

지역난방공사 (071320)

예상보다 부진한 실적

목표주가 76,000원으로 하향, 투자의견 BUY 유지

지역난방공사 실적추정치를 조정하며 목표주가를 76,000원으로 하향하고 투자의견 BUY를 유지한다. 지난 7월 열요금 정산 결과 인하요인이 발생했다. 2016년 인하요인은 3년간 반영되기 때문에 올해를 끝으로 마무리되지만 2017년과 2018년 발생분은 남아있어 열마진은 앞으로 2년간 약세가 예상된다. 전력부문 마진은 최근 안정된 유가가 가스요금에 반영되는 3분기부터 회복이 가능할 전망이다. 유가 급등 시 가스요금의 정산 시차로 인해 실제 연료비가 크게 나타나기 때문이다. 주가는 올해 실적 기준 PBR 0.42배로 저점이나 열마진이 회복되기 전까지는 반등이 쉽지 않을 전망이다.

2Q 영업이익 -350억원(적자지속) 기록하며 컨센서스 하회

2분기 매출액은 전년대비 59.3% 증가한 4,116억원을 기록했다. 동탄 발전소 가동으로 전력부문 매출액이 전년대비 117.6% 증가했기 때문이다. 열부문도 수용호수 및 판매량 증가로 14.7% 증가했다. 영업이익은 350억원 적자를 기록하며 컨센서스를 하회했다. 열부문 실적은 342억원 적자로 적자폭이 확대되었고 마진 하락으로 올해 연간 적자가 불가피할 전망이다. 전력부문 이익은 1억원을 기록하며 99.1% 감소했다. 전기판매량이 109.6% 늘었지만 SMP보다 LNG 연료비 단가의 상승이 빨라 이익률은 크게 하락했다.

판매실적 최대치 경신에도 이익은 부진이 지속될 전망

2017년 4분기 화성 동탄 열병합발전소 상업운전 이후 전기 판매실적은 연이어 최대치를 경신 중이다. 열 또한 수용호수 증가로 분기 기준 두 자리 수 성장이 나타나고 있다. 하지만 열요금 정산으로 3년 연속 인하요인이 발생하면서 열부문 이익은 연간 적자가 예상되고 있다. 현재 시점에서 2020년까지 인하요인이 남아있어 부진이 불가피하다. 전력부문은 3분기부터 가스요금 정산구조에 의한 연료비 괴리가 해소될 전망이다. 하지만 2019년 4월부터 세법개정안의 LNG 개별 소비세 인하영향으로 SMP 하락에 따른 매출 감소와 연료비 하락이 동시에 나타나며 이익 규모도 함께 감소할 전망이다.

Update

BUY

| TP(12M): 76,000원(하향) | CP(8월 3일): 65,300원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,287.68
52주 최고/최저(원)	87,400/62,400
시가총액(십억원)	756.1
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	11,578.7
60일 평균 거래량(천주)	12.8
60일 평균 거래대금(십억원)	0.9
18년 배당금(예상, 원)	500
18년 배당수익률(예상, %)	0.77
외국인지분율(%)	4.26
주요주주 지분율(%)	
산업통상자원부 외 3인	75.00

주가상승률	1M	6M	12M
절대	0.6	(19.3)	(16.6)
상대	(0.0)	(10.9)	(13.0)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	2,341.3	2,434.7
영업이익(십억원)	139.4	159.6
순이익(십억원)	73.8	89.4
EPS(원)	6,372	7,717
BPS(원)	160,756	164,996

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,719.9	1,834.4	2,398.6	2,264.0	2,263.4
영업이익	십억원	161.7	119.8	68.6	52.7	73.7
세전이익	십억원	139.3	83.6	15.7	2.6	27.2
순이익	십억원	126.7	69.9	12.4	2.1	22.6
EPS	원	10,943	6,035	1,074	178	1,948
증감률	%	9.4	(44.9)	(82.2)	(83.4)	994.4
PER	배	6.22	12.10	60.78	367.39	33.53
PBR	배	0.44	0.46	0.43	0.43	0.42
EV/EBITDA	배	9.11	10.83	11.33	12.01	10.92
ROE	%	7.19	3.85	0.69	0.12	1.27
BPS	원	155,889	158,025	153,243	152,921	154,869
DPS	원	3,800	2,820	500	0	800



