2024.04.22

지역난방공사 (071320)

밸류업 기반 마련되면서 화려하게 부활

집단에너지사업자로 열 및 전기 등을 판매

동사는 집단에너지사업을 수행하기 위하여 지난 1985년에 설립된 정부출자기관이다. 즉, 동사는 열병합발전소 등 집중된 에너지 생산시설에서 생산된 열을 주거·상업지역 또는 산업단지 내 다수 사용자에게 일괄 공급하는 지역 난방사업 뿐만 아니라 생산된 전력을 전력거래소(도매) 또는 지역난방 공급 지역 사용자에게 직접 판매(구역전기)하는 전기사업 및 생산된 냉·온수를 이용하여 일정구역에 냉방을 일괄 공급하는 냉방사업 등을 영위하고 있다.

지난해말 기준 총 19개 사업장에서 1,851천호의 공동주택과 2,919개소(냉방 1,353개소 포함) 건물에 냉·난방을 공급하고 있으며, 500MW급 이상의 중대형 발전소와 신재생설비를 포함한 2,485MW의 발전소를 보유하고 있다.

지난해 기준으로 매출비중을 살펴보면 전기 60.9%, 열 36.8%, 냉수 0.7%, 기타 1.6% 등이다.

한편, 주주는 정부(산업통상자원부) 34.5%을 비롯하여, 한국전력 19.6%, 한국에너지관리공단 10.5%, 서울특별시 10.4%, 우리사주조합 5.0% 기타 20.0% 등으로 분포되어 있다.

원가 하락, 판가 상승 등으로 지역 난방사업 수익성 개선 ⇒ 2년 동안 중단된 배당 재개 가능해지면서 동사 주가 리레이팅 될 듯

지역난방 열요금의 경우 '지역 냉난방 열요금 산정 기준 및 상한 지정'에 따라 총괄원가를 보상하는 수준에서 결정된다. 여기에서 총괄원가는 적정원가(LNG 등 자체연료비, 외부수열비, 감가상각비, 수선유지비, 법인세 등)와 적정투자보수(요금기저x 적정투자보수율)로 구성된다. 이러한 적정원가에서는 LNG 등 자체 연료비가 차지하는 비중이 매우 높다.

이에 따라 국제유가, 환율 변동에 따른 연료비 변동을 주기적으로 요금에 반영하기 위해서 연료비 연동제가 적용된다. 이에 더하여 지출한 연간 연료비와 요금으로 회수된 연료비 사이 차액을 정산하는 연료비 정산제도도 시행하고 있다.

2021년부터 국제유가 및 LNG가격 등이 가파르게 상승하였음에도 불구하고 연료비 변동분을 판매요금으로 적시에 전가하지 못함에 따라 동사의 수익성이 큰 폭으로 저하되었다. 이에 따라 2022년에는 이러한 LNG가격 상승분을 고려하여 열 판매단가를 세차례 인상(사용요금 기준 4월 2.68%, 7월 11.21%, 10월 20.66%) 하였으며, 2023년에도 추가적인 열요금 인상(6월 4.8%, 7월 7.9%)이 이뤄졌다.

무엇보다 LNG가격이 2022 년 4 분기부터 하향안정화 기조를 보이고 있어서 올해 연료비 하락 효과가 반영되는 환경하에서 그 동안의 판가 상승 등이 반영됨에 따라 수익성 개선이 가시화 될 것이다.

한편, 지난해 7월 산업통상자원부와 집단에너지업계는 2022년 연료비 인상요인을 3년에 걸쳐 분할 정산키로 의견을 모았다. 이에 따라 지난해 4분기 동사는 회계처리 변경을 통하여 2023년 발생 연료비 미정산분(약 4,179억원)을 비금융기타자산(미수금)으로 인식하였다.

무엇보다 동사는 전년도 실제 발생한 연료비와 요금 차이를 정산해 매년 7월에 적용하고 있는데, 올해 7월에는 미수금의 일정부분을 해소시키기 위한 열요금 인상이 예상된다.

올해 이러한 원가 하락, 판가 상승 등으로 지역 난방사업의 수익성 개선이 가시화 됨에 따라 2년 동안 중단된 배당이 재개될 것으로 예상된다. 이와 같이 밸류업 될 수 있는 기반이 마련되면서 동사 주가도 리레이팅 될 수 있을 것이다.

