



**BUY (유지)**

목표주가(12M) 90,000원(상향)  
현재주가(5.13) 57,400원

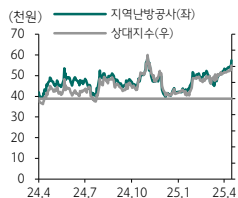
#### Key Data

|                  |               |
|------------------|---------------|
| KOSPI 지수 (pt)    | 2,608.42      |
| 52주 최고/최저(원)     | 59,100/39,550 |
| 시가총액(십억원)        | 664.6         |
| 시가총액비중(%)        | 0.03          |
| 발행주식수(천주)        | 11,578.7      |
| 60일 평균 거래량(천주)   | 22.8          |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 1.1           |
| 외국인지분율(%)        | 2.60          |
| 주요주주 지분율(%)      |               |
| 산업통상자원부 외 3인     | 75.00         |

#### Consensus Data

|           | 2025    | 2026    |
|-----------|---------|---------|
| 매출액(십억원)  | 3,656.5 | 3,672.3 |
| 영업이익(십억원) | 347.4   | 393.9   |
| 순이익(십억원)  | 208.2   | 240.0   |
| EPS(원)    | 17,964  | 20,710  |
| BPS(원)    | 212,709 | 231,057 |

#### Stock Price



#### Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

| 투자지표      | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액       | 3,953.7 | 3,570.3 | 4,216.8 | 4,212.1 |
| 영업이익      | 314.7   | 327.9   | 455.9   | 360.6   |
| 세전이익      | 232.4   | 260.7   | 374.3   | 277.5   |
| 순이익       | 199.4   | 210.2   | 292.8   | 217.6   |
| EPS       | 17,222  | 18,151  | 25,287  | 18,793  |
| 증감율       | 흑전      | 5.39    | 39.31   | (25.68) |
| PER       | 1.42    | 2.28    | 2.27    | 3.05    |
| PBR       | 0.14    | 0.21    | 0.26    | 0.25    |
| EV/EBITDA | 6.96    | 7.24    | 5.48    | 5.84    |
| ROE       | 10.63   | 9.65    | 12.25   | 8.39    |
| BPS       | 180,371 | 195,798 | 217,206 | 230,939 |
| DPS       | 0       | 3,879   | 5,060   | 3,760   |



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

**하나증권 리서치센터**

2025년 5월 14일 | 기업분석\_Earnings Review

## 지역난방공사 (071320)

### 미수금 회수를 넘어선 본질적 성장

#### 목표주가 90,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

지역난방공사 목표주가 90,000원으로 기존대비 50% 상향하며 투자의견 매수를 유지한다. 2025년 예상 BPS에 PBR 0.4배를 적용했다. 1분기 실적은 시장 기대치를 상회했다. 미수금이 회수되고 있으며 발전용 가스 가격 하락 추세를 감안할 때 지속적인 감소 추세가 기대된다. 미수금 감소는 배당 재원 확대, 배당성향 상향으로 연결될 수 있다. 유틸리티 섹터 내 가장 우호적인 규제 환경에서 정상화되는 속도가 유의미하다. 비규제 부문의 강한 이익 성장세가 확인되고 있어 향후 추이를 지켜볼 이유가 충분하다. 2025년 기준 PER 2.3배, PBR 0.3배다.

