

지역난방공사 (071320)

열과 전력 모두 서프라이즈

목표주가 156,000원 상향 & 투자의견 매수 유지

동사의 목표주가를 110,000원에서 156,000원으로 상향하고 투자의견 매수 유지한다. 25~27년 예상 평균 BPS 203,193원에 PBR 0.77배를 적용하여 산출했는데, 26년에는 열 요금 정산이 마무리되고, 27년에는 화성발전소에도 개별요금제 도입이 시작되는 등 본업에서 매년 중요한 변화가 발생하는 점을 고려하였다. PBR은 25~27년 예상되는 동사 ROE 평균 11% 수준을 기반으로 30% 할인 적용한 값이다.

3Q25 Review: 영업이익 894억원(흑자전환QoQ) vs 컨센서스 125억원

3분기 영업이익 894억원으로 QoQ 흑자전환, 컨센서스 125억원을 +615% 상회하는 호실적 기록했다. 전력부문 영업이익이 529억원(+98%QoQ)으로 대폭 늘었는데, SMP 하락에도 불구하고 전력판매량이 3,876GWh(+56.5%QoQ)로 확대된 영향이다. 금번의 전력판매량 증가는 높은 투입단가로 급전순위가 통상 후반에 있던 화성/동탄발전소가 수원 지역 필수가동 발전기로 지정됨에 따라 가동률이 상향된 영향이 컸다.

열 부문은 비수기임에도 382억원의 영업이익을 창출하며 QoQ 흑자전환, YoY +210% 기록했다. 열 판매량과 가격에서는 크게 변동이 없었으나 미수금 증가로 매출원가 차감 효과가 발생했음에 근거한다. 동사는 CHP 가동에 투입된 연료비를 열/전기 매출비율로 배분하는데, 3분기 화성/수원 가동을 상향으로 증가한 공통연료비는 상반기 열/전기의 매출비율인 50%씩 각각 임의 배분하고 기말에 재차 조정하는 구조이다. 반면, 실제로 3분기 열은 비수기로 매출 규모 작았던 만큼 미수금이 전 분기 대비 875억원 늘었고, 이는 매출원가 차감 요인으로서 영업이익 확대에 기여한 것으로 해석된다.

4분기는 해당 부분이 소멸됨에 따라 이익률은 3분기 대비 하향된다(27.1%→10.3%). 그러나 열 성수기로 판매량 증가 효과가 두드러짐에 따라 영업이익의 절대적인 규모는 569억원(+54.6%QoQ)으로 추가 확대될 전망이다. 전력도 화성/동탄 필수가동 발전기 지정과 대구/청주 개별요금제 도입 효과 반영 지속으로 605억원(+14.4%QoQ) 달하며 연결 기준 4분기 영업이익은 1,151억원(+30.6%QoQ) 창출 가능할 것으로 예상된다.

중장기 절대이익 측면의 아쉬움보다 더 주목해야 하는 것들

25년 영업이익은 5,195억원으로 +58.4% 대폭 성장하겠으나, 26~27년은 3,819억원, 2,975억원으로 각각 -26.5%, -22.1% 감소할 것으로 예상돼 중장기 절대 이익 규모와 방향성 측면에서는 아쉬움이 있다. 그러나 이는 2022년 열 부문에서 발생했던 대규모 미수금 회수를 위해 23년 7월부터 이뤄진 열요금 정산이 26년 6월 마무리됨에 따른 것일 뿐, 본업에서의 부정적 변화가 출현하는 것이 아니라는 점은 주지할 필요가 있다.

