

2018/08/06

# 지역난방공사(071320)

유틸리티 원민석

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

## 두번째 실적 쇼크. 한번 더 남았다

# Hold(Maintain)

### ■ 2Q18 Review : LNG 가격 상승 국면에서 실적 악화 지속

동사의 2Q18 매출액은 4,116.1억원(y/y +59.3%), 영업이익은 -350.1억원(y/y 적지)을 기록하며 컨센서스를 하회하였다 [컨센서스 매출액 4,242억원, 영업이익 -56억원]. 지난 '17년 11월 동탄2열병합발전소 증설에도 불구하고 동사의 '18년 상반기 실적 개선을 억제하였던 요인은 LNG 가격 상승에 따른 수익성 악화 이다. LNG 가격 상승 국면에서 동사의 LNG 연료비는 꾸준히 증가 하였으나, 전력 판매 정산금은 1개월 지연됨에 따라 스프레드가 축소되었다. 이에 따라 2Q18 1) 증설 효과, 2) 원전/석탄발전 가동률 하락에 따른 LNG발전 가동률 상승으로 판매량은 증가하였으나 [전력/열 y/y +114.2%/+14.7%], 수익성은 오히려 악화되었다 [전력/열 y/y -9.6%p/-14.5%p].

### ■ 3Q18 Preview : 지속되는 LNG 가격 상승세가 부담으로 작용

동사의 3Q18 매출액은 2,952억원(y/y +30.2%), 영업이익은 -607억원(y/y 적지)으로 예상한다 <표1>. 수익성이 개선되려면 LNG 가격의 상승세가 일단락 되어야 하는데, 당사는 그 시점을 4Q18로 예상하고 있다 <그림2>. 우리나라는 대부분의 LNG 공급계약이 일본 JCC를 기반으로 하고 있어 [국내 LNG 수입단가, 일본 JCC 4개월 후행], 지난 2Q18의 유가 상승이 3Q18의 LNG 가격 상승으로 이어질 수 밖에 없다. LNG 가격은 통상적으로 연초/연말에 강세를 보이는 계절성을 가지고 있어 연말까지 강세를 보일 것이며, 최근 동아시아 LNG Spot 가격도 연초 수준까지 급등했었기에 국내 LNG 수입단가 강세에 마찬가지로 일조할 것이다 <그림3>. 다만 4Q18에는 LNG 수입단가에 반영될 국제유가가 안정화될 뿐만 아니라, 동아시아 LNG Spot 가격도 이미 높은 수준을 형성하고 있기 때문에 추가적인 급등 가능성은 낮을 것이다. 따라서 4Q18부터 증설효과를 기반으로 동사의 실적이 정상화 될 것이라 전망한다.

### ■ 투자의견 Hold 유지, 목표주가 73,000원으로 하향

동사에 대한 투자의견을 Hold로 유지하고, 실적 추정치 하향에 따라 목표주가는 73,000원으로 하향한다. 증설효과 반영에도 LNG 가격 상승세로 3Q18 까지 실적 악화가 예상되나, 4Q18부터 시작될 실적 정상화를 감안한다면 역사적 Valuation 저점인 '14년 PBR 0.37x를 바닥으로 Bottom Fishing은 가능하다. 현시점에서 동사의 투자포인트는 1) PBR 0.4x의 역사적으로 저렴한 Valuation, 2) 4Q18부터의 실적 턴어라운드, 3) 안정적인 배당 가능성 [18년 배당성향 40.0% 예상]이다. 목표주가는 12M Fwd BPS 161,115원에 Target PBR 0.45x [12M Fwd ROE 2.6%, COE 5.8%]를 적용하여 산출하였다.