#### 1Q25 영업이익 3,238억원(YoY +55.3%)으로 컨센서스 상회

1분기 매출액은 15,768억원을 기록하면서 전년대비 14.7% 증가했다. 판매량은 열이 6.1% 증가, 전기는 29.5% 증가했다. 단가는 열이 10.0% 상승, 전기는 13.1% 하락했다. 전기는 SMP 약세로 판가 하락이 불가피했으나 판매량이 크게 증가하면서 전사 매출을 견인했다. 영업이익은 3,238억원을 기록하면서 전년대비 55.3% 증가했다. 직전 분기에 이어 미수금이 줄어들었고 규모도 확대되었다. 1분기 말 누적 미수금은 5,365억원으로 230억원 감소했다. 경직적인 열 요금 대비 하락폭이 두드러진 원가 때문이다. 겨울철 성수기 낮은 외기온도로 열 판매가 증가한 점도 미수금 회수에 기여했다. 핵심은 전기 부문이다. 양산열병합에 이어 2024년 개체공사가 완료된 대구, 청주 열병합 발전소가 100% 이용률로 가동하며 성장을 이끌었다. 한국가스공사 개별요금제의 낮은 연료비로 높은 급전순위를 기록하고 있어 지난 4분기에 이어 이번 분기도 유의미한 판매량 증가가 확인되었다.

#### 규제사업 하방 확보에 비규제 사업 실적 개선에 의한 이익 증가 가능

512MW 규모의 화성열병합발전소는 2007년부터 가동했다. 한국가스공사의 평균요금제로 20년 동안 공급계약을 맺었기 때문에 2027년에는 개별요금제로 전환이 가능하다. 증유를 원재료로 사용하는 43.2MW 규모의 수원사업소는 2028년 12월 141MW 규모 LNG 열병합 발전소로 개체될 계획이다. 현재 3개 지사 외에 수도권에서도 개별요금제 적용 설비가 증가한다면 기존 대비 전력판매량 증가가 가능하다. 물론 개별요금제의 원가가 항상 평균요금제 대비 높다는 보장은 없으나 향후 LNG 공급 과잉 가능성을 고려하면 개연성은 충분하다. 열 부문은 규제사업이기 때문에 적정투자보수 이상의 수익은 기대하기 어렵지만 안정적이고 전기 부문은 비규제로 상단이 열려있다. 과거 2012년~2013년 대규모 실적의 원천이 전기 부문이었던 점에서 향후 양호한 실적 흐름을 기대해볼 수 있을 전망이다.

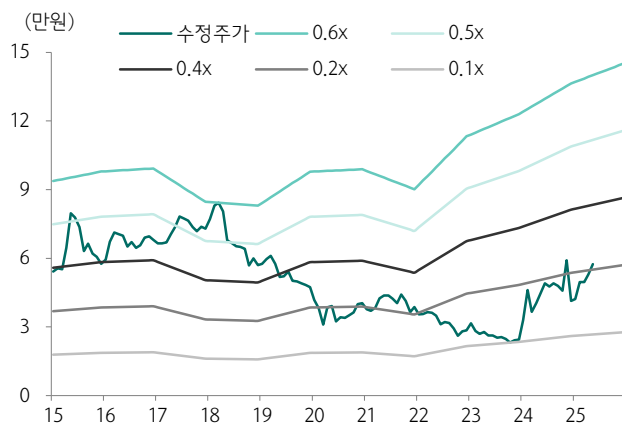
도표 1. 지역난방공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

|             | 2024   |       |       |        | 2025F  |       |       |        | 1Q25 증감률(%) |        |
|-------------|--------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|-------------|--------|
|             | 1Q     | 2Q    | 3Q    | 4Q     | 1Q     | 2QF   | 3QF   | 4QF    | YoY         | QoQ    |
| 매출액         | 13,746 | 5,323 | 5,851 | 10,783 | 15,768 | 6,852 | 6,904 | 12,644 | 14.7        | 46.2   |
| 열           | 7,301  | 2,148 | 1,456 | 5,358  | 8,525  | 2,582 | 1,543 | 6,327  | 16.8        | 59.1   |
| 전기          | 6,398  | 3,105 | 4,255 | 5,373  | 7,197  | 4,198 | 5,219 | 6,263  | 12.5        | 34.0   |
| 냉수          | 46     | 71    | 139   | 52     | 46     | 72    | 142   | 53     | (1.0)       | (12.2) |
| 영업이익        | 2,086  | (234) | 289   | 1,139  | 3,238  | 133   | 321   | 868    | 55.3        | 184.3  |
| 세전이익        | 1,857  | (410) | 355   | 806    | 3,002  | (39)  | 140   | 639    | 61.7        | 272.4  |
| 순이익         | 1,425  | (316) | 326   | 664    | 2,335  | (30)  | 109   | 499    | 63.9        | 251.6  |
| 영업이익률(%)    | 15.2   | (4.4) | 4.9   | 10.6   | 20.5   | 1.9   | 4.6   | 6.9    | -           | -      |
| 세전이익률(%)    | 13.5   | (7.7) | 6.1   | 7.5    | 19.0   | (0.6) | 2.0   | 5.1    | -           | -      |
| 순이익률(%)     | 10.4   | (5.9) | 5.6   | 6.2    | 14.8   | (0.4) | 1.6   | 3.9    | -           | -      |
| 열판매량(천Gcal) | 6,706  | 1,846 | 1,470 | 4,322  | 7,118  | 2,054 | 1,456 | 4,770  | 6.1         | 64.7   |
| 전기판매량(천MWh) | 4,033  | 1,917 | 2,330 | 3,722  | 5,223  | 2,566 | 2,844 | 4,361  | 29.5        | 40.3   |

