



BUY (유지)

목표주가(12M) 140,000원(유지)  
현재주가(11.07) 108,600원

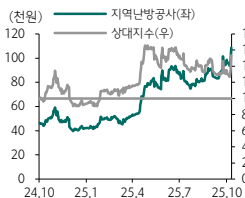
#### Key Data

|                  |                |
|------------------|----------------|
| KOSPI 지수 (pt)    | 3,953.76       |
| 52주 최고/최저(원)     | 108,600/39,550 |
| 시가총액(십억원)        | 1,257.5        |
| 시가총액비중(%)        | 0.04           |
| 발행주식수(천주)        | 11,578.7       |
| 60일 평균 거래량(천주)   | 25.3           |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 2.2            |
| 외국인지분율(%)        | 4.87           |
| 주요주주 지분율(%)      |                |
| 산업통상자원부 외 3인     | 75.00          |

#### Consensus Data

|           | 2025    | 2026    |
|-----------|---------|---------|
| 매출액(십억원)  | 3,861.1 | 3,659.1 |
| 영업이익(십억원) | 442.0   | 402.4   |
| 순이익(십억원)  | 289.5   | 268.8   |
| EPS(원)    | 25,032  | 23,074  |
| BPS(원)    | 200,836 | 215,795 |

#### Stock Price



#### Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

| 투자지표      | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액       | 3,953.7 | 3,570.3 | 4,175.4 | 4,000.3 |
| 영업이익      | 314.7   | 327.9   | 543.5   | 475.0   |
| 세전이익      | 232.4   | 260.7   | 448.0   | 376.5   |
| 순이익       | 199.4   | 210.2   | 348.3   | 293.6   |
| EPS       | 17,222  | 18,151  | 30,083  | 25,360  |
| 증감율       | 흑전      | 5.39    | 65.74   | (15.70) |
| PER       | 1.42    | 2.28    | 3.61    | 4.28    |
| PBR       | 0.14    | 0.21    | 0.49    | 0.45    |
| EV/EBITDA | 6.96    | 7.24    | 5.61    | 5.68    |
| ROE       | 10.63   | 9.65    | 14.43   | 11.02   |
| BPS       | 180,371 | 195,798 | 221,109 | 238,949 |
| DPS       | 0       | 3,879   | 7,520   | 6,340   |



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com  
RA 성무규 mukyu.sung@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 11월 10일 | 기업분석\_Earnings Review

## 지역난방공사 (071320)

### 고배당주(진)

#### 목표주가 140,000원, 투자의견 매수 유지

지역난방공사 목표주가 140,000원, 투자의견 매수를 유지한다. 3분기 실적은 시장 기대치를 상회했다. 미수금이 증가했으나 열 수요 비수기에 나타나는 현상이기 때문에 우려 요인은 아니다. 2025년 실적은 3분기 증익을 감안할 때 중장기 재무관리계획에서 제시된 수치보다 개선될 여지가 존재한다. 대구 지사 가동이 2024년 9월 시작된 기저효과를 감안하여 다소 보수적 관점에서 실적을 추정하더라도 배당성향 25% 적용 기준 배당수익률은 6.9%, 40% 기준으로는 11.1% 수준이 예상된다. 2026년 기준 PER 4.3배, PBR 0.5배다.