목표주가(12M)	73,000원
종가(2018/08/02)	65,000원

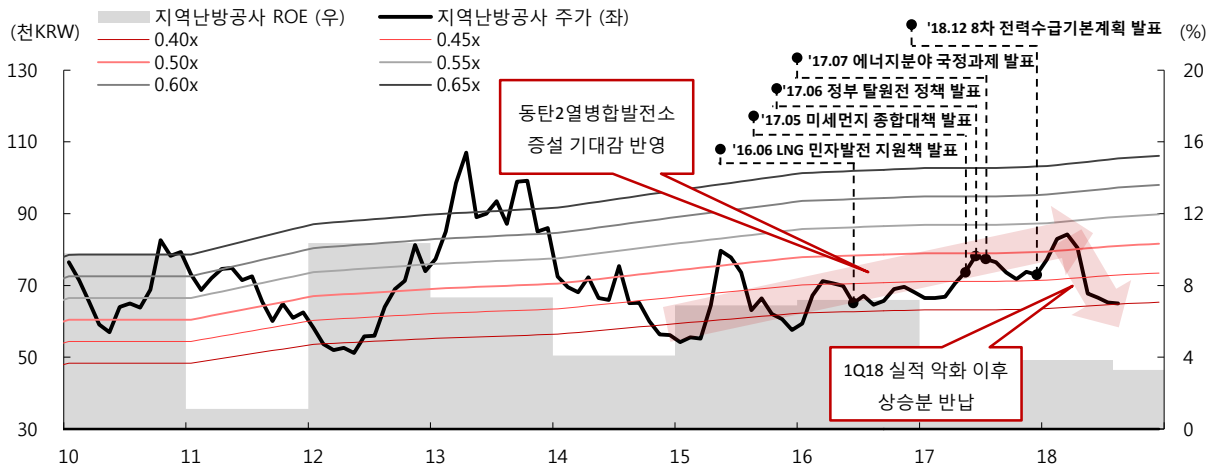
#### Stock Indicator

자본금	58십억원
발행주식수	1,158만주
시가총액	753십억원
외국인지분율	4.3%
배당금(2017)	2,820원
EPS(2018E)	2,018원
BPS(2018E)	159,237원
ROE(2018E)	1.3%
52주 주가	62,400~87,400원
60일평균거래량	12,915주
60일평균거래대금	0.9십억원