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

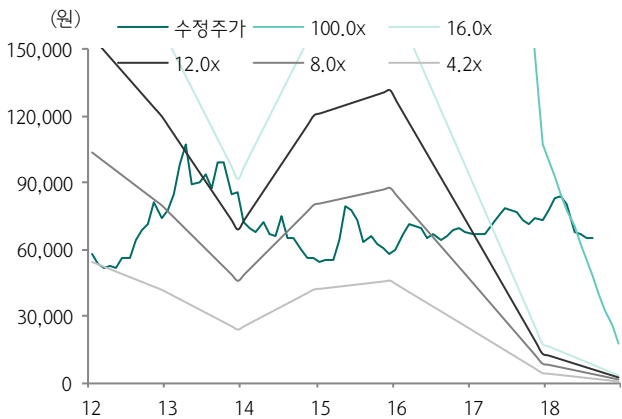
표 1. 지역난방공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2017				2018F				2Q18 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	7,287	2,583	2,267	6,207	9,285	4,116	3,209	7,376	59.3	(55.7)
열	4,345	1,310	760	3,291	4,708	1,410	833	3,349	7.7	(70.1)
전기	2,907	1,218	1,388	2,877	4,541	2,650	2,251	3,986	117.5	(41.6)
냉수	35	55	119	39	36	56	125	41	1.7	57.3
영업이익	1,188	(15)	(474)	500	1,045	(350)	(533)	524	적지	적전
열	568	(132)	(433)	147	351	(342)	(531)	67	적지	적전
전기	621	117	(76)	360	702	1	(42)	464	(99.1)	(99.9)
냉수	(1)	0	35	(8)	(8)	(9)	40	(6)	적전	적지
세전이익	1,065	(126)	(511)	409	920	(514)	(661)	412	306.5	적전
순이익	837	(90)	(383)	335	696	(388)	(496)	312	331.9	적전
영업이익률(%)	16.3	(0.6)	(20.9)	8.1	11.3	(8.5)	(16.6)	7.1	-	-
세전이익률(%)	14.6	(4.9)	(22.5)	6.6	9.9	(12.5)	(20.6)	5.6	-	-
순이익률(%)	11.5	(3.5)	(16.9)	5.4	7.5	(9.4)	(15.4)	4.2	-	-
열판매량(천Gcal)	5,974	1,533	953	4,553	6,680	1,758	1,077	4,777	14.7	(73.7)
전기판매량(천MWh)	2,742	1,240	1,203	2,842	4,095	2,601	1,858	3,749	109.8	(36.5)

자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 1. 지역난방공사 12M Fwd PER 추이



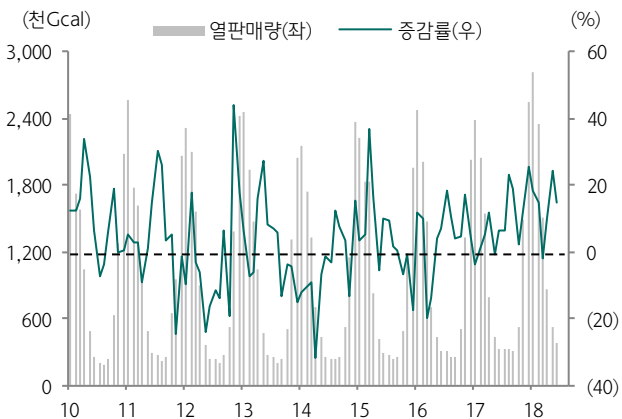
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 2. 지역난방공사 12M Fwd PBR 추이



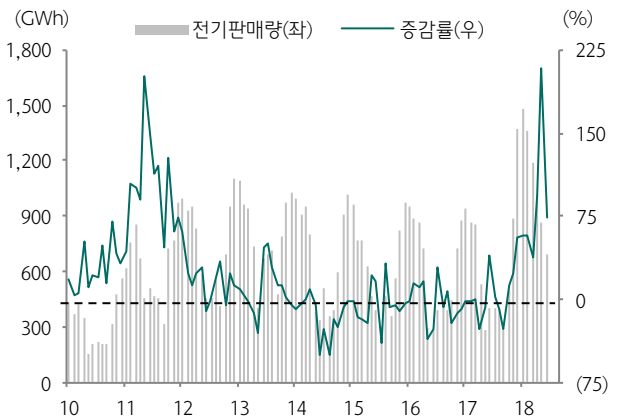
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 3. 월별 열판매량 (2Q18 YoY +14.7%)



