

지역난방공사 (071320)

당근 준다던 정부는 모진 채찍질만

목표주가 76,000원, 투자이견 매수 유지

지역난방공사 목표주가 76,000원, 투자이견 매수 유지한다. 2016년부터 3년간 발생했던 열요금 정산요인은 올해를 기점으로 감소한다. 하지만 올해 7월 발생분은 2020년까지 반영되기 때문에 요금약세는 향후 2년간 지속될 전망이다. 3분기 여름 성수기 전력수요 증가와 기저발전 감소로 전기판매량 증가속도가 가팔랐다. 다만 유가상승 반영시차로 발생하는 SMP와 연료비 괴리로 영업이익의 개선은 쉽지 않다. 추정 실적 기준 올해와 내년 연간 순이익 적자가 예상된다. PBR 0.41배는 역사적 밴드 하단이지만 주가 반등에는 용량요금 현실화 또는 분산형 전원에 대한 정책지원이 필요하다.

3Q18 영업이익 -522억원(적자지속) 컨센서스 부합 전망

3분기 매출액 3,911억원으로 전년대비 72.5% 증가할 전망이다. 열과 전기판매 실적이 각각 전년대비 13.0%, 106.3% 개선될 것으로 예상된다. 영업이익은 -522억원으로 적자가 예상된다. 3분기는 통상 비수기로 영업적자에 특별한 의미는 없다. 열부문 이익은 열마진 하락에 -529억원으로 적자폭 확대가 예상된다. 전력부문은 SMP 상승과 판매량 증가로 적자폭 축소가 예상된다. 3분기 폭염으로 예비율이 낮았기 때문에 전분기와는 달리 소폭의 마진 개선이 기대된다.

정부는 친환경, 분산전원 지원책보다 전기요금 안정을 선택

기존에 정부는 친환경, 분산형 전원의 청사진을 제시했었다. 8차 전력수급기본계획 발표 당시 용량요금 보상확대, 발전비용정산 현실화 등이 예상되었다. 하지만 한국전력 실적이 빠르게 감소하면서 사정이 달라졌다. 급전순위 변동이 기대되었던 발전연료 세계개편안은 발전자회사를 제외한 다른 발전사의 수익을 가져오는 형태가 되었다. 기존에 적용받던 집단에너지 탄력세율이 악화될 가능성도 있다. 정책지원은 한국전력 실적부담으로 작용하기 때문에 빨라도 2019년이나 가능하다. 같은 시장형 공기업이나 정부는 요금인상 억제를 위해 전력부문에서 지역난방공사의 희생을 요구하고 있다.

Update

BUY

TP(12M): 76,000원 | CP(10월 4일): 63,900원

Key Data

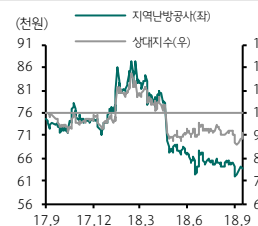
| | |
|------------------|---------------|
| KOSPI 지수 (pt) | 2,274.49 |
| 52주 최고/최저(원) | 87,400/62,200 |
| 시가총액(십억원) | 739.9 |
| 시가총액비중(%) | 0.06 |
| 발행주식수(천주) | 11,578.7 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 5.5 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 0.4 |
| 18년 배당금(예상, 원) | 0 |
| 18년 배당수익률(예상, %) | 0.00 |
| 외국인지분율(%) | 4.12 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 산업통상자원부 외 3인 | 75.00 |

| | | | |
|-------|-------|--------|--------|
| 주가상승률 | 1M | 6M | 12M |
| 절대 | (2.0) | (18.0) | (13.2) |
| 상대 | (0.2) | (13.2) | (8.6) |

Consensus Data

| | 2018 | 2019 |
|-----------|---------|---------|
| 매출액(십억원) | 2,395.4 | 2,449.7 |
| 영업이익(십억원) | 101.1 | 102.1 |
| 순이익(십억원) | 39.4 | 45.0 |
| EPS(원) | 3,406 | 3,884 |
| BPS(원) | 157,940 | 159,968 |

