



하나금융그룹

2019년 11월 11일 | Equity Research

# 지역난방공사 (071320)

# 2020년 7월이 진짜 분기점

목표주가 70,000원, 투자의견 매수 유지

지역난방공사 목표주가 70,000원, 투자의견 매수 유지한다.  
3분기 영업실적은 적자를 지속하며 컨센서스에 부합했다.  
비수기이기 때문에 적자에 큰 의미는 없으며 오히려 감익폭  
축소를 긍정적으로 평가할 수 있다. 일부문 적자구모 확대는  
회계상 나타나는 부진이며 실제로는 전사 영업실적 개선에  
기여한 것으로 판단된다. 올해 8월 열요금 인상으로 2015년  
실적부터 누적된 열요금 인하요인이 해소되는 구간에 진입  
했다. 전기는 원전 이용률 하락으로 나타났던 판매량 증가가  
4분기에도 이어질 것으로 예상된다. 2020년 실적 기준 PBR  
0.35배로 역사상 밴드 최하단이다.

3Q19 영업이익 -329억원(적자지속)으로 컨센서스 부합

3분기 매출실적은 전년대비 4.9% 감소한 3,631억원을 기록했다. 열은 판매량이 전년대비 9.0% 늘어났으며 판매단가 상승으로 20.7% 개선된 것으로 추정된다. 전기는 SMP 하락 효과와 판매실적 감소로 외형이 12.3% 감소한 것으로 추정된다. 영업이익은 -329억원으로 적자를 지속했다. 열부문 적자폭 확대는 근본적으로는 중익이 나타난 것으로 간주할 수 있다. 열부문과 전기부문은 원가를 공유하기 때문이다. 영업비용은 연료비가 공통적으로 인식되지만 원가의 배분은 10년 가중 평균 매출액 기준으로 이뤄진다. 결국 이번 실적에서 확인되는 전기부문 흑자전환과 열부문 적자폭 확대는 본질적 관점에서 오히려 반대 방향으로 해석할 필요가 있다.

2020년~21년에는 다시 배당주로의 가치 회복 기대

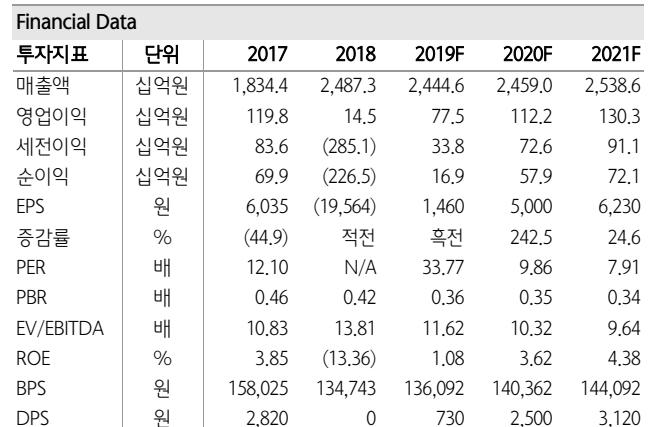
2020년 7월 열요금 정산이 정상적으로 진행된다면 2015년 이후 3년 동안 누적되었던 인하요인은 모두 해소될 수 있다. 물론 2019년 연간 연료비 정산은 잠재적인 리스크다. 다만 요금 정상화에 미치는 영향은 크지 않을 전망이다. 작년처럼 올해도 열부문의 실적부진이 나타났기 때문에 인하보다는 인상요인이 발생할 가능성이 높다고 판단된다. 열부문 실적 개선만으로도 2020년부터 배당이 가능할 전망이며 2021년에는 과거 고배당주의 위상을 되찾을 수 있을 것이다.

## Update

**BUY**

| TP(12M): 70,000원 | CP(11월 8일): 49,300원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,137.23		
52주 최고/최저(원)	64,200/48,850	매출액(십억원)	2,369.0 2,375.0
시가총액(십억원)	570.8	영업이익(십억원)	54.7 121.6
시가총액비중(%)	0.05	순이익(십억원)	(4.0) 64.3
발행주식수(천주)	11,578.7	EPS(원)	(341) 5,553
60일 평균 거래량(천주)	5.2	BPS(원)	135,222 140,516
60일 평균 거래대금(십억원)	0.3		
19년 배당금(예상,원)	730		
19년 배당수익률(예상,%)	1.48		
외국인지분율(%)	1.76		
주요주주 지분율(%)			
산업통상자원부 외 3 인	75.00		
	0.00		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(1.6) (14.3) (16.3)		
상대	(5.8) (13.0) (18.0)		



