

지역난방공사 (071320)

2025.06.23

미수금 감소로 배당성향 상향되면서 밸류 리레이팅

[지주/Mid-Small Cap] 이상현

2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA] 장호

2122-9194 hojang@imfnsec.com

올해 1분기 대구 및 청주 발전소 가동률 상승으로 전력 사업부문 영업이익이 크게 개선되면서 어닝 서프라이즈 기록

동사 올해 1분기 K-IFRS 연결기준 실적의 경우 매출액 15,768억원(+14.7% YoY, +46.2% QoQ), 영업이익 3,238억원(+55.3% YoY, +184.3 QoQ)으로 어닝 서프라이즈를 기록하였다.

이와 같이 실적이 개선된 요인은 외기온도 하락에 따른 열판매량 증가 및 LNG 단가 하락 뿐만 아니라 대구·청주 발전소 가동에 따른 전력판매량 확대 및 가동률 등이 상승하였기 때문이다.

특히 올해 1분기 전력 사업부문 매출은 대구 및 청주 발전소의 개체공사 완료에 따라 가동이 본격화되며 전년 동기 대비 전기 판매량이 29.5% 증가한 데 힘입어 호조를 보였다.

무엇보다 대구 및 청주 발전소의 경우 가스공사의 개별요금제를 선택함에 따라 경쟁력 있는 도입가격으로 LNG발전기 중 높은 급전 순위를 유지하면서 가동률이 상승하였다.

이와 같은 가동률 상승으로 말미암아 전력 사업부문 영업이익 개선(124.2% YoY)에 크게 기여하였다.

향후 미수금 등이 감소할 것으로 예상됨에 따라 배당성향이 상향될 것으로 기대됨 ⇒ 주당 배당금 대폭적으로 상승하면서 동사 밸류에이션 리레이팅 될 듯

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. 그러나 2022년과 2023년에는 실적저하로 배당이 이뤄지지 않았으며, 2024년에는 중단된 배당이 재개되었지만 배당성향이 21.4%에 그쳤다. 이는 미수금 발생으로 인하여 배당성향을 하향하였기 때문이다.

무엇보다 올해의 경우 원가 하락, 판가 상승 등으로 열 사업부문의 수익성 개선이 가시화 될 뿐만 아니라 전력 사업부문의 가동률 상승으로 실적이 대폭 개선될 것으로 예상되면서 지난해 보다 순이익이 증가할 것으로 전망된다.

이러한 환경하에서 올해 1분기의 경우 지난해말 대비 미수금 230억원을 회수하였다. 이와 같이 올해 미수금 등이 감소할 것으로 예상됨에 따라 배당성향이 25~30%으로 상향 될 것으로 기대된다.

이와 같이 올해 순이익이 증가하는 환경하에서 배당성향이 상향되면 주당 배당금이 대폭적으로 상승할 것으로 예상된다. 이에 따라 동사 밸류에이션이 리레이팅 될 수 있을 것이다.

NR

액면가	5,000원
종가(2025.06.20)	75,500원

Stock Indicator	
자본금	58십억원
발행주식수	1,158만주
시가총액	874십억원
외국인지분율	5.0%
52주 주가	39,550~83,500원
60일평균거래량	36,103주
60일평균거래대금	2.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.6	50.4	59.8	47.5
상대수익률	-6.6	35.8	34.1	39.8

Price Trend



FY	2021	2022	2023	2024
매출액(십억원)	2,537	4,173	3,954	3,570
영업이익(십억원)	40	-404	315	328
순이익(십억원)	21	-184	199	210
EPS(원)	1,853	-15,880	17,222	18,151
BPS(원)	157,459	143,557	180,371	195,798
PER(배)	20.9		1.4	2.3
PBR(배)	0.2	0.2	0.1	0.2
ROE(%)	1.2	-10.6	10.6	9.7
배당수익률(%)	2.1			8.5
EV/EBITDA(배)	10.9	-	7.1	7.1

주 K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 지역난방공사. 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	자배주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
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
2024	35,703	3,279	2,607	2,099	2,102	18,151	2.3
2025E	41,746	4,564	3,829	2,980	2,984	25,773	2.9

