



BUY

목표주가(12M) 60,000원(상향)
현재주가(2.26) 40,300원

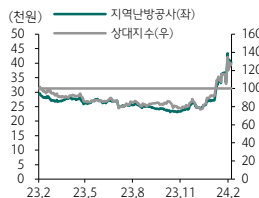
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,647.08
52주 최고/최저(원)	43,350/23,150
시가총액(십억원)	466.6
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	11,578.7
60일 평균 거래량(천주)	63.2
60일 평균 거래대금(십억원)	2.5
외국인지분율(%)	0.42
주요주주 지분율(%)	
산업통상자원부 외 3인	75.00

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	4,033.5	3,620.5
영업이익(십억원)	(163.5)	104.0
순이익(십억원)	(160.0)	37.5
EPS(원)	(13,689)	3,109
BPS(원)	120,220	124,927

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023P	2024F
매출액	2,536.8	4,173.0	3,953.7	3,721.3
영업이익	39.7	(403.9)	314.7	237.4
세전이익	29.1	(257.9)	232.4	166.1
순이익	21.5	(183.9)	199.3	126.2
EPS	1,853	(15,880)	17,214	10,900
증감율	(23.21)	적전	흑전	(36.68)
PER	20.91	(1.79)	1.42	3.70
PBR	0.25	0.20	0.13	0.21
EV/EBITDA	11.23	(32.71)	6.40	7.03
ROE	1.18	(10.55)	10.57	5.81
BPS	157,459	143,557	182,092	192,992
DPS	797	0	0	4,360



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

하나증권 리서치센터

2024년 2월 27일 | 기업분석_Earnings Review

지역난방공사 (071320)

어제까지 한국전력 오늘부터 가스공사

목표주가 60,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

지역난방공사 목표주가 60,000원으로 기존대비 50% 상향하며 투자의견 매수를 유지한다. 2024년 예상 BPS에 목표 PBR 0.3배를 적용했다. 4분기 실적은 시장 컨센서스를 상회했다. 회계처리 변경에 따른 일시적 이익이 반영되었기 때문이다. 이제부터 안정적인 영업실적을 달성할 것으로 기대되나 규모에 있어서는 향후 실제 실적을 통해 확인이 가능할 전망이다. 기존 중장기 턴어라운드 추정과는 다른 실적 추이가 예상되며 적정 수준의 이익의 규모에 따라 수익률도 달라질 수밖에 없다. 다만 2023년 연간 열 부문 실적을 적정 이익으로 가정하는 경우 향후 10% 수준의 배당수익률이 가능한 실적이 이어질 것으로 간주된다. 2024년 기준 PBR 0.2배다.

4Q23 영업이익 4,933억원(흑자전환)으로 컨센서스 상회

4분기 매출액은 1조385억원을 기록하며 전년대비 32.4% 감소했다. 판매실적은 열이 5.2%, 전기는 15.3% 감소했고 단가는 열이 11.8%, 전기는 42.9% 하락했다. 전기의 경우 매출과 비용 모두 LNG 연료비단가에 동행하는 한편 열은 규제 사업이기 때문에 요금 추이가 다소 상이하다. 영업이익은 4,933억원을 기록하면서 전년대비 흑자로 전환되었다. 이번 분기부터 미수금 회계처리가 적용되면서 기존 2023년 열요금 미정산분 4,179억원이 일시적으로 반영되었기 때문이다. 해당 효과를 제외하더라도 열요금 상승에 의해 700억원대 흑자를 기록한 것으로 보인다. 대규모 일회성 이익으로 세전이익과 순이익 모두 역대 최대 규모를 달성한 가운데 2023년 실적 기반 배당 여부 및 규모는 향후 확인이 필요하다.

공개되지 않는 적정투자보수 vs 변동비 정산 후 영업이익

지역난방공사 열 부문은 규제사업이다. 특히 공급량 기준 과반을 차지하는 기준사업자라는 점에서 다른 요금 대비 상대적으로 요금 인상이 원활하게 이뤄지는 편이다. 한편 열요금은 전기와 가스와 마찬가지로 총괄원가 규제가 적용되지만 민간 사업자의 비중이 높기 때문에 요금기저와 투자보수율이 공개되지 않는다. 따라서 2023년 4분기부터 총괄원가 기반 실적 인식이 이뤄질 경우 추정이 어려워진다. 한편 변동비 정산 후 실적을 적정 이익으로 가정할 경우 2023년 연간 열 부문 영업이익 2,617억원을 기준점으로 볼 수 있을 것이다. 운전자본 감소가 투보를 상승보다 영향이 크다고 가정한 가운데 비규제인 전기 부문 실적 일부 부진 가능성을 감안해도 유의미한 실적 달성이 기대된다.

