

2016. 5. 3



▲운송/유틸리티/스몰캡

Analyst 김승철

02. 6098-6666

seungchul.kim@meritz.co.kr

Hold

목표주가(12개월) 70,000원

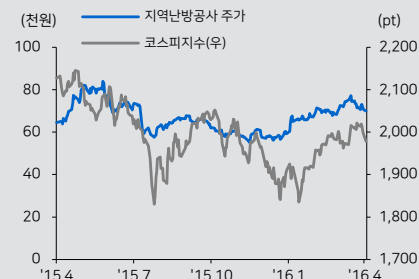
현재주가(5/2) 70,000원

상승여력 0.0%

KOSPI	1,978.15pt
시가총액(5.2)	8,105억원
발행주식수	1,158만주
유동주식비율	25.0%
외국인비중	7.05%
52주 최고/최저가	84,000원 / 55,200원
평균거래대금	13.9억원
주요주주(%)	
지식경제부 및 특수관계인	75.0

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.58	12.72	7.69
상대주가	0.99	1.16	1.05

주가그래프



지역난방공사 071320

열판매 선방, 전기부문 약세

- ✓ 투자의견 Hold, 목표주가 70,000원 유지
- ✓ 1Q16 영업이익 1,766억원(+10.5% YoY) 기록, 시장예상치 소폭 상회
- ✓ 열판매부문 판매량 증가와 연료비 하락으로 초과 이익 발생
- ✓ 전기판매부문은 판매량 증가에도 불구하고, 전력구입단가 하락으로 영업이익 감소
- ✓ 열판매 부문 초과이익은 향후 요금 조정으로 정산될 수 있음
- ✓ 전력구입단가는 하락 국면, 전기판매부문 실적 약세 지속될 전망

1Q16 영업이익 1,766억원(+10.5% YoY) 기록

1Q16 매출액은 7,693억원(-11.8% YoY), 영업이익은 1,766억원(+10.5% YoY)을 기록하며 시장 예상치를 소폭 상회하였다. 열판매 부문 매출액은 4,893억원(-2.1% YoY)을 기록하였다. 열요금이 1월과 3월에 각각 7.3%, 7.7% 인하되었으나 판매량이 전년동기대비 7.1% 늘어나 매출액 감소 폭이 미미했다. 열판매 영업이익은 1,244억원(+34.7% YoY)을 기록했다. 연료비가 하락하는 구간에서 초과이익이 발생한 것으로 파악된다.

전기판매 매출액은 2,758억원(-25.1% YoY)이다. 판매량은 전년동기대비 5.5% 늘었으나 SMP(전력구매단가)가 88.1원/Kwh로 30.0% 하락한 것이 매출액 감소의 요인이다. 매출액 감소로 영업이익은 527억원(-42.9% YoY)으로 크게 줄었다.

열판매부문에서 일시적 초과 이익

열판매부문은 연료비연동제를 적용 받는다. 환율과 유가 변동이 원칙적으로 이익에 영향을 끼치지 않는다. 다만 유가가 지속적으로 하락하는 구간에서는 요금 조정이 실시간으로 반영되지 않아 초과이익이 발생하게 된다. 추운 날씨로 특히나 판매량이 늘어 1분기 초과이익 발생 규모가 컸다. 낮아진 유가를 반영하여 5월에는 열요금이 4.58%가 인하되었다. 초과 발생한 이익은 하반기 중 정산될 수 있다. 작년에는 그간 보전받지 못한 투자보수액 달성을 위해 초과이익이 정산되지 않았지만 홀수 달 마다 요금이 조정되고 있어 올해에도 초과이익이 유지될 가능성은 낮아 보인다. 기저발전비중 확대로 SMP의 약세가 지속될 것이다. 전기판매 부문의 실적 개선을 전망하지 않는 이유다. '18년 동탄2지구 신규 열공급 개시 전까지는 뚜렷한 성장동력을 찾기 어려워 투자의견 Hold를 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	2,369.1	85.6	66.3	5,726	-42.3	138,512	9.8	0.4	9.6	4.1	190.3
2015	2,001.9	209.9	115.8	10,003	74.7	145,852	5.8	0.4	7.2	6.9	181.3
2016E	1,890.0	159.0	78.6	6,788	-32.1	150,381	10.3	0.5	9.1	4.5	205.8
2017E	2,163.2	151.7	70.3	6,068	-10.6	154,438	11.5	0.5	9.5	3.9	211.0
2018E	2,383.2	167.7	84.7	7,314	20.5	159,277	9.6	0.4	9.2	4.6	204.1

