

# 지역난방공사 (071320)

## 배당의 화신으로 변신하면서 밸류에이션 리레이팅

### 올해 3분기 미수금 회계 처리로 인하여 어닝 서프라이즈

동사 올해 3분기 K-IFRS 연결기준 실적의 경우 매출액 5,851억원(-3.7% YoY, +9.9% QoQ), 영업이익 289억원(흑자전환 YoY, 흑자전환 QoQ)으로 어닝 서프라이즈를 기록하였다.

매출액 감소 요인은 SMP 하락 및 전력판매량 감소로 인하여 전력부문 매출액이 전년동기대비 8.3% 감소하였기 때문이다. 다만 열 판매단가 상승으로 인하여 열부문 매출액이 증가하면서 전체 매출 하락폭을 축소시켰다.

참고로 열 판매단가의 경우 2022년에 세차례 인상(주택용 총 요금 기준 4월 2.35%, 7월 9.81%, 10월 18.09%) 하였으며, 2023년에도 추가적인 열요금 인상(6월 4.25%, 7월 7.00%)이 이뤄졌다. 또한 2024년에도 열요금 인상(7월 9.53%)이 이뤄졌다.

3분기 영업이익의 경우 비수기로 매년 손실을 기록하였는데 올해 흑자전환한 요인은 지난해 4분기에 도입한 미수금 회계처리 덕분이다. 즉, 올해 3분기에 LNG 구입 등으로 발생한 원료비에 대하여 받지 못한 규모만큼 열요금 미수금으로 684억원을 인식함에 따라 흑자전환 하였다.

참고로 LNG 단가의 경우 2022년 4분기 1,586원/Nm<sup>3</sup>을 기록한 이후 2023년에는 분기별로 각각 1,503원/Nm<sup>3</sup>, 989원/Nm<sup>3</sup>, 935원/Nm<sup>3</sup>, 916원/Nm<sup>3</sup>을 기록하면서 지속적으로 하락하였다.

올해 들어서도 분기별로 각각 962원/Nm<sup>3</sup>, 842원/Nm<sup>3</sup>, 861원/Nm<sup>3</sup>을 기록하면서 하향 추세에 있다.

무엇보다 올해 3분기 누적 열요금 미정산분 약 1,422억원을 미수금으로 인식함에 따라 2025년 7월 추가적인 열요금 조정이 예상된다.

### 올해 예상 순이익 등을 고려할 때 현재 주가 기준 배당수익률 10% 이상 될 듯 ⇒ 기업 밸류업 프로그램 등으로 배당성향 유지되면서 동사 밸류에이션 리레이팅 될 듯

올해 원가 하락, 판가 상승 등으로 지역 난방사업의 수익성 개선이 가시화 됨에 따라 일정 수준 이상의 연간 순이익 달성이 예상되면서 안정적인 현금흐름을 나타낼 것으로 기대된다. 이에 따라 2년 동안 중단된 배당이 재개될 것으로 예상된다.

동사 배당계획의 경우 기획재정부의 정부출자기관 중기 배당성향 목표를 준용하고 있다. 지난 2014년 12월 기획재정부에서 발표한 「정부출자기관에 대한 정부배당정책 방향」에서는 정부출자기관의 중기 배당성향 목표를 2014년 21.5%에서 2020년 40%까지 단계적으로 상향 조정하였다.

이에 따라 동사는 기획재정부의 정부출자기관 중기 배당성향 목표를 준용하면서 2020년, 2021년 배당성향을 각각 40.0%, 43.0%으로 확정하였다.

이러한 기획재정부의 정부출자기관 중기 배당성향 목표와 더불어 올해 예상 순이익 등을 고려할 때 현재 주가 수준에서는 배당수익률이 10% 이상 될 것으로 예상된다.

무엇보다 기업 밸류업 프로그램 등으로 인하여 이러한 배당성향이 유지되면서 동사 밸류에이션이 리레이팅 될 수 있을 것이다.