#### Price Trend



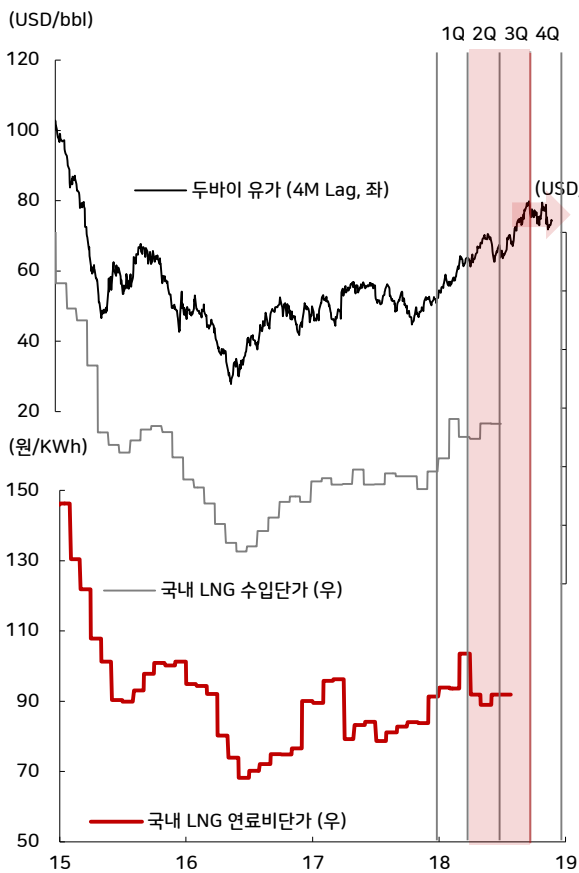
<그림 1> 지역난방공사 PBR/ROE Band Chart



자료: 하이투자증권

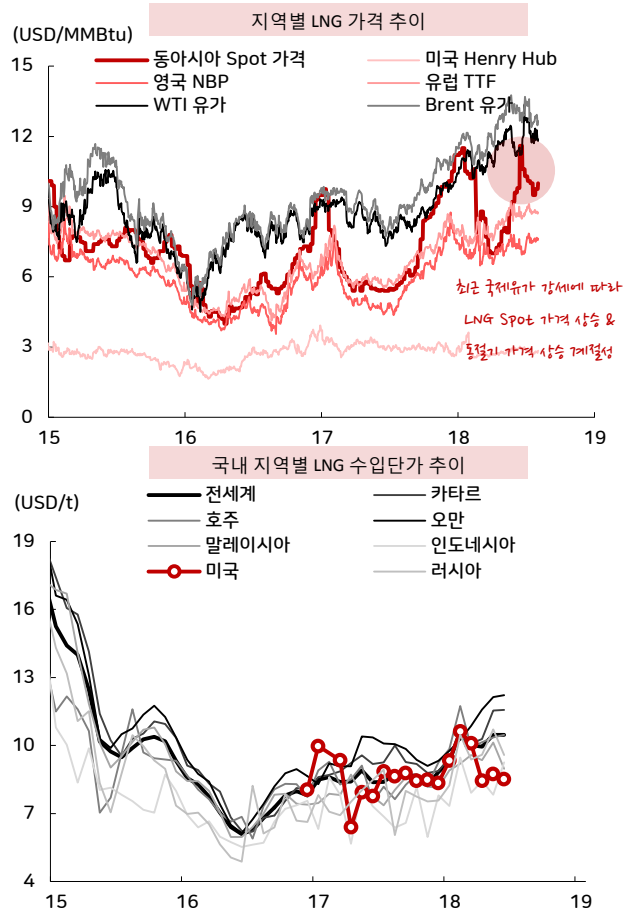
자료: 하이투자증권

<그림 2> 두바이 유가 및 국내 LNG 수입단가/연료비단가 추이



자료: 하이투자증권

<그림 3> 지역별 LNG Spot 가격 및 국내 지역별 수입단가 추이



자료: 하이투자증권

<표 1> 지역난방공사 실적 추이 및 전망

구분	단위	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	십억원	729	258	227	621	929	412	295	806	1,720	1,834	2,441	2,667
매출원가	십억원	592	240	250	544	803	423	327	703	1,480	1,626	2,255	2,400
판매관리비	십억원	18	20	24	27	21	24	29	32	78	89	106	127
영업이익	십억원	119	-2	-47	50	105	-35	-61	71	162	120	80	140
영업이익률	%	16.3%	-0.6%	-20.9%	8.0%	11.3%	-8.5%	-20.5%	8.9%	9.4%	6.5%	3.3%	5.3%
금융손익	십억원	-11	-10	-10	-10	-14	-12	-12	-12	-56	-46	-45	-47
지분법손익	십억원	0	0	-1	1	1	1	1	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	-48	-77	58	139	84	25	90
법인세비용	십억원	23	-4	-13	7	22	-9	-14	5	13	14	4	16
법인세율	%	21.4%	28.9%	25.1%	18.0%	24.3%	22.5%	21.6%	22.8%	9.1%	16.4%	18.1%	18.0%
당기순이익	십억원	84	-9	-38	33	70	-39	-63	54	127	70	20	74

자료: 하이투자증권

<표 2> 지역난방공사 2Q18 잠정실적 및 컨센서스의 비교

(십억원)	2Q17	2Q18(a)	y/y%	컨센서스(b)	Gap(a/b-1)
매출액	258.3	411.6	59.3%	424.2	3.1%
영업이익	-1.5	-35.0	적지	-5.6	적자
당기순이익	-9.0	-39.4	적지	N/A	N/A

자료: 하이투자증권

<표 3> 지역난방공사 목표주가 산정 Table: 목표주가는 12M Fwd BPS 161,115 원에 Target PBR 0.45x [12M Fwd ROE 2.6%, COE 5.8%]를 적용하여 산출하였다.

