



BUY

목표주가(12M) 60,000원
현재주가(11.11) 48,600원

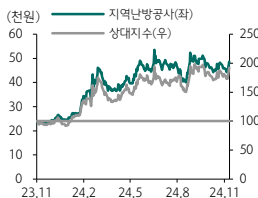
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,531.66
52주 최고/최저(원)	53,500/23,150
시가총액(십억원)	562.7
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	11,578.7
60일 평균 거래량(천주)	14.5
60일 평균 거래대금(십억원)	0.7
외국인지분율(%)	3.17
주요주주 지분율(%)	
산업통상자원부 외 3인	75.00

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	3,558.1	3,366.1
영업이익(십억원)	381.4	418.4
순이익(십억원)	235.4	247.5
EPS(원)	20,330	21,375
BPS(원)	199,452	219,566

Stock Price



Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,173.0	3,953.7	3,726.6	3,995.5
영업이익	(403.9)	314.7	354.4	305.8
세전이익	(257.9)	232.4	303.7	235.1
순이익	(183.9)	199.4	238.6	181.0
EPS	(15,880)	17,222	20,610	15,634
증감율	적전	흑전	19.67	(24.14)
PER	(1.79)	1.42	2.36	3.11
PBR	0.20	0.14	0.24	0.23
EV/EBITDA	(32.71)	6.96	6.79	7.26
ROE	(10.55)	10.63	10.83	7.62
BPS	143,557	180,371	200,357	209,811
DPS	0	0	6,180	6,250



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

하나증권 리서치센터

2024년 11월 12일 | 기업분석_Earnings Review

지역난방공사 (071320)

미수금 감안해도 나아지는 모습

목표주가 60,000원, 투자 의견 매수 유지

지역난방공사 목표주가 60,000원, 투자 의견 매수를 유지한다. 3분기 실적은 시장 기대치를 상회했다. 2012년 이후 12년만에 기록한 3분기 흑자다. 지난 분기와 마찬가지로 미수금이 발생했고 해당 영향을 제외하면 적자다. 하지만 여름이 가장 비수기인 점을 감안하면 전년 대비 여전히 나아지는 흐름이 지속되는 것으로 간주된다. 열요금 인상 효과가 본격적으로 반영될 4분기부터는 미수금의 방향성이 바뀔 가능성이 존재한다. 2024년 기준 PBR 0.2배다.

3Q24 영업이익 289억원(흑자전환)으로 컨센서스 상회

3분기 매출액은 5,851억원을 기록하면서 전년 대비 3.7% 감소했다. 판매실적은 열이 4.6% 증가, 전기는 1.6% 감소했다. 판매단가는 열이 3.8% 상승, 전기는 6.8% 하락했다. 전기는 SMP 하락의 영향으로 하락한 반면 열은 7월에 단행된 열요금 인상 효과로 상승했다. 영업이익은 289억원을 기록하면서 전년 대비 흑자로 전환되었다. 감가상각비 제외 미수금 발생분 684억원을 감안하면 여전히 요금은 원가 이하 수준을 지속한 것으로 보인다. 하지만 실질적 적자폭은 축소되는 가운데 현금흐름도 나아지고 있기 때문에 긍정적인 결과로 볼 수 있다. 미수금 회계처리가 지속되고 있다는 것은 정산이 정상적으로 진행될 수 있다는 것과 같은 의미로 해석할 수 있어 2025년 7월 추가적인 열요금 조정이 기대된다. 세전이익은 휴세스 지분 49%에 대한 매각이익 약 290억원 기타손익이 반영되면서 개선되었다.

미수금에 연동되는 영업실적. 미수금 추세 변화 시점에 관심

미수금이 연중 가장 큰 규모로 발생한 것에 대해서는 추후 구체적인 확인이 필요하다. 다만 열판매량이 증가하는 가운데 전력판매량이 감소한 부분에서 투입연료비 대비 정산단가가 낮은 열제약발전 비중이 증가했던 것으로 간접적인 추정이 가능하다. 8월 도시가스 민수용 요금이 6.8% 인상되면서 열요금도 연동제에 의해 5.3% 인상 요인이 발생했지만 7월 조정 이후 연이은 인상에 대한 부담 등으로 반영되지 않았다. 아직 원가 대비 판가가 낮은 수준으로 형성되면서 연료비 부족분이 나타났다. 하지만 최근 유가 하락 등 부담 완화 요인을 고려하면 성수기인 4분기 또는 1분기부터 기존과 다른 흐름이 나타날 개연성이 높다. 단기 미수금 회수 여부는 겨울철 성수기 실적을 볼 필요가 있고 늦어도 2025년 7월 열요금 정산 이후부터는 감소 구간에 진입할 수 있을 전망이다. 미수금이 회수되는 만큼 적정투자보수 이상 영업실적은 기록하기 어렵겠지만 유의미한 배당이 가능한 이익 규모는 유지될 수 있을 전망이다.