자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

그림1. 지역난방공사 PBR 추이



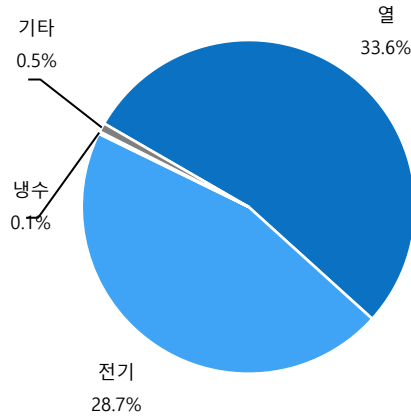
자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

표2. 지역난방공사 배당 내역

구분	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
당기 순이익(별도, 억원)	699	-2,265	-256	279	215	-1,839	1,994	2,102
배당총액(억원)	327	미배당	미배당	112	92	미배당	미배당	449
배당종류	현금			현금	현금			현금
주당 배당금(원)	2,820			965	797			3,879
배당성향(%)	46.7			40.0	43.0			21.4
배당수익률(%)	3.8			2.4	2.1			8.5

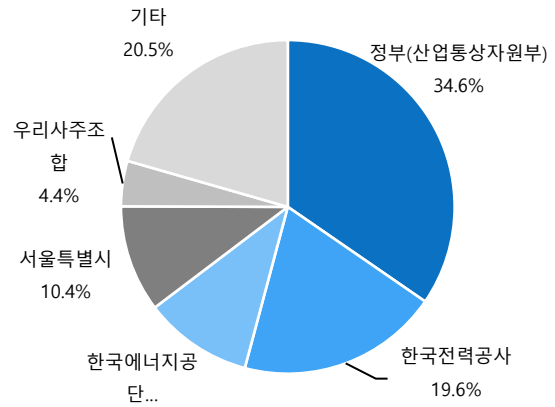
자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

그림2. 지역난방공사 매출 구성(2025년 1분기 기준)



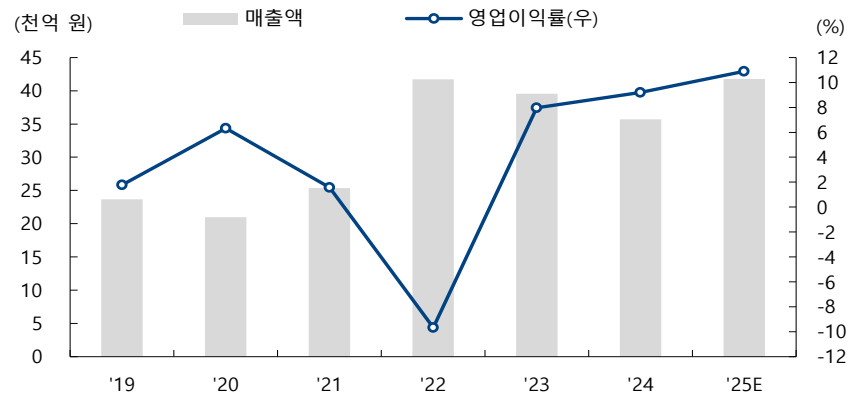
자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

그림3. 지역난방공사 주주 분포(2025년 3월 31일 기준)