Target PBR (ROE/COE)	0.45x
자기자본이익률 (ROE, 12M Fwd)	2.6%
자기자본비용 (COE, CAPM)	5.8%
Risk Free Return (Rf, 국채 5년물 수익률)	2.5%
Beta (β, KOSPI 수익률 대비)	0.4548
Market Risk Premium (MRP, Rm-Rf)	7.3%
Market Return (Rm, KOSPI 수익률)	9.8%
BPS (12M Fwd)	161,155
Target Price (12M)	73,000
Implied Target Price (12M)	72,900
Closing Price (08/03)	65,300
Upside	11.8%

자료: 하이투자증권

**K-IFRS 별도 요약 재무제표**

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	618	801	869	868
현금 및 현금성자산	34	33	33	37
단기금융자산	16	16	16	16
매출채권	538	705	768	765
재고자산	56	75	82	81
비유동자산	5,104	5,185	5,181	5,210
유형자산	4,908	4,988	4,981	5,009
무형자산	80	76	72	68
자산총계	5,722	5,986	6,050	6,078
유동부채	978	1,269	1,328	1,285
매입채무	304	404	441	438
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	520	710	730	690
비유동부채	2,914	2,873	2,834	2,835
사채	2,157	2,047	1,937	1,827
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	3,892	4,142	4,162	4,121
지배주주지분	1,830	1,844	1,888	1,957
자본금	58	58	58	58
자본잉여금	114	114	114	114
이익잉여금	1,658	1,672	1,717	1,786
기타자본항목	0	0	0	0
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	1,830	1,844	1,888	1,957

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,834	2,441	2,667	2,648
증가율(%)	6.7	33.1	9.2	-0.7
매출원가	1,626	2,255	2,400	2,309
매출총이익	209	187	267	339
판매비와관리비	89	106	127	151
연구개발비	9	12	13	13
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	120	80	140	188
증가율(%)	-25.9	-33.0	74.9	33.9
영업이익률(%)	6.5	3.3	5.3	7.1
이자수익	3	3	3	3
이자비용	45	46	45	42
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	5	-6	-6	-6
세전계속사업이익	84	28	90	141
법인세비용	14	5	16	25
세전계속이익률(%)	4.6	1.2	3.4	5.3
당기순이익	70	23	74	115
순이익률(%)	3.8	1.0	2.8	4.4
지배주주귀속 순이익	70	23	74	115
기타포괄이익	-1	0	0	0
총포괄이익	69	23	74	115
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	445	248	313	430
당기순이익	70	23	74	115
유형자산감가상각비	197	235	240	240
무형자산상각비	4	7	7	7
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-652	-303	-221	-255
유형자산의 처분(취득)	-648	-315	-233	-267
무형자산의 처분(취득)	0	-3	-3	-3
금융상품의 증감	-5	-2	-2	-2
재무활동 현금흐름	235	46	-101	-181
단기금융부채의증감	-480	190	20	-40
장기금융부채의증감	760	-110	-110	-110
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	28	-1	0	4
기초현금및현금성자산	5	34	33	33
기말현금및현금성자산	34	33	33	37

주요투자지표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	6,035	2,018	6,383	9,952
BPS	158,025	159,237	163,073	169,048
CFPS	23,385	22,917	27,715	31,212
DPS	2,820	810	2,550	3,980
Valuation(배)				
PER	12.1	32.2	10.2	6.5
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4
PCR	3.1	2.8	2.3	2.1
EV/EBITDA	10.8	10.7	8.7	7.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	3.8	1.3	4.0	6.0
EBITDA 이익률	17.5	13.2	14.5	16.4
부채비율	212.7	224.7	220.4	210.5
순부채비율	143.6	146.9	138.7	125.9
매출채권회전율(x)	3.8	3.9	3.6	3.5
재고자산회전율(x)	39.2	37.2	34.0	32.5

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	-24.0%	-19.8%
2018-05-10	Hold	80,000	1년	-16.8%	-12.5%
2018-08-06	Hold	73,000	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(매수): 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 투자비율 등급 공시 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-