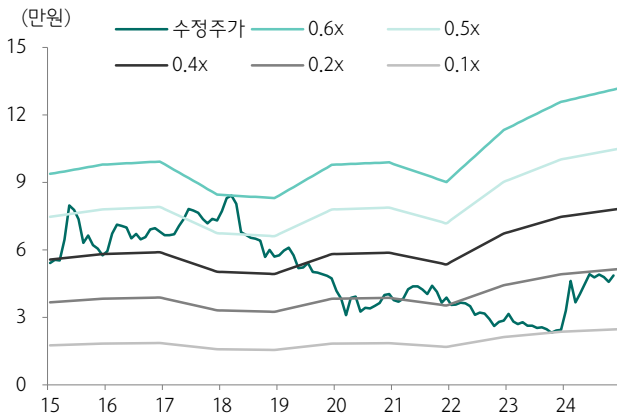
도표 1. 지역난방공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2023				2024F				3Q24 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	4QF	YoY	QoQ
매출액	16,595	6,484	6,073	10,385	13,746	5,323	5,851	12,345	(3.7)	9.9
열	6,288	2,011	1,344	5,304	7,301	2,148	1,349	6,061	0.4	(37.2)
전기	10,263	4,405	4,586	5,029	6,398	3,105	4,175	6,230	(9.0)	34.5
냉수	44	68	143	52	46	71	327	55	128.3	361.8
영업이익	(877)	(465)	(444)	4,933	2,086	(234)	289	1,403	흑전	흑전
세전이익	(1,070)	(676)	(594)	4,664	1,857	(410)	354	1,236	흑전	흑전
순이익	(823)	(521)	(462)	3,800	1,425	(316)	326	952	흑전	흑전
영업이익률(%)	(5.3)	(7.2)	(7.3)	47.5	15.2	(4.4)	4.9	11.4	-	-
세전이익률(%)	(6.4)	(10.4)	(9.8)	44.9	13.5	(7.7)	6.1	10.0	-	-
순이익률(%)	(5.0)	(8.0)	(7.6)	36.6	10.4	(5.9)	5.6	7.7	-	-
열판매량(천Gcal)	6,412	1,909	1,405	4,764	6,706	1,846	1,470	4,994	4.6	(20.4)
전기판매량(천MWh)	4,073	2,382	2,370	3,195	4,033	1,917	2,331	3,843	(1.6)	21.6

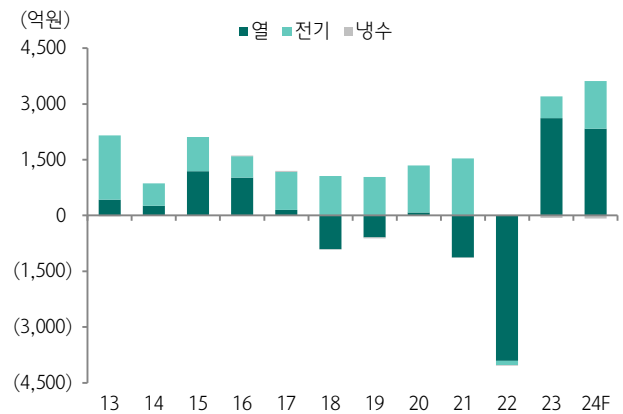
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 2. 지역난방공사 12M Fwd PBR 추이



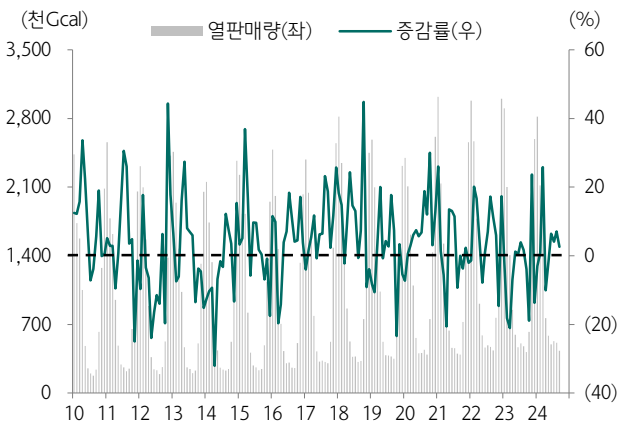
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 3. 지역난방공사 연간 부문별 영업이익 추이