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 4. 월별 전기판매량 (2Q18 YoY +109.8%)



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,719.9	1,834.4	2,398.6	2,264.0	2,263.4
매출원가	1,480.1	1,625.9	2,222.0	2,111.0	2,088.2
매출총이익	239.8	208.5	176.6	153.0	175.2
판매비	78.1	88.8	108.0	100.3	101.5
영업이익	161.7	119.8	68.6	52.7	73.7
금융손익	(52.2)	(41.8)	(51.7)	(52.0)	(47.3)
중속/관계기업손익	(3.8)	0.5	1.6	1.9	1.9
기타영업외손익	33.7	5.0	(2.8)	(0.0)	(1.2)
세전이익	139.3	83.6	15.7	2.6	27.2
법인세	12.6	13.7	3.2	0.5	4.6
계속사업이익	126.7	69.9	12.4	2.1	22.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	126.7	69.9	12.4	2.1	22.6
비지배주주지분순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	126.7	69.9	12.4	2.1	22.6
지배주주지분포괄이익	125.3	68.7	12.1	2.1	22.6
NOPAT	147.0	100.2	54.5	42.2	61.2
EBITDA	349.1	320.7	295.5	284.1	309.6
성장성(%)					
매출액증가율	(14.1)	6.7	30.8	(5.6)	(0.0)
NOPAT증가율	(13.5)	(31.8)	(45.6)	(22.6)	45.0
EBITDA증가율	(11.4)	(8.1)	(7.9)	(3.9)	9.0
영업이익증가율	(23.0)	(25.9)	(42.7)	(23.2)	39.8
(지배주주)순이익증가율	9.4	(44.8)	(82.3)	(83.1)	976.2
EPS증가율	9.4	(44.9)	(82.2)	(83.4)	994.4
수익성(%)					
매출총이익률	13.9	11.4	7.4	6.8	7.7
EBITDA이익률	20.3	17.5	12.3	12.5	13.7
영업이익률	9.4	6.5	2.9	2.3	3.3
계속사업이익률	7.4	3.8	0.5	0.1	1.0

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	10,943	6,035	1,074	178	1,948
BPS	155,889	158,025	153,243	152,921	154,869
CFPS	30,086	26,138	24,815	24,582	27,087
EBITDAPS	30,148	27,696	25,521	24,534	26,735
SPS	148,537	158,430	207,155	195,532	195,482
DPS	3,800	2,820	500	0	800
주기지표(배)					
PER	6.2	12.1	60.8	367.4	33.5
PBR	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
PCFR	2.3	2.8	2.6	2.7	2.4
EV/EBITDA	9.1	10.8	11.3	12.0	10.9
PSR	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	7.2	3.8	0.7	0.1	1.3
ROA	2.5	1.3	0.2	0.0	0.4
ROIC	3.2	2.0	1.0	0.8	1.2
부채비율	184.4	212.7	231.4	229.0	228.5
순부채비율	132.6	143.7	146.1	150.0	146.3
이자보상배율(배)	3.0	2.7	1.2	0.9	1.3

