지역난방공사
(071320)

과하게 보수적인 가이던스

투자의견
BUY(유지)

목표주가
120,000 원(하향)

현재주가
98,400 원(02/10)

시가총액
1,139(십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현_ 02)368-6878_ tjdgus2009@eugenefn.com

- '26년 실적 조정하며 목표주가 120,000원으로 6% 하향, 투자의견 BUY 유지. 2월말 발표되는 배당 규모에 따라 주가 변동 가능 전망. 4Q25 매출액 1.0조원(+37%qoq, -4%yoy), 영업이익 1,260억원(+41%qoq, +11%yoy)으로 당사 추정을 상회하는 실적. 동사는 '22년 열사업 초과손실을 3년에 걸쳐 회수 중. '25년은 회수 비율이 집중되어 사상 최대 실적을 기록했고 '26년은 기저로 이미 감익이 예상되었음. 여기에 '26년 실적 전망을 영업이익 2,711억원(-49%)으로 제시해 전일 주가는 12% 급락. 작년 7월 지정되었던 화성, 동탄 발전소의 필수 가동 발전 지정 해제, 파주 열병합 스팀터빈 장비 교체로 인한 판매량 감소 등 일회성 요인이 모두 반영된 결과. 또한 '26년 실적 전망에 활용된 미국 천연가스 가격이 4.8달러/mmBTU(현재 3.1달러)로 원가 가정이 상당히 보수적으로 반영됨
- '26년 매출액 3.7조원(-7%yoy), 영업이익 3,315억원(-37%yoy)으로 전망. 동사의 미수금은 3Q대비 199억원 감소했으며, 최근 원가 흐름 감안 시 '26년은 회수 시작 전망. 미수금 증가를 제외하고 배당금을 결정하므로 이익 감소 대비 배당은 방어가 가능하다고 판단함. '27년 개별요금제 적용 발전소 늘어나며, 다시 실적 증가 전망

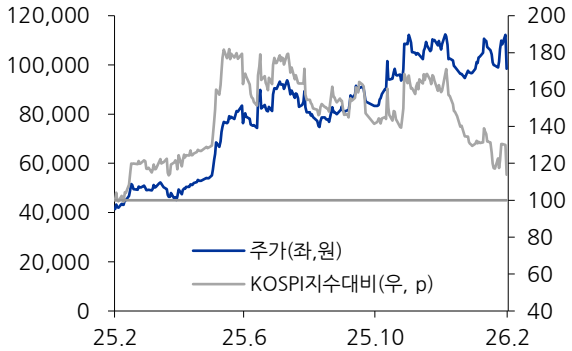
주가(원,02/10)	98,400
시가총액(십억원)	1,139
발행주식수	11,579천주
52주 최고가	116,700원
최저가	39,700원
52주 일간 Beta	-0.12
60일 평균거래대금	31억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(2025E)	7.1%
주주구성	
산업통상자원부 (외 4인)	75.0%
지역난방공사우리사주 (외 1인)	3.7%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-13.9	-43.4	21.0
절대기준	1.7	21.8	131.3

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	120,000	128,000	▼
영업이익(25)	530	499	▲
영업이익(26)	331	452	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	3,954	3,570	3,998	3,703
영업이익	315	328	530	331
세전손익	232	261	439	252
당기순이익	199	210	339	193
EPS(원)	17,222	18,151	29,270	16,340
증감률(%)	흑전	5.4	61.3	-44.2
PER(배)	1.4	2.3	3.4	6.0
ROE(%)	10.6	9.7	15.6	8.9
PBR(배)	0.1	0.2	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	6.9	7.2	6.4	7.9

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A]