Analyst 윤재선

02-3771-8011

laeseon.yoo@hanafn.com



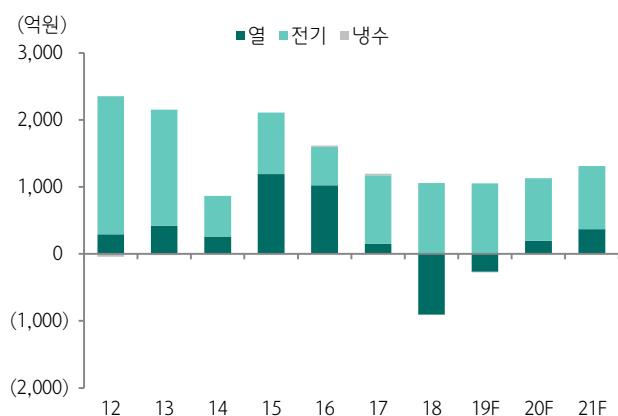
표 1. 지역난방공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2018				2019F				3Q19 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	4QF	YoY	QoQ
매출액	9,285	4,116	3,818	7,654	9,573	3,677	3,631	7,565	(4.9)	(1.3)
열	4,708	1,410	821	3,323	4,467	1,557	991	3,785	20.7	(36.4)
전기	4,541	2,650	2,878	4,291	5,067	2,059	2,523	3,739	(12.3)	22.5
냉수	36	56	119	40	39	60	117	41	(1.7)	93.6
영업이익	1,045	(350)	(433)	(117)	800	(398)	(329)	704	(24.1)	(17.5)
열	351	(342)	(457)	(458)	123	(271)	(519)	398	13.5	91.8
전기	702	1	(2)	358	687	(116)	160	323	(6,766.7)	(238.4)
냉수	(8)	(9)	27	(17)	(10)	(12)	31	(17)	14.8	(361.7)
세전이익	920	(514)	(516)	(2,740)	662	(512)	(430)	619	(16.7)	(15.9)
순이익	696	(388)	(416)	(2,157)	565	(430)	(436)	470	4.6	1.2
영업이익률(%)	11.3	(8.5)	(11.3)	(1.5)	8.4	(10.8)	(9.0)	9.3	-	-
세전이익률(%)	9.9	(12.5)	(13.5)	(35.8)	6.9	(13.9)	(11.8)	8.2	-	-
순이익률(%)	7.5	(9.4)	(10.9)	(28.2)	5.9	(11.7)	(12.0)	6.2	-	-
열판매량(천 Gcal)	6,680	1,758	1,014	4,552	6,223	1,973	1,105	4,715	9.0	(44.0)
전기판매량(천 MWh)	4,095	2,602	2,354	3,619	4,044	2,080	2,227	3,799	(5.4)	7.1

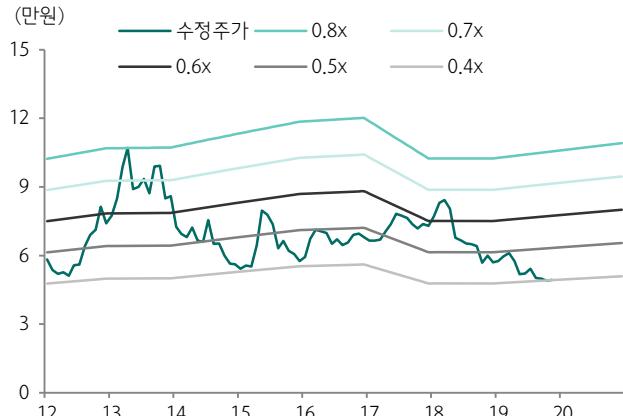
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 1. 지역난방공사 연간 부문별 영업이익 추이 및 전망



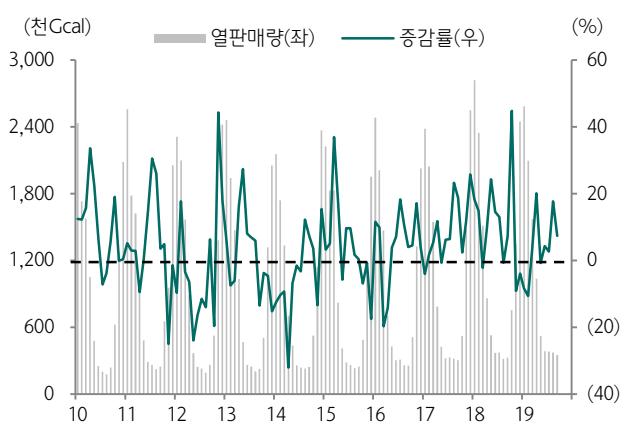
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 2. 지역난방공사 12M Fwd PBR 추이



