

(071320)

# 지역난방공사

에너지/인프라/배터리 황성현, Ph.D.  
6878 / tjdgus2009@eugenefn.com

## 과하게 보수적이었던 가이드نس

투자의견  
목표주가  
현재주가

**BUY**(유지)  
120,000 원(유지)  
75,500 원(5/8)

“ **[투자의견]** 당사는 지역난방공사에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 120,000원을 유지함. 4Q25 실적 발표 당시 제시한 연간 가이드نس(26년 영업이익 2,711억원, -49%yoy) 쇼크로 주가가 급락했으나, 1Q 실적과 컨콜을 통해 당시 원가 가정(Henry Hub 4.8달러/mmBTU)이 과도하게 보수적이었음을 확인. LNG 단가 하락(-16%yoy)과 미수금 첫 감소 전환(-531억원qoq)이 우려를 해소했으며, 연간 실적은 가이드نس 대비 상향될 가능성이 높다고 판단

“ **[1Q26 Review]** 매출액 1.4조원(-9% yoy, +38% qoq), 영업이익 3,201억원(-1% yoy, +154% qoq)으로 컨센서스를 상회하는 호실적

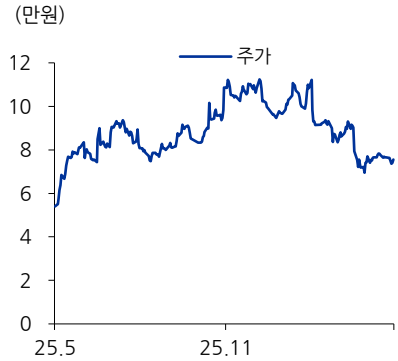
**열:** 매출액 8,289억원(-2%yoy), 영업이익 1,642억원(+2%yoy). 기온 상승으로 판매량 -2%yoy 감소했으나 LNG 가격 하락이 원가 부담을 충분히 상쇄. 이익 증가 주요인은 변동비 절감이며 적정투자보수는 '26.7월 재산정해 반영될 예정. 미수금은 531억원 감소, 1Q 기준 첫 회수 구간 진입

**전기:** 매출액 5,873억원(-18%yoy), 영업이익 1,577억원(-5%yoy). 파주 CHP 출력 감소(-617GWh yoy)와 SMP 하락이 동반 작용했으나 매출 감소폭 대비 이익 방어. 1Q 전력시장의 우호적인 환경은 원전 정비 증가·신규 발전기 준공 지연에 따른 공급 제한 효과 때문. 법인세는 800억원(+133억원yoy)으로 이월결손금 공제 소멸 기저효과가 복합적으로 작용했으며, 이 영향으로 당기순이익은 2,163억원(-7%yoy)에 그쳐 영업이익 대비 부진

“ **[하반기 전망 및 투자 포인트]**

'26.7월 요금 결정이 주가와 실적의 핵심 분기점이 될 전망. 연료비·고정비 재산정 시점이나 정부와의 공식 논의는 아직 미진행 상태로 파악. 중동발 에너지 가격 상승분은 3~4개월 시차로 7월 이후 도입단가에 반영될 전망으로 요금 조정 없이 연료비가 상승할 경우 미수금 재확대 가능성은 상존. SMP 상한제 발동 요건은 현재 미충족 중. 중동 전쟁이 SMP에 본격적으로 영향을 미치는 시점은 7월 이후이며, 정부의 정책도 당장의 시행보다 가격 변화 추이를 보며 결정될 것이라 판단. 전력 최대 부하에서 재생에너지의 시장 참여 비중이 확대되면서 수요 차감 효과 확대, SMP를 결정하는 한계 원가 발전소의 순번이 점차 내려가는 추세이기 때문. 또한 원전 정비 완료, 석탄 발전 가동 증가 시 시장에서 우려하는 만큼 SMP가 오르지 못할 가능성도 존재. 당사는 개별요금제를 통해 적정 마진 스프레드를 유지할 수 있어 수익성 유지될 것이라 판단

