

# 지역난방공사 (071320)

## 속도는 느리지만 방향은 확실

### 목표주가 76,000원, 투자 의견 매수 유지

지역난방공사 목표주가 76,000원, 투자 의견 매수 유지한다. 1분기 영업실적 674억원으로 전년대비 35.5% 감소할 전망이다. 원전 이용률 회복으로 전기판매량 감소가 불가피하나 LNG 열량단가와 SMP가 비슷한 수준으로 상승하면서 전기 실적 부진은 제한적일 전망이다. 온화했던 겨울철 기온으로 열판매량 감소가 예상되나 고원가 열원의 의존도가 낮아져 열요금 인하요인을 제외한 추가 실적훼손 요인은 없을 전망이다. 7월부터 열요금 인하요인이 점차 해소되며 하반기부터 점진적인 실적개선이 나타날 것이다. 주가는 2019년 기준 PBR 0.4배로 부담이 없지만 본격적인 이익개선과 그에 따른 배당매력 회복은 2020년 실적부터 확인이 가능할 전망이다.

### 1Q19 영업이익 674억원(YoY -35.5%) 컨센서스 하회 전망

1분기 매출액은 전년대비 0.0% 감소한 9,282억원으로 예상된다. 열과 전기 각각 판매량이 전년대비 8.1%, 6.3% 감소하는 것으로 추정되나 SMP 상승으로 외형은 전년과 비슷할 전망이다. 영업이익은 674억원으로 전년대비 35.5% 감소가 예상된다. 전기부문은 유가 상승에 따른 연료비 상승에 이익 축소가 전망된다. 5월부터는 세제개편에 따른 LNG 단가의 하락과 유가 하락이 반영되면서 연료비 부담은 점차 완화될 수 있다. 열부문도 요금동결과 연료비 정산에 의한 인하요인 반영으로 전년대비 이익감소가 불가피하다. 다만 7월 요금 정산에서 + 효과가 나타날 가능성이 높아 긍정적이다.

### 올해 7월 2018년 연료비 정산에 의한 열요금 인상효과 기대

2018년 열부문 실적은 일회성 비용을 감안하더라도 적자를 기록했기 때문에 올해 7월 예정된 연료비 정산에서 열요금 인상요인이 나타날 가능성이 높다. 최근 상승한 국제유가는 LNG 연료비 부담을 증가시키지만 발전용 에너지 세제개편 효과로 일부 만회가 가능할 전망이다. 7월부터 본질적 실적 턴어라운드 시작되며 2020년에는 배당정상화도 기대된다. 속도는 다소 느리지만 방향은 확실하다.

Update

**BUY**

TP(12M): 76,000원 | CP(4월 16일): 57,300원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,248.63
52주 최고/최저(원)	80,900/55,000
시가총액(십억원)	663.5
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	11,578.7
60일 평균 거래량(천주)	8.8
60일 평균 거래대금(십억원)	0.5
19년 배당금(예상, 원)	720
19년 배당수익률(예상, %)	1.26
외국인지분율(%)	3.16
주요주주 지분율(%)	
산업통상자원부 외 3인	75.00

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	2,411.7	2,295.9
영업이익(십억원)	60.2	98.3
순이익(십억원)	12.1	43.1
EPS(원)	1,045	3,719
BPS(원)	135,006	136,486

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	1,834.4	2,487.3	2,332.8	2,443.6	2,503.9
영업이익	십억원	119.8	14.5	66.1	114.8	128.0
세전이익	십억원	83.6	(285.1)	23.6	77.5	91.0
순이익	십억원	69.9	(226.5)	17.9	60.1	70.4
EPS	원	6,035	(19,564)	1,545	5,192	6,082
증감률	%	(44.9)	적전	혹전	236.1	17.1
PER	배	12.10	N/A	37.08	11.04	9.42
PBR	배	0.46	0.42	0.42	0.41	0.40
EV/EBITDA	배	10.83	13.98	11.69	9.89	9.42
ROE	%	3.85	(13.36)	1.14	3.75	4.28
BPS	원	158,025	134,743	136,288	140,760	143,682
DPS	원	2,820	0	720	2,440	2,800



