

# 지역난방공사 (071320)

## 열요금 정상화까지 남은 8개월

### 목표주가 70,000원으로 하향, 투자의견 매수 유지

지역난방공사 목표주가 70,000원으로 기존 대비 7.9% 하향한다. 2019년 BPS에 PBR 0.5배를 적용했다. 최근 하락한 주가 대비 목표주가 괴리를 확대에 대한 조정이며 투자의견 매수를 유지한다. 3분기 영업실적은 컨센서스를 하회할 전망이다. 다만 비수기 적자는 큰 의미가 없으며 열부분 감익폭 축소가 나타날 것으로 예상된다. 올해 8월 요금 인상을 시작으로 2015년 실적부터 누적된 열요금 인하요인이 해소되는 구간으로 진입했다. 전기는 최근 원전 이용률 하락에 4분기 판매량 증가가 예상되나 세계개편 이후 일반 LNG발전 대비 탄력세율 혜택 축소로 기여는 크지 않을 전망이다. 2019년 실적 기준 PBR 0.36배로 역사상 밴드 최하단이다.

### 3Q19 영업이익 -441억원(적자지속) 컨센서스 하회 전망

3분기 매출액은 전년대비 14.6% 감소한 3,262억원이 예상된다. 열은 수용호수가 늘어나며 판매량이 전년대비 9.3% 증가하는 한편 전기는 기저발전량 증가 영향에 8.5% 감소할 전망이다. 영업이익은 -441억원으로 적자가 예상된다. 유가 약세와 에너지 세계개편으로 연료비 부담은 완화되었지만 계절적 비수기로 적자가 불가피할 전망이다. 전기는 높았던 원전 이용률로 판매량 부진이 예상되지만 4분기는 기저발전 비중이 낮아져 판매량 회복이 가능하다. 다만 유의미한 전력 수요 증가가 없다면 실적개선에 유의미한 변수로 작용하지 않을 전망이다. 한편 열은 점진적인 실적개선이 확실하다.

### 열요금 인하요인 해소로 2020년 하반기 본격 턴어라운드

비록 1개월 연기되었지만 8월 열요금 인상을 기점으로 실적 개선이 시작되었다. 2020년 7월 열요금 산정이 정상적으로 진행된다면 2015년부터 2017년까지 3년에 걸쳐 누적되어온 인하요인은 모두 해소될 수 있다. 물론 2019년 연간 연료비 정산이 잠재적 리스크로 남아있지만 요금 정상화에 미치는 영향은 크지 않을 전망이다. 인하요인이 해소되는 2020년 하반기부터는 본격적인 실적회복과 그에 따른 배당 여부에 관심이 집중될 것으로 판단된다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 70,000원(하향) | CP(10월 15일): 49,150원

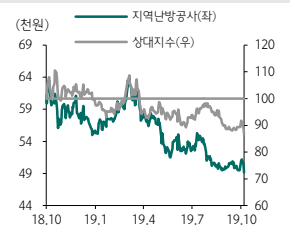
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,068.17	
52주 최고/최저(원)	64,200/49,150	
시가총액(십억원)	569.1	
시가총액비중(%)	0.05	
발행주식수(천주)	11,578.7	
60일 평균 거래량(천주)	5.2	
60일 평균 거래대금(십억원)	0.3	
19년 배당금(예상, 원)	20	
19년 배당수익률(예상, %)	0.04	
외국인지분율(%)	2.00	
주요주주 지분율(%)	0.00	
산업통상자원부 외 3인	75.00	
추가상승률	1M	6M 12M
절대	(1.3)	(13.9) (22.6)
상대	(2.2)	(6.7) (19.7)

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	2,402.6	2,404.3
영업이익(십억원)	63.0	128.1
순이익(십억원)	12.9	63.8
EPS(원)	1,117	5,510
BPS(원)	134,609	138,910

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	1,834.4	2,487.3	2,381.4	2,348.0	2,413.3
영업이익	십억원	119.8	14.5	42.8	103.9	135.3
세전이익	십억원	83.6	(285.1)	0.7	64.9	96.8
순이익	십억원	69.9	(226.5)	0.5	52.1	76.7
EPS	원	6,035	(19,564)	40	4,502	6,628
증감률	%	(44.9)	적전	흑전	11,155.0	47.2
PER	배	12.10	N/A	1,219.71	10.92	7.42
PBR	배	0.46	0.42	0.36	0.35	0.34
EV/EBITDA	배	10.83	13.81	13.25	10.69	9.61
ROE	%	3.85	(13.36)	0.03	3.29	4.69
BPS	원	158,025	134,743	134,673	139,154	143,532
DPS	원	2,820	0	20	2,250	3,310