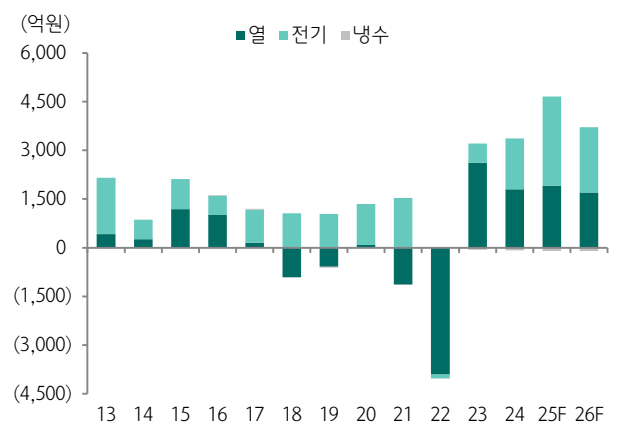
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 2. 지역난방공사 12M Fwd PBR 추이



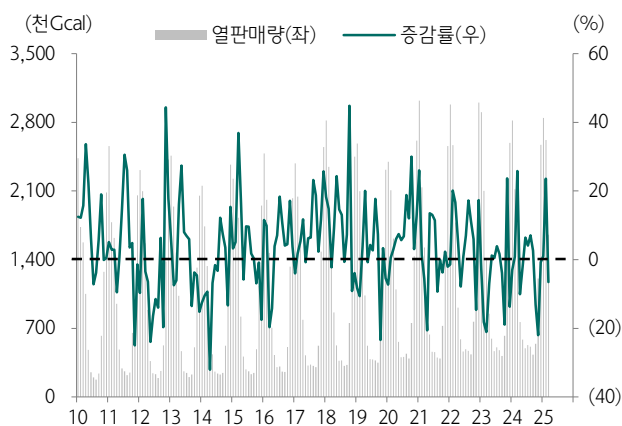
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 3. 지역난방공사 연간 부문별 영업이익 추이



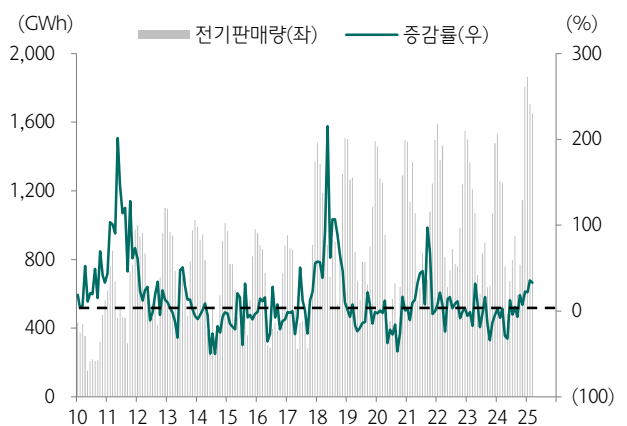
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 4. 월별 열판매량 (2025년 1분기 YoY +6.1%)