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

NR

액면가	**5,000원**
종가(2024.04.19)	**39,100원**

Stock Indicator	
자본금	58십억원
발행주식수	1,158만주
시가총액	453십억원
외국인지분율	1.5%
52주 주가	23,150~46,150원
60일평균거래량	108,827주
60일평균거래대금	4.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.8	44.3	62.9	39.9
상대수익률	7.2	39.5	55.6	39.2

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

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

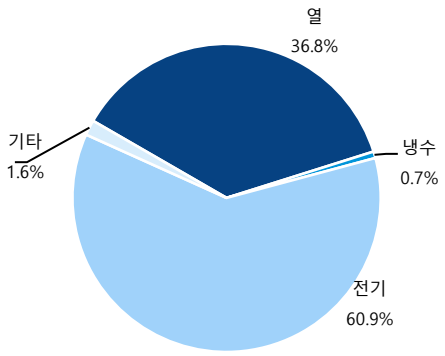
[지주/Mid-Small Cap]
이상헌 2122-9198 value3@hi-ib.com

표1. 지역난방공사. 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(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	36,535	2,386	1,661	1,259	1,259	10,874	3.6

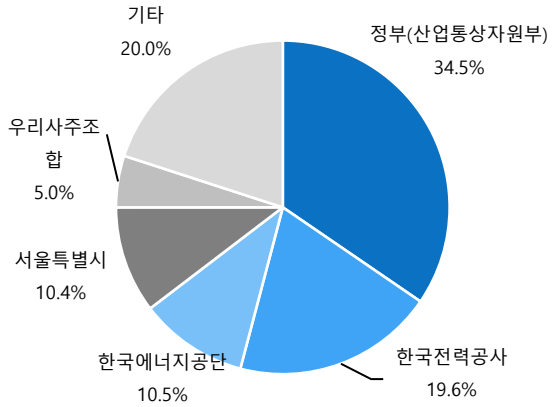
자료: 지역난방공사, 하이투자증권 리서치본부

그림1. 지역난방공사 매출 구성(2023년 기준)



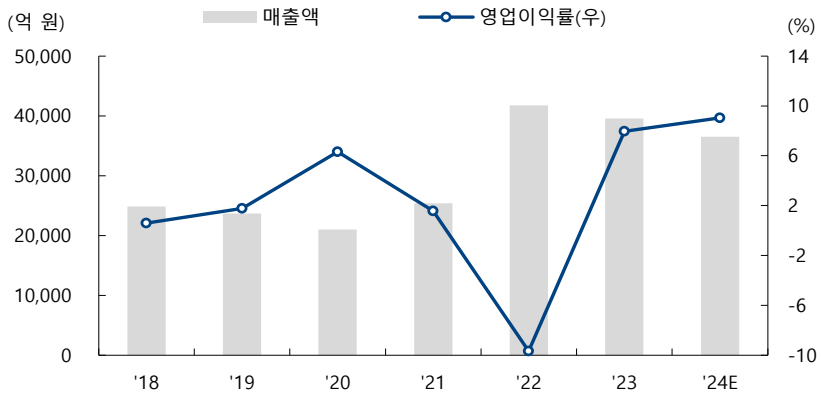
자료: 지역난방공사, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 지역난방공사 주주 분포(2023년 12월 31일 기준)