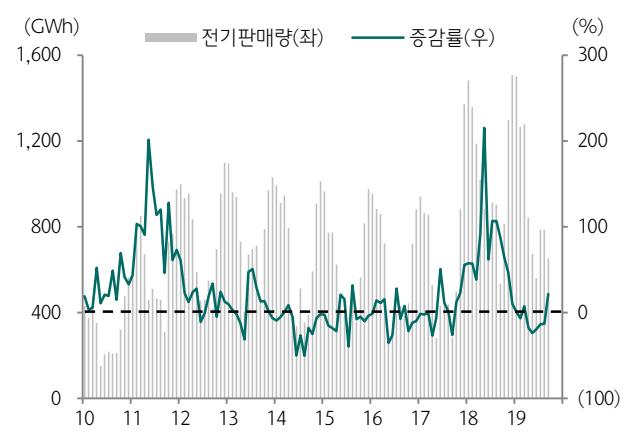
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 3. 월별 열판매량 (3Q19 YoY +8.9%)



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 4. 월별 전기판매량 (3Q19 YoY -5.4%)



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>2,444.6</b>	<b>2,459.0</b>	<b>2,538.6</b>
매출원가	1,625.9	2,374.1	2,265.7	2,246.9	2,305.0
매출총이익	208.5	113.2	178.9	212.1	233.6
판관비	88.8	98.7	101.4	99.9	103.4
<b>영업이익</b>	<b>119.8</b>	<b>14.5</b>	<b>77.5</b>	<b>112.2</b>	<b>130.3</b>
금융순익	(41.8)	(53.2)	(51.2)	(48.7)	(51.0)
종속/관계기업순이익	0.5	6.5	5.3	7.0	9.2
기타영업외순익	5.0	(252.9)	2.3	2.1	2.7
<b>세전이익</b>	<b>83.6</b>	<b>(285.1)</b>	<b>33.8</b>	<b>72.6</b>	<b>91.1</b>
법인세	13.7	(58.5)	16.9	14.7	18.9
계속사업이익	69.9	(226.5)	16.9	57.9	72.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>69.9</b>	<b>(226.5)</b>	<b>16.9</b>	<b>57.9</b>	<b>72.1</b>
비지배주주지분순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>69.9</b>	<b>(226.5)</b>	<b>16.9</b>	<b>57.9</b>	<b>72.1</b>
지배주주지분포괄이익	68.7	(234.7)	15.6	57.9	72.1
NOPAT	100.2	11.5	38.7	89.4	103.2
EBITDA	320.7	242.6	306.4	344.9	367.1
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	6.7	35.6	(1.7)	0.6	3.2
NOPAT증가율	(31.8)	(88.5)	236.5	131.0	15.4
EBITDA증가율	(8.1)	(24.4)	26.3	12.6	6.4
영업이익증가율	(25.9)	(87.9)	434.5	44.8	16.1
(지배주주)순익증가율	(44.8)	적전	흑전	242.6	24.5
EPS증가율	(44.9)	적전	흑전	242.5	24.6
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	11.4	4.6	7.3	8.6	9.2
EBITDA이익률	17.5	9.8	12.5	14.0	14.5
영업이익률	6.5	0.6	3.2	4.6	5.1
계속사업이익률	3.8	(9.1)	0.7	2.4	2.8

## 투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	6,035	(19,564)	1,460	5,000	6,230
BPS	158,025	134,743	136,092	140,362	144,092
CFPS	26,138	21,355	25,361	30,776	32,719
EBITDAPS	27,696	20,951	26,465	29,787	31,703
SPS	158,430	214,819	211,131	212,371	219,250
DPS	2,820	0	730	2,500	3,120
<b>주가지표(배)</b>					
PER	12.1	N/A	33.8	9.9	7.9
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
PCFR	2.8	2.7	1.9	1.6	1.5
EV/EBITDA	10.8	13.8	11.6	10.3	9.6
PSR	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	3.8	(13.4)	1.1	3.6	4.4
ROA	1.3	(4.0)	0.3	0.9	1.1
ROIC	2.0	0.2	0.7	1.7	1.9
부채비율	212.7	262.7	294.1	288.8	281.2
순부채비율	143.7	172.4	189.8	183.9	178.0
이자보상배율(배)	2.7	0.3	1.3	1.8	2.1

