지역난방공사 (071320)

비수기 적자는 당연

BUY

목표주가(12M)	60,000원
현재주가(8.8)	44,850원

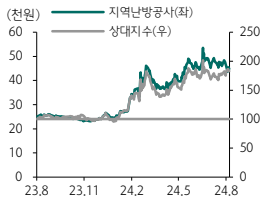
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,556.73
52주 최고/최저(원)	53,500/23,150
시가총액(십억원)	519.3
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	11,578.7
60일 평균 거래량(천주)	28.1
60일 평균 거래대금(십억원)	1.3
외국인지분율(%)	2.88
주요주주 지분율(%)	
산업통상자원부 외 3 인	75.00

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	3,684.6	3,688.3
영업이익(십억원)	302.8	353.1
순이익(십억원)	165.5	208.7
EPS(원)	14,296	17,912
BPS(원)	179,818	194,255

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,173.0	3,953.7	3,712.4	4,019.3
영업이익	(403.9)	314.7	298.5	332.9
세전이익	(257.9)	232.4	225.8	263.9
순이익	(183.9)	199.4	173.5	203.3
EPS	(15,880)	17,222	14,983	17,555
증감율	적전	흑전	(13.00)	17.17
PER	(1.79)	1.42	2.99	2.55
PBR	0.20	0.14	0.23	0.22
EV/EBITDA	(32.71)	6.96	7.42	6.98
ROE	(10.55)	10.63	7.98	8.73
BPS	143,557	180,371	195,221	206,787
DPS	0	0	5,990	7,020

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

하나증권 리서치센터

목표주가 60,000원, 투자의견 매수 유지

지역난방공사 목표주가 60,000원, 투자의견 매수를 유지한다. 2분기 실적은 시장 기대치를 하회했다. 지난 분기와 마찬가지로 미수금이 일부 발생했으나 난방 수요가 적은 비수기였기 때문에 규모는 다소 작아졌다. 미수금은 규제 정상 작동의 증거이기 때문에 연간 영업이익 개선 가시성은 여전히 유효하다. 2024년 7월 정산에서 열 요금 인상이 결정되었으며 이후 미수금 증감 여부에 대해 관찰할 필요가 있다. 2024년 기준 PBR 0.2배다.

2Q24 영업이익 -234억원(적자지속)으로 컨센서스 하회

2분기 매출액은 5,323억원을 기록하면서 전년대비 17.9% 감소했다. 판매실적은 열이 3.3% 감소했고 전기는 19.5% 감소했다. 판매단가는 열이 5.0% 상승, 전기는 14.1% 하락했다. 전기는 SMP 하락의 영향으로 하락한 반면 열은 2023년 7월 7% 인상 효과로 상승했다. 2024년 7월 9.5% 가량 열요금 인상분이 반영되기 때문에 향후 매출은 추가적으로 개선될 여지가 있다. 영업이익은 -234억원을 기록하면서 전년대비 적자를 지속했다. 비수기에 영업흑자를 달성했던 시기는 2011년~2013년 이례적인 민간발전사업자 실적 전성기를 제외하면 없기 때문에 적자에 대해 의미를 부여할 필요가 없다. 다만 관심이 필요한 지점은 적자폭 축소다. 미수금 체계가 작동하는 가운데 원가 절감 및 요금 인상으로 적자폭은 조금씩 감소하는 모습이다.

이번 분기도 미수금 발생. 3분기 이후 추이에 관심

3분기는 연중 가장 비수기로 적자가 불가피하다. 분기 흑자는 성수기인 4분기까지 기다려야 하지만 해당 실적은 2025년이 되어야 확인 가능하다. 결국 연간 실적 규모와 미수금 증감도 배당기준일 이후에 확인할 수 있기 때문에 2024년에 한하여 배당에 대한 접근은 어느 정도 베팅의 영역으로 보인다. 이번 분기도 미수금이 약 246억원 반영되었다. 2024년 7월 변동비에서 일정 부분 요금 인상이 이뤄졌기 때문에 하반기 추이를 볼 필요가 있으나 현 시점에서 다소 부족할 수도 있는 것으로 간주된다. 지난 8월 도시가스 요금 연동제가 작동하지 않은 부분은 다소 아쉬운 지점이다. 현재 주요 에너지 원자재 가격 변동성이 높은 상황이며 이후 하락 구간으로 접어들 경우 2025년 겨울 성수기 미수금 회수에 긍정적인 영향을 미칠 수 있을 전망이다.

