

# 지역난방공사 (071320)

## 열사업부 적자와 확실해진 개선시점

### 목표주가 76,000원, 투자 의견 매수 유지

지역난방공사 목표주가 76,000원, 투자 의견 매수 유지한다. 4분기 영업실적 -118억원으로 적자로 전환하며 컨센서스를 하회했다. 열부문 겨울철 성수기임에도 백석역 사고 관련한 충당부채 273억원이 반영되며 크게 부진했다. 세전이익도 전남 나주 SRF 발전소 관련된 손상차손이 반영되며 적자를 기록했다. 2016년 7월 변동비 정산부터 반영되어온 대규모 열요금 인하요인은 올해 상반기까지가 정점이며 하반기부터 점차 해소된다. 주가는 2019년 기준 PBR 0.42배로 ROE를 고려하면 매력적인 수준은 아니나 올해 하반기부터 진행될 점진적 실적 개선에 집중할 필요가 있다.

### 4Q18 영업이익 -118억원(적자전환)으로 컨센서스 하회

4분기 매출액은 전년대비 23.3% 증가한 7,654억원을 기록했다. 열판매실적은 소폭 감소했지만 SMP 상승과 전기판매 실적이 전년대비 27.3% 개선되어 외형이 성장했다. 반면에 영업실적은 열부문 일회성 비용과 연료비 증가로 전년대비 적자로 전환했다. 열요금은 연료비 상승에도 동결되었으며 나주 SRF 가동지연으로 고원가 열전용보일러 가동에 비용 부담이 증가한 것으로 판단된다. 전기부문은 판매량 증가와 SMP 개선에도 LNG 연료단가 상승으로 이익이 감소했다.

### 그간 부진했던 열사업부 실적은 올해 7월부터 개선 가능

2015년 유가 약세로 비용변수인 도시가스요금은 하락했지만 열요금은 동결되며 스프레드가 개선되어 열부문 초과이익이 나타났다. 2016년 7월 변동비 정산에서 발생한 인하요인 1,500억원을 시작으로 3년 연속 인하요인이 누적되어왔다. 한편 2018년 열부문이 적자를 기록하면서 올해 7월 변동비 정산에서 인하요인이 발생할 가능성은 낮아졌다. 만약 발생 하더라도 1,500억원 규모 미만이지만 하면 열사업부 실적은 2019년 하반기부터 구조적으로 개선될 것이다. 또한 최근의 유가 약세는 전체 영업비용에서 가장 큰 부분을 차지하는 LNG 연료단가 부담을 낮추는 요인으로 작용할 전망이다.

Update

**BUY**

TP(12M): 76,000원 | CP(2월 12일): 57,100원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,190.47
52주 최고/최저(원)	87,400/55,000
시가총액(십억원)	661.1
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	11,578.7
60일 평균 거래량(천주)	5.6
60일 평균 거래대금(십억원)	0.3
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	3.89
주요주주 지분율(%)	
산업통상자원부 외 3인	75.00

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	2,490.2	2,350.0
영업이익(십억원)	83.1	101.3
순이익(십억원)	29.2	45.3
EPS(원)	2,519	3,909
BPS(원)	155,172	156,632

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	십억원	1,719.9	1,834.4	2,487.2	2,376.0	2,388.7
영업이익	십억원	161.7	119.8	14.5	71.6	100.3
세전이익	십억원	139.3	83.6	(285.1)	25.4	59.0
순이익	십억원	126.7	69.9	(226.5)	19.3	46.2
EPS	원	10,943	6,035	(19,566)	1,667	3,987
증감률	%	9.4	(44.9)	적전	흑전	139.2
PER	배	6.22	12.10	N/A	34.26	14.32
PBR	배	0.44	0.46	0.42	0.42	0.41
EV/EBITDA	배	9.11	10.83	14.78	11.71	10.57
ROE	%	7.19	3.85	(13.34)	1.22	2.88
BPS	원	155,889	158,025	135,395	137,062	140,299
DPS	원	3,800	2,820	0	750	1,800