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>617.9</b>	<b>641.3</b>	<b>862.4</b>	<b>891.3</b>	<b>899.0</b>
금융자산	49.6	52.0	282.6	285.1	284.5
현금성자산	33.5	7.5	13.5	15.9	15.3
매출채권 등	498.1	536.9	530.6	554.8	562.4
재고자산	56.3	33.1	32.7	34.2	34.6
기타유동자산	13.9	19.3	16.5	17.2	17.5
<b>비유동자산</b>	<b>5,103.7</b>	<b>5,016.7</b>	<b>5,347.4</b>	<b>5,427.7</b>	<b>5,461.8</b>
투자자산	51.1	65.8	65.0	68.0	68.9
금융자산	31.2	40.8	40.3	42.1	42.7
유형자산	4,908.3	4,779.9	5,079.6	5,164.0	5,203.6
무형자산	<b>79.9</b>	<b>79.0</b>	<b>72.1</b>	<b>65.0</b>	<b>58.6</b>
기타비유동자산	<b>64.4</b>	<b>92.0</b>	<b>130.7</b>	<b>130.7</b>	<b>130.7</b>
<b>자산총계</b>	<b>5,721.6</b>	<b>5,658.0</b>	<b>6,209.8</b>	<b>6,319.0</b>	<b>6,360.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>977.7</b>	<b>959.1</b>	<b>1,252.4</b>	<b>1,274.8</b>	<b>1,261.8</b>
금융부채	519.9	429.9	709.9	709.9	689.9
매입채무 등	418.6	428.9	423.9	443.2	449.3
기타유동부채	39.2	100.3	118.6	121.7	122.6
<b>비유동부채</b>	<b>2,914.2</b>	<b>3,138.8</b>	<b>3,381.6</b>	<b>3,419.0</b>	<b>3,430.6</b>
금융부채	<b>2,158.9</b>	<b>2,311.6</b>	<b>2,564.1</b>	<b>2,564.1</b>	<b>2,564.1</b>
기타비유동부채	755.3	827.2	817.5	854.9	866.5
<b>부채총계</b>	<b>3,891.9</b>	<b>4,097.8</b>	<b>4,634.1</b>	<b>4,693.8</b>	<b>4,692.3</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,829.7</b>	<b>1,560.2</b>	<b>1,575.8</b>	<b>1,625.2</b>	<b>1,668.4</b>
자본금	<b>57.9</b>	<b>57.9</b>	<b>57.9</b>	<b>57.9</b>	<b>57.9</b>
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	1,407.6	1,457.0	1,500.2
<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>1,575.8</b>	<b>1,625.2</b>	<b>1,668.4</b>
<b>순금융부채</b>	<b>2,629.3</b>	<b>2,689.4</b>	<b>2,991.4</b>	<b>2,989.0</b>	<b>2,969.6</b>

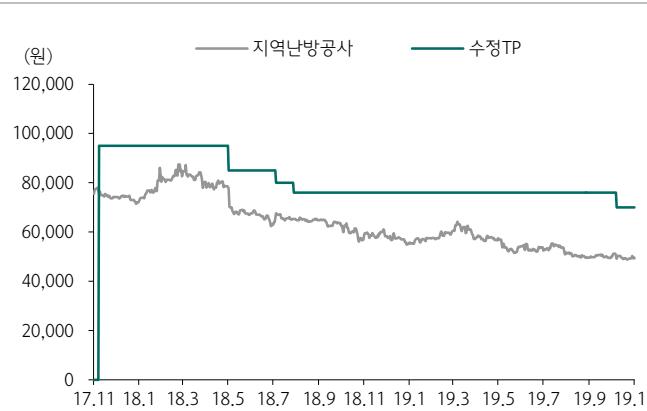
## 현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>445.4</b>	<b>382.4</b>	<b>237.8</b>	<b>323.8</b>	<b>319.3</b>
당기순이익	69.9	(226.5)	16.9	57.9	72.1
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	14.7	33.2	10.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(651.9)</b>	<b>(435.0)</b>	<b>(738.7)</b>	<b>(313.0)</b>	<b>(270.9)</b>
투자자산감소(증가)	(5.4)	(14.7)	0.8	(3.0)	(0.9)
유형자산감소(증가)	(648.1)	(398.9)	(509.7)	(310.0)	(270.0)
기타	1.6	(21.4)	(229.8)	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>234.6</b>	<b>26.5</b>	<b>506.9</b>	<b>(8.5)</b>	<b>(48.9)</b>
금융부채증가(감소)	279.4	62.6	532.6	0.0	(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	(8.5)	(28.9)
<b>현금의 증감</b>	<b>28.1</b>	<b>(26.1)</b>	<b>6.1</b>	<b>2.3</b>	<b>(0.6)</b>
Unlevered CFO	302.6	247.3	293.6	356.3	378.8
Free Cash Flow	(231.6)	(17.5)	(271.9)	13.8	49.3



## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 지역난방공사



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			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				-

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 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	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2019년 11월 8일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 11월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2019년 11월 11일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.