#### 3Q25 영업이익 894억원(YoY +209.6%)으로 컨센서스 상회

3분기 매출액은 7,582억원을 기록하면서 전년대비 29.6% 증가했다. 판매량은 열이 0.4% 증가에 그쳤지만 전기는 66.3% 증가했다. 전기판매량 증가는 대구와 청주 발전소가 각각 2024년 9월, 2025년 1월 가동을 시작했고 7월에 화성, 동탄 발전소가 필수 가동 발전기로 지정되면서 이용률이 증가한 점도 판매량 증가에 기여했다. 필수 가동 발전기는 원가 보전 수준으로 판가가 정산되기 때문에 부수적으로 생산된 열을 제외하면 실적에 영향이 없다. 판매단가는 열이 0.4% 상승, 전기는 14.5% 하락했다. 열은 2024년 7월 요금 인상 기저 효과가 사라지며 전년대비 비슷한 수준을 유지했고 전기는 SMP 약세 영향으로 하락했다. 영업이익은 894억원을 기록하며 전년대비 209.6% 증가했다. 미수금은 875억원 증가했다. 2024년 8월 이뤄진 도시가스 요금 인상분이 열요금에 반영되지 않았던 영향으로 기말 기준 표시되는 미수금은 전년대비 증가할 전망이다. 다만 2022년 7월에 인상된 열 요금을 통해 미반영분이 빠르게 회수되고 있기 때문에 기본 체력은 여전히 개선되는 구간에 있다.

#### 2026년 감익 가능성 고려해도 접근하기 좋은 시점

열 미수금이 증가했지만 부문별 원가 균등 배분 방식이기 때문에 열 매출이 적은 2분기와 3분기에 공통 연료비가 과다 배부되어 미수금이 일시적으로 증가한 것처럼 보이는 효과를 고려해야 한다. 4분기는 다시 감소가 예상되며 2022년 열요금 미반영분이 2023년 열요금 인상으로 회수되고 있어 실질적인 미수금은 감소 추세에 있다. 열요금 인상 효과는 2026년 상반기까지 지속되며 하반기에는 열 판매단가 하락이 예상된다. 이후 매출과 이익은 일부 감소가 예상되지만 원가 하락 국면이 지속될 경우 상당 부분 만회가 가능할 전망이다. 한국 가스공사와 화성 및 수원 열병합발전소향 개별요금제 계약을 체결했기 때문에 격년 주기로 원가 절감에 따른 실적 성장이 나타날 수 있다.

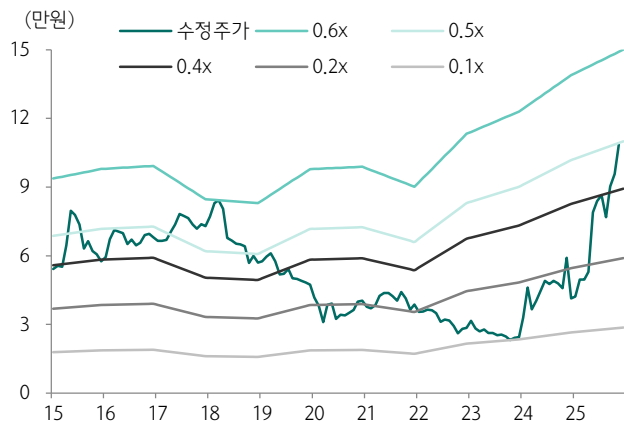
도표 1. 지역난방공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

|             | 2024   |       |       |        | 2025F  |       |       |        | 3Q25 증감률(%) |        |
|-------------|--------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|-------------|--------|
|             | 1Q     | 2Q    | 3Q    | 4Q     | 1Q     | 2Q    | 3QP   | 4QF    | YoY         | QoQ    |
| 매출액         | 13,746 | 5,323 | 5,851 | 10,783 | 15,768 | 6,231 | 7,582 | 12,172 | 29.6        | 21.7   |
| 열           | 7,301  | 2,148 | 1,456 | 5,358  | 8,525  | 2,627 | 1,415 | 6,328  | (2.8)       | (46.1) |
| 전기          | 6,398  | 3,105 | 4,255 | 5,373  | 7,197  | 3,537 | 6,035 | 5,791  | 41.8        | 70.6   |
| 냉수          | 46     | 71    | 139   | 52     | 46     | 67    | 132   | 53     | (5.3)       | 98.3   |
| 영업이익        | 2,086  | (234) | 289   | 1,139  | 3,238  | (96)  | 894   | 1,399  | 209.6       | 흑전     |
| 세전이익        | 1,857  | (410) | 355   | 806    | 3,002  | (278) | 636   | 1,120  | 79.5        | 흑전     |
| 순이익         | 1,425  | (316) | 326   | 664    | 2,335  | (216) | 490   | 874    | 50.6        | 흑전     |
| 영업이익률(%)    | 15.2   | (4.4) | 4.9   | 10.6   | 20.5   | (1.5) | 11.8  | 11.5   | -           | -      |
| 세전이익률(%)    | 13.5   | (7.7) | 6.1   | 7.5    | 19.0   | (4.5) | 8.4   | 9.2    | -           | -      |
| 순이익률(%)     | 10.4   | (5.9) | 5.6   | 6.2    | 14.8   | (3.5) | 6.5   | 7.2    | -           | -      |
| 열판매량(천Gcal) | 6,706  | 1,846 | 1,470 | 4,322  | 7,118  | 2,094 | 1,476 | 4,771  | 0.4         | (29.5) |
| 전기판매량(천MWh) | 4,033  | 1,917 | 2,330 | 3,722  | 5,223  | 2,476 | 3,876 | 4,361  | 66.4        | 56.5   |