Stock Price



Financial Data

| 투자지표 | 단위 | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
|-----------|-----|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 십억원 | 1,719.9 | 1,834.4 | 2,485.7 | 2,360.2 | 2,368.2 |
| 영업이익 | 십억원 | 161.7 | 119.8 | 48.6 | 40.4 | 76.4 |
| 세전이익 | 십억원 | 139.3 | 83.6 | (3.2) | (9.0) | 30.8 |
| 순이익 | 십억원 | 126.7 | 69.9 | (2.5) | (6.7) | 25.5 |
| EPS | 원 | 10,943 | 6,035 | (218) | (575) | 2,205 |
| 증감률 | % | 9.4 | (44.9) | 적전 | 적지 | 흑전 |
| PER | 배 | 6.22 | 12.10 | N/A | N/A | 28.98 |
| PBR | 배 | 0.44 | 0.46 | 0.41 | 0.41 | 0.41 |
| EV/EBITDA | 배 | 9.11 | 10.83 | 12.63 | 13.10 | 11.33 |
| ROE | % | 7.19 | 3.85 | (0.14) | (0.37) | 1.42 |
| BPS | 원 | 155,889 | 158,025 | 154,762 | 154,187 | 156,391 |
| DPS | 원 | 3,800 | 2,820 | 0 | 0 | 900 |



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

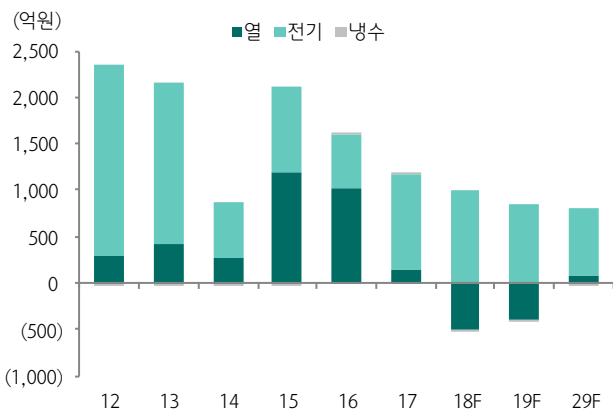
표 1. 지역난방공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

| | 2017 | | | | 2018F | | | | 3Q18 증감률(%) | |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3QF | 4QF | YoY | QoQ |
| 매출액 | 7,287 | 2,583 | 2,267 | 6,207 | 9,285 | 4,116 | 3,911 | 7,545 | 72.5 | (5.0) |
| 열 | 4,345 | 1,310 | 760 | 3,291 | 4,708 | 1,410 | 807 | 3,384 | 6.2 | (42.7) |
| 전기 | 2,907 | 1,218 | 1,388 | 2,877 | 4,541 | 2,650 | 2,979 | 4,120 | 114.6 | 12.4 |
| 냉수 | 35 | 55 | 119 | 39 | 36 | 56 | 125 | 41 | 5.0 | 122.3 |
| 영업이익 | 1,188 | (15) | (474) | 500 | 1,045 | (350) | (522) | 313 | 10.0 | 49.1 |
| 열 | 568 | (132) | (433) | 147 | 351 | (342) | (529) | 12 | 적지 | 적지 |
| 전기 | 621 | 117 | (76) | 360 | 702 | 1 | (21) | 313 | 적지 | 적전 |
| 냉수 | (1) | 0 | 35 | (8) | (8) | (9) | 28 | (13) | (20.0) | 흑전 |
| 세전이익 | 1,065 | (126) | (511) | 409 | 920 | (514) | (646) | 208 | 26.5 | 25.7 |
| 순이익 | 837 | (90) | (383) | 335 | 696 | (388) | (491) | 158 | 28.3 | 26.6 |
| 영업이익률(%) | 16.3 | (0.6) | (20.9) | 8.1 | 11.3 | (8.5) | (13.3) | 4.1 | - | - |
| 세전이익률(%) | 14.6 | (4.9) | (22.5) | 6.6 | 9.9 | (12.5) | (16.5) | 2.8 | - | - |
| 순이익률(%) | 11.5 | (3.5) | (16.9) | 5.4 | 7.5 | (9.4) | (12.6) | 2.1 | - | - |
| 열판매량(천Gcal) | 5,974 | 1,533 | 953 | 4,553 | 6,680 | 1,758 | 1,077 | 4,777 | 13.0 | (38.7) |
| 전기판매량(천MWh) | 2,742 | 1,240 | 1,203 | 2,842 | 4,095 | 2,601 | 2,482 | 3,913 | 106.3 | (4.6) |

