

지역난방공사(071320)

Above
In line
Below

매수(유지)

목표주가: 92,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(11/2)	2,546
주가(11/2)	72,000
시가총액(십억원)	834
발행주식수(백만)	12
52주 최고/최저가(원)	80,700/64,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	825
유동주식비율/외국인지분율(%)	21.5/4.8
주요주주(%)	산업통상자원부 외 3인 75.0

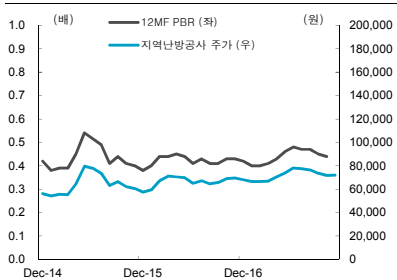
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	6.2	10.7	5.8
PBR(x)	0.4	0.4	0.4
ROE(%)	7.2	4.3	7.6
DY(%)	5.6	3.2	6.0
EV/EBITDA(x)	9.1	10.1	7.4
EPS(원)	10,943	6,721	12,424
BPS(원)	155,889	160,310	168,385

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.2)	2.0	4.0
상대주가(%p)	(8.5)	(12.7)	(24.6)

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

50% 증설을 눈앞에, 적극 매수 시점

What's new : 3분기 영업손실 474억원으로 예상치 소폭 상회

3분기 매출액은 2,267억원으로 전년동기대비 10.8% 증가했으며, 474억원의 영업손실을 기록해 전년동기(481억원 영업손실) 수준을 유지했고, 예상 영업손실 502억원을 소폭 상회했다. 참고로 지역난방공사는 매년 열판매 비수기인 3분기에 영업손실을 내는 특징이 있다. 열 사용자 수가 5.9만세대(4.2%) 늘어 열판매량은 2.9% 증가했고, 전기판매량은 5.5% 감소했음에도 SMP 상승에 따른 판가 13% 상승으로 전기매출이 7.3% 늘어났다.

Positives : 위기의 집단에너지, 정부의 우호적인 지원 기대

에너지 절감, 친환경, 분산전원이라는 장점으로 집단에너지는 신기후체제에 적합하다. 하지만 지역난방공사를 제외한 대부분의 지역난방 사업자들은 경영난을 겪고 있다. 전기판매 부진과 열요금 상/하한(지역난방공사 기준 ±10%)이 주된 이유이다. 다만 지역간 요금 형평성 문제 등 이해관계가 복잡해, 현 상황을 타개하기 쉽지 않다. 이에 정부는 모든 지역난방 사업자에게 우호적인 방향으로 제도를 개선 중이다. 올 초에는 집단에너지 업계에 탄소배출권이 30% 추가 할당됐다(지역난방공사는 올해 약 190억원 비용절감). 또한 곧 집단에너지가 '분산전원'으로 법제화 될 것이며 긍정적인 정책지원 추세는 계속될 것이다.

Negatives : 낮아진 가동률, 점차 회복된다

2012년 72%에 달하던 가동률은 올해 54%까지 낮아질 전망이다. 우리나라 기저발전(원전+석탄발전) 용량이 크게 늘어나 후순위인 천연가스를 원료로 하는 발전기들의 가동률이 낮아졌기 때문이다. 당분간 가동률의 빠른 회복을 기대하기는 어렵지만, 정부가 장기적으로 LNG발전기 가동률을 60%로 높인다고 언급한 바, 점차 영업환경은 개선될 것이다. 게다가 지역난방공사는 전력 수요가 없을 때도 열 생산을 위해서 열병합발전기를 가동한다(열계약 발전). 이러한 이유로 복합화력발전(LNG) 대비 가동률이 높고(2016년 LNG발전 39%, 지역난방공사 58%), 일정 부분의 원가를 보상받기에 비수기에도 충격이 크지 않다.

결론 : 다음달 5년 만에 발전용량 52% 늘어난다

동탄2 열병합발전소(757MW)가 다음달 가동을 시작, 내년 전기매출은 1,2조원으로 올해 대비 55.8% 늘어난다. 내년 낮을 가동률(54.1%)에도 증설효과가 크기 때문이다. 또한 연간 약 610억원(증설분)의 용량요금 수익은 가동률과는 무관하게 인식 가능하다. 5년 만에 대폭 성장을 앞두고 있음에도, 내년 기준 PBR 0.4배의 주가는 저평가라 판단된다. 작년 수준의 배당성향(35%)을 가정해도 현재 주가기준 올해 배당수익률은 3.2%, 내년 6.0%다. '매수' 의견과 목표주가 92,000원을 유지한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	220	227	3.0	220	(12.2)	10.8	1,818	1,750
영업이익	(50)	(47)	(5.5)	(58)	nm	nm	122	101
영업이익률	(22.8)	(20.9)	1.9	(26.4)	-20.3	2.6	6.7	5.8
세전이익	(49)	(51)	4.2	(60)	nm	nm	94	72
순이익	(40)	(38)	(4.5)	(49)	nm	nm	78	57