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

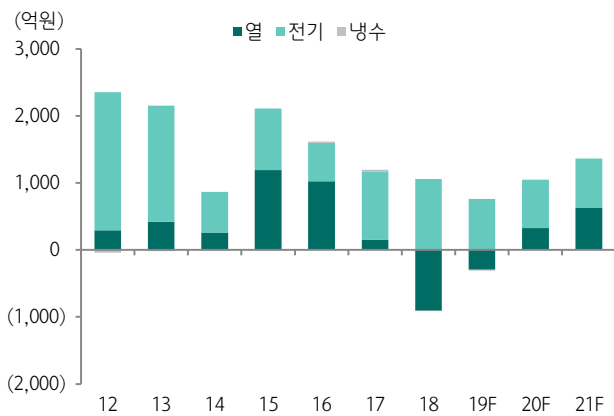
표 1. 지역난방공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2018				2019F				3Q19 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	YoY	QoQ
<b>매출액</b>	<b>9,285</b>	<b>4,116</b>	<b>3,818</b>	<b>7,654</b>	<b>9,573</b>	<b>3,677</b>	<b>3,262</b>	<b>7,301</b>	<b>(14.6)</b>	<b>(11.3)</b>
열	4,708	1,410	821	3,323	4,467	1,557	928	3,522	13.1	(40.4)
전기	4,541	2,650	2,878	4,291	5,067	2,059	2,213	3,739	(23.1)	7.4
냉수	36	56	119	40	39	60	121	41	2.0	100.8
<b>영업이익</b>	<b>1,045</b>	<b>(350)</b>	<b>(433)</b>	<b>(117)</b>	<b>800</b>	<b>(398)</b>	<b>(441)</b>	<b>469</b>	<b>적지</b>	<b>적지</b>
열	351	(342)	(457)	(458)	123	(271)	(311)	163	적지	적지
전기	702	1	(2)	358	687	(116)	(156)	323	적지	적지
냉수	(8)	(9)	27	(17)	(10)	(12)	26	(17)	(2.5)	흑전
<b>세전이익</b>	<b>920</b>	<b>(514)</b>	<b>(516)</b>	<b>(2,740)</b>	<b>662</b>	<b>(512)</b>	<b>(527)</b>	<b>384</b>	<b>적지</b>	<b>적지</b>
<b>순이익</b>	<b>696</b>	<b>(388)</b>	<b>(416)</b>	<b>(2,157)</b>	<b>565</b>	<b>(430)</b>	<b>(421)</b>	<b>292</b>	<b>적지</b>	<b>적지</b>
영업이익률(%)	11.3	(8.5)	(11.3)	(1.5)	8.4	(10.8)	(13.5)	6.4	-	-
세전이익률(%)	9.9	(12.5)	(13.5)	(35.8)	6.9	(13.9)	(16.1)	5.3	-	-
순이익률(%)	7.5	(9.4)	(10.9)	(28.2)	5.9	(11.7)	(12.9)	4.0	-	-
열판매량(천Gcal)	6,680	1,758	1,014	4,552	6,223	1,973	1,108	4,661	9.3	(43.9)
전기판매량(천MWh)	4,095	2,602	2,354	3,619	4,044	2,080	2,155	3,799	(8.5)	3.6

자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 1. 지역난방공사 연간 부문별 영업이익 추이 및 전망



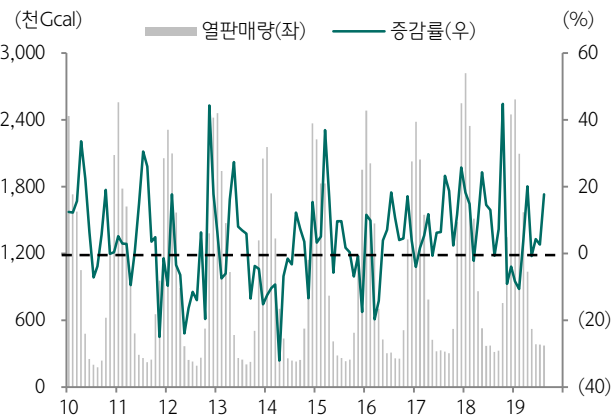
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 2. 지역난방공사 12M Fwd PBR 추이



