

지역난방공사 (071320)

실적은 2019년 상반기가 바닥

목표주가 76,000원, 투자 의견 매수 유지

지역난방공사 목표주가 76,000원, 투자 의견 매수 유지한다. 4분기 영업실적 294억원으로 전년대비 41.2% 감소할 전망이다. LNG 열량단가가 25.4% 상승했지만 SMP가 전년대비 29.5% 개선된 점은 긍정적이다. 다만 정부의 물가상승 억제 정책에 도시가스요금과 열요금에 동결되면서 전반적인 실적 둔화가 불가피할 전망이다. 다행히도 올해 7월부터 열요금 인하요인이 점차 해소되기 때문에 상반기 실적을 기점으로 점진적인 실적개선이 가능하다. 주가는 2019년 기준 PBR 0.36배로 역사적 저점이지만 높은 PER과 낮은 ROE를 감안하면 저평가로 보기는 쉽지 않은 상황이다.

4Q18 영업이익 294억원(YoY -41.2%) 컨센서스 부합 전망

4분기 매출액은 전년대비 24.1% 증가한 7,700억원이 예상된다. 열판매실적은 소폭 부진하지만 SMP 상승과 전기판매 실적이 전년대비 33.1% 개선되어 외형이 증가할 전망이다. 영업이익은 294억원으로 전년대비 41.2% 감소할 전망이다. 전기부문은 판매량 증가와 SMP 개선에도 LNG 등 연료비 상승으로 감익이 예상된다. 다만 3월부터는 작년 말 나타난 유가약세가 반영되면서 원가부담이 일부 완화될 전망이다. 열부문은 요금동결과 연료비 정산에 의한 인하요인이 반영되면서 연간 적자를 기록할 것으로 예상된다.

올해 열요금 관련 포인트는 3월 요금조정, 7월 변동비 정산

국제유가는 2018년 11월부터 본격적으로 하락했다. 시차를 고려하면 국내 LNG 가격은 3월부터 하락할 전망이다. 만약 3월 도시가스요금이 인하되고 열요금이 동결되는 이벤트가 발생하면 일시적 스프레드 개선이 가능하다. 다만 이는 내년 연료비 정산에서 인하요인으로 반영되기 때문에 조삼모사식 증익이다. 본질적인 턴어라운드 여부는 7월에 있을 연료비 정산에서 기대해볼 수 있다. 올해 7월 4년 연속 인하요인이 나타날지 인상요인이 나타날지 예측하기는 현실적으로 쉽지 않다. 다만 인상요인이 발생한다면 2020년 나타날 본격적인 이익개선 시점이 예상보다 다소 앞당겨질 수 있다.

Update

BUY

TP(12M): 76,000원 | CP(1월 22일): 55,900원

Key Data

| | |
|------------------|---------------|
| KOSPI 지수 (pt) | 2,117.77 |
| 52주 최고/최저(원) | 87,400/55,000 |
| 시가총액(십억원) | 647.3 |
| 시가총액비중(%) | 0.05 |
| 발행주식수(천주) | 11,578.7 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 6.4 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 0.4 |
| 18년 배당금(예상, 원) | 90 |
| 18년 배당수익률(예상, %) | 0.16 |
| 외국인지분율(%) | 3.96 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 산업통상자원부 외 3인 | 75.00 |

| | | | |
|-------|-------|--------|--------|
| 주가상승률 | 1M | 6M | 12M |
| 절대 | (2.8) | (14.7) | (27.3) |
| 상대 | (5.4) | (7.7) | (14.1) |

Consensus Data

| | 2018 | 2019 |
|-----------|---------|---------|
| 매출액(십억원) | 2,506.8 | 2,427.9 |
| 영업이익(십억원) | 94.8 | 101.7 |
| 순이익(십억원) | 37.9 | 48.1 |
| EPS(원) | 3,272 | 4,157 |
| BPS(원) | 158,767 | 160,845 |

