



BUY

목표주가(12M) 60,000원  
현재주가(5.10) 43,300원

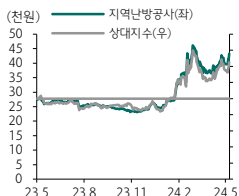
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,727.63
52주 최고/최저(원)	46,150/23,150
시가총액(십억원)	501.4
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	11,578.7
60일 평균 거래량(천주)	109.3
60일 평균 거래대금(십억원)	4.6
외국인지분율(%)	1.89
주요주주 지분율(%)	
산업통상자원부 외 3인	75.00

#### Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	3,659.7	3,743.0
영업이익(십억원)	296.8	342.6
순이익(십억원)	173.0	212.6
EPS(원)	14,855	18,070
BPS(원)	182,674	197,664

#### Stock Price



#### Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,173.0	3,953.7	3,763.7	3,966.7
영업이익	(403.9)	314.7	298.3	302.6
세전이익	(257.9)	232.4	227.1	234.2
순이익	(183.9)	199.4	175.1	181.0
EPS	(15,880)	17,222	15,119	15,629
증감율	적전	흑전	(12.21)	3.37
PER	(1.79)	1.42	2.86	2.77
PBR	0.20	0.14	0.22	0.21
EV/EBITDA	(32.71)	6.96	7.24	7.15
ROE	(10.55)	10.63	8.05	7.80
BPS	143,557	180,371	195,490	205,069
DPS	0	0	6,050	6,250



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

하나증권 리서치센터

2024년 5월 13일 | 기업분석\_Earnings Review

## 지역난방공사 (071320)

### 성수기 최대 이익 기록

#### 목표주가 60,000원, 투자 의견 매수 유지

지역난방공사 목표주가 60,000원, 투자 의견 매수를 유지한다. 1분기 실적은 시장 기대치를 상회했다. 지난 분기와 마찬가지로 미수금이 일부 발생했고 이는 규제 기반의 수익 인식이 일회성 이벤트가 아닌 연속적 조정으로 이뤄진다는 증거로 연간 이익 가시성이 높아졌다고 판단된다. 열 부문에서 발생한 미수금은 분기별 배분 비율에 따라 산출한 규제 이익 대비 요금의 부족분을 반영한 것으로 간주된다. 아직 열 요금이 적정원가 대비 낮은 상황이지만 2025년 7월 정산에서 인상요인으로 반영된 이후 미수금은 축소될 수 있다. 2024년 기준 PBR 0.2배다.

#### 1Q24 영업이익 2,086억원(흑자전환)으로 컨센서스 상회

1분기 매출액은 1.4조원을 기록하면서 전년대비 17.2% 감소했다. 판매실적은 열이 4.6% 증가했고 전기는 1.0% 감소했다. 판매단가는 열이 11.2% 상승, 전기는 37.3% 하락했다. 전기는 매출과 비용 모두 LNG 연료비단가에 동행하지만 열은 규제 사업이기 때문에 다소 다르게 움직이며 2023년 7월 7% 인상이 반영되면서 외형이 확대되었다. 영업이익은 2,086억원을 기록하면서 전년대비 흑자로 전환되었다. 이번 분기에도 미수금이 약 550억원 반영되었다. 누적된 미수금은 2024년 7월에 있을 2023년 변동비 정산을 기점으로 점차 해소될 것으로 기대된다. 세전이익과 순이익도 일시적으로 미수금 정산 영향이 반영된 직전분기를 제외하면 역대 최대 수준을 기록했다.

#### 4분기까지 지켜봐야 하겠지만 순조로운 첫 출발

2023년 4분기 미수금 회계처리 적용 이후 발표되는 첫 분기 실적으로서 갖는 의미가 상당했다. 전사적으로 LNG 가격이 전년대비 하락하고 열 요금도 정산 이후 일부 상승했던 상황에서 실적 개선 방향은 명확한 편이었지만 개선 강도에 대해서는 미지수였다. 규제 이익이 분기 기준 역대 최대 수준으로 보장된 부분은 긍정적으로 볼 수밖에 없다. 아직 분기 기준 데이터가 명확하지 않은 상황에서 올해 남은 실적 흐름 또한 중요하게 볼 필요가 있겠으나 연간 단위 이익 변동성은 제한적일 전망이다. 하반기 이후 미수금 동향 및 2025년 결정될 배당 재개 여부와 성향에 관심을 가져야 한다.