'27년부터는 개별요금제 적용 발전소 추가로 전력 부문 실적 회복이 예상되며, 미수금을 제외하고 배당을 결정하는 구조상 배당 방어력은 유지 가능할 것으로 판단. 연초 급락한 주가는 이번 1Q를 통해 우려가 과했다는 점을 감안한 만큼, '26.7월 이후 주가 재평가 가능할 것이라 판단



시가총액(십억원)	874
발행주식수(천주)	11,579
52 주 최고	116,700 원
최저	53,300 원
52 주 일단 Beta	0.16
60 일 평균 거래대금	36 억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(26E)	7.4%
주주구성	
산업통상자원부 (외 4인)	75.0%
지역난방공사우리카주 (외 1인)	3.7%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	20	-30.5	40.1
(원 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	120,000	120,000	-
영업이익(26E)	407	331	▲
영업이익(27E)	429	358	▲

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	3998	3870	3978
영업이익	530	407	429
세전손익	439	326	364
당기순이익	339	251	279
EPS(원)	29,268	21,702	23,608
증감률(%)	61.2	-25.9	8.8
PER(배)	3.3	35	32
ROE(%)	148	11.1	11.7
PBR(배)	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	6.0	6.4	6.0

## 설명회 Q&A

---

### Q1. 연료비 정산금(미수금) 감소 원인 및 향후 방향성

- LNG 가격 하락 영향으로 연료비에 반영된 연료비 대비 실제 연료비 부담 감소해 미수금 qoq 감소
- 향후 LNG 가격 상승 지속 및 요금 조정 지연시 미수금 재차 증가 가능성 존재
- 다만 향후 연료비 조정 여부 및 에너지 가격 변동성은 불확실

### Q2. 열 부문 이익 증가 원인

- 적정투자보수는 고정비 산정시 반영되며 2026년 7월 재산정 예정
- 2024년 7월 이후 현재까지 동일 기준 적용 중

### Q3. 수열 단가 상승 영향 반영 부문

- 폐기물 소각장 수열은 열요금 연동 구조로 현재 변동 제한적
- 발전소 및 연료전지 사업자 수열은 LNG 가격 연동 구조
- 수열 단가 변동 영향은 열 부문 비용에만 반영

### Q4. 유가 상승시 개별요금제 경쟁력 영향

- 개별요금제는 유가+헨리허브 가격 연동되는 하이브리드 구조
- 유가JKM 상승 대비 헨리허브 가격이 상대적으로 낮을 경우 가격 경쟁력 확보 가능
- 계약물량 초과 추가 도입분은 JKM 가격 기준 구매

### Q5. 2025 사업연도 배당성향 하락 배경

- 밸류업 계획상 배당 산식 기반으로 정부와 협의 진행
- 정부 출자기관간 목표 배당성향 및 배당금 배분 과정에서 최종 조정
- 에너지 공기업들의 높은 부채비율 감안해 전년 대비 배당성향 소폭 하향 결정

연간 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %)	수정전		수정후		변경률	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	3,703	3,893	3,870	3,978	4.5	2.2
영업이익	331	358	407	429	22.7	19.8
영업이익률(%)	9.0	9.2	10.5	10.8	1.6	1.6
EBITDA	687	716	790	813	15.1	13.6
EBITDA 이익률(%)	18.6	18.4	20.4	20.4	1.9	2.1
순이익	193	218	251	279	30.2	27.8