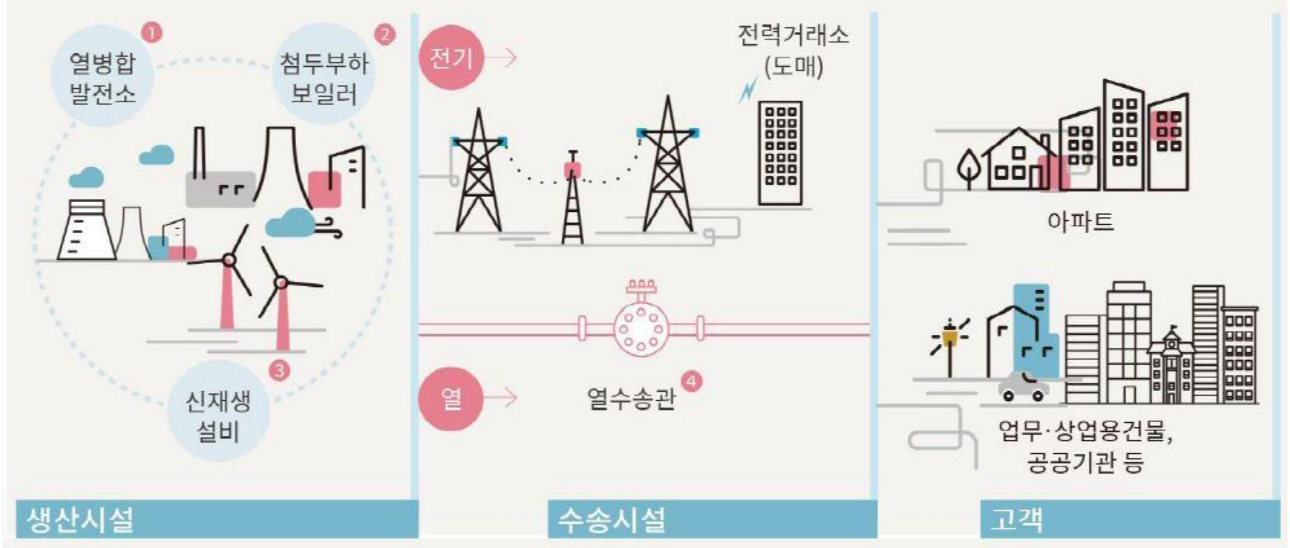
자료: 지역난방공사, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 지역난방공사 실적 추이



자료: 지역난방공사, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 집단에너지 개념도



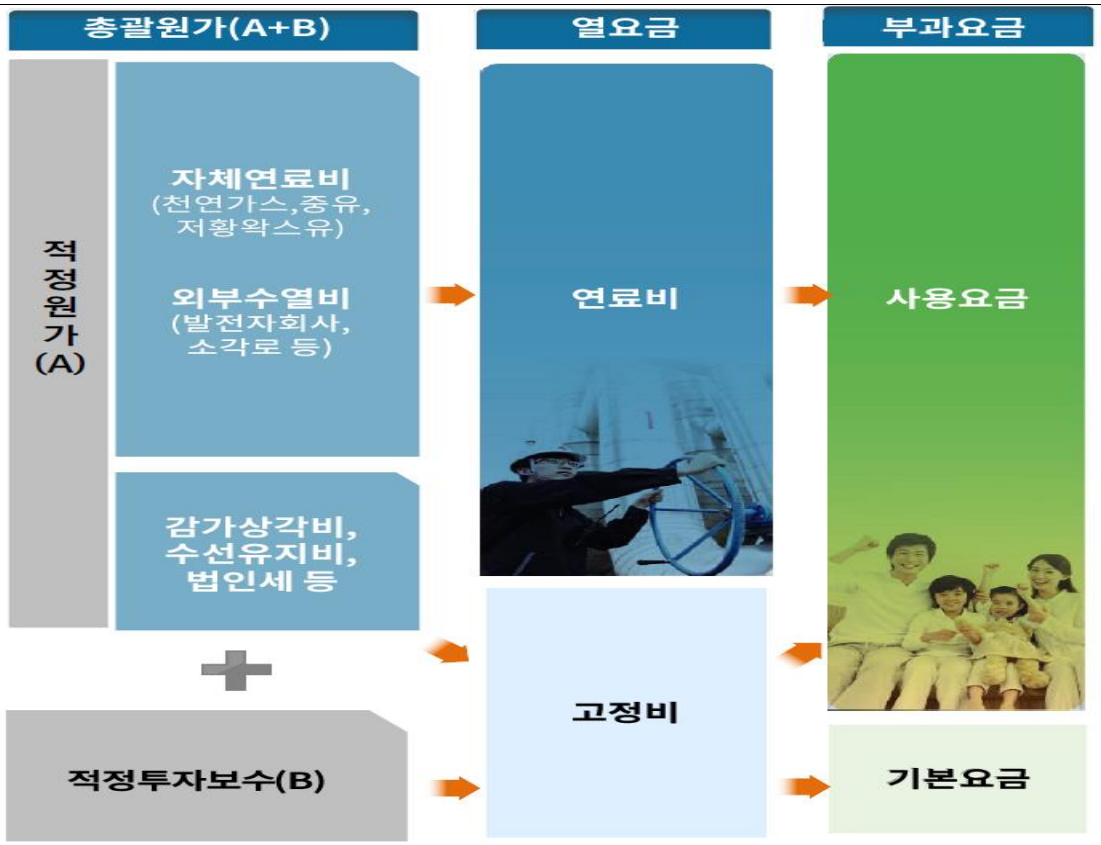
자료: 지역난방공사, 하이투자증권 리서치본부

표2. 지역난방공사 지사별 공급세대수 현황(2023 년 12 월말 기준)