Stock Price



Financial Data

| 투자지표 | 단위 | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
|-----------|-----|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 십억원 | 1,719.9 | 1,834.4 | 2,491.9 | 2,288.3 | 2,266.4 |
| 영업이익 | 십억원 | 161.7 | 119.8 | 55.7 | 75.9 | 112.4 |
| 세전이익 | 십억원 | 139.3 | 83.6 | 6.4 | 23.7 | 63.9 |
| 순이익 | 십억원 | 126.7 | 69.9 | 2.4 | 18.0 | 49.7 |
| EPS | 원 | 10,943 | 6,035 | 208 | 1,554 | 4,294 |
| 증감률 | % | 9.4 | (44.9) | (96.6) | 647.1 | 176.3 |
| PER | 배 | 6.22 | 12.10 | 274.69 | 35.97 | 13.02 |
| PBR | 배 | 0.44 | 0.46 | 0.37 | 0.36 | 0.35 |
| EV/EBITDA | 배 | 9.11 | 10.83 | 11.78 | 10.83 | 9.58 |
| ROE | % | 7.19 | 3.85 | 0.13 | 1.00 | 2.71 |
| BPS | 원 | 155,889 | 158,025 | 155,168 | 156,632 | 160,206 |
| DPS | 원 | 3,800 | 2,820 | 90 | 720 | 1,980 |



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

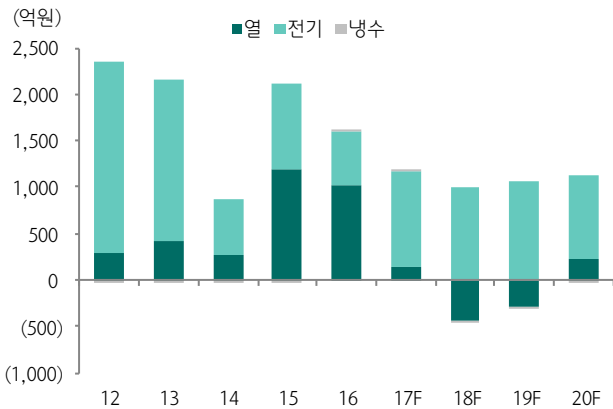
표 1. 지역난방공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

| | 2018F | | | | 2019F | | | | 4Q18 증감률(%) | |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4QF | 1QF | 2QF | 3QF | 4QF | YoY | QoQ |
| 매출액 | 9,285 | 4,116 | 3,818 | 7,700 | 9,318 | 3,495 | 3,136 | 6,933 | 24.1 | 101.7 |
| 열 | 4,708 | 1,410 | 821 | 3,141 | 4,661 | 1,342 | 837 | 3,138 | (4.6) | 282.6 |
| 전기 | 4,541 | 2,650 | 2,878 | 4,518 | 4,620 | 2,095 | 2,175 | 3,753 | 57.0 | 57.0 |
| 냉수 | 36 | 56 | 119 | 41 | 37 | 58 | 124 | 43 | 4.4 | (65.6) |
| 영업이익 | 1,045 | (350) | (433) | 294 | 1,045 | (259) | (479) | 451 | (41.2) | 흑전 |
| 열 | 351 | (342) | (457) | 2 | 302 | (268) | (426) | 100 | (98.9) | 흑전 |
| 전기 | 702 | 1 | (2) | 307 | 750 | 18 | (81) | 366 | (14.9) | 흑전 |
| 냉수 | (8) | (9) | 27 | (15) | (7) | (9) | 29 | (14) | 적지 | 적지 |
| 세전이익 | 920 | (514) | (516) | 174 | 896 | (409) | (589) | 338 | (57.5) | 흑전 |
| 순이익 | 696 | (388) | (416) | 132 | 678 | (308) | (445) | 256 | (60.8) | 흑전 |
| 영업이익률(%) | 11.3 | (8.5) | (11.3) | 3.8 | 11.2 | (7.4) | (15.3) | 6.5 | - | - |
| 세전이익률(%) | 9.9 | (12.5) | (13.5) | 2.3 | 9.6 | (11.7) | (18.8) | 4.9 | - | - |
| 순이익률(%) | 7.5 | (9.4) | (10.9) | 1.7 | 7.3 | (8.8) | (14.2) | 3.7 | - | - |
| 열판매량(천Gcal) | 6,680 | 1,758 | 1,014 | 4,399 | 6,748 | 1,743 | 1,077 | 4,576 | (3.4) | 333.8 |
| 전기판매량(천MWh) | 4,095 | 2,601 | 2,354 | 3,782 | 4,251 | 2,419 | 2,169 | 3,832 | 33.1 | 60.7 |