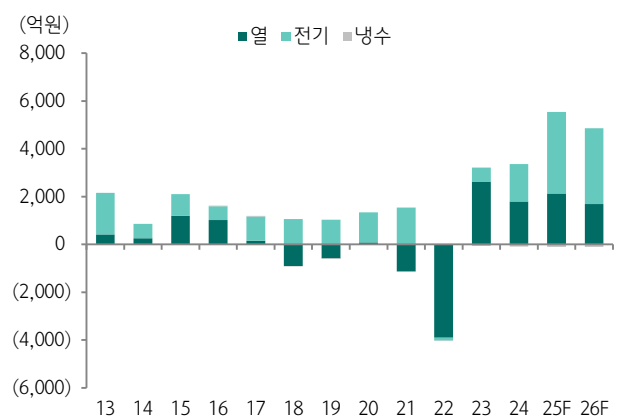
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 2. 지역난방공사 12M Fwd PBR 추이



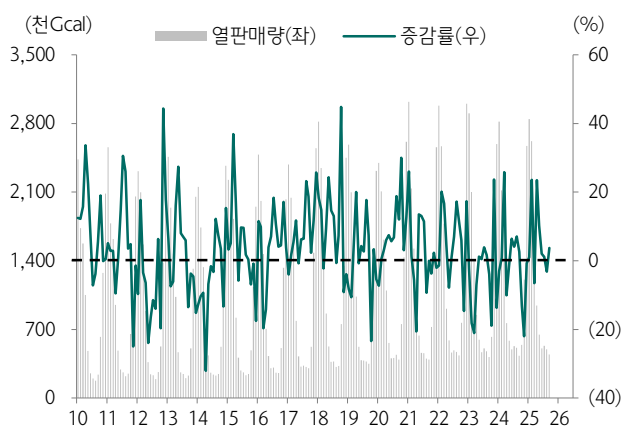
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 3. 지역난방공사 연간 부문별 영업이익 추이



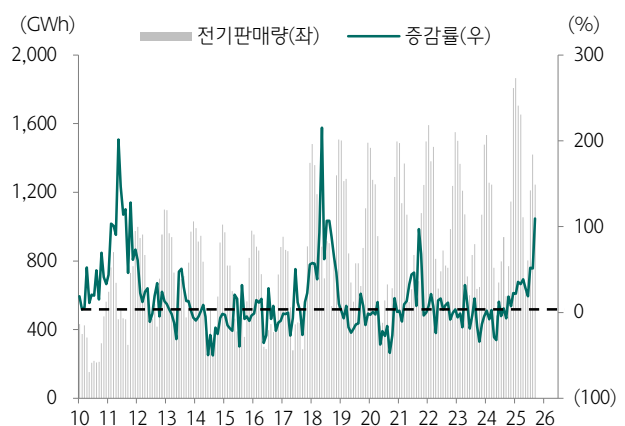
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 4. 월별 열판매량 (2025년 3분기 YoY +0.4%)



자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 5. 월별 전기판매량 (2025년 3분기 YoY +66.3%)