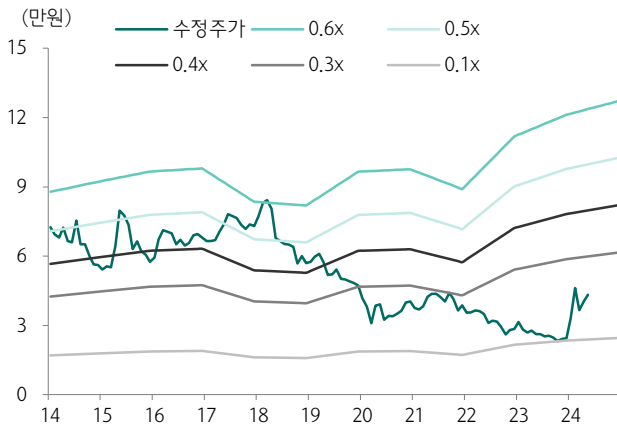
도표 1. 지역난방공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2023				2024F				1Q24 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	16,595	6,484	6,073	10,385	13,746	6,048	5,548	12,296	(17.2)	32.4
열	6,288	2,011	1,344	5,304	7,196	2,427	1,459	6,011	14.4	35.7
전기	10,263	4,405	4,586	5,029	6,385	3,545	3,942	6,230	(37.8)	27.0
냉수	44	68	143	52	165	76	146	55	275.2	216.8
영업이익	(877)	(465)	(444)	4,933	2,086	(26)	(348)	1,270	흑전	(57.7)
세전이익	(1,070)	(676)	(594)	4,664	1,857	(187)	(503)	1,104	흑전	(60.2)
순이익	(823)	(521)	(462)	3,800	1,425	(142)	(382)	850	흑전	(62.5)
영업이익률(%)	(5.3)	(7.2)	(7.3)	47.5	15.2	(0.4)	(6.3)	10.3	-	-
세전이익률(%)	(6.4)	(10.4)	(9.8)	44.9	13.5	(3.1)	(9.1)	9.0	-	-
순이익률(%)	(5.0)	(8.0)	(7.6)	36.6	10.4	(2.3)	(6.9)	6.9	-	-
열판매량(천Gcal)	6,412	1,909	1,405	4,764	6,706	2,153	1,439	5,094	4.6	40.8
전기판매량(천MWh)	4,073	2,382	2,370	3,195	4,033	2,282	2,355	3,843	(1.0)	26.2

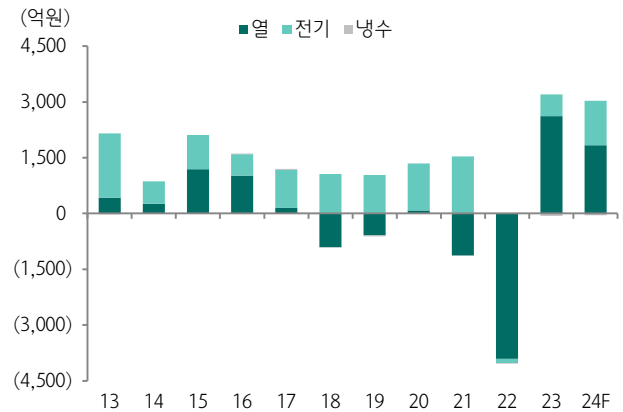
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 2. 지역난방공사 12M Fwd PBR 추이



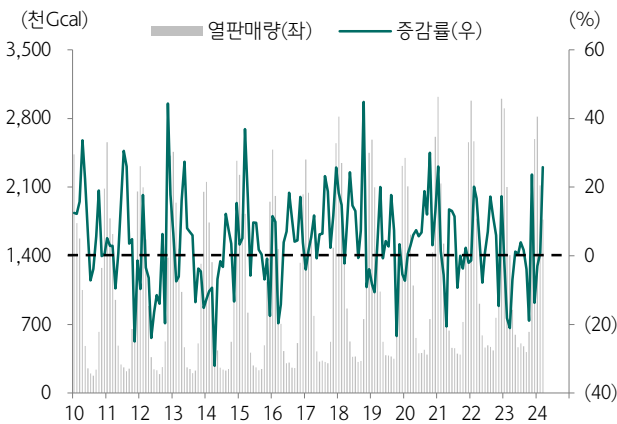
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 3. 지역난방공사 연간 부문별 영업이익 추이



