



2019년 8월 13일 | Equity Research

# 지역난방공사 (071320)

## 열부문 이익개선 시작

**목표주가 76,000원, 투자 의견 매수 유지**

지역난방공사 목표주가 76,000원, 투자 의견 매수 유지한다. 2분기 영업실적은 전년대비 적자폭이 확대되며 컨센서스를 소폭 하회했다. 전기판매량 부진에 따른 외형감소 때문이다. 8월 열요금 인상이 단행되었기 때문에 3분기부터는 점진적 턴어라운드 가능해진다. 국제유가 하락과 개별소비세 인하 영향에 따른 연료비 감소도 기대된다. 2019년 기준 PBR 0.38배로 역사적 하단이다. 하반기부터 구조적 이익개선이 시작되며 유의미한 배당은 2020년부터 가능할 전망이다.

### 2Q19 영업이익 -398억원(적자지속)으로 컨센서스 하회

2분기 매출액은 전년대비 10.7% 감소한 3,677억원을 기록했다. 열은 판매량이 전년대비 12.2% 늘어났지만 판매단가 하락으로 5.7% 개선되었다. 전기는 원전 이용률 회복으로 판매량이 전년대비 20.1% 줄어들며 19.3% 감소했다. 영업이익은 -398억원으로 적자를 지속했다. 열은 전년대비 적자폭이 감소했지만 전기는 적자로 전환되었다. 5월 개별소비세 개편으로 연료비 부담이 완화되었음에도 계절적 비수기로 적자가 불가피했다. 전기는 판매실적 회복이 쉽지 않을 전망이다. 3분기 원전 이용률은 전년대비 소폭 하락하지만 낮은 여름철 기온에 전력수요가 안정되었기 때문이다. 열은 8월 단행된 열요금 조정으로 긍정적인 변화가 기대된다.

### 비록 1개월 늦어졌지만 열요금 인상으로 확실해진 이익개선

올해 전력/가스요금 정산이 우선시되는 과정에서 매년 7월 단행되었던 열요금 정산은 8월에 이뤄지며 1개월 가량 연기되었다. 비록 기대보다 늦어졌지만 불확실성 해소 측면에서 긍정적이며 3분기는 열 비수기기 때문에 영업실적에 미치는 영향도 제한적일 전망이다. 올해 열요금 인상요인에서 LNG 개별소비세 변화에 따른 인하요인이 반영되면서 상승폭이 상쇄되었다. 하지만 2020년은 2019년 변동비 정산에 따른 조정 가능성을 제외하면 추가적인 인하요인 발생은 제한적이기 때문에 열요금 정상화가 빠르게 진행될 수 있다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 76,000원 | CP(8월 12일): 51,700원

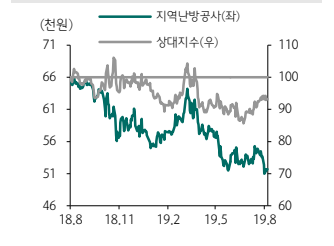
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,942.29
52주 최고/최저(원)	65,900/51,000
시가총액(십억원)	598.6
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	11,578.7
60일 평균 거래량(천주)	5.0
60일 평균 거래대금(십억원)	0.3
19년 배당금(예상, 원)	260
19년 배당수익률(예상, %)	0.50
외국인지분율(%)	2.37
주요주주 지분율(%)	
산업통상자원부 외 3인	75.00
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.0) (9.5) (20.2)
상대	4.2 2.1 (6.2)

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	2,404.3	2,416.6
영업이익(십억원)	65.7	128.6
순이익(십억원)	18.0	63.0
EPS(원)	1,555	5,444
BPS(원)	133,996	137,303

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	1,834.4	2,487.3	2,369.0	2,375.0	2,432.1
영업이익	십억원	119.8	14.5	54.7	121.6	135.3
세전이익	십억원	83.6	(285.1)	7.8	80.8	95.5
순이익	십억원	69.9	(226.5)	6.1	64.3	75.6
EPS	원	6,035	(19,564)	530	5,550	6,528
증감률	%	(44.9)	적전	흑전	947.2	17.6
PER	배	12.10	N/A	97.54	9.32	7.92
PBR	배	0.46	0.42	0.38	0.37	0.36
EV/EBITDA	배	10.83	13.81	12.19	9.73	9.22
ROE	%	3.85	(13.36)	0.39	4.03	4.59
BPS	원	158,025	134,743	135,225	140,515	144,013
DPS	원	2,820	0	260	2,770	3,260