오히려 절대이익 측면의 아쉬움보다 더 주목해야 하는 부분은 1)중장기로 27년 하반기 화성, 28년 말 수원에서 개별요금제가 적용됨에 따라 전력 부문 이익체력 개선 효과가 추가로 이뤄질 수 있다는 점이다. 또한 2)LMP 시행되면 비수도권 발전소 SMP는 하락 불가피하나, 동사 11개 CHP 중 수도권에 8개 위치하고 있어 상대적 타격은 크지 않을 수 있다. 마지막으로 3)배당확대 가능성인데, 지난 3~4년 동안 기재부에 대한 배당은 대부분 국책은행들이 부담했고 올해는 동사 포함해 에너지 기업들 이익 대폭 개선되는 만큼 그 기여도가 높아질 수밖에 없다. 배당성향 25%를 가정하면 DPS 7,500원, 30% 가정할 경우 8,000원으로 배당수익률은 7.0~7.5% 내외에 달한다. 한편, 기재부 주요 세외수입원은 배당인데, 현 정부의 높은 세출부담과 배당확대 유인 정책까지 감안하면 26년 이후 출자기관에 대한 배당성향 추가 상향 여지도 존재함을 고려할 필요가 있다.

Company Brief

Buy (Maintain)

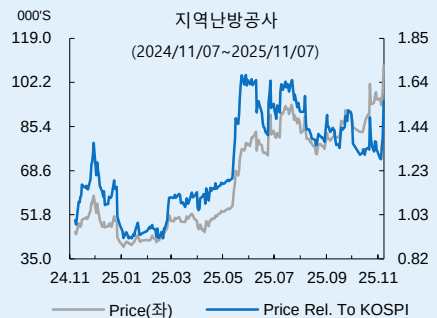
목표주가(12M)	156,000원(상향)
증가(2025.11.07)	108,600원
상승여력	43.6 %

Stock Indicator

자본금	58십억원
발행주식수	1,158만주
시가총액	1,257십억원
외국인지분율	4.8%
52주 주가	39,550~108,600원
60일평균거래량	25,269주
60일평균거래대금	2.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	27.5	34.4	101.1	144.9
상대수익률	16.1	11.2	47.7	90.5

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	3,570	4,087	3,927	3,930
영업이익(십억원)	328	519	382	298
순이익(십억원)	210	347	240	175
EPS(원)	18,151	29,966	20,723	15,084
BPS(원)	195,798	194,772	205,072	209,734
PER(배)	2.3	3.6	5.2	7.2
PBR(배)	0.2	0.6	0.5	0.5
ROE(%)	9.7	15.3	10.4	7.3
배당수익률(%)	9.4	7.4	8.3	8.3
EV/EBITDA(배)	7.1	6.1	7.3	8.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[화학/유틸리티/에너지]

전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

[RA]

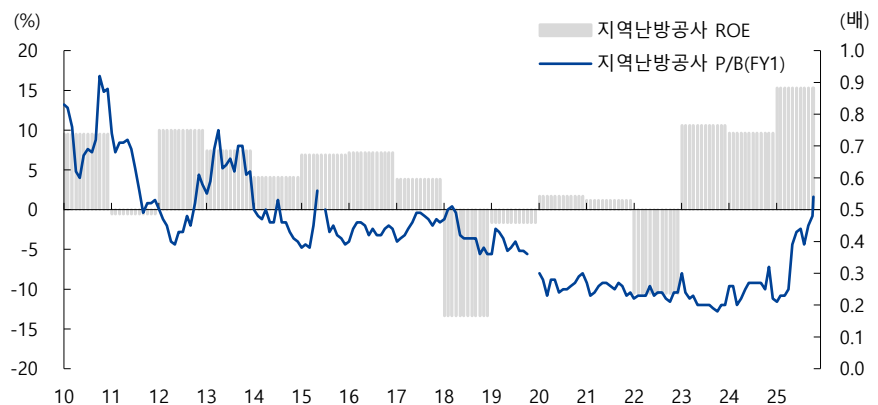
장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. 지역난방공사 실적 추이 및 전망