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

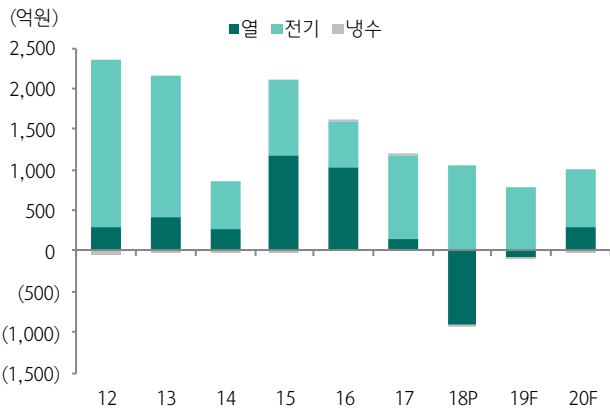
표 1. 지역난방공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2018P				2019F				4Q18 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
<b>매출액</b>	<b>9,285</b>	<b>4,116</b>	<b>3,818</b>	<b>7,654</b>	<b>9,725</b>	<b>3,586</b>	<b>3,138</b>	<b>7,310</b>	<b>23.3</b>	<b>100.5</b>
열	4,708	1,410	821	3,323	4,880	1,434	895	3,498	1.0	304.7
전기	4,541	2,650	2,878	4,291	4,809	2,095	2,122	3,771	49.1	49.1
냉수	36	56	119	40	36	57	121	41	3.0	(66.0)
<b>영업이익</b>	<b>1,045</b>	<b>(350)</b>	<b>(433)</b>	<b>(118)</b>	<b>765</b>	<b>(223)</b>	<b>(350)</b>	<b>523</b>	<b>적전</b>	<b>적지</b>
열	351	(342)	(457)	(458)	229	(199)	(307)	206	적전	0.2
전기	702	1	(2)	357	544	(15)	(69)	333	(1.0)	흑전
냉수	(8)	(9)	27	(16)	(8)	(10)	26	(15)	적지	적전
<b>세전이익</b>	<b>920</b>	<b>(514)</b>	<b>(516)</b>	<b>(2,741)</b>	<b>628</b>	<b>(361)</b>	<b>(448)</b>	<b>434</b>	<b>적전</b>	<b>적지</b>
<b>순이익</b>	<b>696</b>	<b>(388)</b>	<b>(416)</b>	<b>(2,158)</b>	<b>475</b>	<b>(273)</b>	<b>(338)</b>	<b>328</b>	<b>적전</b>	<b>적지</b>
영업이익률(%)	11.3	(8.5)	(11.3)	(1.5)	7.9	(6.2)	(11.1)	7.2	-	-
세전이익률(%)	9.9	(12.5)	(13.5)	(35.8)	6.5	(10.1)	(14.3)	5.9	-	-
순이익률(%)	7.5	(9.4)	(10.9)	(28.2)	4.9	(7.6)	(10.8)	4.5	-	-
열판매량(천Gcal)	6,680	1,758	1,014	4,552	6,856	1,770	1,094	4,745	(0.0)	348.9
전기판매량(천MWh)	4,095	2,601	2,354	3,619	4,251	2,419	2,169	3,832	27.3	53.7

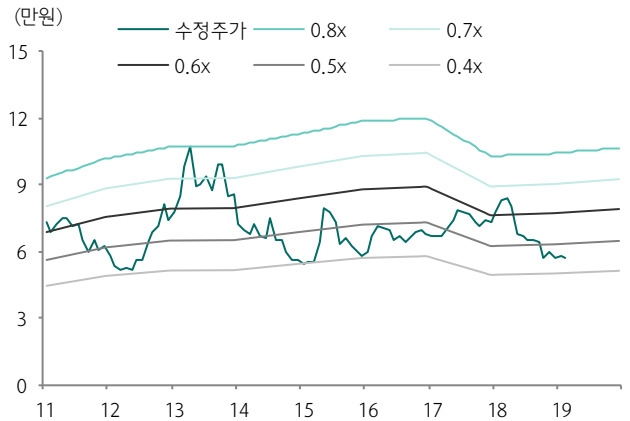
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 1. 지역난방공사 연간 부문별 영업이익 추이 및 전망



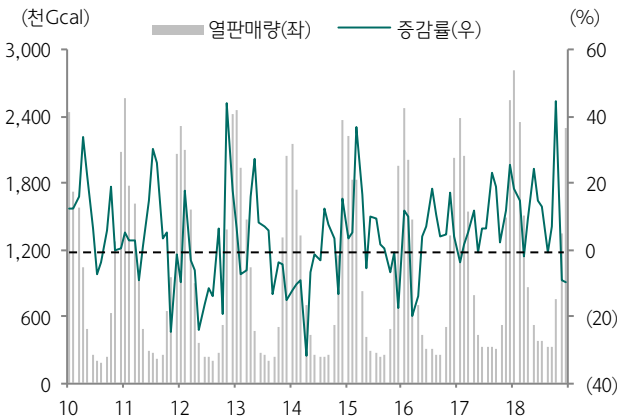
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 2. 지역난방공사 12M Fwd PBR 추이