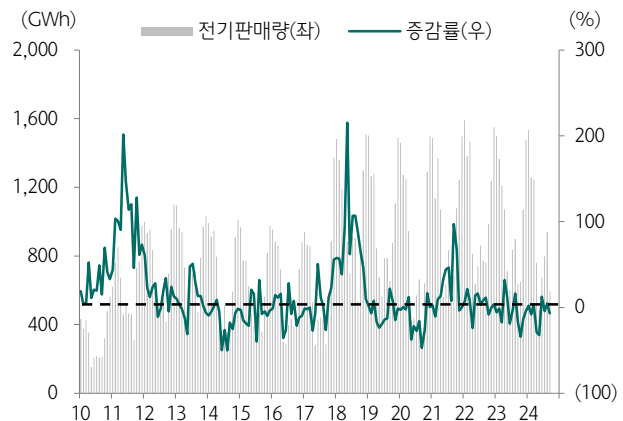
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 4. 월별 열판매량 (2024년 3분기 YoY +4.6%)



자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 5. 월별 전기판매량 (2024년 3분기 YoY -1.6%)



자료: 지역난방공사, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
매출액	4,173.0	3,953.7	3,726.6	3,995.5	4,108.8	
매출원가	4,464.3	3,540.2	3,265.8	3,575.4	3,682.9	
매출총이익	(291.3)	413.5	460.8	420.1	425.9	
판매비	112.7	98.8	106.4	114.4	117.5	
영업이익	(403.9)	314.7	354.4	305.8	308.4	
금융손익	(59.4)	(82.5)	(84.9)	(77.6)	(79.6)	
종속/관계기업손익	0.3	0.4	0.1	0.2	0.2	
기타영업외손익	205.2	(0.2)	34.2	6.7	5.6	
세전이익	(257.9)	232.4	303.7	235.1	234.5	
법인세	(73.9)	33.1	65.1	54.1	53.9	
계속사업이익	(184.0)	199.4	238.6	181.1	180.6	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	(184.0)	199.4	238.6	181.1	180.6	
비지배주주지분 순이익	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	
지배주주순이익	(183.9)	199.4	238.6	181.0	180.6	
지배주주지분 포괄이익	(146.3)	184.9	238.9	181.0	180.6	
NOPAT	(288.2)	270.0	278.4	235.4	237.5	
EBITDA	(118.0)	628.3	684.4	639.2	645.4	
성장성(%)						
매출액증가율	64.50	(5.26)	(5.74)	7.22	2.84	
NOPAT증가율	적전	흑전	3.11	(15.45)	0.89	
EBITDA증가율	적전	흑전	8.93	(6.60)	0.97	
영업이익증가율	적전	흑전	12.62	(13.71)	0.85	
지배주주순이익증가율	적전	흑전	19.66	(24.14)	(0.22)	
EPS증가율	적전	흑전	19.67	(24.14)	(0.26)	
수익성(%)						
매출총이익률	(6.98)	10.46	12.37	10.51	10.37	
EBITDA이익률	(2.83)	15.89	18.37	16.00	15.71	
영업이익률	(9.68)	7.96	9.51	7.65	7.51	
계속사업이익률	(4.41)	5.04	6.40	4.53	4.40	

투자지표					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(15,880)	17,222	20,610	15,634	15,594
BPS	143,557	180,371	200,357	209,811	219,155
CFPS	(7,345)	54,570	62,683	54,375	53,280
EBITDAPS	(10,193)	54,259	59,110	55,201	55,740
SPS	360,404	341,462	321,847	345,075	354,854
DPS	0	0	6,180	6,250	6,240
주기지표(배)					
PER	(1.79)	1.42	2.36	3.11	3.12
PBR	0.20	0.14	0.24	0.23	0.22
PCFR	(3.88)	0.45	0.78	0.89	0.91
EV/EBITDA	(32.71)	6.96	6.79	7.26	7.16
PSR	0.08	0.07	0.15	0.14	0.14
대무비율(%)					
ROE	(10.55)	10.63	10.83	7.62	7.27
ROA	(2.63)	2.58	2.92	2.17	2.16
ROIC	(4.87)	4.13	3.98	3.32	3.38
부채비율	348.60	280.67	259.91	243.03	227.91
순부채비율	211.47	195.01	175.79	167.54	159.78
이자보상배율(배)	(6.31)	3.57	3.84	3.37	3.40