자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 5. 월별 전기판매량 (2025년 1분기 YoY +29.5%)



자료: 지역난방공사, 하나증권

추정 재무제표

| 손익계산서        | (단위:십억원) |         |         |         |         |
|--------------|----------|---------|---------|---------|---------|
|              | 2023     | 2024    | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
| 매출액          | 3,953.7  | 3,570.3 | 4,216.8 | 4,212.1 | 4,337.0 |
| 매출원가         | 3,540.2  | 3,137.4 | 3,637.8 | 3,728.1 | 3,916.2 |
| 매출총이익        | 413.5    | 432.9   | 579.0   | 484.0   | 420.8   |
| 판매비          | 98.8     | 105.0   | 123.1   | 123.4   | 126.8   |
| 영업이익         | 314.7    | 327.9   | 455.9   | 360.6   | 294.0   |
| 금융손익         | (82.5)   | (89.6)  | (85.1)  | (83.7)  | (84.1)  |
| 종속/관계기업손익    | 0.4      | (0.1)   | (0.2)   | 0.0     | (0.1)   |
| 기타영업외손익      | (0.2)    | 22.5    | 3.7     | 0.7     | 1.0     |
| 세전이익         | 232.4    | 260.7   | 374.3   | 277.5   | 210.7   |
| 법인세          | 33.1     | 50.8    | 83.0    | 61.1    | 46.4    |
| 계속사업이익       | 199.4    | 209.9   | 291.3   | 216.5   | 164.4   |
| 중단사업이익       | 0.0      | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 당기순이익        | 199.4    | 209.9   | 291.3   | 216.5   | 164.4   |
| 비지배주주지분 손이익  | (0.0)    | (0.3)   | (1.5)   | (1.1)   | (0.9)   |
| 지배주주순이익      | 199.4    | 210.2   | 292.8   | 217.6   | 165.2   |
| 지배주주지분포괄이익   | 184.9    | 193.7   | 293.1   | 217.9   | 165.4   |
| NOPAT        | 270.0    | 264.0   | 354.8   | 281.2   | 229.3   |
| EBITDA       | 628.3    | 663.4   | 810.1   | 718.3   | 655.4   |
| 성장성(%)       |          |         |         |         |         |
| 매출액증가율       | (5.26)   | (9.70)  | 18.11   | (0.11)  | 2.97    |
| NOPAT증가율     | 흑전       | (2.22)  | 34.39   | (20.74) | (18.46) |
| EBITDA증가율    | 흑전       | 5.59    | 22.11   | (11.33) | (8.76)  |
| 영업이익증가율      | 흑전       | 4.19    | 39.04   | (20.90) | (18.47) |
| (지배주주)순이익증가율 | 흑전       | 5.42    | 39.30   | (25.68) | (24.08) |
| EPS증가율       | 흑전       | 5.39    | 39.31   | (25.68) | (24.06) |
| 수익성(%)       |          |         |         |         |         |
| 매출총이익률       | 10.46    | 12.13   | 13.73   | 11.49   | 9.70    |
| EBITDA이익률    | 15.89    | 18.58   | 19.21   | 17.05   | 15.11   |
| 영업이익률        | 7.96     | 9.18    | 10.81   | 8.56    | 6.78    |
| 계속사업이익률      | 5.04     | 5.88    | 6.91    | 5.14    | 3.79    |