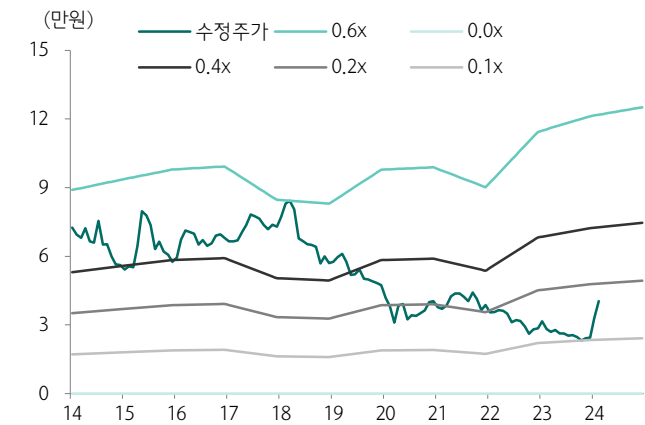
도표 1. 지역난방공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2023P				2024F				4Q23 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	16,595	6,484	6,073	10,385	14,138	6,163	5,237	11,675	(32.4)	71.0
열	6,190	1,911	1,242	5,200	7,496	2,415	1,285	5,618	6.0	318.7
전기	10,247	4,331	4,553	4,953	6,499	3,548	3,665	5,854	(51.7)	8.8
냉수	36	60	135	44	36	61	138	45	7.3	(67.4)
기타	122	182	143	188	108	140	149	158	14.6	31.5
영업이익	(877)	(465)	(444)	4,933	1,931	71	(608)	979	흑전	흑전
세전이익	(1,070)	(676)	(594)	4,664	1,751	(90)	(762)	763	710.5	흑전
순이익	(823)	(521)	(462)	3,800	1,331	(69)	(579)	580	677.7	흑전
영업이익률(%)	(5.3)	(7.2)	(7.3)	47.5	13.7	1.2	(11.6)	8.4	-	-
세전이익률(%)	(6.4)	(10.4)	(9.8)	44.9	12.4	(1.5)	(14.6)	6.5	-	-
순이익률(%)	(5.0)	(8.0)	(7.6)	36.6	9.4	(1.1)	(11.1)	5.0	-	-
열판매량(천Gcal)	6,412	1,909	1,405	4,764	6,933	2,154	1,439	5,096	(5.2)	239.1
전기판매량(천MWh)	4,073	2,382	2,370	3,195	4,166	2,282	2,355	3,757	(15.3)	34.8

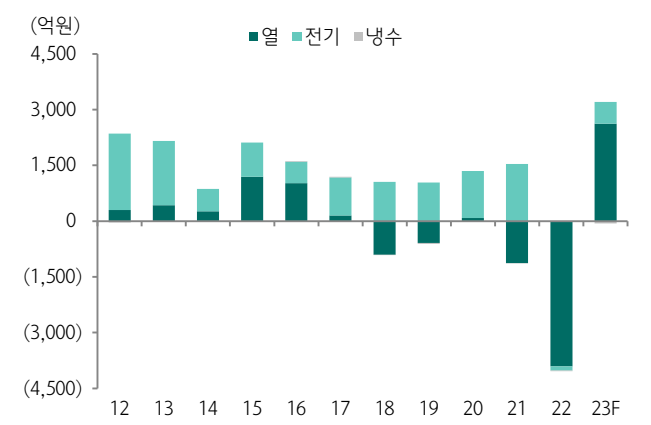
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 2. 지역난방공사 12M Fwd PBR 추이



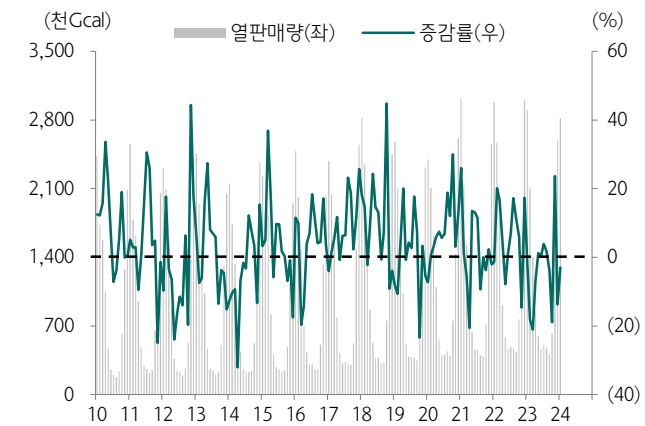
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 3. 지역난방공사 연간 부문별 영업이익 추이