자료: 하나금융투자

Country Aggregates

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

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	446.9	617.9	731.1	663.1	711.1
금융자산	6.4	49.6	57.8	33.0	56.0
현금성자산	5.4	33.5	38.8	15.2	37.5
매출채권 등	383.3	498.1	591.8	553.9	575.9
재고자산	37.2	56.3	66.9	62.6	65.1
기타유동자산	20.0	13.9	14.6	13.6	14.1
비유동자산	4,686.9	5,103.7	5,148.4	5,163.2	5,179.6
투자자산	45.6	51.1	60.7	56.8	59.0
금융자산	28.7	31.2	37.0	34.7	36.0
유형자산	4,536.4	4,908.3	4,962.4	4,986.4	5,005.6
무형자산	45.6	79.9	85.8	80.4	75.4
기타비유동자산	59.3	64.4	39.5	39.6	39.6
자산총계	5,133.8	5,721.6	5,879.5	5,826.3	5,890.7
유동부채	756.5	977.7	988.3	996.3	1,004.8
금융부채	479.9	519.9	429.9	469.9	459.9
매입채무 등	237.2	418.6	497.4	465.5	483.9
기타유동부채	39.4	39.2	61.0	60.9	61.0
비유동부채	2,572.3	2,914.2	3,116.9	3,059.3	3,092.7
금융부채	1,919.5	2,158.9	2,219.5	2,219.5	2,219.5
기타비유동부채	652.8	755.3	897.4	839.8	873.2
부채총계	3,328.8	3,891.9	4,105.2	4,055.6	4,097.5
지배주주지분	1,805.0	1,829.7	1,774.4	1,770.6	1,793.2
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)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
이익잉여금	1,633.5	1,658.2	1,603.1	1,599.4	1,622.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,805.0	1,829.7	1,774.4	1,770.6	1,793.2
손금유부채	2,393.0	2,629.3	2,591.6	2,656.4	2,623.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

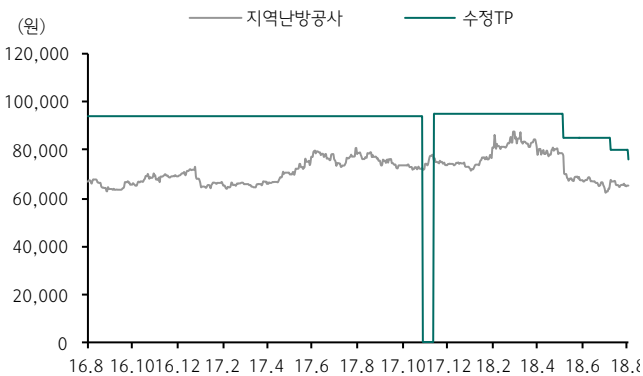
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	312.5	445.4	425.6	185.2	283.3
당기순이익	126.7	69.9	12.4	2.1	22.6
조정	108.0	138.2	245.0	229.5	233.8
감가상각비	187.4	200.9	226.9	231.3	235.8
외환거래손익	(3.2)	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0
지분법손익	3.8	(0.5)	(1.4)	(1.9)	(1.9)
기타	(80.0)	(62.1)	19.5	0.1	(0.1)
영업활동자산부채변동	77.8	237.3	168.2	(46.4)	26.9
투자활동 현금흐름	(477.4)	(651.9)	(357.6)	(243.0)	(251.0)
투자자산감소(증가)	0.7	(5.4)	(8.7)	5.7	(0.3)
유형자산감소(증가)	(515.6)	(648.1)	(346.9)	(250.0)	(250.0)
기타	37.5	1.6	(2.0)	1.3	(0.7)
재무활동 현금흐름	166.5	234.6	(62.7)	34.2	(10.0)
금융부채증가(감소)	209.4	279.4	(29.4)	40.0	(10.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1.0)	(0.8)	(0.6)	0.0	0.0
배당지급	(41.9)	(44.0)	(32.7)	(5.8)	0.0
현금의 증감	1.6	28.1	5.3	(23.6)	22.3
Unlevered CFO	348.4	302.6	287.3	284.6	313.6
Free Cash Flow	(209.5)	(231.6)	78.6	(64.8)	33.3

Sector Aggregates

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

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

지역난방공사



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.8.6	BUY	76,000		
18.7.13	BUY	80,000	-17.76%	-16.00%
18.5.24	BUY	85,000	-21.26%	-17.29%
18.5.10	Neutral	85,000	-19.49%	-17.29%
17.11.16	BUY	95,000	-17.50%	-8.00%
17.11.1	Analyst Change	0	-	-
17.5.19	BUY	94,000	-19.51%	-14.15%
16.12.4	1년 경과		-20.76%	-12.82%
15.12.3	BUY	85,000	-21.83%	-9.18%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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	93.6%	5.5%	0.9%	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 08월 06일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2018년 08월 06일 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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.