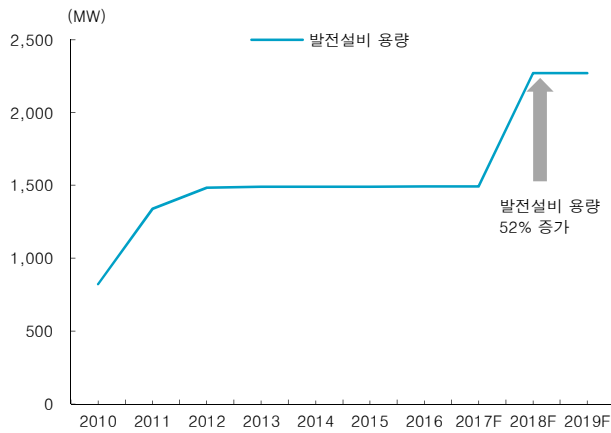
<표 1> 지역난방공사 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F
매출액	769	243	205	503	729	258	227	605	2,002	1,720	1,818	2,302
열	486	120	64	282	430	126	67	353	1,040	952	977	1,043
전기	264	100	113	197	281	110	122	231	922	674	745	1,160
기타	20	22	28	24	18	22	38	20	40	94	97	99
YoY(%)	(11.8)	(22.7)	(8.2)	(15.1)	(5.3)	6.4	10.8	20.2	(15.5)	(14.1)	5.7	26.6
영업이익	177	(8)	(48)	41	119	(2)	(47)	52	210	162	122	212
YoY(%)	10.5	nm	nm	(23.2)	(32.8)	nm	nm	28.7	145.4	(23.0)	(24.4)	73.6
영업이익률(%)	23.0	(3.1)	(23.5)	8.1	16.3	(0.6)	(20.9)	8.7	10.5	9.4	6.7	9.2
세전이익	151	(20)	(38)	46	107	(13)	(51)	46	143	139	94	174
당기순이익	122	(16)	(30)	51	84	(9)	(38)	36	116	127	78	144

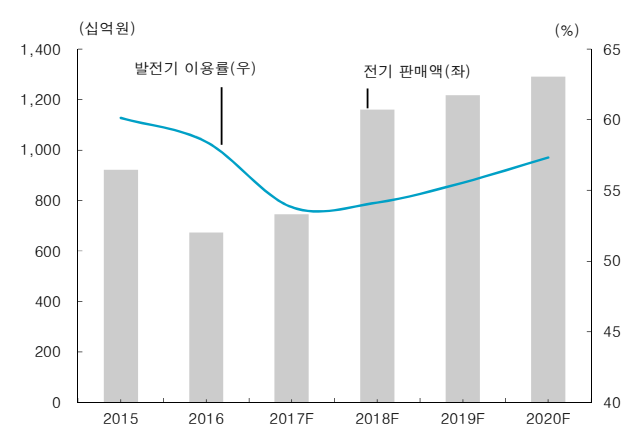
자료: 지역난방공사, 한국투자증권

[그림 1] 2017년 12월 발전설비 용량 52% 증가



자료: 지역난방공사, 한국투자증권

[그림 2] 용량증가로 2018년 전기 매출 큰 폭으로 증가



주: 지역난방공사 발전기 이용률과 전기 매출액 전망
 자료: 지역난방공사, 한국투자증권

기업개요

한국지역난방공사는 열병합발전기, 보일러 등을 이용해 화성, 파주, 판교 등에 열(난방)과 전기를 공급. 매출의 56%가 열 판매에서, 42%가 전기판매에서 발생. 열 판매부문은 총괄원가보상방식에 의해 적정 마진을 보장받고 있으며 연료비연동제를 적용하고 있음. 전기는 한국전력거래소의 입찰에 참여해 판매함

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	469	447	473	598	629
현금성자산	4	5	6	7	8
매출채권및기타채권	412	383	405	513	540
재고자산	41	37	39	50	52
비유동자산	4,375	4,687	4,791	4,969	5,117
투자자산	46	46	48	61	64
유형자산	4,210	4,536	4,632	4,785	4,924
무형자산	33	46	48	44	46
자산총계	4,844	5,134	5,264	5,567	5,747
유동부채	930	756	723	793	855
매입채무및기타채무	287	237	251	317	334
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	579	480	501	542	553
비유동부채	2,193	2,572	2,701	2,819	2,832
사채	1,608	1,918	2,009	1,944	1,912
장기차입금및금융부채	3	2	2	1	1
부채총계	3,122	3,329	3,423	3,611	3,687
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	114	114	114	114	114
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,550	1,634	1,685	1,778	1,882
자본총계	1,722	1,805	1,856	1,950	2,053