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

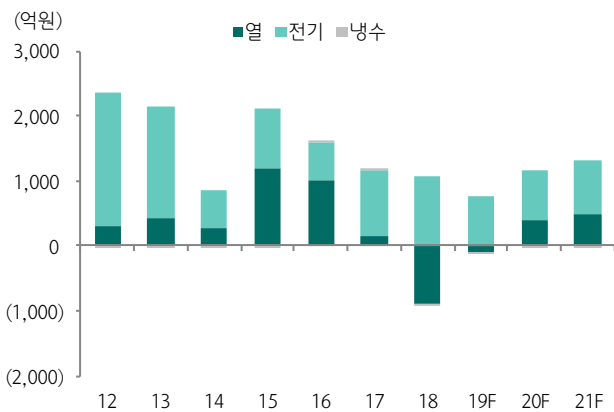
표 1. 지역난방공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2018				2019F				1Q19 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	9,285	4,116	3,818	7,654	9,282	3,586	3,147	7,313	(0.0)	21.3
열	4,708	1,410	821	3,323	4,394	1,434	904	3,533	(6.7)	32.2
전기	4,541	2,650	2,878	4,291	4,852	2,095	2,122	3,739	6.8	13.1
냉수	36	56	119	40	36	57	121	41	2.0	(10.1)
영업이익	1,045	(350)	(433)	(117)	674	(223)	(341)	552	(35.5)	흑전
열	351	(342)	(457)	(458)	152	(199)	(298)	246	(56.7)	흑전
전기	702	1	(2)	358	530	(15)	(69)	323	(24.5)	48.0
냉수	(8)	(9)	27	(17)	(8)	(10)	26	(17)	적지	적지
세전이익	920	(514)	(516)	(2,740)	551	(346)	(437)	468	(40.1)	흑전
순이익	696	(388)	(416)	(2,157)	416	(261)	(330)	354	(40.2)	흑전
영업이익률(%)	11.3	(8.5)	(11.3)	(1.5)	7.3	(6.2)	(10.8)	7.5	-	-
세전이익률(%)	9.9	(12.5)	(13.5)	(35.8)	5.9	(9.6)	(13.9)	6.4	-	-
순이익률(%)	7.5	(9.4)	(10.9)	(28.2)	4.5	(7.3)	(10.5)	4.8	-	-
열판매량(천Gcal)	6,680	1,758	1,014	4,552	6,142	1,770	1,094	4,745	(8.1)	34.9
전기판매량(천MWh)	4,095	2,601	2,354	3,619	3,838	2,419	2,169	3,799	(6.3)	6.0

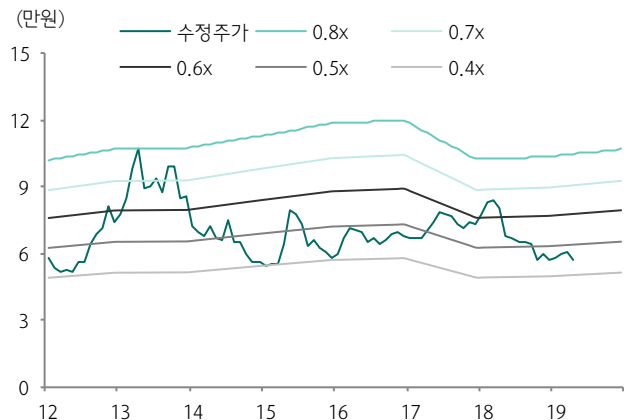
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 1. 지역난방공사 연간 부문별 영업이익 추이 및 전망



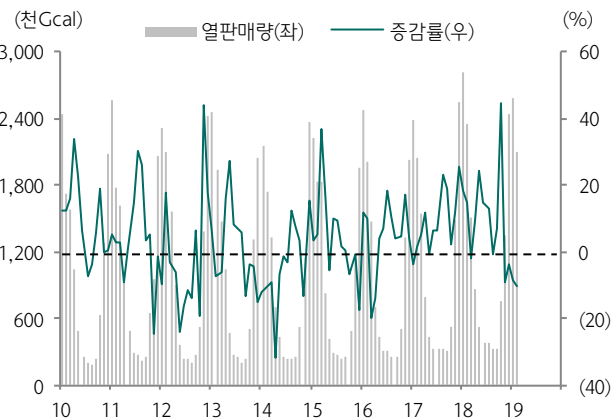
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 2. 지역난방공사 12M Fwd PBR 추이



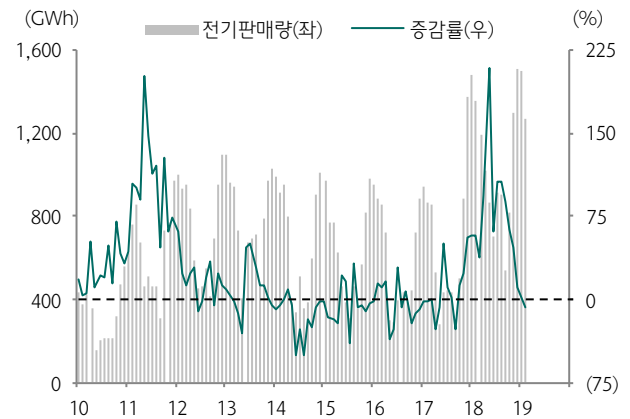
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 3. 월별 열판매량 (19년 1월/2월 YoY -8.3%/-10.7%)