| 투자지표      | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)   |         |         |         |         |         |
| EPS       | 17,222  | 18,151  | 25,287  | 18,793  | 14,271  |
| BPS       | 180,371 | 195,798 | 217,206 | 230,939 | 241,450 |
| CFPS      | 54,570  | 58,594  | 64,979  | 57,097  | 50,596  |
| EBITDAPS  | 54,259  | 57,294  | 69,963  | 62,033  | 56,606  |
| SPS       | 341,462 | 308,350 | 364,189 | 363,779 | 374,565 |
| DPS       | 0       | 3,879   | 5,060   | 3,760   | 2,850   |
| 주기지표(배)   |         |         |         |         |         |
| PER       | 1.42    | 2.28    | 2.27    | 3.05    | 4.02    |
| PBR       | 0.14    | 0.21    | 0.26    | 0.25    | 0.24    |
| PCFR      | 0.45    | 0.71    | 0.88    | 1.01    | 1.13    |
| EV/EBITDA | 6.96    | 7.24    | 5.48    | 5.84    | 6.07    |
| PSR       | 0.07    | 0.13    | 0.16    | 0.16    | 0.15    |
| 재무비율(%)   |         |         |         |         |         |
| ROE       | 10.63   | 9.65    | 12.25   | 8.39    | 6.04    |
| ROA       | 2.58    | 2.57    | 3.47    | 2.56    | 1.95    |
| ROIC      | 4.13    | 3.72    | 4.86    | 3.89    | 3.20    |
| 부채비율      | 280.67  | 268.66  | 238.88  | 217.72  | 202.91  |
| 순부채비율     | 195.01  | 190.58  | 155.22  | 136.96  | 123.20  |
| 이자보상배율(배) | 3.57    | 3.35    | 4.31    | 3.72    | 3.20    |

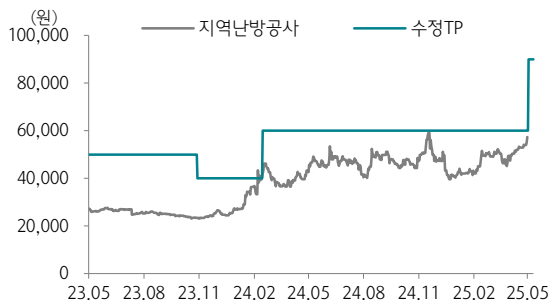
자료: 하나증권

| 대차대조표     | (단위:십억원) |         |         |         |         |
|-----------|----------|---------|---------|---------|---------|
|           | 2023     | 2024    | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
| 유동자산      | 899.6    | 1,046.9 | 1,265.4 | 1,311.4 | 1,360.5 |
| 금융자산      | 25.6     | 18.1    | 59.1    | 92.1    | 111.3   |
| 현금성자산     | 14.1     | 6.9     | 46.0    | 78.8    | 97.6    |
| 매출채권      | 707.4    | 723.9   | 848.8   | 858.0   | 879.1   |
| 재고자산      | 61.3     | 25.9    | 30.3    | 30.6    | 31.4    |
| 기타유동자산    | 105.3    | 279.0   | 327.2   | 330.7   | 338.7   |
| 비유동자산     | 7,068.8  | 7,315.3 | 7,256.2 | 7,179.6 | 7,100.7 |
| 투자자산      | 93.7     | 86.9    | 101.9   | 103.0   | 105.6   |
| 금융자산      | 79.3     | 73.7    | 86.4    | 87.3    | 89.5    |
| 유형자산      | 6,154.2  | 6,499.2 | 6,553.9 | 6,603.9 | 6,649.0 |
| 무형자산      | 69.8     | 61.8    | 52.9    | 45.3    | 38.7    |
| 기타비유동자산   | 751.1    | 667.4   | 547.5   | 427.4   | 307.4   |
| 자산총계      | 7,968.4  | 8,362.2 | 8,521.5 | 8,491.0 | 8,461.2 |
| 유동부채      | 2,028.3  | 1,688.4 | 1,520.7 | 1,319.0 | 1,137.9 |
| 금융부채      | 1,308.9  | 982.3   | 703.7   | 493.9   | 294.1   |
| 매입채무      | 505.6    | 503.6   | 590.6   | 597.0   | 611.6   |
| 기타유동부채    | 213.8    | 202.5   | 226.4   | 228.1   | 232.2   |
| 비유동부채     | 3,846.9  | 4,405.6 | 4,486.2 | 4,499.6 | 4,530.0 |
| 금융부채      | 2,798.7  | 3,358.6 | 3,258.6 | 3,258.6 | 3,258.6 |
| 기타비유동부채   | 1,048.2  | 1,047.0 | 1,227.6 | 1,241.0 | 1,271.4 |
| 부채총계      | 5,875.2  | 6,094.0 | 6,006.9 | 5,818.5 | 5,667.9 |
| 지배주주지분    | 2,088.4  | 2,267.1 | 2,515.0 | 2,674.0 | 2,795.7 |
| 자본금       | 57.9     | 57.9    | 57.9    | 57.9    | 57.9    |
| 자본잉여금     | 113.7    | 113.7   | 113.7   | 113.7   | 113.7   |
| 자본조정      | 499.5    | 499.5   | 499.5   | 499.5   | 499.5   |
| 기타포괄이익누계액 | 1.5      | (3.8)   | (3.8)   | (3.8)   | (3.8)   |
| 이익잉여금     | 1,415.9  | 1,599.8 | 1,847.7 | 2,006.7 | 2,128.4 |
| 비지배주주지분   | 4.8      | 1.1     | (0.4)   | (1.5)   | (2.4)   |
| 자본총계      | 2,093.2  | 2,268.2 | 2,514.6 | 2,672.5 | 2,793.3 |
| 순금융부채     | 4,082.1  | 4,322.8 | 3,903.2 | 3,660.3 | 3,441.4 |