Q. 화성 필수발전소 제외 배경, 2026 년 전력 판매 가이던스

- 거래소가 화성 동절기 전력수요가 생각보다 적다고 판단해 해제
- 2026 년 전력 판매량 약 -5%yoy 감소 예상

Q. 2026 년 순이익 전망 하향 원인

- 2026 년 미수금 회수 규모 2025 년 대비 급감 예정으로 순이익 전망 하향

Q. LNG 및 거시지표 가정

- 유가: 중장기 67 달러/배럴, 예산 64 달러/배럴
- 환율: 1,383 원
- JKM: 중장기 10.5 달러/MMBtu, 예산 10.4 달러/MMBtu
- 헨리허브: 중장기 4.5 달러/MMBtu, 예산 4.8 달러/MMBtu

Q. 삼송지사 데이터센터 전력 공급 세부사항

- 2025 년 전력 공급 준비완료, 2026 년 중순 이후 공급 예정
- 해당 공급으로 인한 매출과 이익증가를 중장기 재무관리계획상 판매계획에 포함
- 삼송만 현재 추가 신규 수용가 발굴 여력이 있는 사업장

Q. 2026 년 일회성 요인

- 파주 GT 2 기, ST 1 기 중 2025 년 10 월 ST 고장으로 2026 년 연중 가동 차질 예상
- 열, 전기는 정상 공급 중이나, 2026 년 전기 출력 감소 효과
- 제작사와 2026 년 내 수리 협의 중

Q. CHP 낮 시간대 가동제한 원인

- 현재 태양광, 원전 등 경직성 전원 발전량이 많아 계통상 다른 조절가능 발전은 억제 중
- 자체 사용을 전제한 전력 설비 편입 고려할 정도로 계통 안 좋은 상황

도표 1. **연간 실적 변경 내역**

(단위: 십억원, %, %p)	수정전		수정후		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	4,090	4,007	3,998	3,703	(2.2)	(7.6)
영업이익	499	452	530	331	6.1	(26.7)
영업이익률(%)	12.2	11.3	13.2	9.0	1.0	(2.3)
EBITDA	858	808	888	687	3.6	(15.0)
EBITDA 이익률(%)	21.0	20.2	22.2	18.6	1.2	(1.6)
순이익	330	301	339	193	2.7	(36.0)