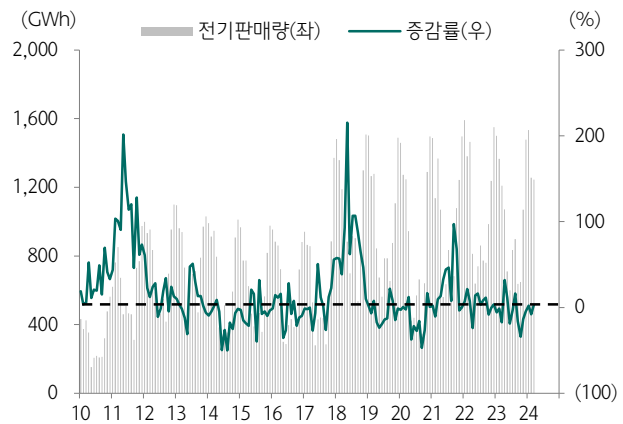
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 4. 월별 열판매량 (2024년 1분기 YoY +4.6%)



자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 5. 월별 전기판매량 (2024년 1분기 YoY -1.0%)



자료: 지역난방공사, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
매출액	4,173.0	3,953.7	3,763.7	3,966.7	4,090.7	
매출원가	4,464.3	3,540.2	3,366.2	3,560.3	3,681.2	
매출총이익	(291.3)	413.5	397.5	406.4	409.5	
판매비	112.7	98.8	99.3	103.8	107.1	
영업이익	(403.9)	314.7	298.3	302.6	302.3	
금융손익	(59.4)	(82.5)	(77.8)	(75.2)	(76.5)	
종속/관계기업손익	0.3	0.4	(0.1)	0.2	0.1	
기타영업외손익	205.2	(0.2)	6.7	6.6	5.4	
세전이익	(257.9)	232.4	227.1	234.2	231.4	
법인세	(73.9)	33.1	52.0	53.2	52.6	
계속사업이익	(184.0)	199.4	175.1	181.0	178.8	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	(184.0)	199.4	175.1	181.0	178.8	
비지배주주지분 순이익	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	
지배주주순이익	(183.9)	199.4	175.1	181.0	178.8	
지배주주지분포괄이익	(146.3)	184.9	175.1	181.0	178.8	
NOPAT	(288.2)	270.0	229.9	233.9	233.7	
EBITDA	(118.0)	628.3	626.9	634.8	638.2	
성장성(%)						
매출액증가율	64.50	(5.26)	(4.81)	5.39	3.13	
NOPAT증가율	적전	흑전	(14.85)	1.74	(0.09)	
EBITDA증가율	적전	흑전	(0.22)	1.26	0.54	
영업이익증가율	적전	흑전	(5.21)	1.44	(0.10)	
지배주주순이익증가율	적전	흑전	(12.19)	3.37	(1.22)	
EPS증가율	적전	흑전	(12.21)	3.37	(1.20)	
수익성(%)						
매출총이익률	(6.98)	10.46	10.56	10.25	10.01	
EBITDA이익률	(2.83)	15.89	16.66	16.00	15.60	
영업이익률	(9.68)	7.96	7.93	7.63	7.39	
계속사업이익률	(4.41)	5.04	4.65	4.56	4.37	

투자지표					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(15,880)	17,222	15,119	15,629	15,441
BPS	143,557	180,371	195,490	205,069	214,260
CFPS	(7,345)	54,570	54,766	54,105	52,795
EBITDAPS	(10,193)	54,259	54,138	54,824	55,123
SPS	360,404	341,462	325,055	342,588	353,290
DPS	0	0	6,050	6,250	6,180
주기지표(배)					
PER	(1.79)	1.42	2.86	2.77	2.80
PBR	0.20	0.14	0.22	0.21	0.20
PCR	(3.88)	0.45	0.79	0.80	0.82
EV/EBITDA	(32.71)	6.96	7.24	7.15	7.10
PSR	0.08	0.07	0.13	0.13	0.12
대무비율(%)					
ROE	(10.55)	10.63	8.05	7.80	7.36
ROA	(2.63)	2.58	2.18	2.23	2.21
ROIC	(4.87)	4.13	3.35	3.44	3.46
부채비율	348.60	280.67	258.12	240.20	225.02
순부채비율	211.47	195.01	178.92	170.53	162.91
이자보상배율(배)	(6.31)	3.57	2.95	3.00	2.99

