



BUY

목표주가(12M) 40,000원(하향)  
현재주가(11.09) 23,350원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,427.08
52주 최고/최저(원)	32,100/23,150
시가총액(십억원)	270.4
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	11,578.7
60일 평균 거래량(천주)	3.2
60일 평균 거래대금(십억원)	0.1
외국인지분율(%)	0.31
주요주주 지분율(%)	
산업통상자원부 외 3인	75.00

#### Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	4,287.5	4,224.1
영업이익(십억원)	(153.5)	94.4
순이익(십억원)	(172.1)	22.2
EPS(원)	(14,859)	1,917
BPS(원)	130,079	133,620

#### Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,536.8	4,173.0	4,191.0	4,207.2
영업이익	39.7	(403.9)	(182.7)	109.6
세전이익	29.1	(257.9)	(259.6)	40.1
순이익	21.5	(183.9)	(200.1)	30.5
EPS	1,853	(15,880)	(17,280)	2,633
증감율	(23.21)	적전	적지	흑전
PER	20.91	(1.79)	(1.36)	8.93
PBR	0.25	0.20	0.19	0.18
EV/EBITDA	11.23	(32.71)	36.27	10.79
ROE	1.18	(10.55)	(12.82)	2.07
BPS	157,459	143,557	126,022	128,655
DPS	797	0	0	1,050



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com  
RA 채운샘 unsam1@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2023년 11월 10일 | 기업분석\_Earnings Review

## 지역난방공사 (071320)

### 열요금 인상 효과 반영 중

#### 목표주가 40,000원으로 하향, 투자 의견 매수 유지

지역난방공사 목표주가 40,000원으로 기존 대비 20% 하향하며 투자 의견 매수를 유지한다. 2024년 예상 BPS에 목표 PBR 0.3배를 적용했다. 3분기 실적은 시장 컨센서스를 하회했다. 비수기에 실적 부진이 불가피한 점을 감안하면 유의미한 수준은 아니며 2분기 대비 적자폭 축소는 긍정적으로 볼 수 있다. 하반기부터 열요금 인상 효과가 점진적으로 반영되는 모습이며 향후 잔여 인상요인이 반영되는 만큼 개선 속도는 빨라질 수 있다. 2023년 기준 PBR 0.2배다.

#### 3Q23 영업이익 -444억원(적자지속)으로 컨센서스 하회

3분기 매출액은 6,073억원을 기록하며 전년대비 14.6% 감소했다. 판매실적은 열이 0.9% 증가한 가운데 전기는 1.0% 감소했다. 열 매출은 요금 상승과 판매량 증가로 개선된 반면 전기 매출은 판매량 감소와 SMP 약세로 다소 부진했다. SMP는 11월 들어 약세를 보이고 있어 전기 부문 매출 감소는 4분기까지도 이어질 것으로 전망된다. 영업이익은 -444억원을 기록하면서 전년대비 적자폭을 축소했다. 계절적으로 2분기와 3분기는 비수기이기 때문에 영업적자가 불가피하다. 다만 적자폭이 점진적으로 축소되는 구간으로 진입한 것으로 판단된다. 2023년 들어 두 차례 인상된 열 요금 영향에 더해 부담이 작아진 원자재 가격을 감안하면 향후에도 실적은 우상향 흐름을 이어갈 전망이다. 4분기 성수기에 열 부문 적자폭이 어느 정도 축소될 수 있을 것인지 확인할 필요가 있다.

#### 유가 약세 긍정적. 도시가스 요금 동결 기조는 아쉬운 지점

과거 열요금 초과이익 정산 기간에 나타났던 점진적인 실적 악화와는 정확히 반대 방향으로 완만한 개선 흐름이 기대된다. 온실가스배출권 규제 등 일부 외부 비용 변수의 변화가 존재하나 전사 실적에 미치는 영향은 크지 않을 전망이다. 한편 산업용 전기요금 인상 기조와 달리 도시가스 민수용 요금은 동결 기조가 지속되고 있기 때문에 실적 개선 속도가 추가적으로 상향될 가능성은 다소 낮아진 모습이다. 다행인 점은 국제유가 변동성이 하향 안정화 기조로 전환되고 있다는 부분이며 향후 원가 부담이 낮아질 경우 보다 빠른 턴어라운드를 기대해볼 수 있을 전망이다.