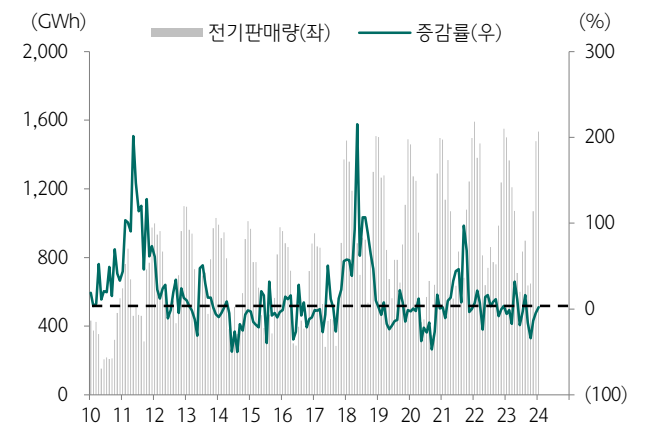
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 4. 월별 열판매량 (2024년 1월 YoY -3.0%)



자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 5. 월별 전기판매량 (2024년 1월 YoY +2.2%)



자료: 지역난방공사, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	2,536.8	4,173.0	3,953.7	3,721.3	3,798.8
매출원가	2,385.5	4,464.3	3,546.1	3,395.8	3,475.8
매출총이익	151.3	(291.3)	407.6	325.5	323.0
판매비	111.6	112.7	93.0	88.1	89.8
영업이익	39.7	(403.9)	314.7	237.4	233.2
금융손익	(49.0)	(59.4)	(82.5)	(73.6)	(73.8)
종속/관계기업손익	0.7	0.3	0.4	0.5	0.4
기타영업외손익	37.7	205.2	(0.2)	1.9	1.9
세전이익	29.1	(257.9)	232.4	166.1	161.7
법인세	7.7	(73.9)	33.0	39.9	38.8
계속사업이익	21.5	(184.0)	199.4	126.2	122.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	21.5	(184.0)	199.4	126.2	122.9
비지배주주지분 순이익	0.0	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	21.5	(183.9)	199.3	126.2	122.9
지배주주지분포괄이익	35.9	(146.3)	201.1	126.2	122.9
NOPAT	29.2	(288.2)	270.0	180.4	177.2
EBITDA	305.1	(118.0)	625.6	555.8	555.3
성장성(%)					
매출액증가율	20.86	64.50	(5.26)	(5.88)	2.08
NOPAT증가율	(82.67)	적전	흑전	(33.19)	(1.77)
EBITDA증가율	(20.67)	적전	흑전	(11.16)	(0.09)
영업이익증가율	(70.13)	적전	흑전	(24.56)	(1.77)
(지배주주)순이익증가율	(22.94)	적전	흑전	(36.68)	(2.61)
EPS증가율	(23.21)	적전	흑전	(36.68)	(2.65)
수익성(%)					
매출총이익률	5.96	(6.98)	10.31	8.75	8.50
EBITDA이익률	12.03	(2.83)	15.82	14.94	14.62
영업이익률	1.56	(9.68)	7.96	6.38	6.14
계속사업이익률	0.85	(4.41)	5.04	3.39	3.24

투자지표	2021	2022	2023P	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,853	(15,880)	17,214	10,900	10,611
BPS	157,459	143,557	182,092	192,992	199,243
CFPS	28,177	(7,345)	53,861	48,264	48,013
EBITDAPS	26,349	(10,193)	54,032	47,998	47,955
SPS	219,091	360,404	341,464	321,391	328,085
DPS	797	0	0	4,360	4,240
주기지표(배)					
PER	20.91	(1.79)	1.42	3.70	3.80
PBR	0.25	0.20	0.13	0.21	0.20
PCFR	1.38	(3.88)	0.45	0.83	0.84
EV/EBITDA	11.23	(32.71)	6.40	7.03	7.03
PSR	0.18	0.08	0.07	0.13	0.12
재무비율(%)					
ROE	1.18	(10.55)	10.57	5.81	5.41
ROA	0.34	(2.63)	2.68	1.69	1.61
ROIC	0.53	(4.87)	4.28	2.79	2.71
부채비율	257.47	348.60	249.68	238.44	233.21
순부채비율	163.28	211.47	175.81	160.14	155.03
이자보상배율(배)	0.76	(6.31)	3.72	2.95	2.89

