



BUY (유지)

목표주가(12M) 60,000원(유지)
현재주가(2.13) 42,200원

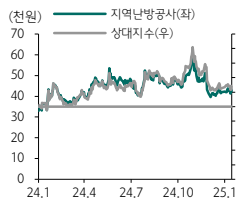
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,583.17
52주 최고/최저(원)	59,100/33,350
시가총액(십억원)	488.6
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	11,578.7
60일 평균 거래량(천주)	30.6
60일 평균 거래대금(십억원)	1.4
외국인지분율(%)	2.45
주요주주 지분율(%)	
산업통상자원부 외 3인	75.00

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	3,630.4	3,367.9
영업이익(십억원)	362.0	418.6
순이익(십억원)	243.3	248.2
EPS(원)	21,013	21,436
BPS(원)	200,721	220,896

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024P	2025F
매출액	4,173.0	3,953.7	3,570.3	3,921.0
영업이익	(403.9)	314.7	327.9	334.4
세전이익	(257.9)	232.4	260.7	258.2
순이익	(183.9)	199.4	209.7	201.1
EPS	(15,880)	17,222	18,114	17,364
증감율	적전	흑전	5.18	(4.14)
PER	(1.79)	1.42	2.29	2.43
PBR	0.20	0.14	0.21	0.20
EV/EBITDA	(32.71)	6.96	7.04	6.49
ROE	(10.55)	10.63	9.60	8.51
BPS	143,557	180,371	197,136	210,880
DPS	0	0	3,620	3,470



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

하나증권 리서치센터

2025년 2월 14일 | 기업분석_Earnings Review

지역난방공사 (071320)

미수금 감소 속도 빨라질 것

목표주가 60,000원, 투자의견 매수 유지

지역난방공사 목표주가 60,000원, 투자의견 매수를 유지한다. 4분기 실적은 시장 기대치를 하회했다. 미수금이 증가할 것이라는 예상과 다르게 감소했기 때문이다. 작년 7월 열요금 인상 효과가 본격적으로 반영되면서 재무 정상화가 시작되었다. 연간 2천억원대 순이익을 기록하며 전년대비 개선된 점이 긍정적이다. 과거 배당성향 추이를 적용하면 상당 수준의 배당수익률이 기대되나 배당은 정부와 협의를 통해 결정되는 사안이기 때문에 불확실성이 일부 존재하며 2월 중에 해소될 전망이다. 2025년 기준 PER 2.4배, PBR 0.2배다.

4Q24 영업이익 1,139억원(YoY -76.9%)으로 컨센서스 하회

4분기 매출액은 10,783억원을 기록하면서 전년대비 3.8% 증가했다. 판매실적은 열이 9.5% 감소, 전기는 16.5% 증가했다. 판매단가는 열이 11.4% 상승, 전기는 7.9% 하락했다. 열은 판매량 부진에도 가격 상승으로 외형이 성장했고 전기는 SMP 약세에도 불구하고 판매량이 증가하며 매출이 증가했다. 영업이익은 1,139억원을 기록하면서 전년대비 76.9% 감소했다. 하지만 2023년 4분기 미수금 정산에 따른 일회성 이익 기저효과를 제외하면 사실상 50% 이상 증익이다. 열 이익은 전년대비 감소, 전기는 증가했으나 원가 배분의 복잡함을 감안할 필요가 있으며 열 부문의 본질적 이익체력은 개선이 지속되는 중이다. 4분기 말 기준 누적 미수금은 5,595억원이며 직전 분기 5,674억원 대비 79억원 감소했다. 출지 않은 기온 영향으로 열 판매량이 부진했음에도 미수금 감소로 재무 상황이 개선되는 흐름은 긍정적인 소식이다. 2025년 1~2월 낮은 기온이 열 수요 증가로 이어지는지 향후 공시를 통해서 확인할 필요가 있다.

생각보다 빨리 찾아온 미수금 감소. 2월 중 공시될 배당 내용에 관심

공공기관 경영정보 공개시스템에 게시된 중장기 재무관리계획의 숫자를 살펴보면 2024년 영업이익 3,666억원, 2025년 영업이익 4,117억원이고 순이익은 각각 2,200억원, 2,665억원이다. 미수금이 발생하는 만큼 연료비 초과분비 보전되어 영업이익 규모가 커진다는 점에서 현재의 미수금 감소 추세가 2025년 예상 수치에 반영되지는 않은 것으로 간주된다. 1분기가 연중 가장 성수기이고 최근 발전용 가스 가격 약세 흐름까지 고려할 때 미수금 감소와 그에 따른 연간 영업이익 목표치 하회 가능성이 크다. 그럼에도 불구하고 2024년 연간 순이익과 비슷한 수준의 이익 체력이 당분간 유지될 수 있을 것으로 기대된다. 이후 배당 공시에서 배당성향이 어느 정도 수준으로 산정될 것인지가 관건이다.