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 4. 월별 전기판매량 (19년 1월/2월 YoY +1.3%/-6.8%)



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

추정 재무제표

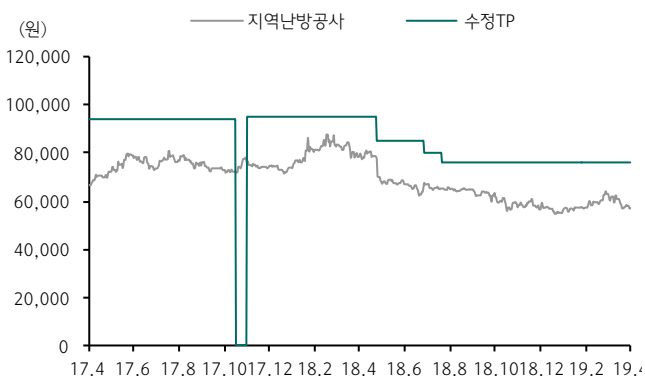
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>1,834.4</b>	<b>2,487.3</b>	<b>2,332.8</b>	<b>2,443.6</b>	<b>2,503.9</b>
매출원가	1,625.9	2,374.1	2,176.4	2,234.3	2,278.9
매출총이익	208.5	113.2	156.4	209.3	225.0
판매비	88.8	98.7	90.3	94.5	96.9
<b>영업이익</b>	<b>119.8</b>	<b>14.5</b>	<b>66.1</b>	<b>114.8</b>	<b>128.0</b>
금융손익	(41.8)	(53.2)	(51.3)	(46.0)	(46.6)
중속/관계기업손익	0.5	6.5	7.1	7.7	10.1
기타영업외손익	5.0	(252.9)	1.6	0.9	(0.4)
<b>세전이익</b>	<b>83.6</b>	<b>(285.1)</b>	<b>23.6</b>	<b>77.5</b>	<b>91.0</b>
법인세	13.7	(58.5)	5.7	17.3	20.6
계속사업이익	69.9	(226.5)	17.9	60.1	70.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>69.9</b>	<b>(226.5)</b>	<b>17.9</b>	<b>60.1</b>	<b>70.4</b>
비배주주지분순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>69.9</b>	<b>(226.5)</b>	<b>17.9</b>	<b>60.1</b>	<b>70.4</b>
지배주주지분포괄이익	68.7	(234.7)	17.9	60.1	70.4
NOPAT	100.2	11.5	50.2	89.1	99.0
EBITDA	320.7	242.6	294.1	346.0	362.5
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	6.7	35.6	(6.2)	4.7	2.5
NOPAT증가율	(31.8)	(88.5)	336.5	77.5	11.1
EBITDA증가율	(8.1)	(24.4)	21.2	17.6	4.8
영업이익증가율	(25.9)	(87.9)	355.9	73.7	11.5
(지배주주)순이익증가율	(44.8)	적전	흑전	235.8	17.1
EPS증가율	(44.9)	적전	흑전	236.1	17.1
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	11.4	4.6	6.7	8.6	9.0
EBITDA이익률	17.5	9.8	12.6	14.2	14.5
영업이익률	6.5	0.6	2.8	4.7	5.1
계속사업이익률	3.8	(9.1)	0.8	2.5	2.8
<b>투자지표</b>					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	6,035	(19,564)	1,545	5,192	6,082
BPS	158,025	134,743	136,288	140,760	143,682
CFPS	26,138	21,355	25,791	30,238	31,655
EBITDAPS	27,696	20,951	25,404	29,879	31,308
SPS	158,430	214,819	201,471	211,046	216,246
DPS	2,820	0	720	2,440	2,800
<b>주가지표(배)</b>					
PER	12.1	N/A	37.1	11.0	9.4
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
PCFR	2.8	2.7	2.2	1.9	1.8
EV/EBITDA	10.8	14.0	11.7	9.9	9.4
PSR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	3.8	(13.4)	1.1	3.7	4.3
ROA	1.3	(4.0)	0.3	1.0	1.2
ROIC	2.0	0.2	1.0	1.7	1.9
부채비율	212.7	262.7	261.0	257.7	252.8
순부채비율	143.7	175.1	175.8	169.2	165.5
이자보상배율(배)	2.7	0.3	1.1	1.8	2.1