## Company Brief

## NR

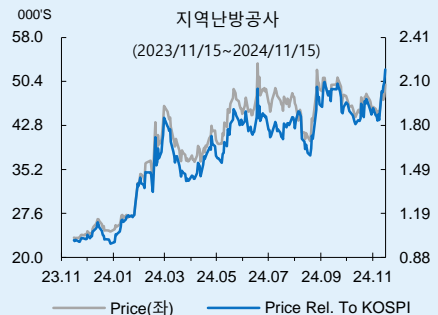
액면가	5,000원
증가(2024.11.15)	49,850원

### Stock Indicator

자본금	58십억원
발행주식수	1,158만주
시가총액	577십억원
외국인지분율	3.2%
52주 주가	23,300~53,500원
60일평균거래량	14,444주
60일평균거래대금	0.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.6	20.1	9.3	112.6
상대수익률	17.8	28.7	20.8	115.4

### Price Trend



FY	2020	2021	2022	2023
매출액(십억원)	2,099	2,537	4,173	3,954
영업이익(십억원)	133	40	-404	315
순이익(십억원)	28	21	-184	199
EPS(원)	2,413	1,853	-15,880	17,222
BPS(원)	155,780	157,459	143,557	180,371
PER(배)	16.7	20.9		1.4
PBR(배)	0.3	0.2	0.2	0.1
ROE(%)	1.7	1.2	-10.6	10.6
배당수익률(%)	2.4	2.1		
EV/EBITDA(배)	8.3	10.3	-	6.8

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]

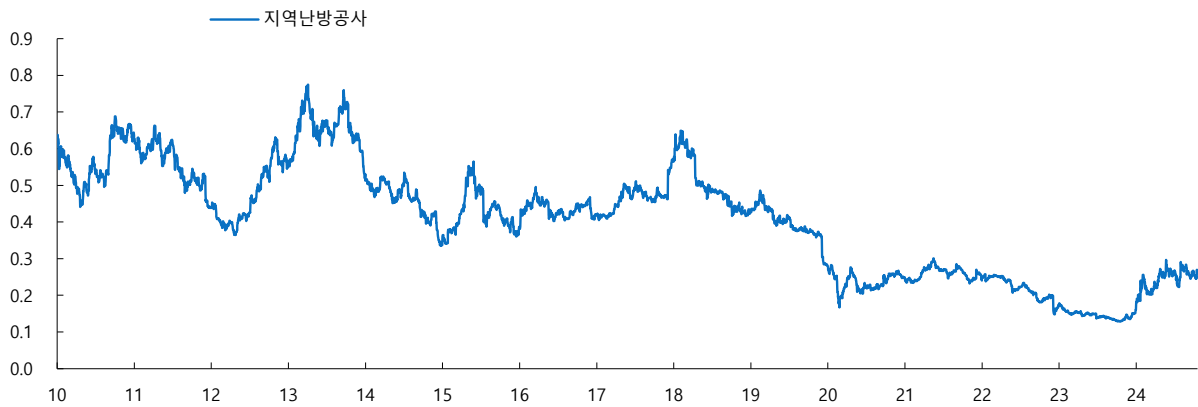
이상현 2122-9198 value3@imfnsec.com

표1. 지역난방공사. 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	자배주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2019	23,679	422	-253	-256	-256	-2,209	-
2020	20,989	1,329	220	279	279	2,413	16.7
2021	25,368	397	291	215	215	1,853	20.9
2022	41,730	-4,039	-2,579	-1,840	-1,839	-15,880	-
2023	39,537	3,147	2,324	1,994	1,994	17,222	1.4
2024E	37,135	3,516	3,009	2,364	2,364	20,418	2.4