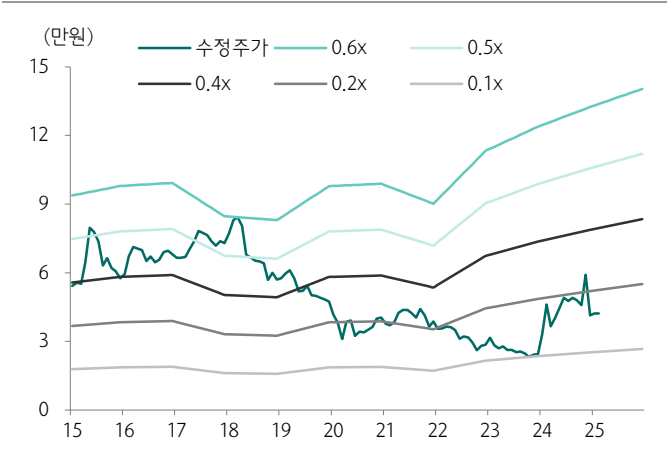
도표 1. 지역난방공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2024P				2025F				4Q24 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	13,746	5,323	5,851	10,783	15,044	6,201	6,053	11,913	3.8	84.3
열	7,301	2,148	1,456	5,349	8,235	2,591	1,551	6,407	0.9	267.2
전기	6,398	3,105	4,255	5,394	6,766	3,537	4,360	5,449	7.3	26.8
냉수	46	71	139	40	42	72	142	56	(23.2)	(71.3)
영업이익	2,086	(234)	289	1,139	2,155	(32)	(157)	1,378	(76.9)	294.5
세전이익	1,857	(410)	355	806	1,974	(204)	(337)	1,150	(82.7)	127.5
순이익	1,425	(316)	326	664	1,539	(159)	(263)	897	(82.5)	103.8
영업이익률(%)	15.2	(4.4)	4.9	10.6	14.3	(0.5)	(2.6)	11.6	-	-
세전이익률(%)	13.5	(7.7)	6.1	7.5	13.1	(3.3)	(5.6)	9.7	-	-
순이익률(%)	10.4	(5.9)	5.6	6.2	10.2	(2.6)	(4.3)	7.5	-	-
열판매량(천Gcal)	6,706	1,846	1,470	4,312	7,004	2,062	1,463	4,827	(9.5)	193.3
전기판매량(천MWh)	4,033	1,917	2,331	3,722	4,181	2,162	2,377	3,779	16.5	59.7

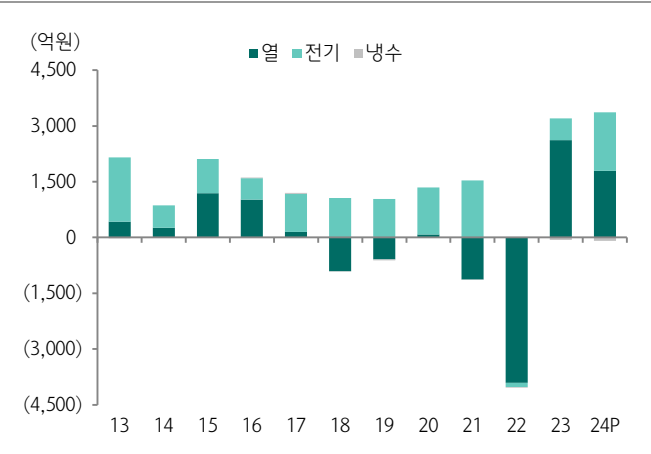
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 2. 지역난방공사 12M Fwd PBR 추이



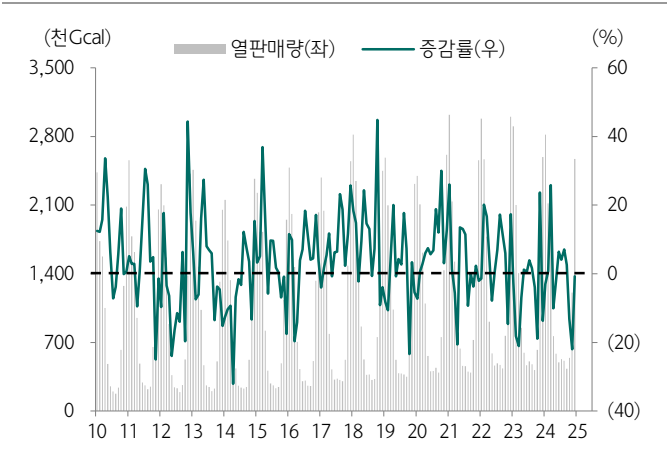
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 3. 지역난방공사 연간 부문별 영업이익 추이