자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 1. 지역난방공사 연간 부문별 영업이익 추이 및 전망



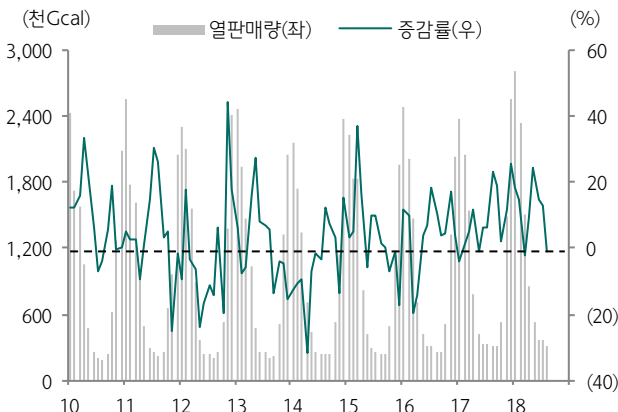
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 2. 지역난방공사 12M Fwd PBR 추이



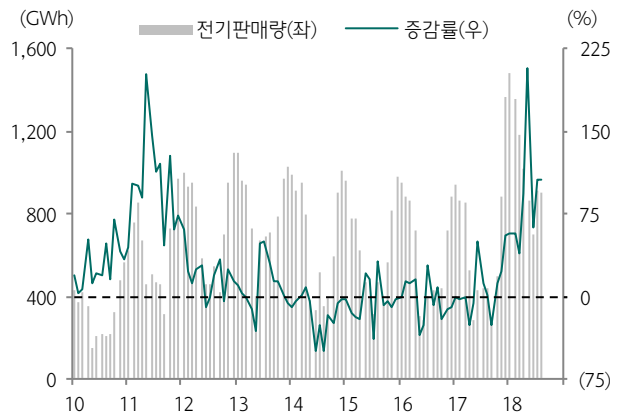
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 3. 월별 열판매량 (18년 7월/8월 YoY +13.0%/-0.9%)



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 4. 월별 전기판매량 (18년 7월/8월 YoY +106.8%/+106.6%)



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

| | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 1,719.9 | 1,834.4 | 2,485.7 | 2,360.2 | 2,368.2 |
| 매출원가 | 1,480.1 | 1,625.9 | 2,321.6 | 2,212.2 | 2,183.2 |
| 매출총이익 | 239.8 | 208.5 | 164.1 | 148.0 | 185.0 |
| 판매비 | 78.1 | 88.8 | 115.6 | 107.5 | 108.6 |
| 영업이익 | 161.7 | 119.8 | 48.6 | 40.4 | 76.4 |
| 금융손익 | (52.2) | (41.8) | (50.6) | (51.2) | (46.3) |
| 중속/관계기업손익 | (3.8) | 0.5 | 1.5 | 1.9 | 1.9 |
| 기타영업외손익 | 33.7 | 5.0 | (2.7) | (0.0) | (1.2) |
| 세전이익 | 139.3 | 83.6 | (3.2) | (9.0) | 30.8 |
| 법인세 | 12.6 | 13.7 | (0.7) | (2.3) | 5.3 |
| 계속사업이익 | 126.7 | 69.9 | (2.5) | (6.7) | 25.5 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 126.7 | 69.9 | (2.5) | (6.7) | 25.5 |
| 비지배주주지분순이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 지배주주순이익 | 126.7 | 69.9 | (2.5) | (6.7) | 25.5 |
| 지배주주지분포괄이익 | 125.3 | 68.7 | (2.9) | (6.7) | 25.5 |
| NOPAT | 147.0 | 100.2 | 37.9 | 30.0 | 63.4 |
| EBITDA | 349.1 | 320.7 | 272.7 | 267.7 | 307.8 |
| 성장성(%) | | | | | |
| 매출액증가율 | (14.1) | 6.7 | 35.5 | (5.0) | 0.3 |
| NOPAT증가율 | (13.5) | (31.8) | (62.2) | (20.8) | 111.3 |
| EBITDA증가율 | (11.4) | (8.1) | (15.0) | (1.8) | 15.0 |
| 영업이익증가율 | (23.0) | (25.9) | (59.4) | (16.9) | 89.1 |
| (지배주주)순이익증가율 | 9.4 | (44.8) | 적전 | 적지 | 흑전 |
| EPS증가율 | 9.4 | (44.9) | 적전 | 적지 | 흑전 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 13.9 | 11.4 | 6.6 | 6.3 | 7.8 |
| EBITDA이익률 | 20.3 | 17.5 | 11.0 | 11.3 | 13.0 |
| 영업이익률 | 9.4 | 6.5 | 2.0 | 1.7 | 3.2 |
| 계속사업이익률 | 7.4 | 3.8 | (0.1) | (0.3) | 1.1 |