자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

그림1. 지역난방공사 PBR 추이



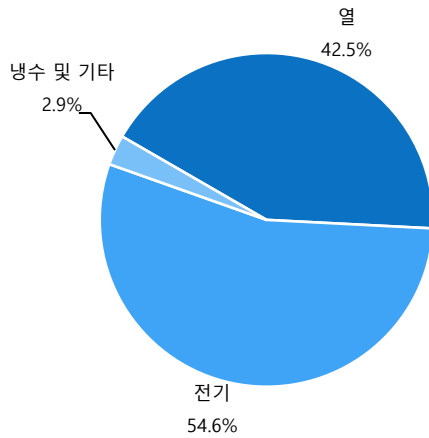
자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

표2. 지역난방공사 배당 내역

구분	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
배당총액(억원)	440	327	미배당	미배당	112	92	미배당	미배당
배당종류	현금	현금			현금	현금		
주당 배당금(원)	3,800	2,820			965	797		
배당성향(%)	34.73	46.73			40.00	43.00		
배당수익률(%)	5.3	3.8			2.4	2.1		

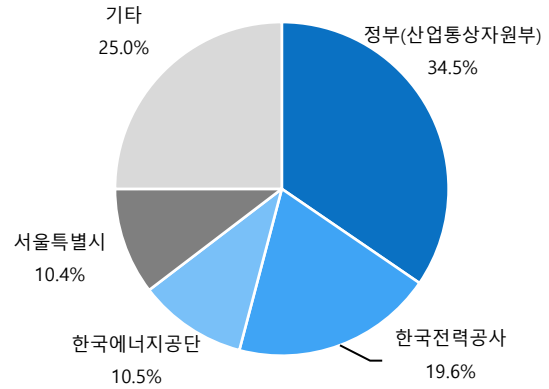
자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

그림2. 지역난방공사 매출 구성(2024년 3분기 누적기준)



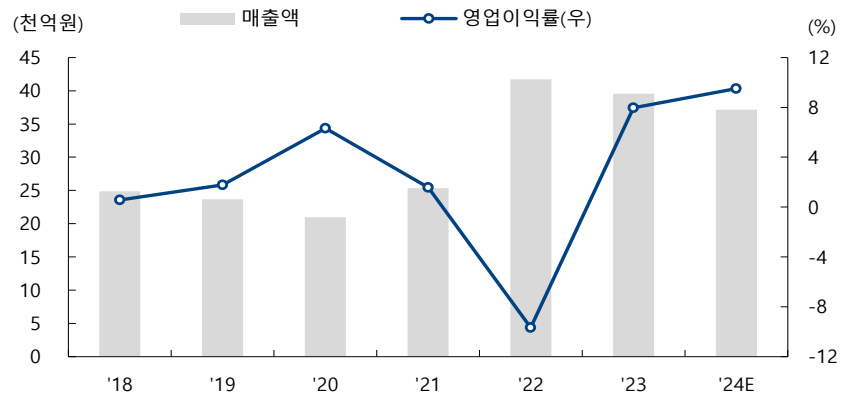
자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

그림3. 지역난방공사 주주 분포(2024년 9월 30일 기준)