자료: 지역난방공사, 하나증권

추정 재무제표

| 손익계산서        |         | (단위: 십억원) |         |         |         |  |
|--------------|---------|-----------|---------|---------|---------|--|
|              | 2023    | 2024      | 2025F   | 2026F   | 2027F   |  |
| 매출액          | 3,953.7 | 3,570.3   | 4,175.4 | 4,000.3 | 4,061.4 |  |
| 매출원가         | 3,540.2 | 3,137.4   | 3,513.9 | 3,414.0 | 3,491.2 |  |
| 매출총이익        | 413.5   | 432.9     | 661.5   | 586.3   | 570.2   |  |
| 판매비          | 98.8    | 105.0     | 118.0   | 111.3   | 112.9   |  |
| 영업이익         | 314.7   | 327.9     | 543.5   | 475.0   | 457.3   |  |
| 금융손익         | (82.5)  | (89.6)    | (100.8) | (99.9)  | (100.3) |  |
| 종속/관계기업손익    | 0.4     | (0.1)     | 0.8     | 0.4     | 0.4     |  |
| 기타영업외손익      | (0.2)   | 22.5      | 4.6     | 1.0     | 1.3     |  |
| 세전이익         | 232.4   | 260.7     | 448.0   | 376.5   | 358.7   |  |
| 법인세          | 33.1    | 50.8      | 99.7    | 82.8    | 78.9    |  |
| 계속사업이익       | 199.4   | 209.9     | 348.3   | 293.6   | 279.8   |  |
| 중단사업이익       | 0.0     | 0.0       | 0.0     | 0.0     | 0.0     |  |
| 당기순이익        | 199.4   | 209.9     | 348.3   | 293.6   | 279.8   |  |
| 포괄이익         | (0.0)   | (0.3)     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |  |
| 지분법제외)순이익    | 199.4   | 210.2     | 348.3   | 293.6   | 279.8   |  |
| 지배주주포괄이익     | 184.9   | 193.7     | 345.5   | 293.6   | 279.8   |  |
| NOPAT        | 270.0   | 264.0     | 422.5   | 370.5   | 356.7   |  |
| EBITDA       | 628.3   | 663.4     | 908.4   | 844.6   | 830.5   |  |
| 성장성(%)       |         |           |         |         |         |  |
| 매출액증가율       | (5.26)  | (9.70)    | 16.95   | (4.19)  | 1.53    |  |
| NOPAT증가율     | 흑전      | (2.22)    | 60.04   | (12.31) | (3.72)  |  |
| EBITDA증가율    | 흑전      | 5.59      | 36.93   | (7.02)  | (1.67)  |  |
| 조정)영업이익증가율   | 흑전      | 4.19      | 65.75   | (12.60) | (3.73)  |  |
| 지분법제외)순이익증가율 | 흑전      | 5.42      | 65.70   | (15.70) | (4.70)  |  |
| 지분법제외)EPS증가율 | 흑전      | 5.39      | 65.74   | (15.70) | (4.71)  |  |
| 수익성(%)       |         |           |         |         |         |  |
| 매출총이익률       | 10.46   | 12.13     | 15.84   | 14.66   | 14.04   |  |
| EBITDA이익률    | 15.89   | 18.58     | 21.76   | 21.11   | 20.45   |  |
| 조정)영업이익률     | 7.96    | 9.18      | 13.02   | 11.87   | 11.26   |  |
| 계속사업이익률      | 5.04    | 5.88      | 8.34    | 7.34    | 6.89    |  |