자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

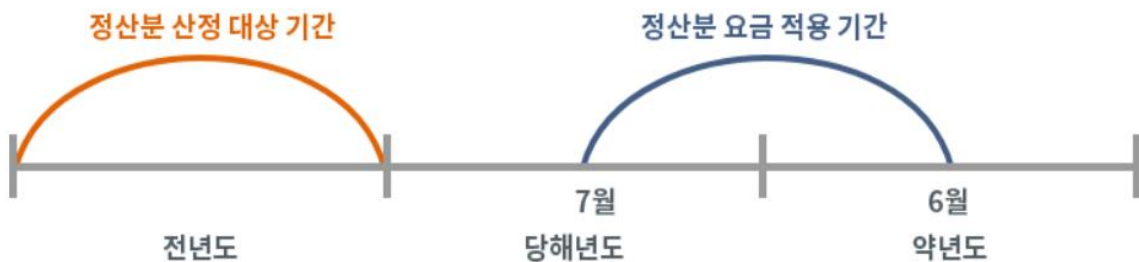
그림4. 지역난방공사 실적 추이



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



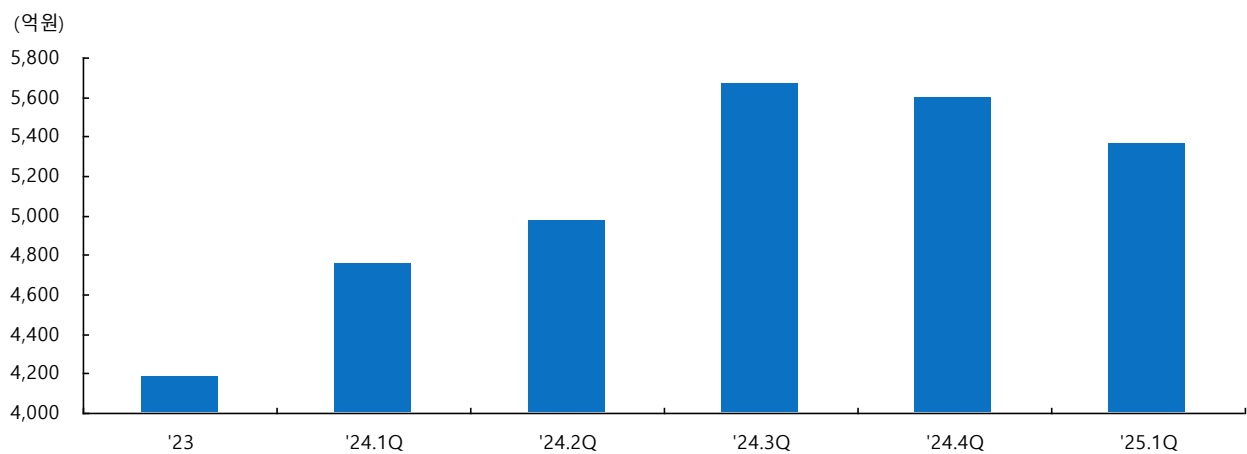
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림7. JCC(Japan Crude Cocktail) 가격 추이



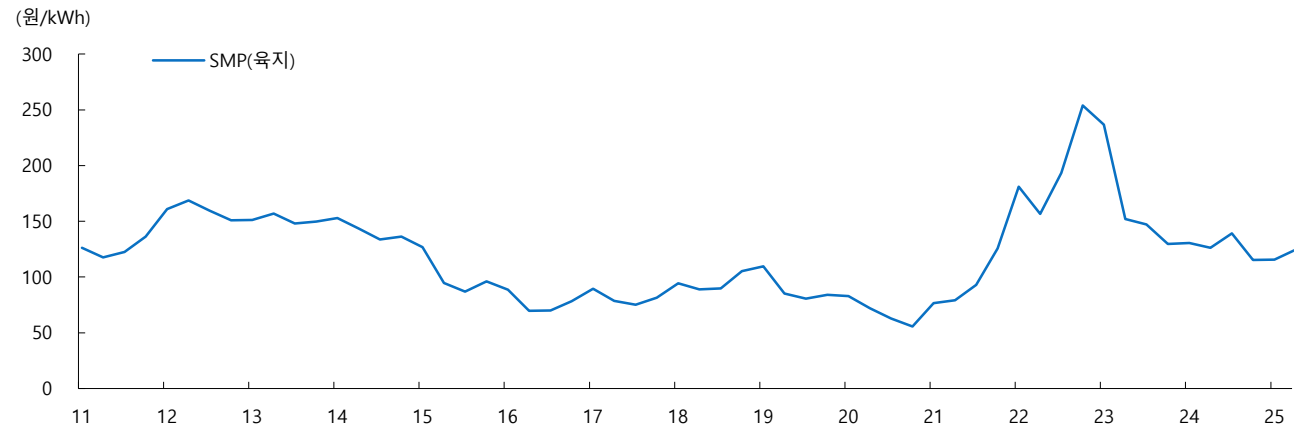
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. 지역난방공사 미수금 추이