자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

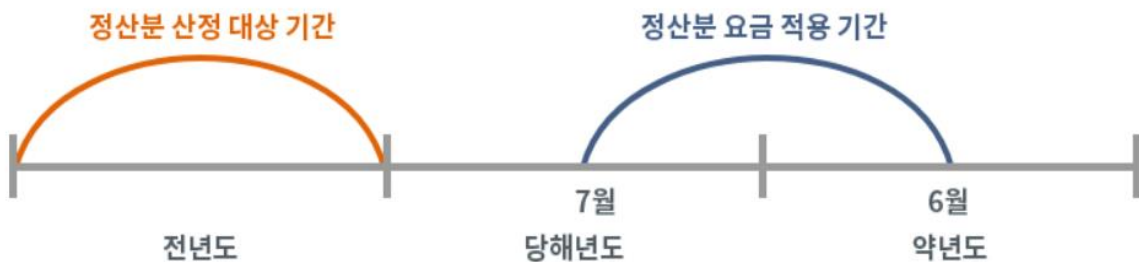
그림4. 지역난방공사 실적 추이



자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

그림5. 지역난방공사 지역난방 열요금 연료비 정산제 시행 시기

**시행시기** 연1회(7월), 단 요금변동의 안정성 등 필요한 경우에는 적용기간 변경가능



자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

그림6. 두바이유 가격 추이



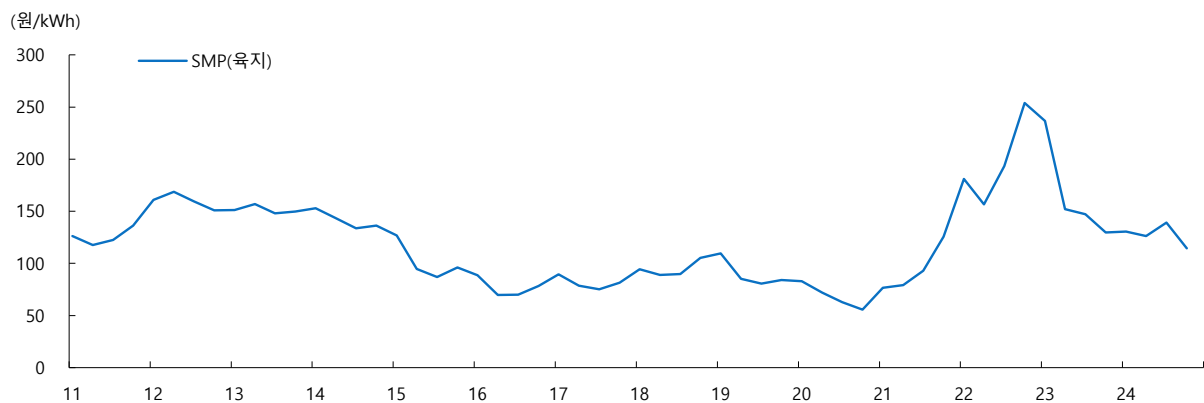
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림7. JCC(Japan Crude Cocktail) 가격 추이



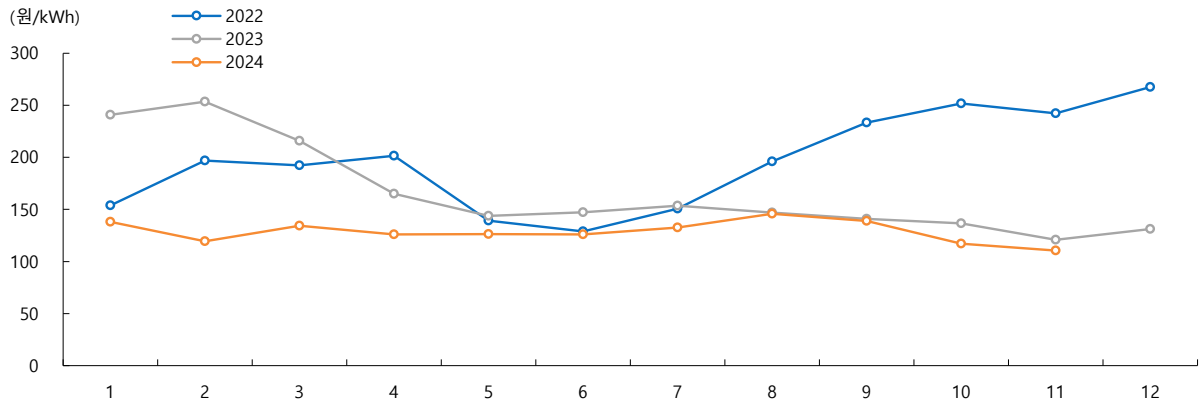
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. SMP 추이