투자지표

| | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 10,943 | 6,035 | (218) | (575) | 2,205 |
| BPS | 155,889 | 158,025 | 154,762 | 154,187 | 156,391 |
| CFPS | 30,086 | 26,138 | 22,602 | 23,347 | 27,131 |
| EBITDAPS | 30,148 | 27,696 | 23,550 | 23,118 | 26,584 |
| SPS | 148,537 | 158,430 | 214,677 | 203,837 | 204,527 |
| DPS | 3,800 | 2,820 | 0 | 0 | 900 |
| 주가지표(배) | | | | | |
| PER | 6.2 | 12.1 | N/A | N/A | 29.0 |
| PBR | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| PCFR | 2.3 | 2.8 | 2.8 | 2.7 | 2.4 |
| EV/EBITDA | 9.1 | 10.8 | 12.6 | 13.1 | 11.3 |
| PSR | 0.5 | 0.5 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 재무비율(%) | | | | | |
| ROE | 7.2 | 3.8 | (0.1) | (0.4) | 1.4 |
| ROA | 2.5 | 1.3 | (0.0) | (0.1) | 0.4 |
| ROIC | 3.2 | 2.0 | 0.7 | 0.6 | 1.2 |
| 부채비율 | 184.4 | 212.7 | 234.5 | 234.7 | 233.5 |
| 순부채비율 | 132.6 | 143.7 | 150.9 | 155.0 | 151.7 |
| 이자보상배율(배) | 3.0 | 2.7 | 0.8 | 0.7 | 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 | 744.0 | 706.9 | 739.3 |
| 금융자산 | 6.4 | 49.6 | 55.3 | 52.4 | 61.9 |
| 현금성자산 | 5.4 | 33.5 | 35.9 | 33.9 | 42.7 |
| 매출채권 등 | 383.3 | 498.1 | 605.4 | 575.3 | 595.5 |
| 재고자산 | 37.2 | 56.3 | 68.5 | 65.1 | 67.3 |
| 기타유동자산 | 20.0 | 13.9 | 14.8 | 14.1 | 14.6 |
| 비유동자산 | 4,686.9 | 5,103.7 | 5,249.6 | 5,269.3 | 5,299.9 |
| 투자자산 | 45.6 | 51.1 | 62.0 | 59.0 | 61.0 |
| 금융자산 | 28.7 | 31.2 | 37.9 | 36.0 | 37.3 |
| 유형자산 | 4,536.4 | 4,908.3 | 5,066.2 | 5,096.5 | 5,132.0 |
| 무형자산 | 45.6 | 79.9 | 84.1 | 76.5 | 69.6 |
| 기타비유동자산 | 59.3 | 64.4 | 37.3 | 37.3 | 37.3 |
| 자산총계 | 5,133.8 | 5,721.6 | 5,993.6 | 5,976.1 | 6,039.2 |
| 유동부채 | 756.5 | 977.7 | 814.3 | 849.0 | 856.0 |
| 금융부채 | 479.9 | 519.9 | 289.9 | 349.9 | 339.9 |
| 매입채무 등 | 237.2 | 418.6 | 508.7 | 483.5 | 500.4 |
| 기타유동부채 | 39.4 | 39.2 | 15.7 | 15.6 | 15.7 |
| 비유동부채 | 2,572.3 | 2,914.2 | 3,387.4 | 3,341.9 | 3,372.4 |
| 금융부채 | 1,919.5 | 2,158.9 | 2,469.5 | 2,469.5 | 2,469.5 |
| 기타비유동부채 | 652.8 | 755.3 | 917.9 | 872.4 | 902.9 |
| 부채총계 | 3,328.8 | 3,891.9 | 4,201.7 | 4,190.9 | 4,228.4 |
| 지배주주지분 | 1,805.0 | 1,829.7 | 1,791.9 | 1,785.3 | 1,810.8 |
| 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) | (0.7) | (0.7) | (0.7) |
| 이익잉여금 | 1,633.5 | 1,658.2 | 1,621.0 | 1,614.4 | 1,639.9 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 1,805.0 | 1,829.7 | 1,791.9 | 1,785.3 | 1,810.8 |
| 손금유부채 | 2,393.0 | 2,629.3 | 2,704.1 | 2,767.0 | 2,747.5 |