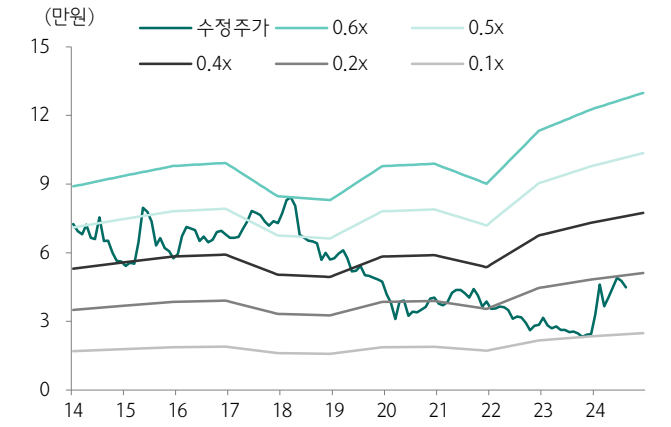
도표 1. 지역난방공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2023				2024F				2Q24 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	**16,595**	**6,484**	**6,073**	**10,385**	**13,746**	**5,323**	**5,589**	**12,466**	**(17.9)**	**(61.3)**
열	6,288	2,011	1,344	5,304	7,196	2,042	1,500	6,181	1.6	(72.0)
전기	10,263	4,405	4,586	5,029	6,385	3,047	3,942	6,230	(30.8)	(52.4)
냉수	44	68	143	52	165	234	146	55	242.3	405.0
영업이익	**(877)**	**(465)**	**(444)**	**4,933**	**2,086**	**(234)**	**(307)**	**1,440**	**적지**	**적전**
세전이익	**(1,070)**	**(676)**	**(594)**	**4,664**	**1,857**	**(411)**	**(461)**	**1,274**	**적지**	**적전**
순이익	**(823)**	**(521)**	**(462)**	**3,800**	**1,425**	**(316)**	**(355)**	**981**	**적지**	**적전**
영업이익률(%)	(5.3)	(7.2)	(7.3)	47.5	15.2	(4.4)	(5.5)	11.6	-	-
세전이익률(%)	(6.4)	(10.4)	(9.8)	44.9	13.5	(7.7)	(8.3)	10.2	-	-
순이익률(%)	(5.0)	(8.0)	(7.6)	36.6	10.4	(5.9)	(6.3)	7.9	-	-
열판매량(천Gcal)	6,412	1,909	1,405	4,764	6,706	1,846	1,439	5,094	(3.3)	(72.5)
전기판매량(천MWh)	4,073	2,382	2,370	3,195	4,033	1,917	2,355	3,843	(19.5)	(52.5)

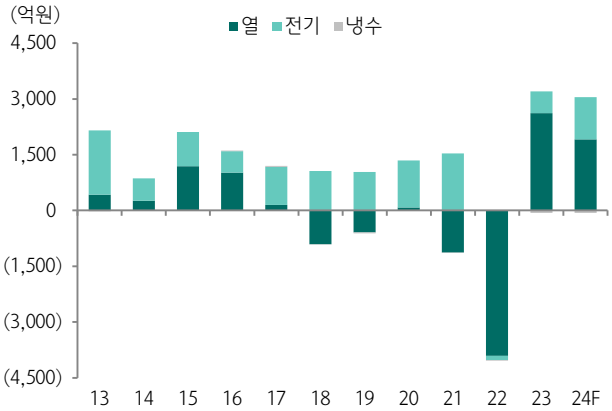
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 2. 지역난방공사 12M Fwd PBR 추이



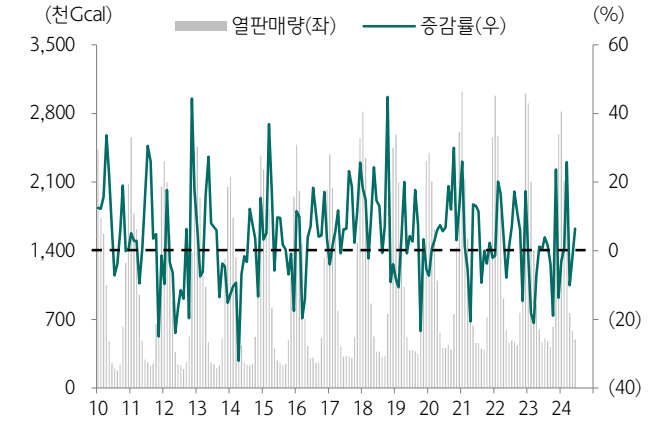
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 3. 지역난방공사 연간 부문별 영업이익 추이