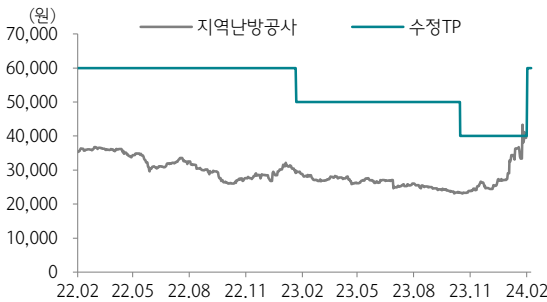
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023P	2024F	2025F
유동자산	711.5	1,119.4	758.8	858.0	903.4
금융자산	29.1	55.0	39.1	49.0	86.2
현금성자산	16.6	39.0	28.4	36.9	74.0
매출채권	545.0	849.8	574.6	645.9	652.5
재고자산	39.1	60.0	40.6	45.6	46.1
기타유동자산	98.3	154.6	104.5	117.5	118.6
비유동자산	5,805.8	6,358.8	6,630.7	6,721.3	6,800.1
투자자산	82.2	107.5	72.7	81.8	82.6
금융자산	69.2	91.7	62.1	69.8	70.5
유형자산	5,348.1	5,799.5	6,057.4	6,147.9	6,233.7
무형자산	80.1	76.9	69.8	60.9	53.1
기타비유동자산	295.4	374.9	430.8	430.7	430.7
자산총계	6,517.4	7,478.1	7,389.5	7,579.3	7,703.5
유동부채	1,514.7	1,996.0	1,828.6	1,805.4	1,849.3
금융부채	810.3	798.4	1,005.5	886.3	921.3
매입채무	507.4	1,003.4	678.4	762.7	770.4
기타유동부채	197.0	194.2	144.7	156.4	157.6
비유동부채	3,179.5	3,815.2	3,447.6	3,534.4	3,542.3
금융부채	2,195.7	2,781.8	2,748.9	2,748.9	2,748.9
기타비유동부채	983.8	1,033.4	698.7	785.5	793.4
부채총계	4,694.2	5,811.1	5,276.2	5,339.8	5,391.6
지배주주지분	1,823.2	1,662.2	2,108.4	2,234.6	2,307.0
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	499.4	499.4	499.4
기타포괄이익누계액	3.8	11.2	13.0	13.0	13.0
이익잉여금	1,397.9	1,229.6	1,424.5	1,550.7	1,623.0
비지배주주지분	0.0	4.8	4.8	4.9	4.9
자본총계	1,823.2	1,667.0	2,113.2	2,239.5	2,311.9
순금융부채	2,976.9	3,525.2	3,715.3	3,586.2	3,584.0

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023P	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	417.6	14.6	(242.6)	525.2	452.3
당기순이익	21.5	(184.0)	199.4	126.2	122.9
조정	238.1	31.6	249.5	318.4	322.0
감가상각비	265.4	285.9	311.0	318.4	322.0
외환거래손익	(0.0)	(0.3)	(0.0)	0.0	0.0
지분법손익	(0.7)	(0.3)	0.1	0.0	0.0
기타	(26.6)	(253.7)	(61.6)	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	158.0	167.0	(691.5)	80.6	7.4
투자활동 현금흐름	(541.5)	(541.0)	(507.6)	(410.4)	(400.9)
투자자산감소(증가)	(16.5)	(25.3)	34.8	(9.0)	(0.8)
자본증가(감소)	(513.2)	(518.4)	(550.1)	(400.0)	(400.0)
기타	(11.8)	2.7	7.7	(1.4)	(0.1)
재무활동 현금흐름	110.9	548.8	413.1	(119.3)	(15.4)
금융부채증가(감소)	142.3	574.2	174.3	(119.3)	35.1
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(13.3)	(9.2)	238.8	0.0	0.0
배당지급	(18.1)	(16.2)	0.0	0.0	(50.5)
현금의 증감	(13.0)	22.5	(10.7)	8.5	37.0
Unlevered CFO	326.3	(85.1)	623.6	558.8	555.9
Free Cash Flow	(98.1)	(506.5)	(793.7)	125.2	52.3

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%
22.2.26	1년 경과		-	-
21.2.26	BUY	60,000	-32.54%	-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 2월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2024년 2월 27일 현재 해당회사의 유가증권권을 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 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재주가 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	93.46%	6.07%	0.47%	100%

* 기준일: 2024년 02월 24일