

지역난방공사 (071320)

발전 = 비규제 = 멀티플 확장

투자의견

STRONG BUY(유지)

목표주가

104,000 원(상향)

현재주가

57,400 원(5/13)

시가총액

665(십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_tjdgs2009@eugenefn.com

- 목표주가 104,000원(25F BPS의 0.6배)으로 33% 상향, 투자의견 STRONG BUY 유지. 동탄2 신규 발전소 건설되며 멀티플 확장되었던 2018년과 유사한 국면. 전력 사업 호실적에 주목하며 유틸리티 섹터 최선호주로 추천
- 1Q25 매출액 1.6조원(+46%qoq, +15%yoy), 영업이익 3,238억원(+184%qoq, +55%yoy), 순이익 2,335억원(+252%qoq, +64%yoy)으로 사상 최대 분기 실적 달성. 당사 추정을 상회한 이유는 전력 사업의 대규모 흑자 때문. 동사의 대구, 청주 발전소 공사 완료로 급전순위가 10위권으로 상승하였고, 개별요금제 적용으로 에너지 마진 확대되며 실적 개선. 동사의 열사업 미수금은 총 5,365억원으로 감소 전환. 현재는 '22년 초과손실이 순이익에 반영되는 구간으로 부채로 잡혀 있는 미수금 감소 규모가 적었으나, 내년부터 '23년도 미수금 회수가 본격화될 전망.
- 2Q25 매출액 5,990억원(-62%qoq, +13%yoy), 영업이익 100억원(-99%qoq, 흑전yoy)으로 비수기에 선방하는 실적 전망. 추후 화성('27년), 수원('29년)도 개체공사 완료될 예정으로 전력 사업이 이끄는 실적 성장 지속 전망.

주가(원,5/13)	57,400
시가총액(십억원)	665

발행주식수	11,579천주
52주 최고가	60,400원
최저가	39,250원
52주 일간 Beta	-0.22
60일 일평균거래대금	11억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(2025F)	9.6%

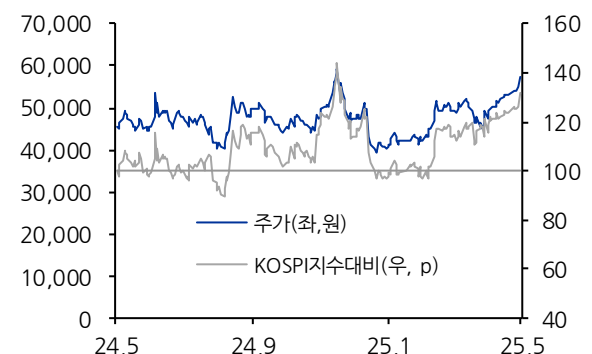
주주구성	
산업통상자원부 (외 4인)	75.0%
우리사주 (외 1인)	4.7%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	9.1	13.7	39.3
절대기준	16.3	21.6	34.9

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	STRONG BUY	STRONG BUY	-
목표주가	104,000	78,000	▲
영업이익(25)	457	342	▲
영업이익(26)	372	385	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	3,954	3,570	4,015	3,907
영업이익	315	328	457	372
세전손익	232	261	386	349
당기순이익	199	210	297	268
EPS(원)	17,222	18,151	25,672	22,652
증감률(%)	흑전	5.4	41.4	-11.8
PER(배)	1.4	2.3	2.2	2.5
ROE(%)	10.6	9.7	13.9	12.4
PBR(배)	0.1	0.2	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	6.9	7.2	6.4	6.8

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A]

Q. 개체공사

- 대구, 청주 270MW로 발전소 개체 후 정상 상업운전 중
- 개별 요금제로 연료단가가 매우 낮아 상업운전 최상단에 결정되고 있음
- 이로 인해 급전순위 10위권내 가장 낮은 SMP 단가로 가동 우선순위로 평가받고 있는 상황

Q. 원가배분비율, 열전비

- 10년 평균 선형 매출액 비율로 산정, 매출액 기준과 유사하게 배분
- 1Q25
 - 열사업: 높은 판매 비중으로 원가 배분 비율 상승함에 따라 영업이익 감소
 - 전기사업: 상대적으로 적은 원가로 영업이익 소폭 증가
- 열전비는 추후 언급 가능