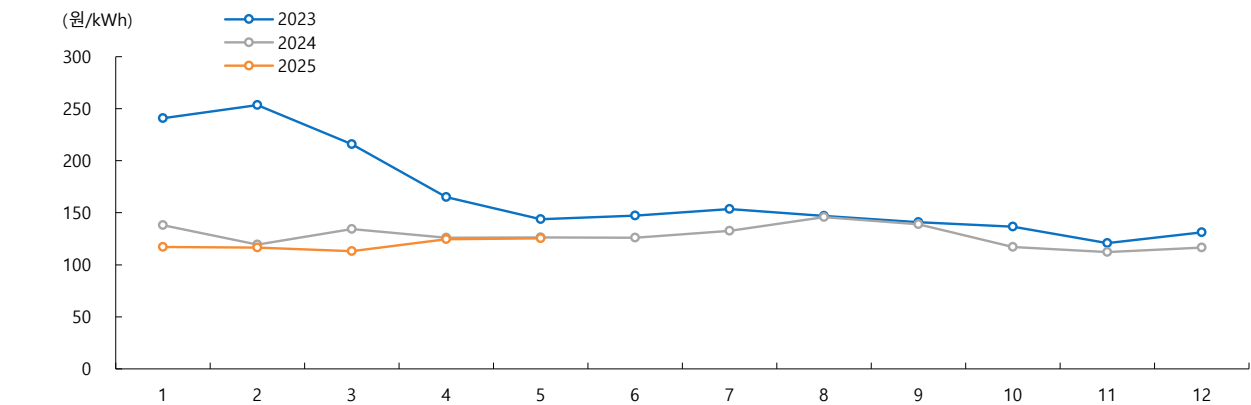
자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

그림9. SMP 추이



자료: 전력거래소, iM증권 리서치본부

그림10. 월별 SMP 추이



자료: 전력거래소, iM증권 리서치본부

표3. 지역난방공사 전력시장 발전설(2025년 3월 31일 기준)

구분		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
	대구	273	2024.09
소형 열병합 발전소	청주	270	2025.01
	수원	39	1997.12
기타	강남, 중앙, 광주 전남	84	-
	태양광 등	10	-
소계		2,982	-

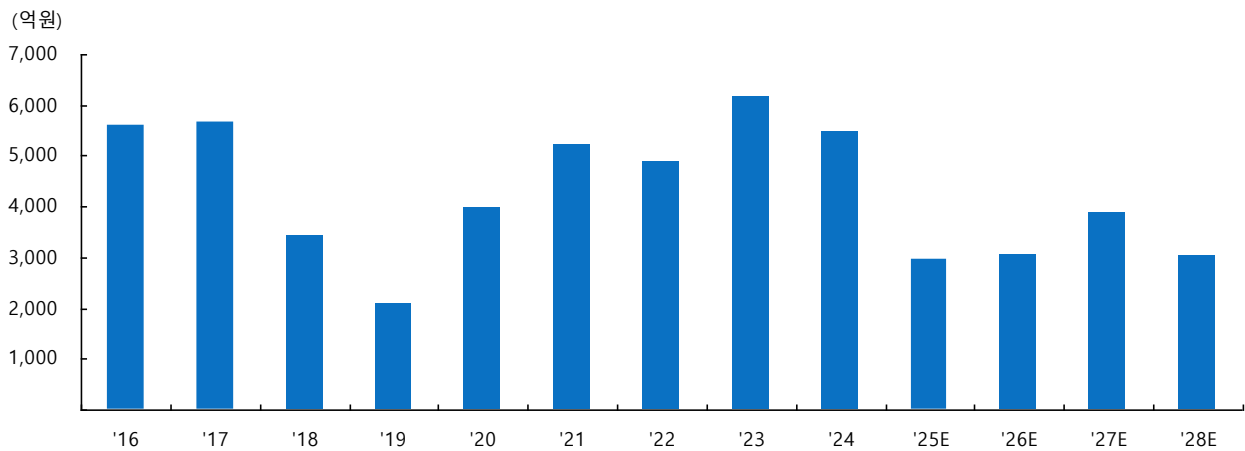
자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

표4. 지역난방공사 개별요금제 발전기 현황

구분	양산	대구	청주	계
용량(MW)	119	270	270	659
상업운전 시기	2023.08	2024.09	2025.01	

자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

그림11. 지역난방공사 CAPEX 추이



자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

표5. 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
총계	5,475	2,974	3,044	3,869	3,029	18,391