Analyst 유재선

02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

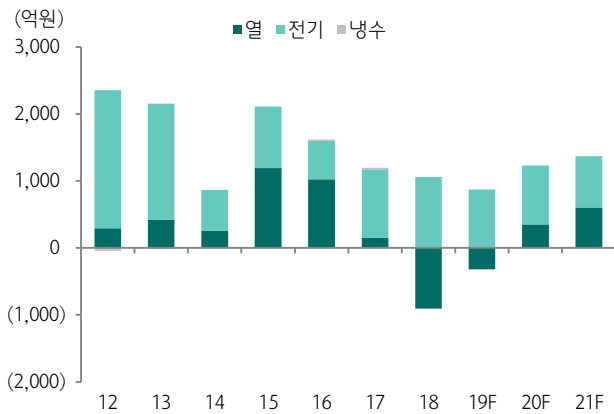
표 1. 지역난방공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2018				2019F				2Q19 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	9,285	4,116	3,818	7,654	9,573	3,677	3,099	7,341	(10.7)	(61.6)
열	4,708	1,410	821	3,323	4,467	1,490	907	3,561	5.7	(66.6)
전기	4,541	2,650	2,878	4,291	5,067	2,139	2,070	3,739	(19.3)	(57.8)
냉수	36	56	119	40	39	48	121	41	(14.6)	22.0
영업이익	1,045	(350)	(433)	(117)	800	(398)	(306)	451	적지	적전
열	351	(342)	(457)	(458)	123	(271)	(313)	145	적지	적전
전기	702	1	(2)	358	687	(120)	(20)	323	적전	적전
냉수	(8)	(9)	27	(17)	(10)	(12)	26	(17)	적지	적지
세전이익	920	(514)	(516)	(2,740)	662	(512)	(419)	348	적지	적전
순이익	696	(388)	(416)	(2,157)	565	(430)	(336)	263	적지	적전
영업이익률(%)	11.3	(8.5)	(11.3)	(1.5)	8.4	(10.8)	(9.9)	6.1	-	-
세전이익률(%)	9.9	(12.5)	(13.5)	(35.8)	6.9	(13.9)	(13.5)	4.7	-	-
순이익률(%)	7.5	(9.4)	(10.9)	(28.2)	5.9	(11.7)	(10.8)	3.6	-	-
열판매량(천Gcal)	6,680	1,758	1,014	4,552	6,223	1,973	1,088	4,714	12.2	(68.3)
전기판매량(천MWh)	4,095	2,602	2,354	3,619	4,044	2,080	2,016	3,799	(20.1)	(48.6)

자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 1. 지역난방공사 연간 부문별 영업이익 추이 및 전망



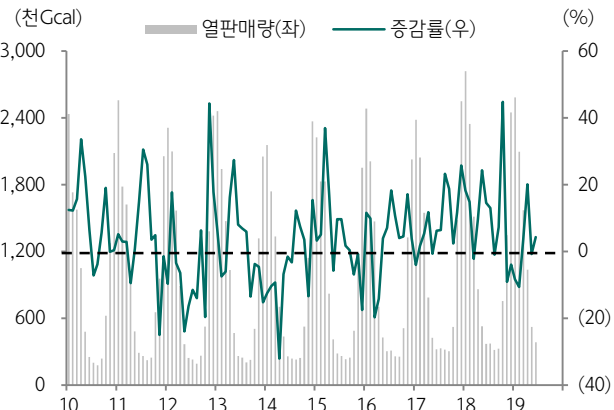
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 2. 지역난방공사 12M Fwd PBR 추이