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	357	312	215	309	450
당기순이익	116	127	78	144	159
유형자산감가상각비	182	185	206	232	236
무형자산상각비	2	2	3	2	2
자산부채변동	50	78	(81)	(98)	20
기타	7	(80)	9	29	33
투자활동현금흐름	(364)	(477)	(284)	(255)	(373)
유형자산투자	(434)	(522)	(340)	(396)	(376)
유형자산매각	0	6	38	12	1
투자자산순증	(0)	(9)	(11)	(40)	(34)
무형자산순증	(0)	(6)	(5)	2	(5)
기타	70	54	34	167	41
재무활동현금흐름	11	167	85	(75)	(77)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	36	213	112	(24)	(21)
배당금지급	(24)	(42)	(44)	(27)	(50)
기타	(1)	(4)	17	(24)	(6)
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	3	2	16	(20)	0

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

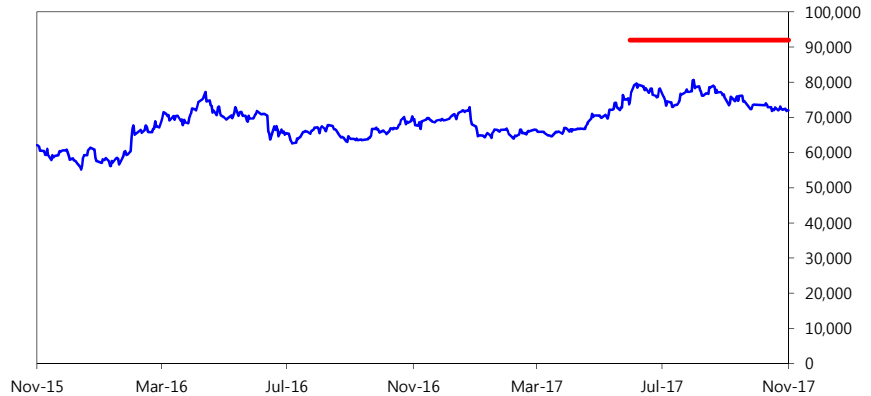
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	2,002	1,720	1,818	2,302	2,421
매출원가	1,714	1,480	1,615	2,003	2,100
매출총이익	288	240	203	299	321
판매관리비	78	78	81	87	89
영업이익	210	162	122	212	232
금융수익	10	5	6	6	7
이자수익	3	2	3	3	3
금융비용	71	58	61	63	62
이자비용	64	54	58	59	59
기타영업외손익	(5)	34	36	45	47
관계기업관련손익	(1)	(4)	(8)	(27)	(31)
세전계속사업이익	143	139	94	174	193
법인세비용	27	13	16	30	34
당기순이익	116	127	78	144	159
기타포괄이익	(3)	(1)	0	0	0
총포괄이익	113	125	78	144	159
EBITDA	394	349	331	446	470

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	10,003	10,943	6,721	12,424	13,752
BPS	148,691	155,889	160,310	168,385	177,337
DPS	3,620	3,800	2,300	4,350	4,800
성장성(% YoY)					
매출증가율	(15.5)	(14.1)	5.7	26.6	5.2
영업이익증가율	145.4	(23.0)	(24.4)	73.6	9.3
순이익증가율	74.7	9.4	(38.6)	84.9	10.7
EPS증가율	63.8	9.4	(38.6)	84.9	10.7
EBITDA증가율	35.3	(11.4)	(5.1)	34.7	5.5
수익성(%)					
영업이익률	10.5	9.4	6.7	9.2	9.6
순이익률	5.8	7.4	4.3	6.2	6.6
EBITDA Margin	19.7	20.3	18.2	19.4	19.4
ROA	2.4	2.5	1.5	2.7	2.8
ROE	6.9	7.2	4.3	7.6	8.0
배당수익률	6.3	5.6	3.2	6.0	6.7
배당성향	36.2	34.7	34.2	35.0	34.9
안정성					
순차입금(십억원)	2,185	2,393	2,504	2,479	2,457
차입금/자본총계비율(%)	127.2	132.9	135.3	127.6	120.1
Valuation(X)					
PER	5.8	6.2	10.7	5.8	5.2
PBR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.2	9.1	10.1	7.4	7.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
지역난방공사(071320)	2015.02.02	중립	-	-	-
	2016.02.02	1년경과	-	-	-
	2017.06.01	매수	92,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 11월 2일 현재 지역난방공사 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.