구분	세대수(단위: 천호)
중앙	89
강남	215
분당	131
고양	204
수원	173
용인	197
화성	80
파주	80
판교	33
삼송	66
광교	30
동탄	101
평택	19
대구	110
양산	57
김해	36
청주	93
세종	121
광주전남	16
합계	**1,851**

자료: 지역난방공사, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 지역난방 열요금 구성

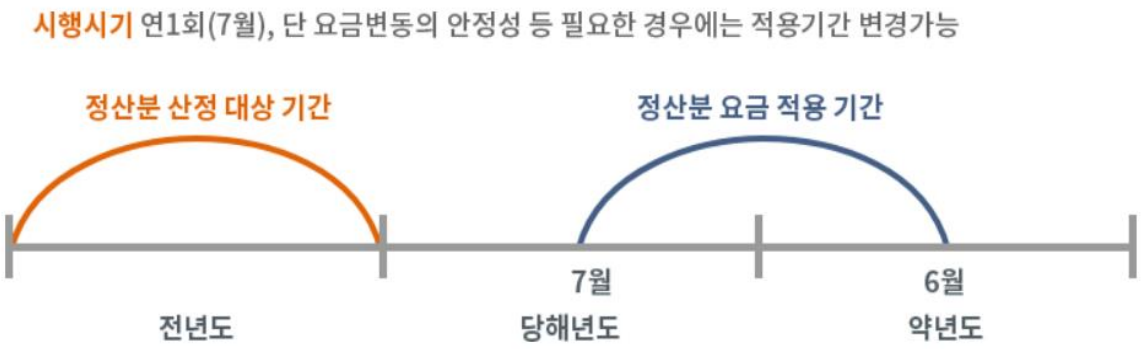


자료: 지역난방공사, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 지역난방 열요금 조정절차

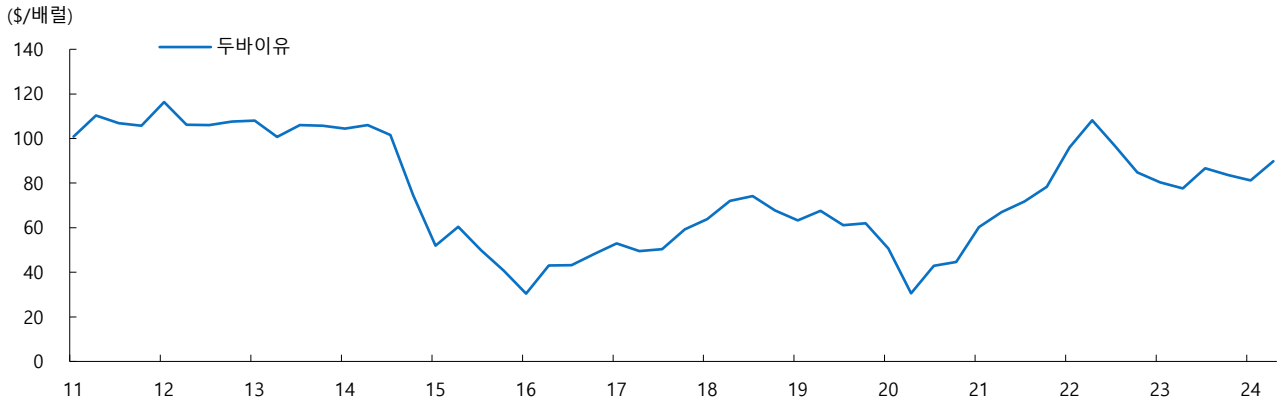