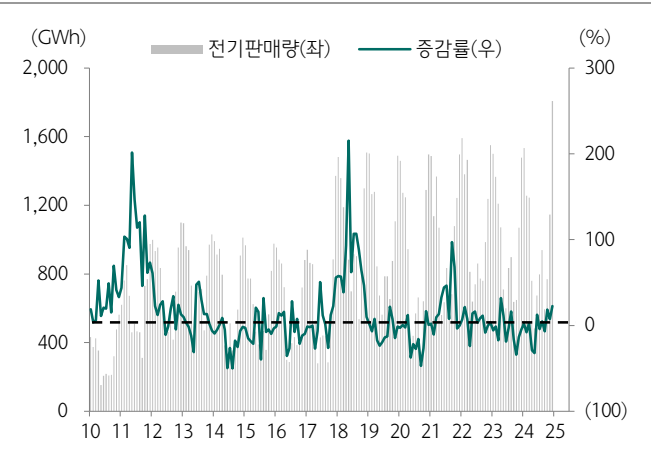
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 4. 월별 열판매량 (2024년 4분기 YoY -9.5%)



자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 5. 월별 전기판매량 (2024년 4분기 YoY +16.5%)



자료: 지역난방공사, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024P	2025F	2026F
매출액	4,173.0	3,953.7	3,570.3	3,921.0	4,028.5
매출원가	4,464.3	3,540.2	3,140.3	3,474.4	3,593.5
매출총이익	(291.3)	413.5	430.0	446.6	435.0
판매비	112.7	98.8	102.1	112.3	115.2
영업이익	(403.9)	314.7	327.9	334.4	319.8
금융손익	(59.4)	(82.5)	(89.6)	(79.2)	(81.7)
종속/관계기업손익	0.3	0.4	(0.1)	0.2	0.2
기타영업외손익	205.2	(0.2)	22.5	2.8	0.4
세전이익	(257.9)	232.4	260.7	258.2	238.6
법인세	(73.9)	33.1	50.8	56.8	52.5
계속사업이익	(184.0)	199.4	209.9	201.4	186.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(184.0)	199.4	209.9	201.4	186.1
비지배주주지분 순이익	(0.1)	(0.0)	0.2	0.4	0.3
지배주주순이익	(183.9)	199.4	209.7	201.1	185.8
지배주주지분포괄이익	(146.3)	184.9	205.4	201.0	185.7
NOPAT	(288.2)	270.0	264.0	260.8	249.4
EBITDA	(118.0)	628.3	658.4	668.5	657.4
성장성(%)					
매출액증가율	64.50	(5.26)	(9.70)	9.82	2.74
NOPAT증가율	적전	흑전	(2.22)	(1.21)	(4.37)
EBITDA증가율	적전	흑전	4.79	1.53	(1.66)
영업이익증가율	적전	흑전	4.19	1.98	(4.37)
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	5.17	(4.10)	(7.61)
EPS증가율	적전	흑전	5.18	(4.14)	(7.61)
수익성(%)					
매출총이익률	(6.98)	10.46	12.04	11.39	10.80
EBITDA이익률	(2.83)	15.89	18.44	17.05	16.32
영업이익률	(9.68)	7.96	9.18	8.53	7.94
계속사업이익률	(4.41)	5.04	5.88	5.14	4.62

투자지표	2022	2023	2024P	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(15,880)	17,222	18,114	17,364	16,043
BPS	143,557	180,371	197,136	210,880	223,453
CFPS	(7,345)	54,570	57,071	57,052	55,371
EBITDAPS	(10,193)	54,259	56,859	57,731	56,779
SPS	360,404	341,462	308,350	338,640	347,922
DPS	0	0	3,620	3,470	3,210
주가지표(배)					
PER	(1.79)	1.42	2.29	2.43	2.63
PBR	0.20	0.14	0.21	0.20	0.19
PCR	(3.88)	0.45	0.73	0.74	0.76
EV/EBITDA	(32.71)	6.96	7.04	6.49	6.27
PSR	0.08	0.07	0.13	0.12	0.12
재무비율(%)					
ROE	(10.55)	10.63	9.60	8.51	7.39
ROA	(2.63)	2.58	2.58	2.41	2.22
ROIC	(4.87)	4.13	3.76	3.65	3.52
부채비율	348.60	280.67	262.92	241.96	221.75
순부채비율	211.47	195.01	181.32	157.50	140.14
이자보상배율(배)	(6.31)	3.57	3.38	3.32	3.40