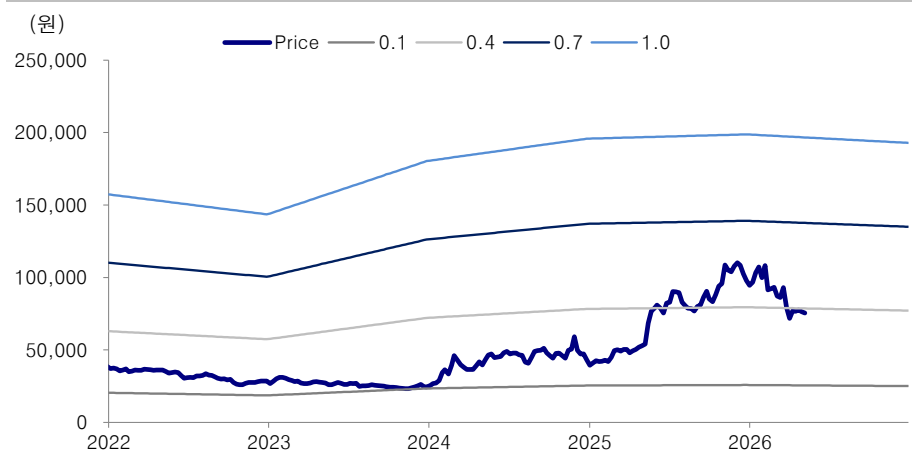
자료: 유진투자증권

세부 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2024	2025	2026
<b>매출액</b>	<b>1,577</b>	<b>623</b>	<b>758</b>	<b>1,040</b>	<b>1,434</b>	<b>518</b>	<b>668</b>	<b>1,250</b>	<b>3,570</b>	<b>3,998</b>	<b>3,870</b>
열	842	252	136	538	829	225	142	551	1,584	1,767	1,747
전기	718	348	594	480	587	287	512	694	1,890	2,138	2,081
냉수	4	6	13	5	4	6	13	5	28	27	28
<b>영업이익</b>	<b>324</b>	<b>(10)</b>	<b>89</b>	<b>126</b>	<b>320</b>	<b>(39)</b>	<b>20</b>	<b>106</b>	<b>328</b>	<b>530</b>	<b>407</b>
열	160	(33)	38	61	164	(57)	(18)	47	179	227	136
전기	166	27	53	68	158	21	39	62	157	314	281
냉수	(2)	(4)	(2)	(3)	(2)	(4)	(2)	(3)	(9)	(11)	(10)
<b>OPM(%)</b>	<b>20.5</b>	<b>(1.5)</b>	<b>11.8</b>	<b>12.1</b>	<b>22.3</b>	<b>(7.5)</b>	<b>3.0</b>	<b>8.4</b>	<b>9.2</b>	<b>13.2</b>	<b>10.5</b>
열	19.1	(13.0)	28.1	11.3	19.8	(25.2)	(12.7)	8.5	11.3	12.8	7.8
전기	23.1	7.7	8.9	14.2	26.9	7.5	7.7	9.0	8.3	14.7	13.5
냉수	(62.2)	(60.3)	(12.1)	(71.7)	(46.2)	(60.3)	(12.1)	(71.7)	(31.5)	(39.2)	(37.1)

자료: 지역난방공사, 유진투자증권

PBR Band Chart



자료: 유진투자증권

## 지역난방공사(071320.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>자산총계</b>	8,362	8,229	8,164	8,267	8,368
유동자산	1,047	960	995	1,060	1,103
현금성자산	18	28	27	45	43
매출채권	991	912	940	985	1,030
재고자산	26	10	18	19	20
비유동자산	7,315	7,269	7,169	7,208	7,265
투자자산	754	734	710	730	748
유형자산	6,499	6,480	6,413	6,438	6,483
기타	62	54	47	40	34
<b>부채총계</b>	6,094	5,928	5,930	5,824	5,707
유동부채	1,688	1,879	1,871	1,755	1,627
매입채무	591	435	507	531	555
유동성이자부채	982	1,309	1,228	1,086	933
기타	115	135	136	137	139
비유동부채	4,406	4,048	4,059	4,069	4,080
비유동이자부채	3,359	3,000	3,000	3,000	3,000
기타	1,047	1,048	1,058	1,069	1,080
<b>자본총계</b>	2,268	2,301	2,235	2,443	2,661
지배지분	2,267	2,301	2,235	2,443	2,661
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	1,600	1,883	2,063	2,272	2,489
기타	496	247	(0)	(0)	(0)
비지배지분	1	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	2,268	2,301	2,235	2,443	2,661
충차입금	4,341	4,309	4,228	4,086	3,933
순차입금	4,323	4,282	4,202	4,042	3,891