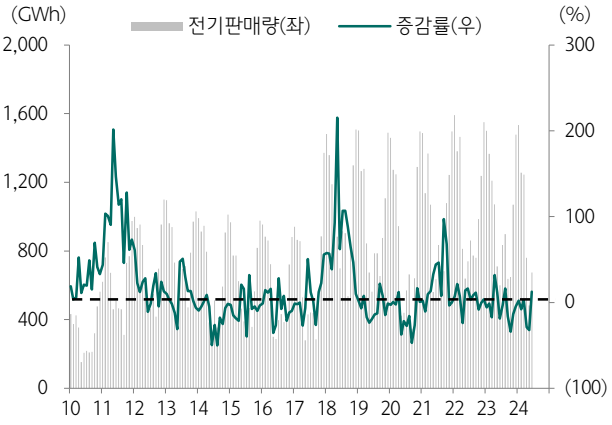
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 4. 월별 열판매량 (2024년 2분기 YoY -3.3%)



자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 5. 월별 전기판매량 (2024년 2분기 YoY -19.5%)



자료: 지역난방공사, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**4,173.0**	**3,953.7**	**3,712.4**	**4,019.3**	**4,163.1**
매출원가	4,464.3	3,540.2	3,310.4	3,573.8	3,690.6
매출총이익	(291.3)	413.5	402.0	445.5	472.5
판관비	112.7	98.8	103.4	112.6	116.6
영업이익	**(403.9)**	**314.7**	**298.5**	**332.9**	**355.9**
금융손익	(59.4)	(82.5)	(79.4)	(75.8)	(77.2)
종속/관계기업손익	0.3	0.4	(0.8)	(0.1)	(0.2)
기타영업외손익	205.2	(0.2)	7.5	6.8	5.7
세전이익	**(257.9)**	**232.4**	**225.8**	**263.9**	**284.2**
법인세	(73.9)	33.1	52.3	60.6	65.3
계속사업이익	(184.0)	199.4	173.5	203.3	218.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(184.0)**	**199.4**	**173.5**	**203.3**	**218.9**
비지배주주지분 순이익	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	**(183.9)**	**199.4**	**173.5**	**203.3**	**218.9**
지배주주지분포괄이익	(146.3)	184.9	175.7	203.3	218.9
NOPAT	(288.2)	270.0	229.3	256.4	274.1
EBITDA	(118.0)	628.3	628.9	666.7	693.4
성장성(%)					
매출액증가율	64.50	(5.26)	(6.10)	8.27	3.58
NOPAT증가율	적전	흑전	(15.07)	11.82	6.90
EBITDA증가율	적전	흑전	0.10	6.01	4.00
영업이익증가율	적전	흑전	(5.15)	11.52	6.91
(지배주주)순익증가율	적전	흑전	(12.99)	17.18	7.67
EPS증가율	적전	흑전	(13.00)	17.17	7.70
수익성(%)					
매출총이익률	(6.98)	10.46	10.83	11.08	11.35
EBITDA이익률	(2.83)	15.89	16.94	16.59	16.66
영업이익률	(9.68)	7.96	8.04	8.28	8.55
계속사업이익률	(4.41)	5.04	4.67	5.06	5.26

대차대조표 (단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	**1,119.4**	**899.6**	**1,100.0**	**1,138.1**	**1,171.2**
금융자산	55.0	25.6	50.7	57.9	59.6
현금성자산	39.0	14.1	37.0	43.7	45.0
매출채권	849.8	707.4	849.2	874.3	899.7
재고자산	60.0	61.3	73.6	75.7	77.9
기타유동자산	154.6	105.3	126.5	130.2	134.0
비유동자산	**6,358.8**	**7,068.8**	**7,156.5**	**7,106.0**	**7,051.8**
투자자산	107.5	93.7	112.4	115.7	119.1
금융자산	91.7	79.3	95.2	98.0	100.8
유형자산	5,799.5	6,154.2	6,328.7	6,403.0	6,472.5
무형자산	**76.9**	**69.8**	**60.2**	**52.0**	**44.9**
기타비유동자산	**374.9**	**751.1**	**655.2**	**535.3**	**415.3**
자산총계	**7,478.1**	**7,968.4**	**8,256.5**	**8,244.1**	**8,223.0**
유동부채	**1,996.0**	**2,028.3**	**1,916.7**	**1,940.2**	**1,964.1**
금융부채	798.4	1,308.9	1,060.9	1,061.2	1,061.5
매입채무	1,003.4	505.6	606.9	624.9	643.0
기타유동부채	194.2	213.8	248.9	254.1	259.6
비유동부채	**3,815.2**	**3,846.9**	**4,074.6**	**3,904.8**	**3,722.2**
금융부채	**2,781.8**	**2,798.7**	**3,078.4**	**3,078.4**	**3,078.4**
기타비유동부채	1,033.4	1,048.2	996.2	826.4	643.8
부채총계	**5,811.1**	**5,875.2**	**5,991.2**	**5,845.0**	**5,686.2**
지배주주지분	**1,662.2**	**2,088.4**	**2,260.4**	**2,394.3**	**2,531.9**
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	3.7	3.7	3.7
이익잉여금	1,229.6	1,415.9	1,585.6	1,719.6	1,857.2
비지배주주지분	**4.8**	**4.8**	**4.8**	**4.8**	**4.8**
자본총계	**1,667.0**	**2,093.2**	**2,265.2**	**2,399.1**	**2,536.7**
순금융부채	3,525.2	4,082.1	4,088.5	4,081.7	4,080.3