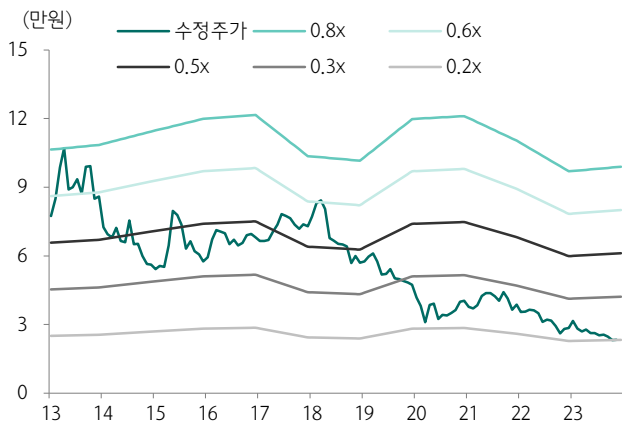
도표 1. 지역난방공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2022				2023F				3Q23 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	4QF	YoY	QoQ
<b>매출액</b>	<b>13,815</b>	<b>5,448</b>	<b>7,108</b>	<b>15,359</b>	<b>16,595</b>	<b>6,484</b>	<b>6,073</b>	<b>12,758</b>	<b>(14.6)</b>	<b>(6.3)</b>
열	5,174	1,537	1,059	4,905	6,190	1,911	1,242	5,582	17.3	(35.0)
전기	8,503	3,710	5,780	10,249	10,247	4,331	4,553	6,991	(21.2)	5.1
냉수	35	59	132	41	36	60	135	40	2.3	125.0
기타	103	142	137	164	122	182	143	145	4.6	(21.2)
<b>영업이익</b>	<b>(1,096)</b>	<b>(1,108)</b>	<b>(574)</b>	<b>(1,260)</b>	<b>(877)</b>	<b>(465)</b>	<b>(444)</b>	<b>(41)</b>	<b>적지</b>	<b>적지</b>
열	(1,271)	(782)	(669)	(1,185)	(964)	(439)	(477)	(109)	적지	적지
전기	182	(314)	68	(51)	101	(5)	30	94	(56.1)	흑전
냉수	(7)	(12)	26	(25)	(14)	(21)	3	(27)	(87.5)	흑전
<b>세전이익</b>	<b>(1,218)</b>	<b>(1,235)</b>	<b>(702)</b>	<b>575</b>	<b>(1,070)</b>	<b>(677)</b>	<b>(595)</b>	<b>(255)</b>	<b>적지</b>	<b>적지</b>
<b>순이익</b>	<b>(1,191)</b>	<b>(1,065)</b>	<b>(72)</b>	<b>489</b>	<b>(823)</b>	<b>(522)</b>	<b>(463)</b>	<b>(194)</b>	<b>적지</b>	<b>적지</b>
영업이익률(%)	(7.9)	(20.3)	(8.1)	(8.2)	(5.3)	(7.2)	(7.3)	(0.3)	-	-
세전이익률(%)	(8.8)	(22.7)	(9.9)	3.7	(6.4)	(10.4)	(9.8)	(2.0)	-	-
순이익률(%)	(8.6)	(19.5)	(1.0)	3.2	(5.0)	(8.0)	(7.6)	(1.5)	-	-
열판매량(천Gcal)	7,328	1,965	1,393	5,024	6,412	1,909	1,405	4,971	0.9	(26.4)
전기판매량(천MWh)	4,434	2,191	2,393	3,773	4,073	2,382	2,370	3,677	(1.0)	(0.5)

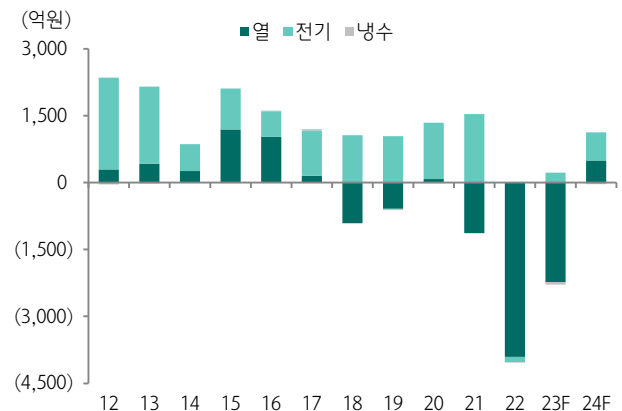
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 2. 지역난방공사 12M Fwd PBR 추이



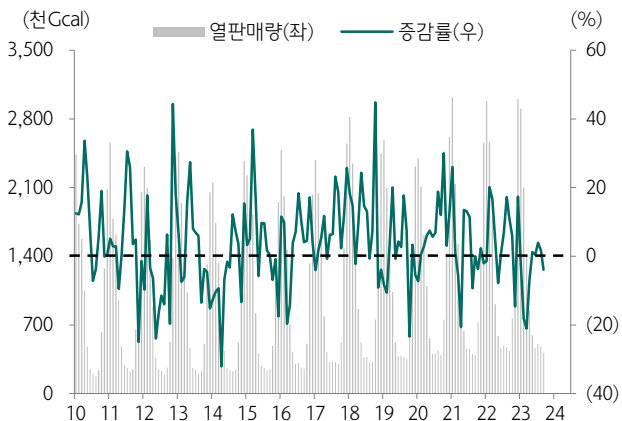
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 3. 지역난방공사 연간 부문별 영업이익 추이 및 전망