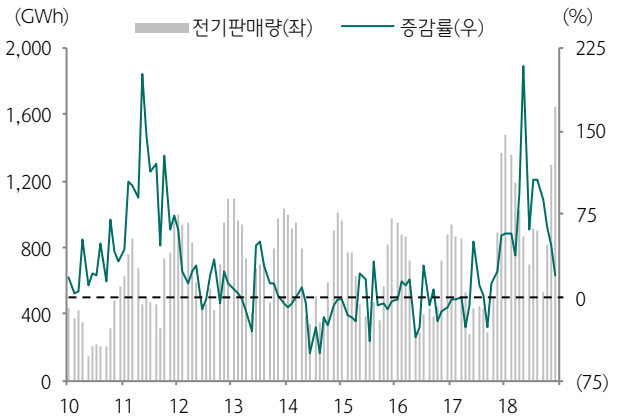
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 3. 월별 열판매량 (4Q18 YoY -0.0%)



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 4. 월별 전기판매량 (4Q18 YoY +27.3%)



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

추정 재무제표

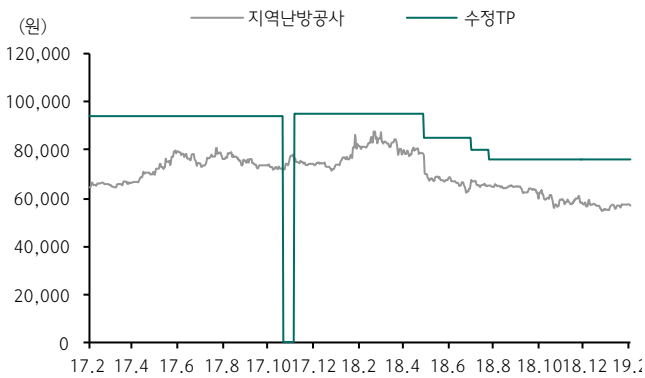
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>1,719.9</b>	<b>1,834.4</b>	<b>2,487.2</b>	<b>2,376.0</b>	<b>2,388.7</b>
매출원가	1,480.1	1,625.9	2,374.1	2,213.2	2,195.6
매출총이익	239.8	208.5	113.1	162.8	193.1
판매비	78.1	88.8	98.7	91.2	92.8
<b>영업이익</b>	<b>161.7</b>	<b>119.8</b>	<b>14.5</b>	<b>71.6</b>	<b>100.3</b>
금융손익	(52.2)	(41.8)	(53.1)	(54.8)	(49.9)
중속/관계기업손익	(3.8)	0.5	6.5	7.1	7.7
기타영업외손익	33.7	5.0	(253.0)	1.6	0.9
<b>세전이익</b>	<b>139.3</b>	<b>83.6</b>	<b>(285.1)</b>	<b>25.4</b>	<b>59.0</b>
법인세	12.6	13.7	(58.5)	6.1	12.8
계속사업이익	126.7	69.9	(226.5)	19.3	46.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>126.7</b>	<b>69.9</b>	<b>(226.5)</b>	<b>19.3</b>	<b>46.2</b>
비지배주주지분순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>126.7</b>	<b>69.9</b>	<b>(226.5)</b>	<b>19.3</b>	<b>46.2</b>
지배주주지분포괄이익	125.3	68.7	(227.2)	19.3	46.2
NOPAT	147.0	100.2	11.5	54.3	78.5
EBITDA	349.1	320.7	245.7	311.2	342.1
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	(14.1)	6.7	35.6	(4.5)	0.5
NOPAT증가율	(13.5)	(31.8)	(88.5)	372.2	44.6
EBITDA증가율	(11.4)	(8.1)	(23.4)	26.7	9.9
영업이익증가율	(23.0)	(25.9)	(87.9)	393.8	40.1
(지배주주)순이익증가율	9.4	(44.8)	적전	흑전	139.4
EPS증가율	9.4	(44.9)	적전	흑전	139.2
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	13.9	11.4	4.5	6.9	8.1
EBITDA이익률	20.3	17.5	9.9	13.1	14.3
영업이익률	9.4	6.5	0.6	3.0	4.2
계속사업이익률	7.4	3.8	(9.1)	0.8	1.9
<b>투자지표</b>					
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	10,943	6,035	(19,566)	1,667	3,987
BPS	155,889	158,025	135,395	137,062	140,299
CFPS	30,086	26,138	(1,842)	27,111	30,107
EBITDAPS	30,148	27,696	21,216	26,876	29,543
SPS	148,537	158,430	214,811	205,201	206,304
DPS	3,800	2,820	0	750	1,800
<b>주기지표(배)</b>					
PER	6.2	12.1	N/A	34.3	14.3
PBR	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
PCFR	2.3	2.8	N/A	2.1	1.9
EV/EBITDA	9.1	10.8	14.8	11.7	10.6
PSR	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	7.2	3.8	(13.3)	1.2	2.9
ROA	2.5	1.3	(3.9)	0.3	0.8
ROIC	3.2	2.0	0.2	1.0	1.4
부채비율	184.4	212.7	285.5	283.0	279.9
순부채비율	132.6	143.7	189.5	188.0	181.8
이자보상배율(배)	3.0	2.7	0.3	1.2	1.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>446.9</b>	<b>617.9</b>	<b>735.3</b>	<b>771.9</b>	<b>824.3</b>
금융자산	6.4	49.6	28.1	96.2	116.8
현금성자산	5.4	33.5	8.4	77.3	97.0