| 현금흐름표          | (단위:십억원) |         |         |         |         |
|----------------|----------|---------|---------|---------|---------|
|                | 2023     | 2024    | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
| 영업활동 현금흐름      | (141.8)  | 416.7   | 797.5   | 585.4   | 551.4   |
| 당기순이익          | 199.4    | 209.9   | 291.3   | 216.5   | 164.4   |
| 조정             | 337.3    | 356.2   | 354.2   | 357.7   | 361.4   |
| 감가상각비          | 313.5    | 335.4   | 354.2   | 357.7   | 361.4   |
| 외환거래손익         | (0.0)    | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 지분법손익          | (0.4)    | 0.1     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타             | 24.2     | 20.7    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 영업활동 자산부채변동    | (678.5)  | (149.4) | 152.0   | 11.2    | 25.6    |
| 투자활동 현금흐름      | (633.6)  | (624.4) | (296.9) | (281.2) | (282.9) |
| 투자자산감소(증가)     | 13.8     | 6.7     | (15.0)  | (1.1)   | (2.5)   |
| 자본증가(감소)       | (639.1)  | (648.6) | (400.0) | (400.0) | (400.0) |
| 기타             | (8.3)    | 17.5    | 118.1   | 119.9   | 119.6   |
| 재무활동 현금흐름      | 750.5    | 200.4   | (423.4) | (268.5) | (243.3) |
| 금융부채증가(감소)     | 527.5    | 233.2   | (378.5) | (209.9) | (199.8) |
| 자본증가(감소)       | 0.0      | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타재무활동         | 233.7    | (13.2)  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 배당지급           | (10.7)   | (19.6)  | (44.9)  | (58.6)  | (43.5)  |
| 현금의 증감         | (24.9)   | (7.2)   | 39.1    | 32.8    | 18.8    |
| Unlevered CFO  | 631.9    | 678.4   | 752.4   | 661.1   | 585.8   |
| Free Cash Flow | (782.2)  | (232.4) | 397.5   | 185.4   | 151.4   |

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## 지역난방공사



| 날짜       | 투자의견 | 목표주가   | 괴리율     |         |
|----------|------|--------|---------|---------|
|          |      |        | 평균      | 최고/최저   |
| 25.5.14  | BUY  | 90,000 |         |         |
| 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% |

## 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 5월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2025년 5월 14일 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 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 | 94.91%  | 5.09%       | 0.00%      | 100% |

\* 기준일: 2025년 05월 11일