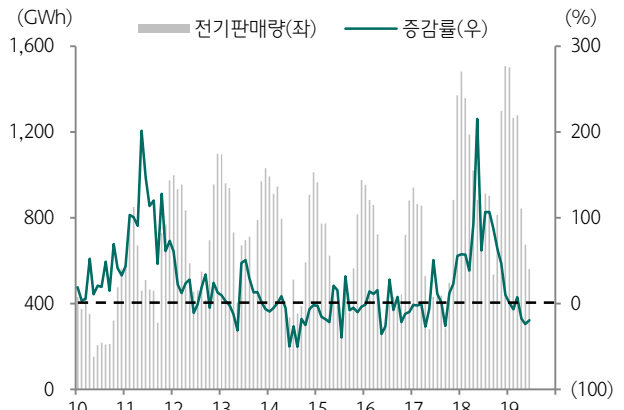
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 3. 월별 열판매량 (2Q19 YoY +10.5%)



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 4. 월별 전기판매량 (2Q19 YoY -20.1%)



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

## 주정 재무제표

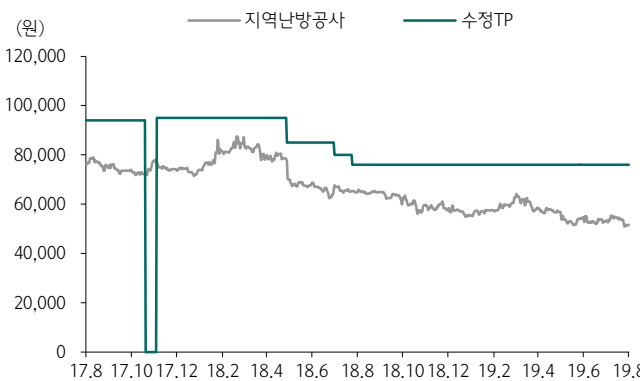
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,834.4	2,487.3	2,369.0	2,375.0	2,432.1
매출원가	1,625.9	2,374.1	2,219.3	2,159.0	2,199.9
매출총이익	208.5	113.2	149.7	216.0	232.2
판관비	88.8	98.7	95.0	94.4	96.8
영업이익	119.8	14.5	54.7	121.6	135.3
금융손익	(41.8)	(53.2)	(52.9)	(49.6)	(51.2)
중속/관계기업손익	0.5	6.5	3.5	6.5	8.5
기타영업외손익	5.0	(252.9)	2.5	2.2	2.8
세전이익	83.6	(285.1)	7.8	80.8	95.5
법인세	13.7	(58.5)	1.7	16.6	19.9
계속사업이익	69.9	(226.5)	6.1	64.3	75.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	69.9	(226.5)	6.1	64.3	75.6
비배주주지분순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	69.9	(226.5)	6.1	64.3	75.6
지배주주지분포괄이익	68.7	(234.7)	5.6	64.3	75.6
NOPAT	100.2	11.5	43.0	96.7	107.1
EBITDA	320.7	242.6	284.4	355.3	373.2
성장성(%)					
매출액증가율	6.7	35.6	(4.8)	0.3	2.4
NOPAT증가율	(31.8)	(88.5)	273.9	124.9	10.8
EBITDA증가율	(8.1)	(24.4)	17.2	24.9	5.0
영업이익증가율	(25.9)	(87.9)	277.2	122.3	11.3
(영업이익)순이익증가율	(44.8)	적전	흑전	954.1	17.6
EPS증가율	(44.9)	적전	흑전	947.2	17.6
수익성(%)					
매출총이익률	11.4	4.6	6.3	9.1	9.5
EBITDA이익률	17.5	9.8	12.0	15.0	15.3
영업이익률	6.5	0.6	2.3	5.1	5.6
계속사업이익률	3.8	(9.1)	0.3	2.7	3.1
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	6,035	(19,564)	530	5,550	6,528
BPS	158,025	134,743	135,225	140,515	144,013
CFPS	26,138	21,355	24,864	32,037	33,670
EBITDAPS	27,696	20,951	24,560	30,689	32,230
SPS	158,430	214,819	204,600	205,116	210,046
DPS	2,820	0	260	2,770	3,260
추가지표(배)					
PER	12.1	N/A	97.5	9.3	7.9
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
PCR	2.8	2.7	2.1	1.6	1.5
EV/EBITDA	10.8	13.8	12.2	9.7	9.2
PSR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.2
재무비율(%)					
ROE	3.8	(13.4)	0.4	4.0	4.6
ROA	1.3	(4.0)	0.1	1.1	1.2
ROIC	2.0	0.2	0.8	1.8	2.0
부채비율	212.7	262.7	281.9	274.6	267.7
순부채비율	143.7	172.4	183.1	175.6	170.4
이자보상배율(배)	2.7	0.3	0.9	1.9	2.1