Q. 요금반영, 미수금제도

- '22년 열요금 미인상분은 기존 열판매 요금 인상을 통해 반영 중, 매출액에 직접적 영향
- 미수금
 - '23년말 제도 도입
 - '22년분: 23.07~26.06 회수 예정, '25년말 대부분 해소될 것
 - '23년분: 2H25부터 본격적으로 회수 예정
- '26년 해소될 미수금 부재, 재무 구조 문제 외 영업단 실적 감소로 보일 수 있음

Q. 배당

- 작년과 유사한 수준의 배당성향 전망

도표 1. 연간 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)	수정전		수정후		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	3,870	4,068	4,015	3,907	3.7	(3.9)
영업이익	342	385	457	372	33.5	(3.3)
영업이익률(%)	8.8	9.5	11.4	9.5	2.5	0.1
EBITDA	685	722	815	728	19.1	0.7
EBITDA 이익률(%)	17.7	17.8	20.3	18.6	2.6	0.9
순이익	229	269	297	268	29.7	(0.5)

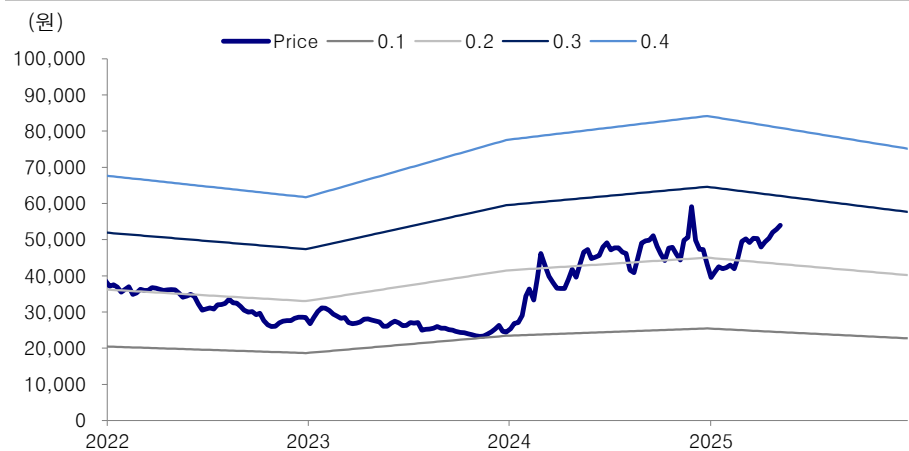
자료: 유진투자증권

도표 2. 세부 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
매출액	1,375	532	585	1,078	1,577	599	629	1,210	3,954	3,570	4,015
열	720	204	135	525	842	232	147	614	1,454	1,584	1,834
전기	639	305	418	529	718	361	470	591	2,408	1,890	2,140
냉수	4	6	13	4	4	6	13	4	28	28	28
영업이익	209	(23)	29	114	324	10	(4)	127	315	328	457
열	136	(19)	12	50	160	15	(25)	90	262	179	240
전기	74	(2)	18	67	166	(2)	21	42	59	157	226
냉수	(2)	(3)	(1)	(4)	(2)	(3)	(1)	(4)	(6)	(9)	(10)
OPM(%)	15.2	(4.4)	4.9	10.6	20.5	1.7	(0.7)	10.5	8.0	9.2	11.4
열	18.9	(9.3)	8.8	9.6	19.1	6.5	(17.1)	14.6	18.0	11.3	13.1
전기	11.6	(0.5)	4.2	12.7	23.1	(0.6)	4.5	7.0	2.5	8.3	10.6
냉수	(39.5)	(47.6)	(4.6)	(81.8)	(62.2)	(47.6)	(4.6)	(81.8)	(22.2)	(31.5)	(34.5)

자료: 지역난방공사, 유진투자증권

도표 3. PBR Band chart



자료: 유진투자증권

지역난방공사(071320.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	7,968	8,362	8,530	8,605	8,677
유동자산	900	1,047	1,181	1,329	1,327
현금성자산	26	18	89	245	165
매출채권	806	991	1,031	1,023	1,097
재고자산	61	26	50	50	53
비유동자산	7,069	7,315	7,349	7,276	7,350
투자자산	845	754	848	826	868
유형자산	6,154	6,499	6,447	6,404	6,441
기타	70	62	54	47	40
부채총계	5,875	6,094	6,505	6,382	6,309
유동부채	2,028	1,688	1,779	1,776	1,826
매입채무	596	591	681	676	725
유동성이자부채	1,309	982	982	982	982
기타	123	115	116	117	119
비유동부채	3,847	4,406	4,726	4,606	4,483
비유동이자부채	2,799	3,359	3,669	3,539	3,405
기타	1,048	1,047	1,057	1,068	1,078
자본총계	2,093	2,268	2,025	2,224	2,368
자본지분	2,088	2,267	2,024	2,222	2,367
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	1,416	1,600	1,852	2,051	2,195
기타	501	496	0	0	0
비자본지분	5	1	1	1	1
자본총계	2,093	2,268	2,025	2,224	2,368
총차입금	4,108	4,341	4,651	4,521	4,387
순차입금	4,082	4,323	4,562	4,276	4,222