자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 1. 지역난방공사 연간 부문별 영업이익 추이 및 전망



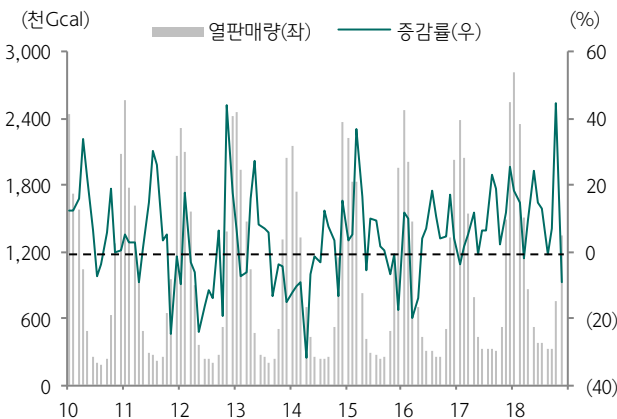
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 2. 지역난방공사 12M Fwd PBR 추이



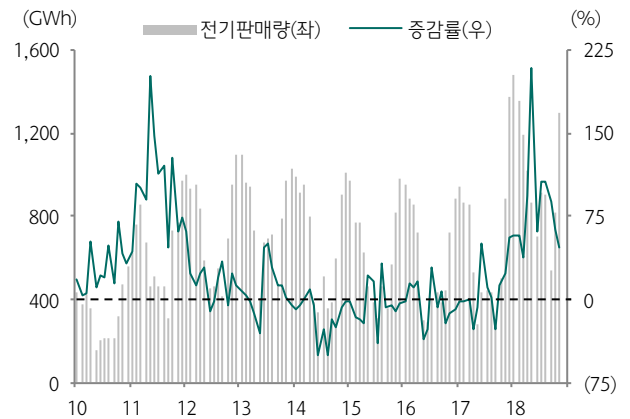
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 3. 월별 열판매량 (18년 10월/11월 YoY +44.8%/-9.1%)



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 4. 월별 전기판매량 (18년 10월/11월 YoY +63.8%/+46.8%)