| 대차대조표    | (단위: 십억원) |         |         |         |         |
|----------|-----------|---------|---------|---------|---------|
|          | 2023      | 2024    | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
| 유동자산     | 899.6     | 1,046.9 | 1,269.1 | 1,274.0 | 1,295.5 |
| 금융자산     | 25.6      | 18.1    | 108.4   | 107.7   | 115.2   |
| 연금성자산    | 14.1      | 6.9     | 95.7    | 94.9    | 102.3   |
| 매출채권 등   | 707.4     | 723.9   | 817.2   | 821.1   | 831.0   |
| 재고자산     | 61.3      | 25.9    | 29.2    | 29.3    | 29.7    |
| 기타유동자산   | 105.3     | 279.0   | 314.3   | 315.9   | 319.6   |
| 비유동자산    | 7,068.8   | 7,315.3 | 7,362.0 | 7,272.9 | 7,180.8 |
| 투자자산     | 93.7      | 86.9    | 98.1    | 98.6    | 99.8    |
| 금융자산     | 79.3      | 73.7    | 83.2    | 83.6    | 84.6    |
| 유형자산     | 6,154.2   | 6,499.2 | 6,535.1 | 6,573.3 | 6,606.6 |
| 무형자산     | 69.8      | 61.8    | 53.1    | 45.3    | 38.7    |
| 기타비유동자산  | 751.1     | 667.4   | 675.7   | 555.7   | 435.7   |
| 자산총계     | 7,968.4   | 8,362.2 | 8,631.1 | 8,546.9 | 8,476.3 |
| 유동부채     | 2,028.3   | 1,688.4 | 2,187.1 | 1,890.6 | 1,599.5 |
| 금융부채     | 1,308.9   | 982.3   | 1,389.8 | 1,089.8 | 789.9   |
| 매입채무 등   | 505.6     | 503.6   | 568.5   | 571.3   | 578.1   |
| 기타유동부채   | 213.8     | 202.5   | 228.8   | 229.5   | 231.5   |
| 비유동부채    | 3,846.9   | 4,405.6 | 3,883.8 | 3,889.5 | 3,903.8 |
| 금융부채     | 2,798.7   | 3,358.6 | 2,702.0 | 2,702.0 | 2,702.0 |
| 기타비유동부채  | 1,048.2   | 1,047.0 | 1,181.8 | 1,187.5 | 1,201.8 |
| 부채총계     | 5,875.2   | 6,094.0 | 6,070.9 | 5,780.1 | 5,503.2 |
| 지배주주지분   | 2,088.4   | 2,267.1 | 2,560.2 | 2,766.7 | 2,973.1 |
| 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   |
| 기타포괄이익누계 | 1.5       | (3.8)   | (6.6)   | (6.6)   | (6.6)   |
| 이익잉여금    | 1,415.9   | 1,599.8 | 1,895.7 | 2,102.3 | 2,308.7 |
| 비지배주주지분  | 4.8       | 1.1     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 자본총계     | 2,093.2   | 2,268.2 | 2,560.2 | 2,766.7 | 2,973.1 |
| 순금융부채    | 4,082.1   | 4,322.8 | 3,983.4 | 3,684.1 | 3,376.7 |

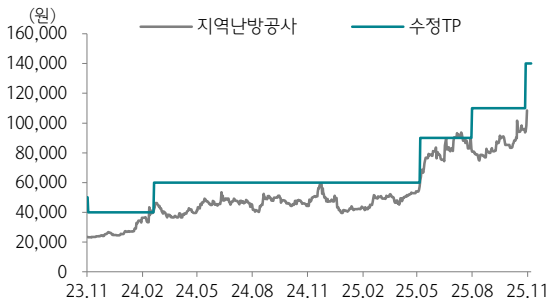
| 투자지표      |  | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|-----------|--|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)   |  |         |         |         |         |         |
| EPS       |  | 17,222  | 18,151  | 30,083  | 25,360  | 24,165  |
| BPS       |  | 180,371 | 195,798 | 221,109 | 238,949 | 256,774 |
| CFPS      |  | 54,570  | 58,594  | 78,960  | 72,305  | 70,291  |
| EBITDAPS  |  | 54,259  | 57,294  | 78,458  | 72,941  | 71,730  |
| SPS       |  | 341,462 | 308,350 | 360,606 | 345,483 | 350,765 |
| DPS       |  | 0       | 3,879   | 7,520   | 6,340   | 6,040   |
| 주가지표(배)   |  |         |         |         |         |         |
| PER       |  | 1.42    | 2.28    | 3.61    | 4.28    | 4.49    |
| PBR       |  | 0.14    | 0.21    | 0.49    | 0.45    | 0.42    |
| PCFR      |  | 0.45    | 0.71    | 1.38    | 1.50    | 1.55    |
| EV/EBITDA |  | 6.96    | 7.24    | 5.61    | 5.68    | 5.41    |
| PSR       |  | 0.07    | 0.13    | 0.30    | 0.31    | 0.31    |
| 재무비율(%)   |  |         |         |         |         |         |
| ROE       |  | 10.63   | 9.65    | 14.43   | 11.02   | 9.75    |
| ROA       |  | 2.58    | 2.57    | 4.10    | 3.42    | 3.29    |
| ROIC      |  | 4.13    | 3.72    | 5.73    | 5.02    | 4.89    |
| 부채비율      |  | 280.67  | 268.66  | 237.13  | 208.92  | 185.10  |
| 순부채비율     |  | 195.01  | 190.58  | 155.59  | 133.16  | 113.57  |
| 이자보상배율(배) |  | 3.57    | 3.35    | 4.73    | 4.24    | 4.41    |