자료: 지역난방공사, 하이투자증권 리서치본부

그림7. 지역난방공사 지역난방 열요금 연료비 정산제 시행 시기



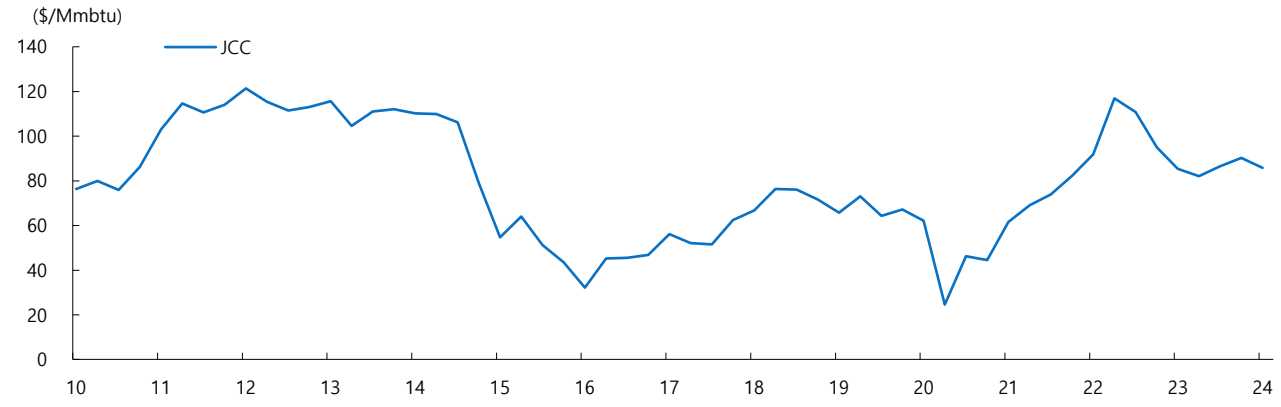
자료: 지역난방공사, 하이투자증권 리서치본부

그림8. 두바이유 가격 추이



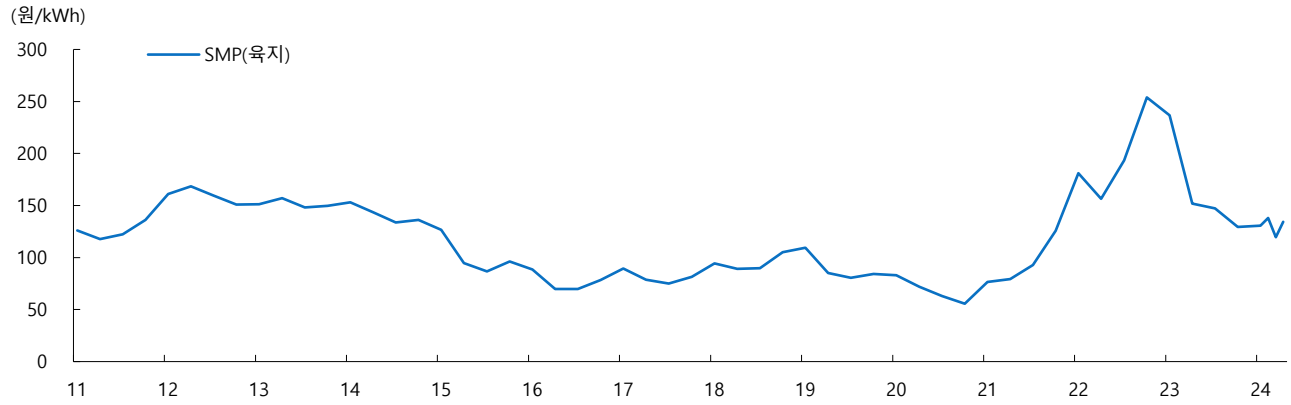
자료: Petronet, 하이투자증권 리서치본부

그림9. JCC(Japan Crude Cocktail) 가격 추이



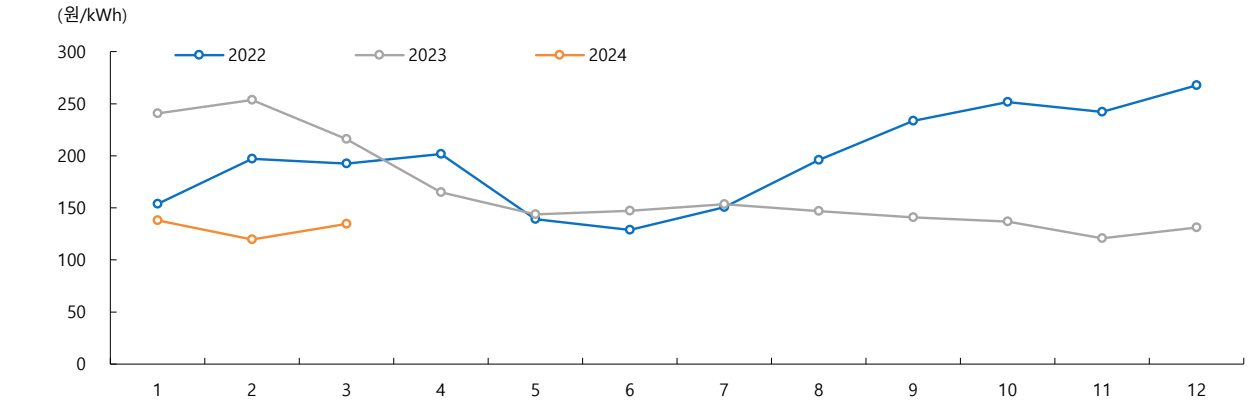
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림10. SMP 추이