표1 지역난방공사 1Q16 Earnings Summary

(십억원)	1Q16P	1Q15	YoY(%)	4Q15	QoQ(%)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	769.4	872.3	-11.8	592.8	29.8	659.2	16.7	735.4	4.6
영업이익	176.6	159.8	10.5	94.1	87.7	159.6	10.7	163.6	8.0
지배주주순이익	122.0	115.1	6.0	64.2	89.9	139.9	-12.8	123.1	-0.9

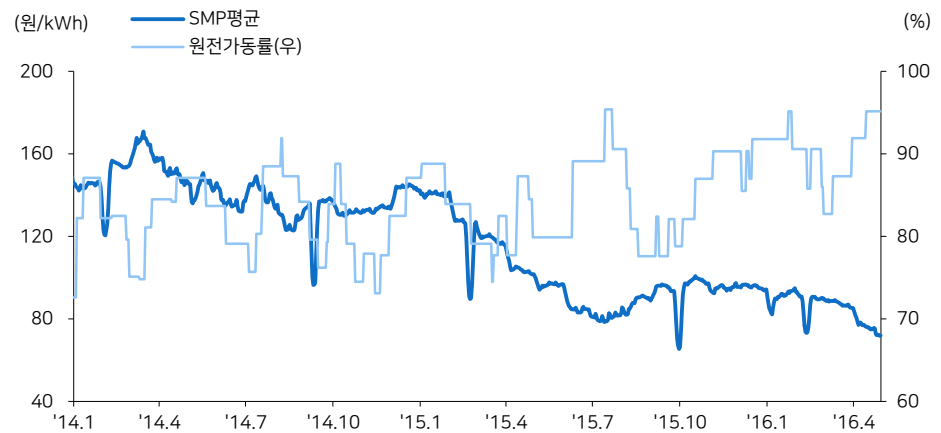
자료: 지역난방공사, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2016E	2017 E	2016 E	2017 E	2016 E	2017 E
매출액	1,779.8	2,560.5	1,890.0	2,163.2	6.2	-15.5
영업이익	150.7	153.1	159.0	151.7	5.5	-0.9
지배주주순이익	71.9	71.3	78.6	70.3	9.3	-1.5

자료: 지역난방공사, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

그림1 SMP 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

지역난방공사 (071320)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,369.1	2,001.9	1,890.0	2,163.2	2,383.2
매출액증가율 (%)	-17.7	-15.5	-5.6	14.5	10.2
매출원가	2,208.7	1,713.9	1,648.9	1,925.5	2,125.1
매출총이익	160.4	288.0	241.1	237.8	258.1
판매비와관리비	74.9	78.1	82.0	86.1	90.4
영업이익	85.6	209.9	159.0	151.7	167.7
영업이익률 (%)	3.6	10.5	8.4	7.0	7.0
금융수익	-66.4	-60.7	-59.7	-62.5	-60.6
종속/관계기업관련손익	-2.9	-0.7	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.8	-5.4	-2.2	-2.3	-2.4
세전계속사업이익	12.4	143.1	97.1	86.8	104.7
법인세비용	6.6	27.3	18.5	16.6	20.0
당기순이익	66.3	115.8	78.6	70.3	84.7
지배주주지분 순이익	66.3	115.8	78.6	70.3	84.7

Statement of Cash low

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	317.9	357.0	393.8	339.3	347.1
당기순이익(손실)	66.3	115.8	78.6	70.3	84.7
유형자산감가상각비	202.6	181.9	189.5	177.2	165.7
무형자산상각비	3.0	2.1	2.3	2.1	2.0
운전자본의 증감	25.8	-67.0	123.4	89.7	94.8
투자활동 현금흐름	-237.2	-364.1	-485.6	-280.3	-251.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-252.1	-433.7	-488.2	-273.8	-246.4
투자자산의 감소(증가)	3.9	0.1	2.6	-6.3	-5.1
재무활동 현금흐름	-115.7	10.5	358.8	1.6	-195.4
차입금증감	-391.2	35.7	400.7	30.0	-170.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-35.1	3.4	267.1	60.6	-99.9
기초현금	35.5	0.4	3.8	270.9	331.5
기말현금	0.4	3.8	270.9	331.5	231.6

