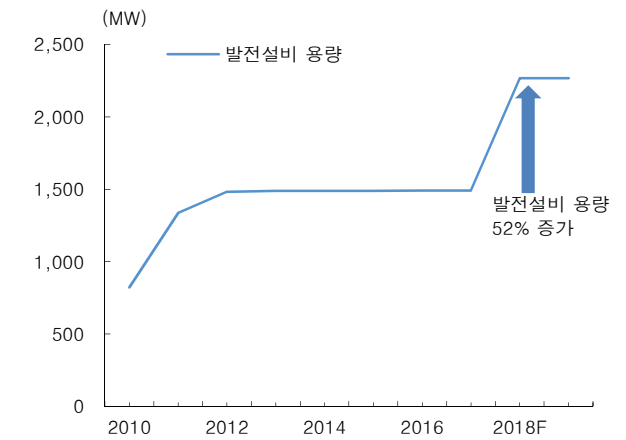
〈표 1〉 지역난방공사 실적추정

(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	183
당기순이익	84	(9)	(38)	28	70	(9)	(17)	50	70	93	112	144

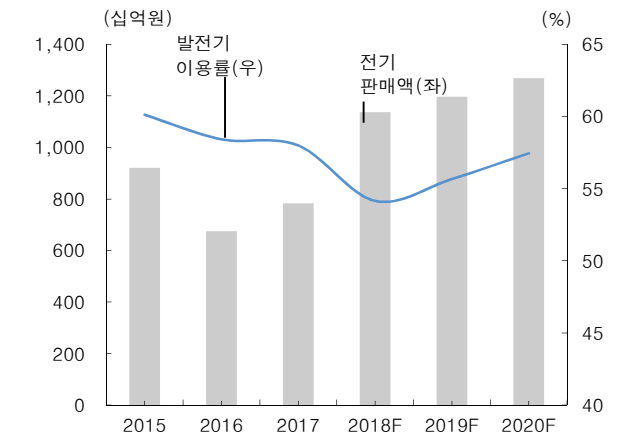
자료: 지역난방공사, 한국투자증권

[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 화성, 파주, 판교 등에 열(난방)과 전기를 공급. 매출의 56%가 열판매에서, 42%가 전기판매에서 발생. 열 판매부문은 총괄원가보상방식에 의해 적정 마진을 보장받고 있으며 연료비연동제를 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)

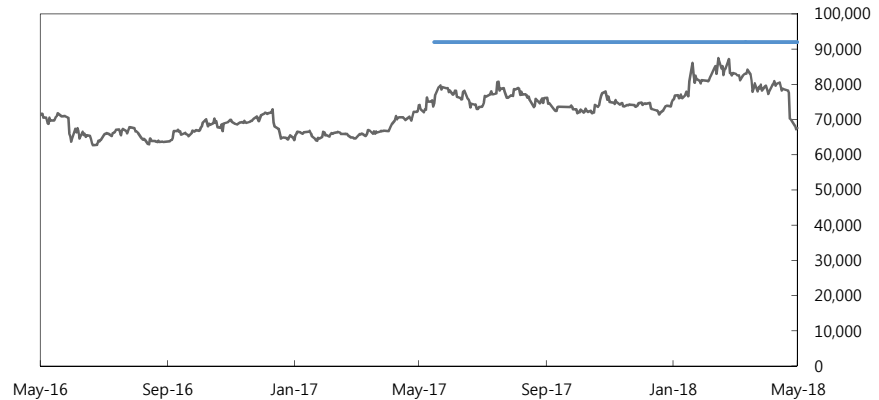
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,720	1,834	2,255	2,375	2,515
매출원가	1,480	1,626	1,987	2,086	2,183
매출총이익	240	209	268	289	332
판매관리비	78	89	93	96	99
영업이익	162	120	175	193	234
금융수익	5	3	6	7	7
이자수익	2	3	6	7	7
금융비용	58	45	47	46	46
이자비용	54	45	47	46	46
기타영업외손익	34	5	6	7	7
관계기업관련손익	(4)	1	(21)	(17)	(19)
세전계속사업이익	139	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	6.8	8.0	9.6
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	8.4	7.0	5.4
PBR	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	9.1	10.8	8.5	8.1	7.3

## 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 17일 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.