자료: 전력거래소, 하이투자증권 리서치본부

그림11. 월별 SMP 추이



자료: 전력거래소, 하이투자증권 리서치본부

표3. 지역난방공사 발전설비 운영현황: 전력시장 판매 설비(2023 년 12 월 31 일 기준)

구분(2023.12 기준)		용량(MW)	상업운전
중대형 열병합 발전소	화성	512	2007.12
	판교	146	2010.10
	파주	516	2011.01
	삼송	100	2011.12
	광교	145	2012.11
	동탄	768	2017.12
	양산	119	2023.08
소형 열병합 발전소	대구	47	1997.04
	수원	39	1997.12
	강남, 광전, 중앙	84	-
기타	태양열 등	9	-
소계		**2,485**	**-**

자료: 지역난방공사, 하이투자증권 리서치본부

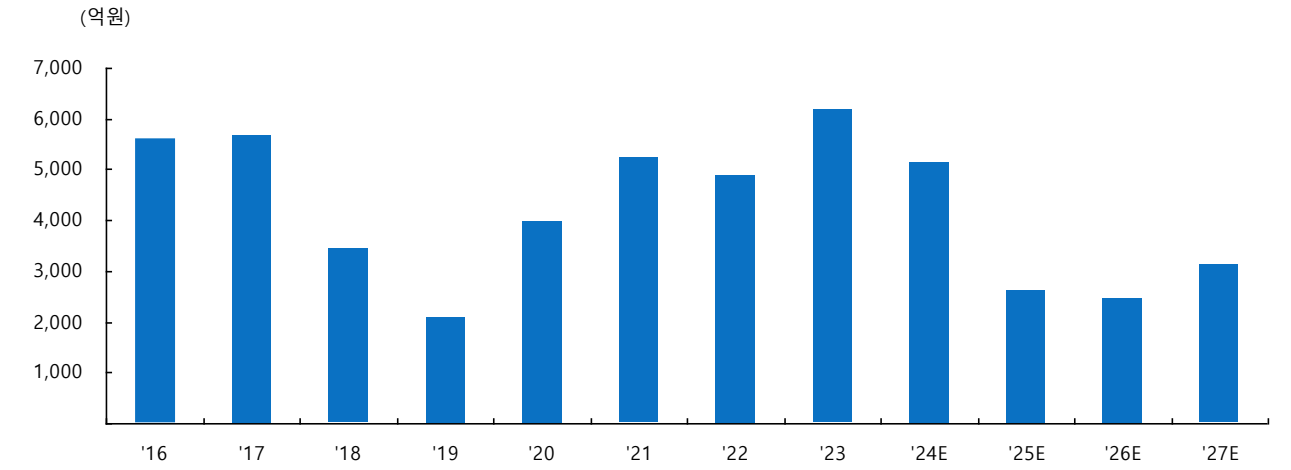
표4. 지역난방공사 발전설비 운영현황: 구역전기(2023 년 12 월 31 일 기준)

구분(2023.12 기준)		용량(MW)	상업운전
구역 전기	고양삼송지구	100	2011.12
	동남권유통단지	32	2008.10
	상암2지구	6	2010.04
	가락한라	1	2007.11
소계		**139**	-

주: 사업허가기준 용량

자료: 지역난방공사, 하이투자증권 리서치본부

그림12. 지역난방공사 CAPEX 추이



자료: 지역난방공사, 하이투자증권 리서치본부

표5. 지역난방공사 주요 투자계획(단위: 억원)

사업분야	2023	2024	2025	2026	2027	합계
고유사업	1,495	1,529	1,446	1,226	1,150	**6,846**
친환경	3,218	2,761	273	276	903	**7,431**
안전 투자	1,370	704	767	825	946	**4,612**
기타(정보화 등)	108	133	134	129	130	**634**
총계	**6,191**	**5,127**	**2,620**	**2,456**	**3,129**	**19,523**