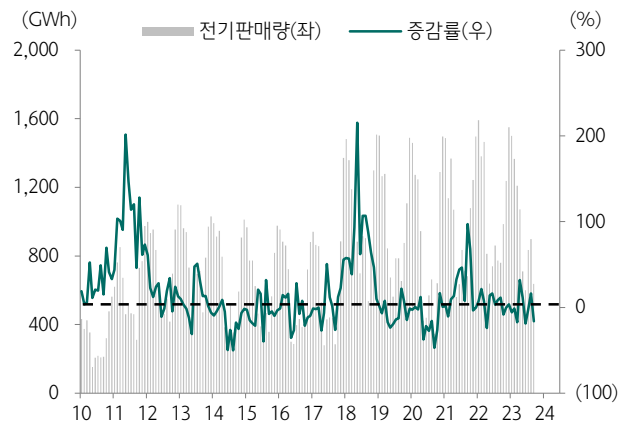
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 4. 월별 열판매량 (3Q23 YoY +0.9%)



자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 5. 월별 전기판매량 (3Q23 YoY -1.0%)



자료: 지역난방공사, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,536.8	4,173.0	4,191.0	4,207.2	4,358.3
매출원가	2,385.5	4,464.3	4,276.0	3,998.5	4,120.4
매출총이익	151.3	(291.3)	(85.0)	208.7	237.9
판매비	111.6	112.7	97.7	99.1	102.3
영업이익	39.7	(403.9)	(182.7)	109.6	135.7
금융손익	(49.0)	(59.4)	(79.4)	(72.6)	(72.5)
종속/관계기업손익	0.7	0.3	(1.3)	(0.1)	(0.4)
기타영업외손익	37.7	205.2	3.8	3.2	3.7
세전이익	29.1	(257.9)	(259.6)	40.1	66.6
법인세	7.7	(73.9)	(59.5)	9.6	16.0
계속사업이익	21.5	(184.0)	(200.1)	30.5	50.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	21.5	(184.0)	(200.1)	30.5	50.6
비지배주주지분 손이익	0.0	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0
지배주주순이익	21.5	(183.9)	(200.1)	30.5	50.6
지배주주지분포괄이익	35.9	(146.3)	(200.4)	30.5	50.6
NOPAT	29.2	(288.2)	(140.9)	83.3	103.1
EBITDA	305.1	(118.0)	125.2	421.9	451.6
성장성(%)					
매출액증가율	20.86	64.50	0.43	0.39	3.59
NOPAT증가율	(82.67)	적전	적지	흑전	23.77
EBITDA증가율	(20.67)	적전	흑전	236.98	7.04
영업이익증가율	(70.13)	적전	적지	흑전	23.81
(지배주주)순이익증가율	(22.94)	적전	적지	흑전	65.90
EPS증가율	(23.21)	적전	적지	흑전	65.89
수익성(%)					
매출총이익률	5.96	(6.98)	(2.03)	4.96	5.46
EBITDA이익률	12.03	(2.83)	2.99	10.03	10.36
영업이익률	1.56	(9.68)	(4.36)	2.61	3.11
계속사업이익률	0.85	(4.41)	(4.77)	0.72	1.16

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,853	(15,880)	(17,280)	2,633	4,368
BPS	157,459	143,557	126,022	128,655	131,973
CFPS	28,177	(7,345)	10,876	37,270	39,945
EBITDAPS	26,349	(10,193)	10,810	36,434	39,004
SPS	219,091	360,404	361,960	363,353	376,408
DPS	797	0	0	1,050	1,750
추가지표(배)					
PER	20.91	(1.79)	(1.36)	8.93	5.38
PBR	0.25	0.20	0.19	0.18	0.18
PCFR	1.38	(3.88)	2.16	0.63	0.59
EV/EBITDA	11.23	(32.71)	36.27	10.79	10.12
PSR	0.18	0.08	0.06	0.06	0.06
재무비율(%)					
ROE	1.18	(10.55)	(12.82)	2.07	3.35
ROA	0.34	(2.63)	(2.65)	0.40	0.64
ROIC	0.53	(4.87)	(2.22)	1.27	1.55
부채비율	257.47	348.60	421.42	420.00	416.34
순부채비율	163.28	211.47	291.16	286.06	280.20
이자보상배율(배)	0.76	(6.31)	(2.06)	1.15	1.41