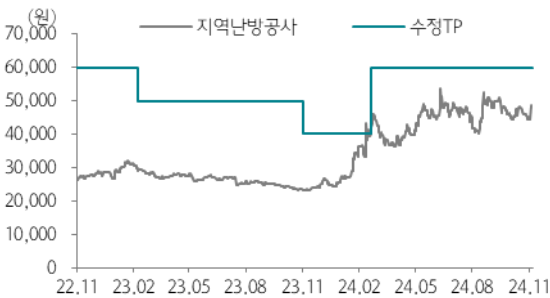
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,119.4	899.6	1,083.2	1,117.1	1,158.3
금융자산	55.0	25.6	44.2	52.8	68.9
현금성자산	39.0	14.1	30.6	38.8	54.6
매출채권	849.8	707.4	841.0	861.5	881.9
재고자산	60.0	61.3	72.8	74.6	76.4
기타유동자산	154.6	105.3	125.2	128.2	131.1
비유동자산	6,358.8	7,068.8	7,283.5	7,232.9	7,178.6
투자자산	107.5	93.7	111.3	114.1	116.7
금융자산	91.7	79.3	94.3	96.6	98.8
유형자산	5,799.5	6,154.2	6,410.7	6,485.6	6,555.8
무형자산	76.9	69.8	59.2	50.8	43.7
기타비유동자산	374.9	751.1	702.3	582.4	462.4
자산총계	7,478.1	7,968.4	8,366.7	8,350.0	8,336.8
유동부채	1,996.0	2,028.3	1,929.2	1,948.4	1,967.5
금융부채	798.4	1,308.9	1,090.8	1,091.1	1,091.3
매입채무	1,003.4	505.6	601.1	615.7	630.3
기타유동부채	194.2	213.8	237.3	241.6	245.9
비유동부채	3,815.2	3,846.9	4,112.9	3,967.4	3,827.0
금융부채	2,781.8	2,798.7	3,039.8	3,039.8	3,039.8
기타비유동부채	1,033.4	1,048.2	1,073.1	927.6	787.2
부채총계	5,811.1	5,875.2	6,042.1	5,915.8	5,794.5
지배주주지분	1,662.2	2,088.4	2,319.9	2,429.4	2,537.6
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	499.5	499.5	499.5	499.5
기타포괄이익누계액	11.2	1.5	1.8	1.8	1.8
이익잉여금	1,229.6	1,415.9	1,647.0	1,756.5	1,864.7
비지배주주지분	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
자본총계	1,667.0	2,093.2	2,324.7	2,434.2	2,542.4
순금융부채	3,525.2	4,082.1	4,086.4	4,078.1	4,062.3

현금흐름표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
영업활동 현금흐름	14.6	(141.8)	525.6	368.4	376.7	
당기순이익	(184.0)	199.4	238.6	181.1	180.6	
조정	31.6	337.3	354.3	333.3	337.0	
감가상각비	285.9	313.5	330.0	333.4	337.0	
외환거래손익	(0.3)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	
지분법손익	(0.3)	(0.4)	0.3	0.0	0.0	
기타	(253.7)	24.2	24.0	(0.1)	0.0	
영업활동 자산부채변동	167.0	(678.5)	(67.3)	(146.0)	(140.9)	
투자활동 현금흐름	(541.0)	(633.6)	(537.7)	(283.0)	(283.0)	
투자자산감소(증가)	(25.3)	13.8	(16.2)	(2.7)	(2.7)	
자본증가(감소)	(518.4)	(639.1)	(569.0)	(400.0)	(400.0)	
기타	2.7	(8.3)	47.5	119.7	119.7	
재무활동 현금흐름	548.8	750.5	12.9	(71.3)	(72.1)	
금융부채증가(감소)	574.2	527.5	23.0	0.3	0.3	
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	(9.2)	233.7	(10.1)	0.0	0.0	
배당지급	(16.2)	(10.7)	0.0	(71.6)	(72.4)	
현금의 증감	22.5	(24.9)	16.5	8.3	15.8	
Unlevered CFO	(85.1)	631.9	725.8	629.6	616.9	
Free Cash Flow	(506.5)	(782.2)	(43.7)	(31.6)	(23.3)	

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

지역난방공사



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.2.27	BUY	60,000		
23.11.10	BUY	40,000	-29.46%	8.38%
23.2.16	BUY	50,000	-47.46%	-40.90%
22.8.13	1년 경과		-	-
21.8.13	BUY	60,000	-38.63%	-25.08%

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 2024년 11월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2024년 11월 12일 현재 해당회사의 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.

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(비중축소)_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%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.81%	5.75%	0.44%	100%

* 기준일: 2024년 11월 09일