자료: 지역난방공사, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022	2023
유동자산	584	712	1,119	900
현금 및 현금성자산	30	17	39	14
단기금융자산	9	12	15	11
매출채권	434	545	850	707
재고자산	39	39	60	61
비유동자산	5,489	5,806	6,359	7,069
유형자산	5,224	5,496	5,948	6,298
무형자산	82	80	77	70
자산총계	6,073	6,517	7,478	7,968
유동부채	921	1,515	1,996	2,028
매입채무	232	507	1,003	506
단기차입금	-	470	530	540
유동성장기부채	439	340	268	769
비유동부채	3,348	3,180	3,815	3,847
사채	1,978	2,087	2,667	2,677
장기차입금	340	-	3	6
부채총계	4,269	4,694	5,811	5,875
지배주주지분	1,804	1,823	1,662	2,088
자본금	58	58	58	58
자본잉여금	-	-	-	-
이익잉여금	1,385	1,398	1,230	1,416
기타자본항목	247	254	261	501
비지배주주지분	-	-	5	5
자본총계	1,804	1,823	1,667	2,093

포괄손익계산서

(십억원,%)	2020	2021	2022	2023
매출액	2,099	2,537	4,173	3,954
증가율(%)	-11.4	20.9	64.5	-5.3
매출원가	1,856	2,385	4,464	3,540
매출총이익	243	151	-291	413
판매비와관리비	110	112	113	99
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	133	40	-404	315
증가율(%)	214.7	-70.1	적전	흑전
영업이익률(%)	6.3	1.6	-9.7	8.0
이자수익	3	3	5	6
이자비용	57	52	64	88
지분법이익(손실)	0	1	0	0
기타영업외손익	-39	52	14	7
세전계속사업이익	22	29	-258	232
법인세비용	-6	8	-74	33
세전계속이익률(%)	1.0	1.1	-6.2	5.9
당기순이익	28	21	-184	199
순이익률(%)	1.3	0.8	-4.4	5.0
지배주주귀속 순이익	28	21	-184	199
기타포괄이익	-2	14	38	-15
총포괄이익	26	36	-146	185
지배주주귀속총포괄이익	26	36	-146	185

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	382	418	15	-142
당기순이익	28	21	-184	199
유형자산감가상각비	243	256	276	304
무형자산상각비	9	10	10	10
지분법관련손실(이익)	0	1	0	0
투자활동 현금흐름	-430	-542	-541	-634
유형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	3	4	2	0
금융상품의 증감	0	1	0	0
재무활동 현금흐름	58	111	549	751
단기금융부채의증감	730	130	63	13
장기금융부채의증감	-120	9	512	512
자본의증감	250	-	-	-
배당금지급	-2	-18	-16	-11
현금및현금성자산의증감	9	-13	22	-25
기초현금및현금성자산	20	30	17	39
기말현금및현금성자산	30	17	39	14

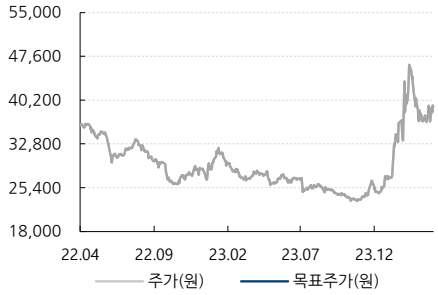
주요투자지표

	2020	2021	2022	2023
주당지표(원)				
EPS	2,413	1,853	-15,880	17,222
BPS	155,780	157,459	143,557	180,371
CFPS	24,155	24,775	8,809	44,300
DPS	965	797	-	-
Valuation(배)				
PER	16.7	20.9		1.4
PBR	0.3	0.2	0.2	0.1
PCR	1.7	1.6	3.2	0.6
EV/EBITDA	8.3	10.3	-	6.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	1.7	1.2	-10.6	10.6
EBITDA이익률	18.3	12.0	-2.8	15.9
부채비율	236.7	257.5	348.6	280.7
순부채비율	150.7	157.4	204.8	189.5
매출채권회전율(x)	4.6	5.2	6.0	5.1
재고자산회전율(x)	57.0	65.1	84.2	65.2

자료 : 지역난방공사, 하이투자증권 리서치본부

지역난방공사 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-04-22	NR			



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 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2024-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.1%	7.9%	-