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

추정 재무제표

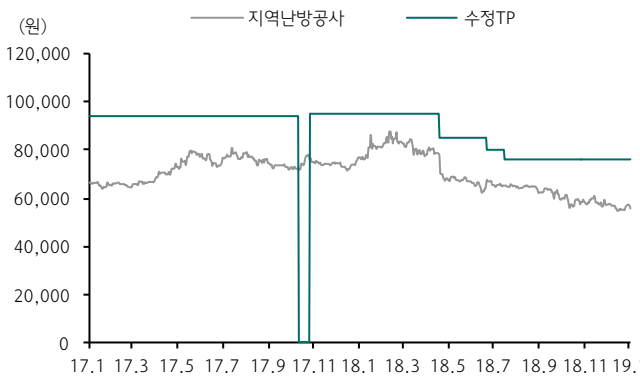
| 손익계산서 | (단위: 십억원) | | | | |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
| 매출액 | 1,719.9 | 1,834.4 | 2,491.9 | 2,288.3 | 2,266.4 |
| 매출원가 | 1,480.1 | 1,625.9 | 2,335.6 | 2,122.5 | 2,063.6 |
| 매출총이익 | 239.8 | 208.5 | 156.3 | 165.8 | 202.8 |
| 판매비 | 78.1 | 88.8 | 100.6 | 89.8 | 90.4 |
| 영업이익 | 161.7 | 119.8 | 55.7 | 75.9 | 112.4 |
| 금융손익 | (52.2) | (41.8) | (52.1) | (55.5) | (51.0) |
| 중속/관계기업손익 | (3.8) | 0.5 | 5.4 | 3.1 | 3.6 |
| 기타영업외손익 | 33.7 | 5.0 | (2.6) | 0.1 | (1.1) |
| 세전이익 | 139.3 | 83.6 | 6.4 | 23.7 | 63.9 |
| 법인세 | 12.6 | 13.7 | 4.0 | 5.7 | 14.2 |
| 계속사업이익 | 126.7 | 69.9 | 2.4 | 18.0 | 49.7 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 126.7 | 69.9 | 2.4 | 18.0 | 49.7 |
| 비지배주주지분순이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 지배주주순이익 | 126.7 | 69.9 | 2.4 | 18.0 | 49.7 |
| 지배주주지분포괄이익 | 125.3 | 68.7 | 1.8 | 18.0 | 49.7 |
| NOPAT | 147.0 | 100.2 | 21.0 | 57.7 | 87.4 |
| EBITDA | 349.1 | 320.7 | 286.8 | 315.6 | 354.2 |
| 성장성(%) | | | | | |
| 매출액증가율 | (14.1) | 6.7 | 35.8 | (8.2) | (1.0) |
| NOPAT증가율 | (13.5) | (31.8) | (79.0) | 174.8 | 51.5 |
| EBITDA증가율 | (11.4) | (8.1) | (10.6) | 10.0 | 12.2 |
| 영업이익증가율 | (23.0) | (25.9) | (53.5) | 36.3 | 48.1 |
| (지배주주)순이익증가율 | 9.4 | (44.8) | (96.6) | 650.0 | 176.1 |
| EPS증가율 | 9.4 | (44.9) | (96.6) | 647.1 | 176.3 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 13.9 | 11.4 | 6.3 | 7.2 | 8.9 |
| EBITDA이익률 | 20.3 | 17.5 | 11.5 | 13.8 | 15.6 |
| 영업이익률 | 9.4 | 6.5 | 2.2 | 3.3 | 5.0 |
| 계속사업이익률 | 7.4 | 3.8 | 0.1 | 0.8 | 2.2 |
| 투자지표 | 투자지표 | | | | |
| | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 10,943 | 6,035 | 208 | 1,554 | 4,294 |
| BPS | 155,889 | 158,025 | 155,168 | 156,632 | 160,206 |
| CFPS | 30,086 | 26,138 | 23,378 | 26,910 | 30,519 |
| EBITDAPS | 30,148 | 27,696 | 24,769 | 27,254 | 30,591 |
| SPS | 148,537 | 158,430 | 215,212 | 197,628 | 195,738 |
| DPS | 3,800 | 2,820 | 90 | 720 | 1,980 |
| 주기지표(배) | | | | | |
| PER | 6.2 | 12.1 | 274.7 | 36.0 | 13.0 |
| PBR | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |
| PCFR | 2.3 | 2.8 | 2.4 | 2.1 | 1.8 |
| EV/EBITDA | 9.1 | 10.8 | 11.8 | 10.8 | 9.6 |
| PSR | 0.5 | 0.5 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 재무비율(%) | | | | | |
| ROE | 7.2 | 3.8 | 0.1 | 1.0 | 2.7 |
| ROA | 2.5 | 1.3 | 0.0 | 0.3 | 0.8 |
| ROIC | 3.2 | 2.0 | 0.4 | 1.1 | 1.6 |
| 부채비율 | 184.4 | 212.7 | 237.4 | 230.4 | 227.4 |
| 순부채비율 | 132.6 | 143.7 | 151.3 | 152.8 | 147.9 |
| 이자보상배율(배) | 3.0 | 2.7 | 1.0 | 1.4 | 2.1 |