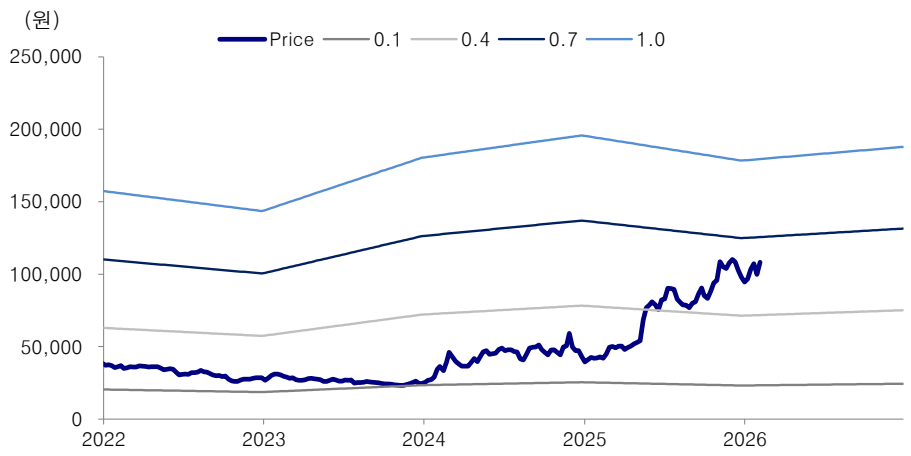
자료: 유진투자증권

도표 2. **세부 실적 추정**

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2024	2025	2026
매출액	1,577	623	758	1,040	1,381	557	625	1,140	3,570	3,998	3,703
열	842	252	136	538	848	245	142	551	1,584	1,767	1,787
전기	718	348	594	480	529	306	470	584	1,890	2,138	1,889
냉수	4	6	13	5	4	6	13	5	28	27	27
영업이익	324	(10)	89	126	251	(32)	49	63	328	530	331
열	160	(33)	38	61	141	(50)	11	4	179	227	107
전기	166	27	53	68	112	21	39	62	157	314	235
냉수	(2)	(4)	(2)	(3)	(2)	(4)	(2)	(3)	(9)	(11)	(11)
OPM(%)	20.5	(1.5)	11.8	12.1	18.2	(5.8)	7.9	5.6	9.2	13.2	9.0
열	19.1	(13.0)	28.1	11.3	16.6	(20.3)	8.0	0.8	11.3	12.8	6.0
전기	23.1	7.7	8.9	14.2	21.3	7.0	8.4	10.6	8.3	14.7	12.5
냉수	(62.2)	(60.3)	(12.1)	(71.7)	(62.2)	(60.3)	(12.1)	(71.7)	(31.5)	(39.2)	(39.2)

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	8,524	8,316	8,475
유동자산	900	1,047	1,179	1,081	1,154
현금성자산	26	18	91	52	52
매출채권	806	991	1,026	970	1,040
재고자산	61	26	50	47	50
비유동자산	7,069	7,315	7,345	7,236	7,321
투자자산	845	754	845	782	822
유형자산	6,154	6,499	6,447	6,406	6,458
기타	70	62	54	47	40
부채총계	5,875	6,094	6,457	6,142	6,149
유동부채	2,028	1,688	1,776	1,740	1,788
매입채무	596	591	678	641	687
유동성이자부채	1,309	982	982	982	982
기타	123	115	116	117	119
비유동부채	3,847	4,406	4,681	4,401	4,361
비유동이자부채	2,799	3,359	3,624	3,334	3,283
기타	1,048	1,047	1,057	1,068	1,078
자본총계	2,093	2,268	2,067	2,175	2,327
지배지분	2,088	2,267	2,065	2,174	2,325
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	1,416	1,600	1,894	2,002	2,154
기타	501	496	0	0	0
비지배지분	5	1	1	1	1
자본총계	2,093	2,268	2,067	2,175	2,327
총차입금	4,108	4,341	4,606	4,316	4,265
순차입금	4,082	4,323	4,515	4,264	4,213

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,954	3,570	3,998	3,703	3,893
증가율(%)	(5.3)	(9.7)	12.0	(7.4)	5.1
매출원가	3,540	3,137	3,370	3,265	3,426
매출총이익	413	433	629	438	467
판매 및 일반관리비	99	105	99	107	109
기타영업손익	(12)	6	(6)	8	2
영업이익	315	328	530	331	358
증가율(%)	흑전	4.2	61.5	(37.4)	8.0
EBITDA	628	663	888	687	716
증가율(%)	흑전	5.6	33.9	(22.7)	4.2
영업외손익	(82)	(67)	(91)	(80)	(74)
이자수익	6	8	32	35	37
이자비용	88	98	105	95	89
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	0	22	(18)	(20)	(22)
세전순이익	232	261	439	252	284
증가율(%)	흑전	12.2	68.4	(42.7)	12.9
법인세비용	33	51	100	59	66
당기순이익	199	210	339	193	218
증가율(%)	흑전	5.3	61.5	(43.0)	13.1
지배주주지분	199	210	339	189	210
증가율(%)	흑전	5.4	61.3	(44.2)	10.8
비지배지분	(0)	(0)	(0)	4	9
EPS(원)	17,222	18,151	29,270	16,340	18,109
증가율(%)	흑전	5.4	61.3	(44.2)	10.8
수정EPS(원)	17,222	18,151	29,270	16,340	18,109
증가율(%)	흑전	5.4	61.3	(44.2)	10.8