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>영업현금</b>	529	794	459	628	648
당기순이익	210	339	251	279	301
자산상각비	335	368	384	384	386
기타비현금성손익	128	205	(214)	(16)	(20)
운전자본증감	(149)	(125)	38	(21)	(20)
매출채권감소(증가)	(25)	69	(28)	(46)	(45)
재고자산감소(증가)	35	15	(7)	(1)	(1)
매입채무증가(감소)	(15)	(150)	71	25	24
기타	(145)	(59)	1	1	1
<b>투자현금</b>	(624)	(328)	(308)	(403)	(425)
단기투자자산감소	(0)	(2)	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	0	(0)	(0)
설비투자	(649)	(333)	(307)	(402)	(424)
유형자산처분	1	2	0	0	0
무형자산처분	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>재무현금</b>	200	(344)	(152)	(207)	(225)
차입금증가	225	(30)	(81)	(142)	(153)
자본증가	(20)	(62)	(71)	(65)	(72)
배당금지급	(20)	(62)	71	65	72
<b>현금 증감</b>	(7)	6	(1)	18	(2)
기초현금	14	7	13	12	31
기말현금	7	13	12	31	28
Gross Cash flow	678	920	422	649	668
Gross Investment	774	451	270	424	445
<b>Free Cash Flow</b>	(95)	468	152	225	223

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	3,570	3,998	3,870	3,978	4,078
증가율(%)	(9.7)	12.0	(3.2)	2.8	2.5
매출원가	3,137	3,361	3,318	3,401	3,478
<b>매출총이익</b>	433	638	552	577	599
판매 및 일반관리비	105	108	145	148	151
기타영업손익	0	0	0	0	0
<b>영업이익</b>	328	530	407	429	449
증가율(%)	4.2	61.5	(23.2)	5.5	4.6
<b>EBITDA</b>	663	897	790	813	835
증가율(%)	5.6	35.3	(11.9)	2.9	2.6
<b>영업외손익</b>	(67)	(91)	(80)	(65)	(57)
이자수익	8	14	16	21	24
이자비용	98	114	105	95	89
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	22	10	9	9	8
<b>세전순이익</b>	261	439	326	364	392
증가율(%)	12.2	68.4	(25.7)	11.4	7.9
법인세비용	51	100	75	85	91
<b>당기순이익</b>	210	339	251	279	301
증가율(%)	5.3	61.5	(25.9)	11.0	8.0
지배주주지분	210	339	251	273	289
증가율(%)	5.4	61.2	(25.9)	8.8	5.9
비지배지분	(0)	0	(0)	6	12
<b>EPS(원)</b>	18,151	29,268	21,702	23,608	24,998
증가율(%)	5.4	61.2	(25.9)	8.8	5.9
수정EPS(원)	18,151	29,268	21,702	23,608	24,998
증가율(%)	5.4	61.2	(25.9)	8.8	5.9

### 주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	18,151	29,268	21,702	23,608	24,998
BPS	195,798	198,762	192,989	210,997	229,796
DPS	3,879	6,157	5,600	6,200	6,500
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	2.3	3.3	3.5	3.2	3.0
PBR	0.2	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/ EBITDA	7.2	6.0	6.4	6.0	5.7
배당수익률	9.4	6.4	7.4	8.2	8.6
PCR	0.7	1.2	2.1	1.3	1.3
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	9.2	13.2	10.5	10.8	11.0
EBITDA이익률	18.6	22.4	20.4	20.4	20.5
순이익률	5.9	8.5	6.5	7.0	7.4
ROE	9.7	14.8	11.1	11.7	11.3
ROIC	4.1	6.2	4.8	5.1	5.3
<b>안정성 (배, %)</b>					
순차입금/자기자본	190.6	186.1	188.0	165.4	146.2
유동비율	62.0	51.1	53.2	60.4	67.8
이자보상배율	3.3	4.6	3.9	4.5	5.0
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	4.0	4.2	4.2	4.1	4.0
재고자산회전율	82.0	220.2	272.5	216.6	212.1
매입채무회전율	6.0	7.8	8.2	7.7	7.5

**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 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 3 자에게 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 저작물로서 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: 12 개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2026.03.31 기준)