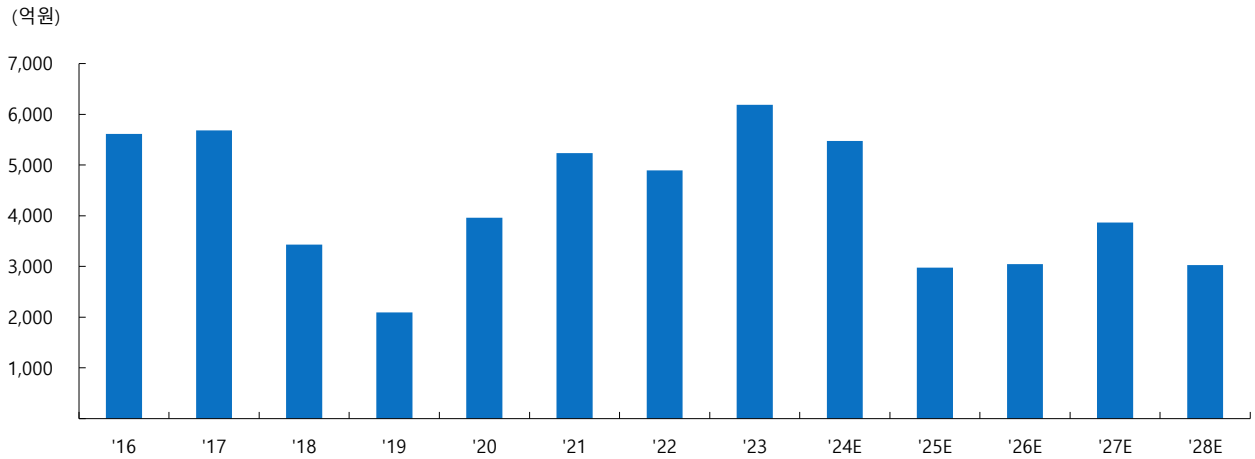
자료: 전력거래소, iM증권 리서치본부

그림9. 월별 SMP 추이



자료: 전력거래소, iM증권 리서치본부

그림10. 지역난방공사 CAPEX 추이



자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

표3. 지역난방공사 주요 투자계획(단위: 억원)

사업분야	2024	2025	2026	2027	2028	합계
고유사업	1,831	1,212	1,097	1,538	1,095	6,773
친환경	2,640	812	855	1,177	614	6,098
안전 투자	892	818	961	1,023	1,190	4,884
기타(정보화 등)	112	132	131	131	130	636
<b>총계</b>	<b>5,475</b>	<b>2,974</b>	<b>3,044</b>	<b>3,869</b>	<b>3,029</b>	<b>18,391</b>