자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

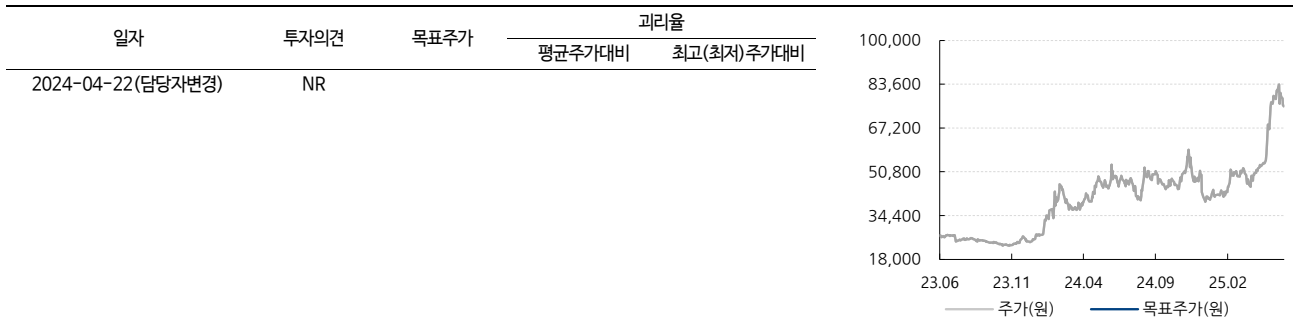
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2021	2022	2023	2024	(십억원, %)	2021	2022	2023	2024
유동자산	712	1,119	900	1,047	매출액	2,537	4,173	3,954	3,570
현금 및 현금성자산	17	39	14	7	증가율(%)	20.9	64.5	-5.3	-9.7
단기금융자산	12	15	11	8	매출원가	2,385	4,464	3,540	3,137
매출채권	545	850	707	724	매출총이익	151	-291	413	433
재고자산	39	60	61	26	판매비와관리비	112	113	99	105
비유동자산	5,806	6,359	7,069	7,315	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	5,496	5,948	6,298	6,635	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	80	77	70	62	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	6,517	7,478	7,968	8,362	영업이익	40	-404	315	328
유동부채	1,515	1,996	2,028	1,688	증가율(%)	-70.1	적전	흑전	4.2
매입채무	507	1,003	506	504	영업이익률(%)	1.6	-9.7	8.0	9.2
단기차입금	470	530	540	604	이자수익	3	5	6	9
유동성장기부채	340	268	769	379	이자비용	52	64	88	98
비유동부채	3,180	3,815	3,847	4,406	지분이익(손실)	1	0	0	-1
사채	2,087	2,667	2,677	3,237	기타영업외손익	52	14	7	11
장기차입금	-	3	6	6	세전계속사업이익	29	-258	232	261
부채총계	4,694	5,811	5,875	6,094	법인세비용	8	-74	33	51
자배주주지분	1,823	1,662	2,088	2,267	세전계속이익률(%)	1.1	-6.2	5.9	7.3
자본금	58	58	58	58	당기순이익	21	-184	199	210
자본잉여금	-	-	-	-	순이익률(%)	0.8	-4.4	5.0	5.9
이익잉여금	1,398	1,230	1,416	1,600	자배주주귀속 순이익	21	-184	199	210
기타자본항목	254	261	501	496	기타포괄이익	14	38	-15	-16
비자배주주지분	-	5	5	1	총포괄이익	36	-146	185	193
자본총계	1,823	1,667	2,093	2,268	자배주주귀속총포괄이익	36	-146	185	194

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	418	15	-142	417	주당지표(원)				
당기순이익	21	-184	199	210	EPS	1,853	-15,880	17,222	18,151
유형자산감가상각비	256	276	304	326	BPS	157,459	143,557	180,371	195,798
무형자산상각비	10	10	10	10	CFPS	24,775	8,809	44,300	47,122
지분법관련손실(이익)	1	0	0	-1	DPS	797	-	-	3,879
투자활동 현금흐름	-542	-541	-634	-624	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PER	20.9		1.4	2.3
무형자산의 처분(취득)	4	2	0	1	PBR	0.2	0.2	0.1	0.2
금융상품의 증감	1	0	0	-1	PCR	1.6	3.2	0.6	0.9
재무활동 현금흐름	111	549	751	200	EV/EBITDA	10.9	-	7.1	7.1
단기금융부채의증감	130	63	13	64	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	9	512	512	168	ROE	1.2	-10.6	10.6	9.7
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	12.0	-2.8	15.9	18.6
배당금지급	-18	-16	-11	-20	부채비율	257.5	348.6	280.7	268.7
현금및현금성자산의증감	-13	22	-25	-7	순부채비율	157.4	204.8	189.5	185.6
기초현금및현금성자산	30	17	39	14	매출채권회전율(x)	5.2	6.0	5.1	5.0
기말현금및현금성자산	17	39	14	7	재고자산회전율(x)	65.1	84.2	65.2	82.0

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 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%