투자지표

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(15,880)	17,222	14,983	17,555	18,907
BPS	143,557	180,371	195,221	206,787	218,673
CFPS	(7,345)	54,570	55,089	56,213	56,649
EBITDAPS	(10,193)	54,259	54,313	57,583	59,888
SPS	360,404	341,462	320,619	347,125	359,549
DPS	0	0	5,990	7,020	7,560
주가지표(배)					
PER	(1.79)	1.42	2.99	2.55	2.37
PBR	0.20	0.14	0.23	0.22	0.21
PCFR	(3.88)	0.45	0.81	0.80	0.79
EV/EBITDA	(32.71)	6.96	7.42	6.98	6.71
PSR	0.08	0.07	0.14	0.13	0.12
재무비율(%)					
ROE	(10.55)	10.63	7.98	8.73	8.89
ROA	(2.63)	2.58	2.14	2.46	2.66
ROIC	(4.87)	4.13	3.31	3.68	3.97
부채비율	348.60	280.67	264.49	243.63	224.16
순부채비율	211.47	195.01	180.49	170.13	160.85
이자보상배율(배)	(6.31)	3.57	3.08	3.43	3.66

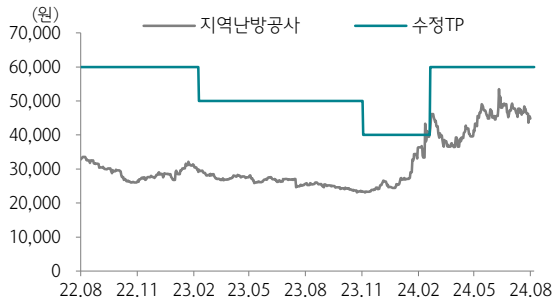
현금흐름표 (단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	**14.6**	**(141.8)**	**28.1**	**366.7**	**373.3**
당기순이익	(184.0)	199.4	173.5	203.3	218.9
조정	31.6	337.3	366.9	333.8	337.6
감가상각비	285.9	313.5	330.4	333.9	337.6
외환거래손익	(0.3)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.3)	(0.4)	(0.1)	0.0	0.0
기타	(253.7)	24.2	36.6	(0.1)	0.0
영업활동자산부채변동	167.0	(678.5)	(512.3)	(170.4)	(183.2)
투자활동 현금흐름	**(541.0)**	**(633.6)**	**(438.1)**	**(283.7)**	**(283.8)**
투자자산감소(증가)	(25.3)	13.8	(18.8)	(3.3)	(3.4)
자본증가(감소)	(518.4)	(639.1)	(500.7)	(400.0)	(400.0)
기타	2.7	(8.3)	81.4	119.6	119.6
재무활동 현금흐름	**548.8**	**750.5**	**29.2**	**(69.0)**	**(81.0)**
금융부채증가(감소)	574.2	527.5	31.6	0.3	0.3
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(9.2)	233.7	(2.4)	0.1	0.0
배당지급	(16.2)	(10.7)	0.0	(69.4)	(81.3)
현금의 증감	**22.5**	**(24.9)**	**22.9**	**6.8**	**1.3**
Unlevered CFO	(85.1)	631.9	637.9	650.9	655.9
Free Cash Flow	(506.5)	(782.2)	(472.6)	(33.3)	(26.7)

자료: 하나증권

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	1 년 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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 8월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2024년 8월 9일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 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	93.55%	5.99%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 08월 06일