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	630.3	469.1	750.4	880.4	836.3
현금및현금성자산	0.4	3.8	270.9	331.5	231.6
매출채권	476.4	399.9	413.6	473.4	521.6
재고자산	50.2	41.4	43.3	49.5	54.6
비유동자산	4,111.3	4,374.7	4,668.5	4,769.3	4,853.1
유형자산	3,952.8	4,209.5	4,508.2	4,604.8	4,685.5
무형자산	29.3	32.9	30.6	28.4	26.4
투자자산	46.4	46.3	43.7	50.0	55.1
자산총계	4,741.6	4,843.8	5,418.9	5,649.6	5,689.4
유동부채	752.0	929.6	902.6	810.9	757.7
매입채무	378.1	225.7	285.1	326.3	359.4
단기차입금	30.9	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	261.4	579.3	500.0	350.0	250.0
비유동부채	2,356.4	2,192.6	2,744.5	3,022.2	3,061.0
사채	1,679.1	1,608.3	1,588.3	1,418.3	1,098.3
장기차입금	173.3	0.6	500.6	850.6	1,100.6
부채총계	3,108.4	3,122.2	3,647.1	3,833.0	3,818.7
자본금	57.9	57.9	57.9	57.9	57.9
자본잉여금	113.7	113.7	113.7	113.7	113.7
기타포괄이익누계액	-0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	1,462.4	1,550.0	1,600.2	1,645.0	1,699.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,633.1	1,721.7	1,771.8	1,816.6	1,870.7

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	204,609	172,898	163,228	186,826	205,827
EPS(지배주주)	5,726	10,003	6,788	6,068	7,314
CFPS	24,844	33,062	30,768	29,064	29,453
EBITDAPS	25,140	34,014	30,303	28,588	28,965
BPS	138,512	145,852	150,381	154,438	159,277
DPS	2,110	3,620	2,456	2,196	2,647
배당수익률(%)	3.8	6.3	3.3	2.9	3.6
Valuation(Multiple)					
PER	9.8	5.8	10.3	11.5	9.6
PCR	2.3	1.7	2.3	2.4	2.4
PSR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
PBR	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
EBITDA	291.1	393.8	350.9	331.0	335.4
EV/EBITDA	9.6	7.2	9.1	9.5	9.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.1	6.9	4.5	3.9	4.6
EBITDA이익률	12.3	19.7	18.6	15.3	14.1
부채비율	190.3	181.3	205.8	211.0	204.1
금융비용부담률	3.0	3.2	3.7	3.5	3.1
이자보상배율(x)	1.2	3.3	2.3	2.0	2.3
매출채권회전율(x)	5.0	4.6	4.6	4.9	4.8
재고자산회전율(x)	46.5	43.7	44.6	46.6	45.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2016년 5월 3일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2016년 5월 3일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2016년 5월 3일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다.본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 김승철)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항

기업	향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 증가대비 4등급	Strong Buy 추천기준일 증가대비 +50%이상 Buy 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만 Hold 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만 Reduce 추천기준일 증가대비 +5%미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	79.6%
중립	18.4%
매도	2.0%

2016년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

지역난방공사(071320) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자 의견	목표주가(원)	담당자	주가 및 목표주가 변동추이
2014.03.24	기업브리프	Buy	85,000	김승철	
2014.07.28	산업브리프	Buy	85,000	김승철	
2014.11.10	기업브리프	Hold	60,000	김승철	
2015.01.21	산업브리프	Hold	60,000	김승철	
2015.02.09	기업브리프	Hold	60,000	김승철	
2015.05.08	기업브리프	Hold	60,000	김승철	
2015.08.10	기업브리프	Hold	60,000	김승철	
2015.11.05	기업브리프	Hold	60,000	김승철	
2016.02.03	기업브리프	Hold	60,000	김승철	
2016.04.12	산업브리프	Hold	70,000	김승철	
2016.05.03	기업브리프	Hold	70,000	김승철	