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>617.9</b>	<b>641.3</b>	<b>651.0</b>	<b>701.0</b>	<b>703.6</b>
금융자산	49.6	9.0	46.9	53.3	48.7
현금성자산	33.5	7.5	45.4	51.6	47.0
매출채권 등	498.1	536.9	512.9	550.1	556.2
재고자산	56.3	33.1	31.6	33.9	34.3
기타유동자산	13.9	62.3	59.6	63.7	64.4
<b>비유동자산</b>	<b>5,103.7</b>	<b>5,016.7</b>	<b>5,045.8</b>	<b>5,129.2</b>	<b>5,165.5</b>
투자자산	51.1	65.8	62.8	67.4	68.1
금융자산	31.2	40.8	39.0	41.8	42.3
유형자산	4,908.3	4,779.9	4,823.4	4,912.1	4,956.1
무형자산	79.9	79.0	67.5	57.6	49.2
기타비유동자산	64.4	92.0	92.1	92.1	92.1
<b>자산총계</b>	<b>5,721.6</b>	<b>5,658.0</b>	<b>5,696.7</b>	<b>5,830.2</b>	<b>5,869.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>977.7</b>	<b>959.1</b>	<b>1,016.9</b>	<b>1,041.3</b>	<b>1,036.9</b>
금융부채	519.9	429.9	509.9	499.9	489.9
매입채무 등	418.6	428.9	409.7	439.4	444.3
기타유동부채	39.2	100.3	97.3	102.0	102.7
<b>비유동부채</b>	<b>2,914.2</b>	<b>3,138.8</b>	<b>3,101.8</b>	<b>3,159.1</b>	<b>3,168.5</b>
금융부채	2,158.9	2,311.6	2,311.6	2,311.6	2,311.6
기타비유동부채	755.3	827.2	790.2	847.5	856.9
<b>부채총계</b>	<b>3,891.9</b>	<b>4,097.8</b>	<b>4,118.7</b>	<b>4,200.4</b>	<b>4,205.4</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,829.7</b>	<b>1,560.2</b>	<b>1,578.0</b>	<b>1,629.8</b>	<b>1,663.7</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)	(2.1)	(2.1)	(2.1)	(2.1)
이익잉여금	1,658.2	1,390.7	1,408.6	1,460.4	1,494.2
<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>1,829.7</b>	<b>1,560.2</b>	<b>1,578.0</b>	<b>1,629.8</b>	<b>1,663.7</b>
손금유부채	2,629.3	2,732.4	2,774.6	2,758.2	2,752.8
<b>현금흐름표</b>					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>445.4</b>	<b>382.4</b>	<b>207.8</b>	<b>331.6</b>	<b>302.7</b>
당기순이익	69.9	(226.5)	17.9	60.1	70.4
조정	138.2	397.7	220.9	223.4	224.4
감가상각비	200.9	228.1	228.0	231.1	234.5
외환거래손익	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.5)	(4.2)	(7.1)	(7.7)	(10.1)
기타	(62.1)	173.8	0.0	0.0	0.0
영업활동자산부채변동	237.3	211.2	(31.0)	48.1	7.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(651.9)</b>	<b>(435.0)</b>	<b>(249.9)</b>	<b>(307.0)</b>	<b>(260.7)</b>
투자자산감소(증가)	(5.4)	(14.7)	10.0	3.2	9.4
유형자산감소(증가)	(648.1)	(398.9)	(260.0)	(310.0)	(270.0)
기타	1.6	(21.4)	0.1	(0.2)	(0.1)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>234.6</b>	<b>26.5</b>	<b>80.0</b>	<b>(18.3)</b>	<b>(46.6)</b>
금융부채증가(감소)	279.4	62.6	80.0	(10.0)	(10.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.8)	(3.4)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(44.0)	(32.7)	0.0	(8.3)	(36.6)
<b>현금의 증감</b>	<b>28.1</b>	<b>(26.1)</b>	<b>37.9</b>	<b>6.3</b>	<b>(4.6)</b>
Unlevered CFO	302.6	247.3	298.6	350.1	366.5
Free Cash Flow	(231.6)	(17.5)	(52.2)	21.6	32.7

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	91.9%	7.6%	0.6%	100.1%

\* 기준일: 2019년 4월 15일

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 04월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2019년 04월 17일 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.