자료: 하나증권

| 현금흐름표          | (단위: 십억원) |         |         |         |         |
|----------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
|                | 2023      | 2024    | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
| 영업활동현금흐름       | (141.8)   | 416.7   | 716.0   | 668.0   | 665.0   |
| 당기순이익          | 199.4     | 209.9   | 348.3   | 293.6   | 279.8   |
| 조정             | 337.3     | 356.2   | 428.0   | 369.6   | 373.2   |
| 감가상각비          | 313.5     | 335.4   | 365.0   | 369.6   | 373.2   |
| 외환거래손익         | (0.0)     | 0.0     | (0.0)   | 0.0     | 0.0     |
| 지분법손익          | (0.4)     | 0.1     | (0.9)   | 0.0     | 0.0     |
| 기타             | 24.2      | 20.7    | 63.9    | 0.0     | 0.0     |
| 자산/부채의 변동      | (678.5)   | (149.4) | (60.3)  | 4.8     | 12.0    |
| 투자활동현금흐름       | (633.6)   | (624.4) | (347.0) | (280.5) | (281.3) |
| 투자자산감소(증가)     | 13.8      | 6.7     | (11.2)  | (0.5)   | (1.2)   |
| 유형자산감소(증가)     | (639.1)   | (648.6) | (391.2) | (400.0) | (400.0) |
| 기타투자활동         | (8.3)     | 17.5    | 55.4    | 120.0   | 119.9   |
| 재무활동현금흐름       | 750.5     | 200.4   | (305.9) | (387.0) | (373.3) |
| 금융부채증가(감소)     | 527.5     | 233.2   | (249.1) | (300.0) | (299.9) |
| 자본증가(감소)       | 0.0       | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타재무활동         | 233.7     | (13.2)  | (11.9)  | 0.1     | (0.0)   |
| 배당지급           | (10.7)    | (19.6)  | (44.9)  | (87.1)  | (73.4)  |
| 현금의 증감         | (24.9)    | (7.2)   | 88.8    | (0.8)   | 7.4     |
| Unlevered CFO  | 631.9     | 678.4   | 914.3   | 837.2   | 813.9   |
| Free Cash Flow | (782.2)   | (232.4) | 324.2   | 268.0   | 265.0   |

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

지역난방공사



| 날짜       | 투자의견 | 목표주가    | 괴리율     |         |
|----------|------|---------|---------|---------|
|          |      |         | 평균      | 최고/최저   |
| 25.11.5  | BUY  | 140,000 | -       | -       |
| 25.8.8   | BUY  | 110,000 | -22.37% | -7.64%  |
| 25.5.14  | BUY  | 90,000  | -8.49%  | 4.11%   |
| 24.11.1  | BUY  | 60,000  | -20.18% | -1.50%  |
| 24.9.6   | BUY  | -       | -       | -       |
| 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

- 당사는 2025년 11월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 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
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2025년 11월 10일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현주가 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 | 95.41%  | 4.59%       | 0.00%      | 100% |

\* 기준일: 2025년 11월 07일