매출채권 등	383.3	498.1	614.1	586.5	614.5
재고자산	37.2	56.3	69.4	66.3	69.5
기타유동자산	20.0	13.9	23.7	22.9	23.5
<b>비유동자산</b>	<b>4,686.9</b>	<b>5,103.7</b>	<b>5,308.2</b>	<b>5,305.8</b>	<b>5,346.9</b>
투자자산	45.6	51.1	62.9	60.1	63.0
금융자산	28.7	31.2	38.4	36.7	38.5
유형자산	4,536.4	4,908.3	5,093.1	5,110.6	5,163.3
무형자산	45.6	79.9	111.9	94.7	80.2
기타비유동자산	59.3	64.4	40.3	40.4	40.4
<b>자산총계</b>	<b>5,133.8</b>	<b>5,721.6</b>	<b>6,043.5</b>	<b>6,077.7</b>	<b>6,171.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>756.5</b>	<b>977.7</b>	<b>1,084.8</b>	<b>1,141.6</b>	<b>1,155.1</b>
금융부채	479.9	519.9	539.9	619.9	609.9
매입채무 등	237.2	418.6	516.1	492.9	516.4
기타유동부채	39.4	39.2	28.8	28.8	28.8
<b>비유동부채</b>	<b>2,572.3</b>	<b>2,914.2</b>	<b>3,391.0</b>	<b>3,349.2</b>	<b>3,391.6</b>
금융부채	1,919.5	2,158.9	2,459.8	2,459.8	2,459.8
기타비유동부채	652.8	755.3	931.2	889.4	931.8
<b>부채총계</b>	<b>3,328.8</b>	<b>3,891.9</b>	<b>4,475.8</b>	<b>4,490.7</b>	<b>4,546.7</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,805.0</b>	<b>1,829.7</b>	<b>1,567.7</b>	<b>1,587.0</b>	<b>1,624.5</b>
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	1,397.0	1,416.3	1,453.8
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,805.0</b>	<b>1,829.7</b>	<b>1,567.7</b>	<b>1,587.0</b>	<b>1,624.5</b>
손금유부채	2,393.0	2,629.3	2,971.6	2,983.5	2,952.9
<b>현금흐름표</b>	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>312.5</b>	<b>445.4</b>	<b>203.8</b>	<b>218.1</b>	<b>314.4</b>
당기순이익	126.7	69.9	(226.5)	19.3	46.2
조정	108.0	138.2	190.8	232.5	234.0
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)	(2.0)	(7.1)	(7.7)
기타	(80.0)	(62.1)	(38.3)	0.0	(0.1)
영업활동자산부채변동	77.8	237.3	239.5	(33.7)	34.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(477.4)</b>	<b>(651.9)</b>	<b>(515.5)</b>	<b>(229.2)</b>	<b>(276.1)</b>
투자자산감소(증가)	0.7	(5.4)	(9.9)	9.9	4.8
유형자산감소(증가)	(515.6)	(648.1)	(507.1)	(240.0)	(280.0)
기타	37.5	1.6	1.5	0.9	(0.9)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>166.5</b>	<b>234.6</b>	<b>286.5</b>	<b>80.0</b>	<b>(18.7)</b>
금융부채증가(감소)	209.4	279.4	320.8	80.0	(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)	0.0	(8.7)
<b>현금의 증감</b>	<b>1.6</b>	<b>28.1</b>	<b>(25.2)</b>	<b>69.0</b>	<b>19.7</b>
Unlevered CFO	348.4	302.6	(21.3)	313.9	348.6
Free Cash Flow	(209.5)	(231.6)	(303.5)	(21.9)	34.4

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	94.1%	5.0%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2019년 2월 12일

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 02월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2019년 02월 13일 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.