자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

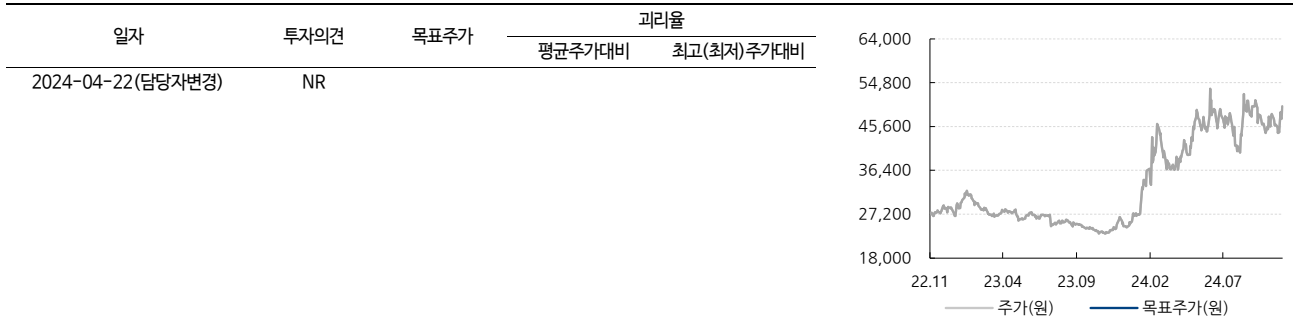
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2020	2021	2022	2023	(십억원, %)	2020	2021	2022	2023
유동자산	584	712	1,119	900	매출액	2,099	2,537	4,173	3,954
현금 및 현금성자산	30	17	39	14	증가율(%)	-11.4	20.9	64.5	-5.3
단기금융자산	9	12	15	11	매출원가	1,856	2,385	4,464	3,540
매출채권	434	545	850	707	매출총이익	243	151	-291	413
재고자산	39	39	60	61	판매비와관리비	110	112	113	99
비유동자산	5,489	5,806	6,359	7,069	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	5,224	5,496	5,948	6,298	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	82	80	77	70	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	6,073	6,517	7,478	7,968	영업이익	133	40	-404	315
유동부채	921	1,515	1,996	2,028	증가율(%)	214.7	-70.1	적전	흑전
매입채무	232	507	1,003	506	영업이익률(%)	6.3	1.6	-9.7	8.0
단기차입금	-	470	530	540	이자수익	3	3	5	6
유동성장기부채	439	340	268	769	이자비용	57	52	64	88
비유동부채	3,348	3,180	3,815	3,847	지분이익(손실)	0	1	0	0
사채	1,978	2,087	2,667	2,677	기타영업외손익	-39	52	14	7
장기차입금	340	-	3	6	세전계속사업이익	22	29	-258	232
부채총계	4,269	4,694	5,811	5,875	법인세비용	-6	8	-74	33
자배주주지분	1,804	1,823	1,662	2,088	세전계속이익률(%)	1.0	1.1	-6.2	5.9
자본금	58	58	58	58	당기순이익	28	21	-184	199
자본잉여금	-	-	-	-	순이익률(%)	1.3	0.8	-4.4	5.0
이익잉여금	1,385	1,398	1,230	1,416	자배주주귀속 순이익	28	21	-184	199
기타자본항목	247	254	261	501	기타포괄이익	-2	14	38	-15
비자배주주지분	-	-	5	5	총포괄이익	26	36	-146	185
자본총계	1,804	1,823	1,667	2,093	자배주주귀속총포괄이익	26	36	-146	185

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2020	2021	2022	2023		2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	382	418	15	-142	주당지표(원)				
당기순이익	28	21	-184	199	EPS	2,413	1,853	-15,880	17,222
유형자산감가상각비	243	256	276	304	BPS	155,780	157,459	143,557	180,371
무형자산상각비	9	10	10	10	CFPS	24,155	24,775	8,809	44,300
지분법관련손실(이익)	0	1	0	0	DPS	965	797	-	-
투자활동 현금흐름	-430	-542	-541	-634	Valuation(배)				
유형자산의 취득(취득)	-	-	-	-	PER	16.7	20.9		1.4
무형자산의 취득(취득)	3	4	2	0	PBR	0.3	0.2	0.2	0.1
금융상품의 증감	0	1	0	0	PCR	1.7	1.6	3.2	0.6
재무활동 현금흐름	58	111	549	751	EV/EBITDA	8.3	10.3	-	6.8
단기금융부채의증감	730	130	63	13	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-120	9	512	512	ROE	1.7	1.2	-10.6	10.6
자본의증감	250	-	-	-	EBITDA이익률	18.3	12.0	-2.8	15.9
배당금지급	-2	-18	-16	-11	부채비율	236.7	257.5	348.6	280.7
현금및현금성자산의증감	9	-13	22	-25	순부채비율	150.7	157.4	204.8	189.5
기초현금및현금성자산	20	30	17	39	매출채권회전율(x)	4.6	5.2	6.0	5.1
기말현금및현금성자산	30	17	39	14	재고자산회전율(x)	57.0	65.1	84.2	65.2

자료 : 지역난방공사, iM증권 리서치본부

지역난방공사 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	7.3%	0.7%