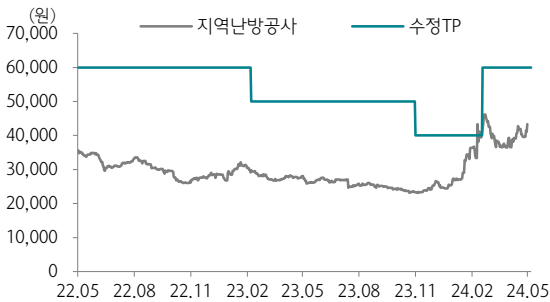
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
유동자산	1,119.4	899.6	1,085.8	1,106.8	1,144.4	
금융자산	55.0	25.6	50.9	52.3	60.3	
현금성자산	39.0	14.1	37.4	38.5	46.1	
매출채권	849.8	707.4	837.6	853.5	877.4	
재고자산	60.0	61.3	72.5	73.9	76.0	
기타유동자산	154.6	105.3	124.8	127.1	130.7	
비유동자산	6,358.8	7,068.8	7,037.4	6,987.3	6,934.6	
투자자산	107.5	93.7	110.9	113.0	116.2	
금융자산	91.7	79.3	93.9	95.7	98.3	
유형자산	5,799.5	6,154.2	6,234.9	6,310.7	6,381.7	
무형자산	76.9	69.8	60.6	52.6	45.7	
기타비유동자산	374.9	751.1	631.0	511.0	391.0	
자산총계	7,478.1	7,968.4	8,123.2	8,094.2	8,078.9	
유동부채	1,996.0	2,028.3	2,150.6	2,165.5	2,187.9	
금융부채	798.4	1,308.9	1,310.6	1,310.8	1,311.1	
매입채무	1,003.4	505.6	598.6	610.0	627.1	
기타유동부채	194.2	213.8	241.4	244.7	249.7	
비유동부채	3,815.2	3,846.9	3,704.4	3,549.5	3,405.3	
금융부채	2,781.8	2,798.7	2,798.7	2,798.7	2,798.7	
기타비유동부채	1,033.4	1,048.2	905.7	750.8	606.6	
부채총계	5,811.1	5,875.2	5,854.9	5,714.9	5,593.2	
지배주주지분	1,662.2	2,088.4	2,263.5	2,374.4	2,480.9	
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	1.5	1.5	1.5	
이익잉여금	1,229.6	1,415.9	1,591.0	1,701.9	1,808.3	
비지배주주지분	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	
자본총계	1,667.0	2,093.2	2,268.3	2,379.2	2,485.7	
순금융부채	3,525.2	4,082.1	4,058.4	4,057.2	4,049.5	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	14.6	(141.8)	358.0	357.9	370.0
당기순이익	(184.0)	199.4	175.1	181.0	178.8
조정	31.6	337.3	328.5	332.2	335.9
감가상각비	285.9	313.5	328.6	332.2	335.9
외환거래손익	(0.3)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.3)	(0.4)	0.0	0.0	0.0
기타	(253.7)	24.2	(0.1)	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	167.0	(678.5)	(145.6)	(155.3)	(144.7)
투자활동 현금흐름	(541.0)	(633.6)	(299.3)	(282.4)	(283.6)
투자자산감소(증가)	(25.3)	13.8	(17.2)	(2.1)	(3.2)
자본증가(감소)	(518.4)	(639.1)	(400.0)	(400.0)	(400.0)
기타	2.7	(8.3)	117.9	119.7	119.6
재무활동 현금흐름	548.8	750.5	1.7	(69.8)	(72.1)
금융부채증가(감소)	574.2	527.5	1.7	0.2	0.3
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(9.2)	233.7	0.0	0.1	0.0
배당지급	(16.2)	(10.7)	0.0	(70.1)	(72.4)
현금의 증감	22.5	(24.9)	23.2	1.1	7.6
Unlevered CFO	(85.1)	631.9	634.1	626.5	611.3
Free Cash Flow	(506.5)	(782.2)	(42.0)	(42.1)	(30.0)

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%
22.5.11	1년 경과		-	-
21.5.11	BUY	60,000	-33.70%	-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 2024년 5월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2024년 5월 13일 현재 해당회사의 유가증권은 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	94.20%	5.36%	0.45%	100%

\* 기준일: 2024년 05월 10일