(억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	13,746	5,323	5,851	10,783	15,768	6,231	7,582	11,288	35,703	40,869	39,274
열	7,196	2,042	1,349	5,250	8,416	2,517	1,358	5,530	15,836	17,821	17,521
전기	6,385	3,046	4,175	5,294	7,178	3,475	5,935	5,561	18,901	22,149	20,896
냉수	38	62	131	44	37	58	132	44	275	272	282
기타	126	173	196	195	137	181	157	153	691	627	575
영업이익	2,086	-234	289	1,139	3,238	-96	895	1,151	3,279	5,195	3,819
열	1,362	-189	119	502	1,604	-328	382	569	1,794	2,234	1,715
전기	739	-15	175	672	1,657	267	529	605	1,572	3,058	2,134
냉수	-16	-29	-6	-36	-23	-35	-16	-24	-86	-97	-31
영업이익률(%)	15.2%	-4.4%	4.9%	10.6%	20.5%	-1.5%	11.8%	10.2%	9.2%	12.7%	9.7%
열	18.9%	-9.3%	8.8%	9.6%	19.1%	-13.0%	28.1%	10.3%	11.3%	12.5%	9.8%
전기	11.6%	-0.5%	4.2%	12.7%	23.1%	7.7%	8.9%	10.9%	8.3%	13.8%	10.2%
냉수	-41.3%	-47.0%	-4.2%	-81.4%	-60.2%	-60.1%	-12.1%	-53.5%	-31.3%	-35.7%	-11.0%

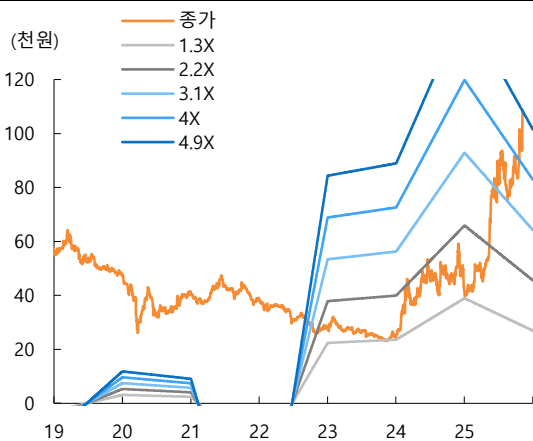
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 지역난방공사 ROE-PBR 밸류에이션 추이



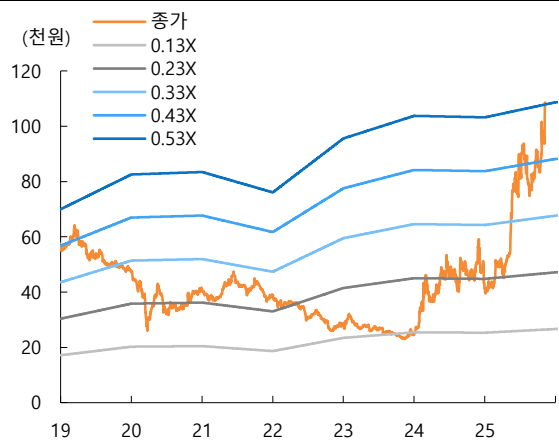
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 지역난방공사 12M Forward PER 추이