현금흐름표

(단위: 십억원)

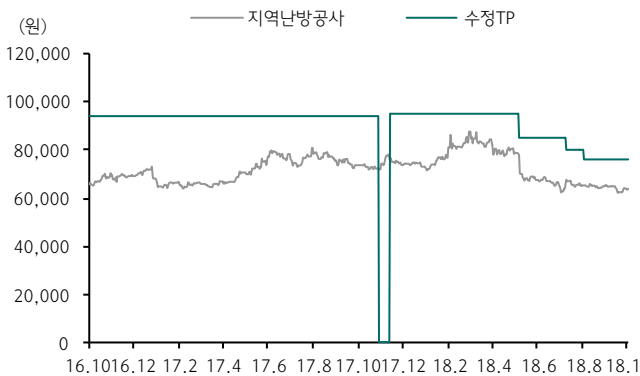
| | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 영업활동 현금흐름 | 312.5 | 445.4 | 397.6 | 182.1 | 279.6 |
| 당기순이익 | 126.7 | 69.9 | (2.5) | (6.7) | 25.5 |
| 조정 | 108.0 | 138.2 | 218.1 | 225.5 | 229.5 |
| 감가상각비 | 187.4 | 200.9 | 224.1 | 227.3 | 231.4 |
| 외환거래손익 | (3.2) | (0.1) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | 3.8 | (0.5) | (1.3) | (1.9) | (1.9) |
| 기타 | (80.0) | (62.1) | (4.7) | 0.1 | (0.0) |
| 영업활동자산부채변동 | 77.8 | 237.3 | 182.0 | (36.7) | 24.6 |
| 투자활동 현금흐름 | (477.4) | (651.9) | (441.9) | (244.1) | (260.8) |
| 투자자산감소(증가) | 0.7 | (5.4) | (10.8) | 4.9 | (0.1) |
| 유형자산감소(증가) | (515.6) | (648.1) | (430.2) | (250.0) | (260.0) |
| 기타 | 37.5 | 1.6 | (0.9) | 1.0 | (0.7) |
| 재무활동 현금흐름 | 166.5 | 234.6 | 46.7 | 60.0 | (10.0) |
| 금융부채증가(감소) | 209.4 | 279.4 | 80.6 | 60.0 | (10.0) |
| 자본증가(감소) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | (1.0) | (0.8) | (1.2) | 0.0 | 0.0 |
| 배당지급 | (41.9) | (44.0) | (32.7) | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증감 | 1.6 | 28.1 | 2.4 | (2.0) | 8.8 |
| Unlevered CFO | 348.4 | 302.6 | 261.7 | 270.3 | 314.1 |
| Free Cash Flow | (209.5) | (231.6) | (32.8) | (67.9) | 19.6 |

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 | 92.8% | 6.3% | 0.9% | 100.0% |

* 기준일: 2018년 10월 4일

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 10월 5일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2018년 10월 5일 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.