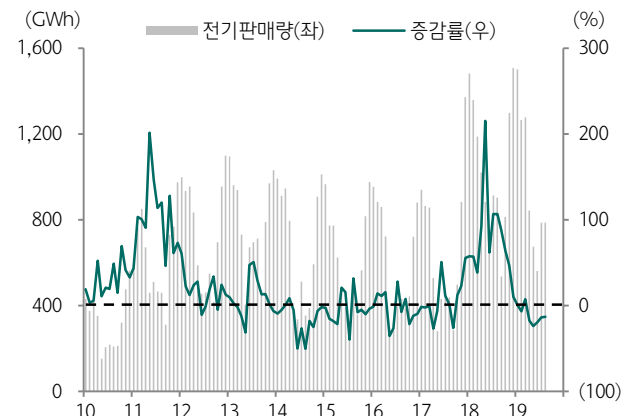
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 3. 월별 열판매량 (7월/8월 YoY +2.7%/+17.7%)



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 4. 월별 전기판매량 (7월/8월 YoY -13.9%/-12.8%)



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>2,381.4</b>	<b>2,348.0</b>	<b>2,413.3</b>
매출원가	1,625.9	2,374.1	2,242.6	2,151.0	2,182.1
매출총이익	208.5	113.2	138.8	197.0	231.2
판매비	88.8	98.7	96.0	93.1	95.9
<b>영업이익</b>	<b>119.8</b>	<b>14.5</b>	<b>42.8</b>	<b>103.9</b>	<b>135.3</b>
금융손익	(41.8)	(53.2)	(48.4)	(47.8)	(49.8)
중속/관계기업손익	0.5	6.5	3.9	6.5	8.6
기타영업외손익	5.0	(252.9)	2.4	2.2	2.7
<b>세전이익</b>	<b>83.6</b>	<b>(285.1)</b>	<b>0.7</b>	<b>64.9</b>	<b>96.8</b>
법인세	13.7	(58.5)	0.2	12.8	20.0
계속사업이익	69.9	(226.5)	0.5	52.1	76.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>69.9</b>	<b>(226.5)</b>	<b>0.5</b>	<b>52.1</b>	<b>76.7</b>
비지배주주지분순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>69.9</b>	<b>(226.5)</b>	<b>0.5</b>	<b>52.1</b>	<b>76.7</b>
지배주주지분포괄이익	68.7	(234.7)	(0.8)	52.1	76.7
NOPAT	100.2	11.5	29.6	83.5	107.3
EBITDA	320.7	242.6	271.7	336.7	372.1
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	6.7	35.6	(4.3)	(1.4)	2.8
NOPAT증가율	(31.8)	(88.5)	157.4	182.1	28.5
EBITDA증가율	(8.1)	(24.4)	12.0	23.9	10.5
영업이익증가율	(25.9)	(87.9)	195.2	142.8	30.2
(지배주주)순이익증가율	(44.8)	적전	흑전	10,320.0	47.2
EPS증가율	(44.9)	적전	흑전	11,155.0	47.2
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	11.4	4.6	5.8	8.4	9.6
EBITDA이익률	17.5	9.8	11.4	14.3	15.4
영업이익률	6.5	0.6	1.8	4.4	5.6
계속사업이익률	3.8	(9.1)	0.0	2.2	3.2

#### 투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	6,035	(19,564)	40	4,502	6,628
BPS	158,025	134,743	134,673	139,154	143,532
CFPS	26,138	21,355	22,551	30,157	33,251
EBITDAPS	27,696	20,951	23,466	29,075	32,136
SPS	158,430	214,819	205,668	202,784	208,427
DPS	2,820	0	20	2,250	3,310
<b>주가지표(배)</b>					
PER	12.1	N/A	1,219.7	10.9	7.4
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
PCFR	2.8	2.7	2.2	1.6	1.5
EV/EBITDA	10.8	13.8	13.2	10.7	9.6
PSR	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	3.8	(13.4)	0.0	3.3	4.7
ROA	1.3	(4.0)	0.0	0.8	1.2
ROIC	2.0	0.2	0.6	1.6	2.0
부채비율	212.7	262.7	296.5	290.6	280.9
순부채비율	143.7	172.4	194.4	188.0	181.0
이자보상배율(배)	2.7	0.3	0.7	1.6	2.1