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	617.9	641.3	790.5	826.8	830.5
금융자산	49.6	52.0	227.9	242.6	239.2
현금성자산	33.5	7.5	35.1	49.7	46.3
매출채권 등	498.1	536.9	514.9	534.6	541.2
재고자산	56.3	33.1	31.7	32.9	33.3
기타유동자산	13.9	19.3	16.0	16.7	16.8
비유동자산	5,103.7	5,016.7	5,188.8	5,267.5	5,300.4
투자자산	51.1	65.8	63.1	65.5	66.3
금융자산	31.2	40.8	39.1	40.6	41.1
유형자산	4,908.3	4,779.9	4,925.4	5,008.5	5,046.9
무형자산	79.9	79.0	71.9	65.0	58.8
기타비유동자산	64.4	92.0	128.4	128.5	128.4
자산총계	5,721.6	5,658.0	5,979.3	6,094.2	6,130.9
유동부채	977.7	959.1	1,265.2	1,288.5	1,274.5
금융부채	519.9	429.9	739.9	744.9	724.9
매입채무 등	418.6	428.9	411.3	427.1	432.3
기타유동부채	39.2	100.3	114.0	116.5	117.3
비유동부채	2,914.2	3,138.8	3,148.4	3,178.8	3,188.9
금융부채	2,158.9	2,311.6	2,355.1	2,355.1	2,355.1
기타비유동부채	755.3	827.2	793.3	823.7	833.8
부채총계	3,891.9	4,097.8	4,413.6	4,467.3	4,463.4
지배주주지분	1,829.7	1,560.2	1,565.7	1,627.0	1,667.5
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)	(2.7)	(2.7)	(2.7)
이익잉여금	1,658.2	1,390.7	1,396.8	1,458.1	1,498.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,829.7	1,560.2	1,565.7	1,627.0	1,667.5
순금융부채	2,629.3	2,689.4	2,867.0	2,857.4	2,840.8
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	445.4	382.4	222.8	325.1	322.4
당기순이익	69.9	(226.5)	6.1	64.3	75.6
조정	138.2	397.7	234.2	233.7	237.8
감가상각비	200.9	228.1	229.7	233.7	237.9
외환거래손익	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.5)	(4.2)	(0.3)	0.0	0.0
기타	(62.1)	173.8	4.8	0.0	(0.1)
영업활동자산부채변동	237.3	211.2	(17.5)	27.1	9.0
투자활동 현금흐름	(651.9)	(435.0)	(524.3)	(312.5)	(270.8)
투자자산감소(증가)	(5.4)	(14.7)	2.7	(2.4)	(0.8)
유형자산감소(증가)	(648.1)	(398.9)	(372.6)	(310.0)	(270.0)
기타	1.6	(21.4)	(154.4)	(0.1)	0.0
재무활동 현금흐름	234.6	26.5	329.2	2.0	(55.1)
금융부채증가(감소)	279.4	62.6	353.5	5.0	(20.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.8)	(3.4)	(24.3)	0.0	0.0
배당지급	(44.0)	(32.7)	0.0	(3.0)	(35.1)
현금의 증감	28.1	(26.1)	27.7	14.6	(3.5)
Unlevered CFO	302.6	247.3	287.9	371.0	389.9
Free Cash Flow	(231.6)	(17.5)	(149.8)	15.1	52.4

## 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	-	-
17.7.20	BUY	94,000	-19.68%	-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	88.3%	11.1%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 8월 11일

## 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 08월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2019년 08월 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.