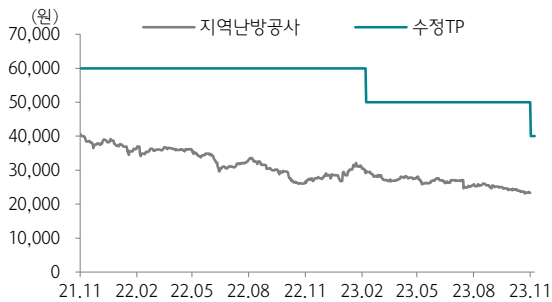
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	711.5	1,119.4	936.7	982.0	1,039.0
금융자산	29.1	55.0	52.8	50.7	80.8
현금성자산	16.6	39.0	39.6	36.8	66.4
매출채권	545.0	849.8	705.9	743.7	765.2
재고자산	39.1	60.0	49.9	52.5	54.0
기타유동자산	98.3	154.6	128.1	135.1	139.0
비유동자산	5,805.8	6,358.8	6,696.4	6,788.9	6,875.7
투자자산	82.2	107.5	89.3	94.1	96.8
금융자산	69.2	91.7	76.2	80.3	82.6
유형자산	5,348.1	5,799.5	6,114.0	6,210.5	6,302.2
무형자산	80.1	76.9	69.8	61.0	53.3
기타비유동자산	295.4	374.9	423.3	423.3	423.4
자산총계	6,517.4	7,478.1	7,633.1	7,770.9	7,914.7
유동부채	1,514.7	1,996.0	2,462.4	2,523.7	2,602.9
금융부채	810.3	798.4	1,466.8	1,477.2	1,527.4
매입채무	507.4	1,003.4	833.5	878.1	903.5
기타유동부채	197.0	194.2	162.1	168.4	172.0
비유동부채	3,179.5	3,815.2	3,706.8	3,752.8	3,778.9
금융부채	2,195.7	2,781.8	2,848.4	2,848.4	2,848.4
기타비유동부채	983.8	1,033.4	858.4	904.4	930.5
부채총계	4,694.2	5,811.1	6,169.2	6,276.5	6,381.9
지배주주지분	1,823.2	1,662.2	1,459.1	1,489.6	1,528.0
자본금	57.9	57.9	57.9	57.9	57.9
자본잉여금	113.7	113.7	113.7	113.7	113.7
자본조정	249.8	249.8	249.8	249.8	249.8
기타포괄이익누계액	3.8	11.2	10.9	10.9	10.9
이익잉여금	1,397.9	1,229.6	1,026.9	1,057.4	1,095.8
비지배주주지분	0.0	4.8	4.8	4.8	4.8
자본총계	1,823.2	1,667.0	1,463.9	1,494.4	1,532.8
순금융부채	2,976.9	3,525.2	4,262.4	4,274.9	4,295.0

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	417.6	14.6	(336.7)	385.5	390.8
당기순이익	21.5	(184.0)	(200.1)	30.5	50.6
조정	238.1	31.6	265.1	312.3	315.9
감가상각비	265.4	285.9	307.9	312.3	316.0
외환거래손익	(0.0)	(0.3)	(0.0)	0.0	0.0
지분법손익	(0.7)	(0.3)	0.2	0.0	0.0
기타	(26.6)	(253.7)	(43.0)	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채변동	158.0	167.0	(401.7)	42.7	24.3
투자활동 현금흐름	(541.5)	(541.0)	(553.1)	(405.5)	(403.1)
투자자산감소(증가)	(16.5)	(25.3)	19.2	(4.8)	(2.7)
자본증가(감소)	(513.2)	(518.4)	(571.8)	(400.0)	(400.0)
기타	(11.8)	2.7	(0.5)	(0.7)	(0.4)
재무활동 현금흐름	110.9	548.8	726.9	10.4	38.1
금융부채증가(감소)	142.3	574.2	735.0	10.4	50.2
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(13.3)	(9.2)	(8.1)	0.0	0.1
배당지급	(18.1)	(16.2)	0.0	0.0	(12.2)
현금의 증감	(13.0)	22.5	0.5	(2.8)	29.7
Unlevered CFO	326.3	(85.1)	125.9	431.5	462.5
Free Cash Flow	(98.1)	(506.5)	(908.8)	(14.5)	(9.2)

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## 지역난방공사



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.11.10	BUY	40,000		
23.2.16	BUY	50,000	-47.46%	-40.90%
21.11.12	1년 경과		-	-
20.11.12	BUY	60,000	-31.50%	-21.00%

## 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 2023년 11월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2023년 11월 10일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 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 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

## 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 연주가 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%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.62%	4.93%	0.45%	100%

\* 기준일: 2023년 11월 07일