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	(47)	529	153	639	512
당기순이익	199	210	339	193	218
자산상각비	314	335	359	356	357
기타비현금성손익	116	128	(576)	66	(39)
운전자본증감	(679)	(149)	29	23	(26)
매출채권감소(증가)	189	(25)	(35)	57	(70)
재고자산감소(증가)	(1)	35	(24)	3	(3)
매입채무증가(감소)	(495)	(15)	87	(37)	46
기타	(372)	(145)	1	1	1
투자현금	(634)	(624)	(300)	(307)	(403)
단기투자자산감소	1	(0)	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	(2)	1	(1)
설비투자	640	649	297	307	402
유형자산처분	1	1	0	0	0
무형자산처분	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
재무현금	751	200	220	(371)	(109)
차입금증가	513	225	265	(290)	(51)
자본증가	(11)	(20)	(45)	(81)	(58)
배당금지급	(11)	(20)	45	81	58
현금 증감	(25)	(7)	73	(39)	(0)
기초현금	39	14	7	80	41
기말현금	14	7	80	41	41
Gross Cash flow	632	678	124	616	538
Gross Investment	1,313	774	271	284	430
Free Cash Flow	(681)	(95)	(147)	333	109

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	17,222	18,151	29,270	16,340	18,109
BPS	180,371	195,798	178,382	187,722	200,831
DPS	0	3,879	7,000	5,000	5,400
밸류에이션(배,%)					
PER	1.4	2.3	3.4	6.0	5.4
PBR	0.1	0.2	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.9	7.2	6.4	7.9	7.5
배당수익률	0.0	9.4	7.1	5.1	5.5
PCR	0.4	0.7	9.2	1.8	2.1
수익성(%)					
영업이익률	8.0	9.2	13.2	9.0	9.2
EBITDA이익률	15.9	18.6	22.2	18.6	18.4
순이익률	5.0	5.9	8.5	5.2	5.6
ROE	10.6	9.7	15.6	8.9	9.3
ROIC	4.8	4.1	6.2	3.9	4.3
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	195.0	190.6	218.5	196.0	181.1
유동비율	44.4	62.0	66.4	62.1	64.6
이자보상배율	3.6	3.3	5.0	3.5	4.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.4	0.5	0.4	0.5
매출채권회전율	4.4	4.0	4.0	3.7	3.9
재고자산회전율	65.2	82.0	105.8	76.5	79.9
매입채무회전율	4.7	6.0	6.3	5.6	5.9

자료: 유진투자증권

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 기관투자가 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 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

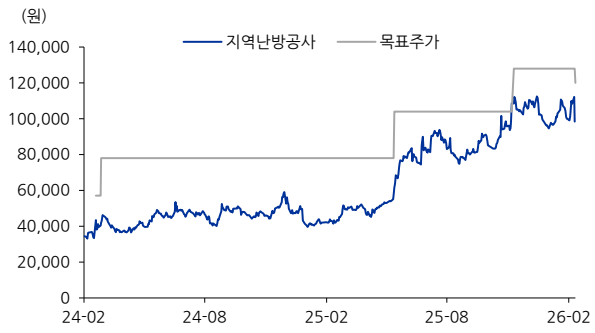
투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (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	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.12.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2024-02-19	Strong Buy	57,000	1년	-30.6	-27.8
2024-02-27	Strong Buy	78,000	1년	-40.9	-24.2
2024-03-21	Strong Buy	78,000	1년	-40.5	-24.2
2024-05-14	Strong Buy	78,000	1년	-39.2	-24.2
2024-08-09	Strong Buy	78,000	1년	-39.0	-24.2
2024-11-12	Strong Buy	78,000	1년	-38.4	-24.2
2025-05-14	Strong Buy	104,000	1년	-19.0	4.4
2025-05-30	Strong Buy	104,000	1년	-17.8	4.4
2025-08-08	Buy	104,000	1년	-17.1	4.4
2025-11-10	Buy	128,000	1년	-18.4	-12.2
2025-11-25	Buy	128,000	1년	-18.7	-12.2
2026-02-11	Buy	120,000	1년		

지역난방공사(071320.KS) 주가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 황성현