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	(47)	529	106	654	506
당기순이익	199	210	297	268	217
자산상각비	314	335	359	355	357
기타비현금성손익	116	128	(579)	25	(41)
운전자본증감	(679)	(149)	27	4	(28)
매출채권감소(증가)	189	(25)	(39)	7	(74)
재고자산감소(증가)	(1)	35	(24)	0	(4)
매입채무증가(감소)	(495)	(15)	90	(5)	49
기타	(372)	(145)	1	1	1
투자현금	(634)	(624)	(300)	(305)	(389)
단기투자자산감소	1	(0)	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	(2)	0	(1)
설비투자	(640)	(649)	(297)	(304)	(387)
유형자산처분	1	1	0	0	0
무형자산처분	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
재무현금	751	200	265	(194)	(198)
차입금증가	513	225	310	(130)	(134)
자본증가	(11)	(20)	(45)	(64)	(64)
배당금지급	(11)	(20)	45	64	64
현금 증감	(25)	(7)	71	156	(80)
기초현금	39	14	7	78	234
기말현금	14	7	78	234	154
Gross Cash flow	632	678	78	650	534
Gross Investment	1,313	774	273	301	416
Free Cash Flow	(681)	(95)	(194)	350	118

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,954	3,570	4,015	3,907	4,108
증가율(%)	(5.3)	(9.7)	12.5	(2.7)	5.1
매출원가	3,540	3,137	3,419	3,382	3,615
매출총이익	413	433	596	525	493
판매 및 일반관리비	99	105	139	153	156
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	315	328	457	372	337
증가율(%)	흑전	4.2	39.3	(18.5)	(9.5)
EBITDA	628	663	815	728	693
증가율(%)	흑전	5.6	22.9	(10.8)	(4.7)
영업외손익	(82)	(67)	(71)	(23)	(55)
이자수익	6	8	32	71	35
이자비용	88	98	105	95	89
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	0	22	2	1	(1)
세전순이익	232	261	386	349	282
증가율(%)	흑전	12.2	48.1	(9.6)	(19.2)
법인세비용	33	51	89	81	65
당기순이익	199	210	297	268	217
증가율(%)	흑전	5.3	41.6	(10.0)	(19.0)
지배주주지분	199	210	297	262	208
증가율(%)	흑전	5.4	41.4	(11.8)	(20.6)
비지배지분	(0)	(0)	(0)	5	9
EPS(원)	17,222	18,151	25,672	22,652	17,980
증가율(%)	흑전	5.4	41.4	(11.8)	(20.6)
수정EPS(원)	17,222	18,151	25,672	22,652	17,980
증가율(%)	흑전	5.4	41.4	(11.8)	(20.6)

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	17,222	18,151	25,672	22,652	17,980
BPS	180,371	195,798	174,783	191,935	204,415
DPS	0	3,879	5,500	5,500	5,000
밸류에이션(배, %)					
PER	1.4	2.3	2.1	2.4	3.1
PBR	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.9	7.2	6.4	6.8	7.0
배당수익률	0.0	9.4	10.0	10.0	9.1
PCR	0.4	0.7	8.1	1.0	1.2
수익성(%)					
영업이익률	8.0	9.2	11.4	9.5	8.2
EBITDA이익률	15.9	18.6	20.3	18.6	16.9
순이익률	5.0	5.9	7.4	6.8	5.3
ROE	10.6	9.7	13.9	12.4	9.1
ROIC	4.8	4.1	5.3	4.4	4.0
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	195.0	190.6	225.3	192.3	178.3
유동비율	44.4	62.0	66.4	74.9	72.7
이자보상배율	3.6	3.3	4.3	3.9	3.8
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	4.4	4.0	4.0	3.8	3.9
재고자산회전율	65.2	82.0	105.9	78.5	79.9
매입채무회전율	4.7	6.0	6.3	5.8	5.9

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.3.31 기준)