자료: 하나금융투자

#### 대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>617.9</b>	<b>641.3</b>	<b>837.6</b>	<b>868.1</b>	<b>872.0</b>
금융자산	49.6	52.0	278.1	284.8	285.7
현금성자산	33.5	7.5	9.0	15.7	16.6
매출채권 등	498.1	536.9	512.1	533.8	536.5
재고자산	56.3	33.1	31.6	32.9	33.1
기타유동자산	13.9	19.3	15.8	16.6	16.7
<b>비유동자산</b>	<b>5,103.7</b>	<b>5,016.7</b>	<b>5,345.1</b>	<b>5,425.1</b>	<b>5,458.6</b>
투자자산	51.1	65.8	62.7	65.4	65.7
금융자산	31.2	40.8	38.9	40.6	40.8
유형자산	4,908.3	4,779.9	5,079.6	5,164.0	5,203.6
무형자산	79.9	79.0	72.1	65.0	58.6
기타비유동자산	64.4	92.0	130.7	130.7	130.7
<b>자산총계</b>	<b>5,721.6</b>	<b>5,658.0</b>	<b>6,182.8</b>	<b>6,293.2</b>	<b>6,330.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>977.7</b>	<b>959.1</b>	<b>1,270.3</b>	<b>1,295.4</b>	<b>1,277.9</b>
금융부채	519.9	429.9	744.9	749.9	729.9
매입채무 등	418.6	428.9	409.1	426.5	428.6
기타유동부채	39.2	100.3	116.3	119.0	119.4
<b>비유동부채</b>	<b>2,914.2</b>	<b>3,138.8</b>	<b>3,353.1</b>	<b>3,386.6</b>	<b>3,390.8</b>
금융부채	2,158.9	2,311.6	2,564.1	2,564.1	2,564.1
기타비유동부채	755.3	827.2	789.0	822.5	826.7
<b>부채총계</b>	<b>3,891.9</b>	<b>4,097.8</b>	<b>4,623.4</b>	<b>4,682.0</b>	<b>4,668.7</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,829.7</b>	<b>1,560.2</b>	<b>1,559.3</b>	<b>1,611.2</b>	<b>1,661.9</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)	(3.4)	(3.4)	(3.4)
이익잉여금	1,658.2	1,390.7	1,391.1	1,443.0	1,493.7
<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>1,559.3</b>	<b>1,611.2</b>	<b>1,661.9</b>
순금융부채	2,629.3	2,689.4	3,031.0	3,029.2	3,008.3

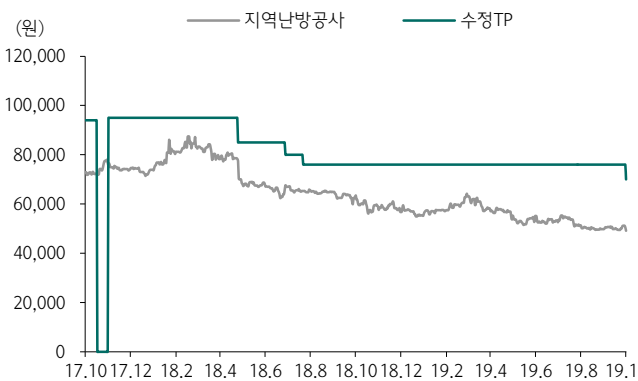
#### 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>445.4</b>	<b>382.4</b>	<b>196.0</b>	<b>314.6</b>	<b>317.3</b>
당기순이익	69.9	(226.5)	0.5	52.1	76.7
조정	138.2	397.7	206.2	232.7	236.9
감가상각비	200.9	228.1	228.9	232.7	236.8
외환거래손익	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.5)	(4.2)	(0.1)	0.0	0.0
기타	(62.1)	173.8	(22.6)	0.0	0.1
영업활동자산부채변동	237.3	211.2	(10.7)	29.8	3.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(651.9)</b>	<b>(435.0)</b>	<b>(736.4)</b>	<b>(312.7)</b>	<b>(270.3)</b>
투자자산감소(증가)	(5.4)	(14.7)	3.0	(2.7)	(0.3)
유형자산감소(증가)	(648.1)	(398.9)	(509.7)	(310.0)	(270.0)
기타	1.6	(21.4)	(22.7)	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>234.6</b>	<b>26.5</b>	<b>541.9</b>	<b>4.8</b>	<b>(46.1)</b>
금융부채증가(감소)	279.4	62.6	567.6	5.0	(20.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.8)	(3.4)	(25.7)	(0.0)	0.0
배당지급	(44.0)	(32.7)	0.0	(0.2)	(26.1)
<b>현금의 증감</b>	<b>28.1</b>	<b>(26.1)</b>	<b>1.6</b>	<b>6.7</b>	<b>0.9</b>
Unlevered CFO	302.6	247.3	261.1	349.2	385.0
Free Cash Flow	(231.6)	(17.5)	(313.8)	4.6	47.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

지역난방공사



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.10.16	BUY	70,000		
18.8.6	BUY	76,000	-24.90%	-13.29%
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	89.8%	10.2%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2019년 10월 14일

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 10월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2019년 10월 16일 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.