자료: iM증권 리서치본부

그림2. 지역난방공사 12M Forward PBR 추이



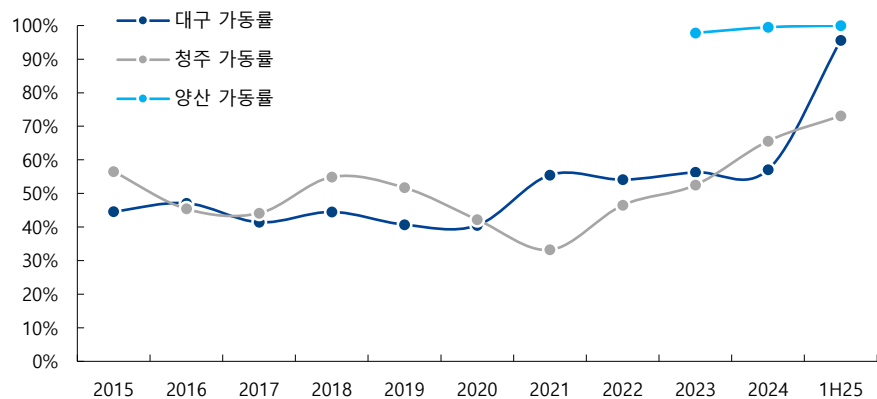
자료: iM증권 리서치본부

표2. 지역난방공사 발전설비 및 적용 요금제 현황

구분	발전소	발전용량(MW)	상업운전	평균요금제 계약 종료 시기	개별요금제 관련 참고사항
중대형 열병합발전소	화성	512	2007년 12월	2027년 6월	2027년 7월부터 개별요금제 적용 예정
	판교	146	2010년 10월	2030년 7월	
	파주	516	2011년 1월	2030년 8월	
	삼송	100	2011년 12월	-	
	광교	145	2012년 11월	2032년 5월	
	동탄	768	2017년 12월	2037년 6월	
	양산	119	2023년 8월	개별요금제 적용 중	LNG 발전소 신규 건설 및 상업운전
	대구	273	2024년 9월	개별요금제 적용 중	기력열병합(BC) 개체공사로 LNG 발전소 상업운전
	청주	270	2025년 1월	개별요금제 적용 중	기력열병합(BC) 개체공사로 LNG 발전소 상업운전
소형 열병합발전소	수원	141(개체 후)	1997년 12월	2028년 개체공사 완료 예정	2028년 5월~2037년 12월 KOGAS 개별요금 적용 계약 체결
	강남, 중앙, 광주전남	84			
기타	태양광 등	10			
소계		2,982			

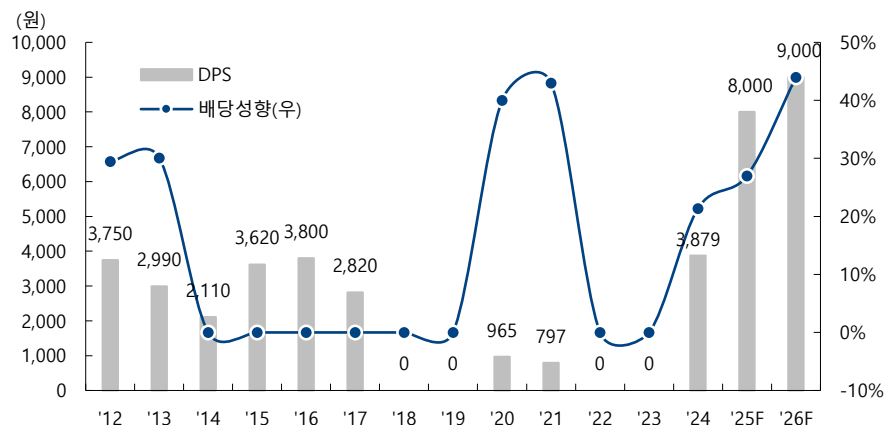
자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