자료: 하나금융투자

| 대차대조표 | (단위: 십억원) | | | | |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
| 유동자산 | 446.9 | 617.9 | 772.6 | 710.4 | 750.2 |
| 금융자산 | 6.4 | 49.6 | 61.2 | 69.0 | 85.3 |
| 현금성자산 | 5.4 | 33.5 | 41.4 | 51.1 | 66.7 |
| 매출채권 등 | 383.3 | 498.1 | 617.8 | 556.3 | 577.0 |
| 재고자산 | 37.2 | 56.3 | 69.9 | 62.9 | 65.3 |
| 기타유동자산 | 20.0 | 13.9 | 23.7 | 22.2 | 22.6 |
| 비유동자산 | 4,686.9 | 5,103.7 | 5,288.6 | 5,282.7 | 5,323.0 |
| 투자자산 | 45.6 | 51.1 | 63.3 | 57.0 | 59.1 |
| 금융자산 | 28.7 | 31.2 | 38.7 | 34.8 | 36.1 |
| 유형자산 | 4,536.4 | 4,908.3 | 5,073.1 | 5,090.6 | 5,143.3 |
| 무형자산 | 45.6 | 79.9 | 111.9 | 94.7 | 80.2 |
| 기타비유동자산 | 59.3 | 64.4 | 40.3 | 40.4 | 40.4 |
| 자산총계 | 5,133.8 | 5,721.6 | 6,061.3 | 5,993.0 | 6,073.2 |
| 유동부채 | 756.5 | 977.7 | 867.9 | 876.1 | 883.5 |
| 금융부채 | 479.9 | 519.9 | 319.9 | 379.9 | 369.9 |
| 매입채무 등 | 237.2 | 418.6 | 519.2 | 467.5 | 484.9 |
| 기타유동부채 | 39.4 | 39.2 | 28.8 | 28.7 | 28.7 |
| 비유동부채 | 2,572.3 | 2,914.2 | 3,396.7 | 3,303.3 | 3,334.7 |
| 금융부채 | 1,919.5 | 2,158.9 | 2,459.8 | 2,459.8 | 2,459.8 |
| 기타비유동부채 | 652.8 | 755.3 | 936.9 | 843.5 | 874.9 |
| 부채총계 | 3,328.8 | 3,891.9 | 4,264.6 | 4,179.4 | 4,218.3 |
| 지배주주지분 | 1,805.0 | 1,829.7 | 1,796.7 | 1,813.6 | 1,855.0 |
| 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) | (0.9) | (0.9) | (0.9) |
| 이익잉여금 | 1,633.5 | 1,658.2 | 1,626.0 | 1,642.9 | 1,684.3 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 1,805.0 | 1,829.7 | 1,796.7 | 1,813.6 | 1,855.0 |
| 손금유부채 | 2,393.0 | 2,629.3 | 2,718.5 | 2,770.7 | 2,744.4 |
| 현금흐름표 | (단위: 십억원) | | | | |
| | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
| 영업활동 현금흐름 | 312.5 | 445.4 | 438.5 | 179.4 | 313.2 |
| 당기순이익 | 126.7 | 69.9 | 2.4 | 18.0 | 49.7 |
| 조정 | 108.0 | 138.2 | 192.0 | 236.6 | 238.2 |
| 감가상각비 | 187.4 | 200.9 | 231.1 | 239.6 | 241.8 |
| 외환거래손익 | (3.2) | (0.1) | (0.0) | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | 3.8 | (0.5) | (0.8) | (3.1) | (3.6) |
| 기타 | (80.0) | (62.1) | (38.3) | 0.1 | (0.0) |
| 영업활동자산부채변동 | 77.8 | 237.3 | 244.1 | (75.2) | 25.3 |
| 투자활동 현금흐름 | (477.4) | (651.9) | (497.2) | (228.6) | (279.2) |
| 투자자산감소(증가) | 0.7 | (5.4) | (11.4) | 9.4 | 1.5 |
| 유형자산감소(증가) | (515.6) | (648.1) | (487.1) | (240.0) | (280.0) |
| 기타 | 37.5 | 1.6 | 1.3 | 2.0 | (0.7) |
| 재무활동 현금흐름 | 166.5 | 234.6 | 66.5 | 59.0 | (18.3) |
| 금융부채증가(감소) | 209.4 | 279.4 | 100.8 | 60.0 | (10.0) |
| 자본증가(감소) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | (1.0) | (0.8) | (1.6) | 0.0 | 0.0 |
| 배당지급 | (41.9) | (44.0) | (32.7) | (1.0) | (8.3) |
| 현금의 증감 | 1.6 | 28.1 | 7.8 | 9.7 | 15.7 |
| Unlevered CFO | 348.4 | 302.6 | 270.7 | 311.6 | 353.4 |
| Free Cash Flow | (209.5) | (231.6) | (48.8) | (60.6) | 33.2 |

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% |

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 | 94.6% | 4.6% | 0.9% | 100.1% |

* 기준일: 2019년 1월 22일

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 2019년 01월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2019년 01월 23일 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.