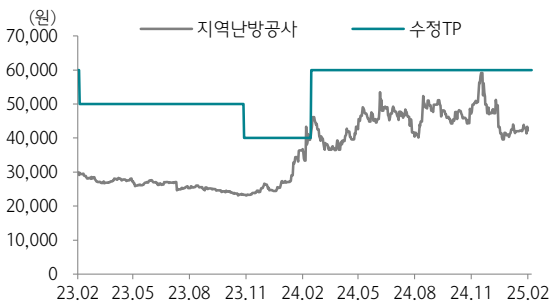
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024P	2025F	2026F
유동자산	1,119.4	899.6	960.2	1,069.9	1,100.6
금융자산	55.0	25.6	43.0	57.7	68.3
현금성자산	39.0	14.1	31.2	44.5	54.9
매출채권	849.8	707.4	734.6	811.5	827.8
재고자산	60.0	61.3	63.6	70.3	71.7
기타유동자산	154.6	105.3	119.0	130.4	132.8
비유동자산	6,358.8	7,068.8	7,341.8	7,297.9	7,242.4
투자자산	107.5	93.7	97.3	107.4	109.6
금융자산	91.7	79.3	82.3	91.0	92.8
유형자산	5,799.5	6,154.2	6,420.9	6,495.4	6,565.0
무형자산	76.9	69.8	59.3	50.8	43.4
기타비유동자산	374.9	751.1	764.3	644.3	524.4
자산총계	7,478.1	7,968.4	8,302.0	8,367.8	8,343.0
유동부채	1,996.0	2,028.3	1,681.6	1,473.9	1,279.1
금융부채	798.4	1,308.9	946.4	667.4	457.6
매입채무	1,003.4	505.6	525.0	580.0	591.6
기타유동부채	194.2	213.8	210.2	226.5	229.9
비유동부채	3,815.2	3,846.9	4,332.8	4,446.8	4,470.9
금융부채	2,781.8	2,798.7	3,244.5	3,244.5	3,244.5
기타비유동부채	1,033.4	1,048.2	1,088.3	1,202.3	1,226.4
부채총계	5,811.1	5,875.2	6,014.5	5,920.8	5,750.0
지배주주지분	1,662.2	2,088.4	2,282.6	2,441.7	2,587.3
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	(2.8)	(2.8)	(2.8)
이익잉여금	1,229.6	1,415.9	1,614.4	1,773.5	1,919.1
비지배주주지분	4.8	4.8	4.9	5.3	5.7
자본총계	1,667.0	2,093.2	2,287.5	2,447.0	2,593.0
순금융부채	3,525.2	4,082.1	4,147.8	3,854.2	3,633.8

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024P	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	14.6	(141.8)	672.2	647.7	547.4
당기순이익	(184.0)	199.4	209.9	201.4	186.1
조정	31.6	337.3	322.0	334.1	337.7
감가상각비	285.9	313.5	330.4	334.1	337.6
외환거래손익	(0.3)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
지분법손익	(0.3)	(0.4)	(0.8)	0.0	0.0
기타	(253.7)	24.2	(7.6)	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	167.0	(678.5)	140.3	112.2	23.6
투자활동 현금흐름	(541.0)	(633.6)	(518.5)	(291.4)	(282.4)
투자자산감소(증가)	(25.3)	13.8	(3.6)	(10.2)	(2.1)
자본증가(감소)	(518.4)	(639.1)	(563.9)	(400.0)	(400.0)
기타	2.7	(8.3)	49.0	118.8	119.7
재무활동 현금흐름	548.8	750.5	63.4	(320.9)	(250.0)
금융부채증가(감소)	574.2	527.5	83.2	(279.0)	(209.8)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(9.2)	233.7	(19.8)	0.0	0.0
배당지급	(16.2)	(10.7)	0.0	(41.9)	(40.2)
현금의 증감	22.5	(24.9)	17.0	13.4	10.4
Unlevered CFO	(85.1)	631.9	660.8	660.6	641.1
Free Cash Flow	(506.5)	(782.2)	107.7	247.7	147.4

투자조건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

지역난방공사



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.2.27	BUY	60,000	-26.49%	-10.83%
23.11.10	BUY	40,000	-29.46%	8.38%
23.2.16	BUY	50,000	-47.46%	-40.90%
23.2.14	1년 경과	-	-	-
22.2.14	BUY	60,000	-47.38%	-38.75%

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 2025년 2월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2025년 2월 14일 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 투자조건 비율공시

- 투자조건 의견의 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	93.15%	6.39%	0.46%	100%

* 기준일: 2025년 2월 11일