그림3. 지역난방공사 개별요금제 도입 중인 발전소 가동률 추이



자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

그림4. 지역난방공사 DPS, 배당성향 추이 및 전망



자료: iM증권 리서치본부

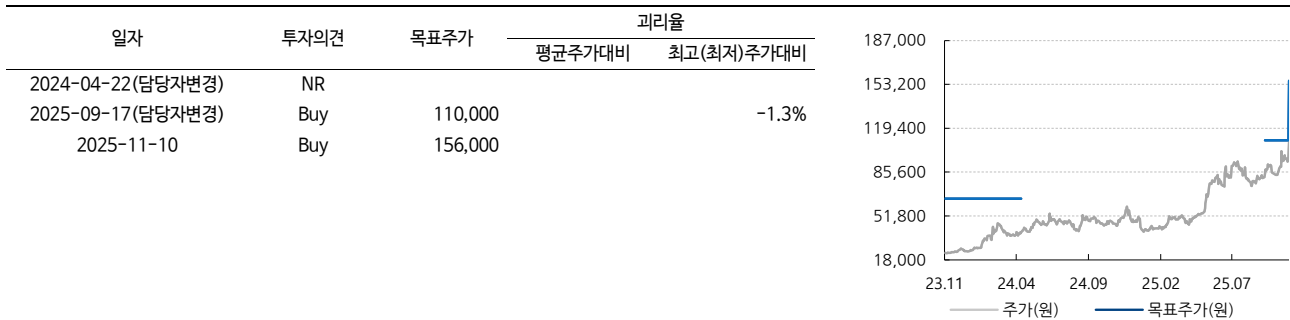
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,047	1,150	1,149	1,149	매출액	3,570	4,087	3,927	3,930
현금 및 현금성자산	7	48	38	39	증가율(%)	-9.7	14.5	-3.9	0.1
단기금융자산	8	8	8	8	매출원가	3,137	3,458	3,419	3,507
매출채권	1,410	1,208	1,256	1,292	매출총이익	433	629	508	423
재고자산	26	58	52	51	판매비와관리비	105	110	126	125
비유동자산	7,315	7,059	7,071	7,194	연구개발비	5	-	-	-
유형자산	6,499	6,449	6,423	6,507	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	62	53	46	39	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	8,362	8,209	8,219	8,342	영업이익	328	519	382	298
유동부채	1,688	1,838	1,864	1,904	증가율(%)	4.2	58.4	-26.5	-22.1
매입채무	504	637	612	635	영업이익률(%)	9.2	12.7	9.7	7.6
단기차입금	604	694	744	759	이자수익	8	3	2	2
유동성장기부채	370	296	296	296	이자비용	98	85	85	88
비유동부채	4,406	4,115	3,980	4,010	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	3,237	3,157	3,107	3,137	기타영업외손익	23	7	5	5
장기차입금	6	6	6	6	세전계속사업이익	261	445	304	216
부채총계	6,094	5,953	5,845	5,914	법인세비용	51	99	64	42
지배주주지분	2,267	2,255	2,374	2,428	세전계속이익률(%)	7.3	10.9	7.7	5.5
자본금	58	58	58	58	당기순이익	210	346	240	174
자본잉여금	114	114	114	114	순이익률(%)	5.9	8.5	6.1	4.4
이익잉여금	1,600	1,854	1,990	2,060	지배주주귀속 순이익	210	347	240	175
기타자본항목	-4	-20	-37	-53	기타포괄이익	-16	-16	-16	-16
비지배주주지분	1	1	0	0	총포괄이익	193	330	223	158
자본총계	2,268	2,256	2,375	2,429	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	417	496	436	514	주당지표 (원)				
당기순이익	210	346	240	174	EPS	18,151	29,966	20,723	15,084
유형자산감가상각비	326	351	341	331	BPS	195,798	194,772	205,072	209,734
무형자산상각비	10	9	8	6	CFPS	47,122	60,997	50,815	44,188
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	3,879	8,000	9,000	9,000
투자활동 현금흐름	-624	-272	-295	-394	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-649	-300	-315	-415	PER	2.3	3.6	5.2	7.2
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PBR	0.2	0.6	0.5	0.5
금융상품의 증감	-1	5	-3	-2	PCR	0.9	1.8	2.1	2.5
재무활동 현금흐름	200	-123	-106	-73	EV/EBITDA	7.1	6.1	7.3	8.5
단기금융부채의증감	-696	16	50	15	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	930	-80	-50	30	ROE	9.7	15.3	10.4	7.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	18.6	21.5	18.6	16.1
배당금지급	-1	-1	-1	-1	부채비율	268.7	263.9	246.1	243.5
현금및현금성자산의증감	-7	41	-10	1	순부채비율	185.2	181.6	172.9	170.9
기초현금및현금성자산	14	7	48	38	매출채권회전율(x)	2.7	3.1	3.2	3.1
기말현금및현금성자산	7	48	38	39	재고자산회전율(x)	82.0	97.4	71.1	76.1

자료 : 지역난방공사, iM증권 리서치본부

지역난방공사 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%