

지역난방공사 (071320)

26년 예상됐던 P 하락, 그리고 예상치 못한 Q 감소

목표주가 135,000원 하향, 투자의견 매수 유지

목표주가 15.6만원에서 13.5만원으로 하향한다. SMP 약세와 최근 전력시장 운영 방식 변화로 동사 발전소 가동률 하락 불가피하다고 판단돼 26년 실적 추정치를 변경했다. 27년 하반기부터는 화성발전소도 개별요금제 적용되며 수익성 개선에 기여할 수 있는 만큼 26~27년 평균 BPS 206,532원을 기준으로 PBR 0.65배 적용하였다.

26년은 하반기 열요금 정산 종료와 SMP 하락, 발전소 전반의 가동률 하향 등에 따라 영업이익 3,099억원(-42%YoY)으로 큰 폭의 감소가 예상된다. 기고효과도 있긴 하나, 펀더멘털 P & Q 모두 하락하는 점은 절대적으로 아쉬운 것이 사실이다. 다만, 보다 중기적으로는 27~28년 화성/수원발전소 개별요금 추가 적용되며 수익 개선에 기여할 수 있고 높은 배당수익률도 여전히 매력적이라 판단해 투자의견은 매수 유지한다.

4Q25 Review: 1,260억원(+41%QoQ) vs 컨센서스 1,170억원

4분기 영업이익 1,260억원으로 +41%QoQ, 컨센서스 1,170억원 대비로도 상회했다. 전력부문은 SMP 하락에도 불구하고, LNG 투입 단가 하락 및 전력판매량 증가 등으로 682억원(+29%QoQ)을 기록했다. 열 부문은 12월부터 동절기 수요가 조금씩 발생하며 판매량 +200%QoQ 증가했고, 판매단가도 상승하면서 610억원(+60%QoQ) 기록했다.

26년 예상됐던 P 하락, 그리고 예상치 못한 Q 감소

25년은 연료비 하락에도 미수금 회수를 위한 열요금 정산, 3분기 화성/동탄 필수 가동 발전기 지령에 따른 가동률 상향, 청주발전소 개별요금제 도입효과 온기 반영 등이 복합적으로 작용하며 영업이익 5,296억원(+61%YoY) 달성했다. 그러나 이를 정점으로 26~27년 이익 규모는 점진적인 감소가 예상된다.

사실 이는 SMP 하락과 26년 6월까지 열요금 정산이 끝나는 만큼 충분히 예상되었던 부분이기도 하다. 그러나 재생에너지 발전량 증가와 전력계통 부하 이슈를 완화하기 위해 이뤄진 최근 전력시장 운영방식 변화는 동사 영업여건에 추가 부담이 될 전망이다.

기존에는 열 생산 목적 CHP 가동이 급전순위와 무관하게 상시 허용됐으나 재생에너지 발전이 집중되는 낮에는 가동이 제한되고, 발전단가 낮은 순서로 이뤄지던 급전지시도 수요 집중 지역의 발전소 우선 가동으로 변경된다. 지역난방의 50% 이상을 공급하는 집단에너지사업자인 동사 발전소는 열 공급 목적인 만큼 급전순위와 무관하게 항상 높은 가동률을 유지해왔으나, 이번의 운영방식 변화로 가동률은 하락 불가피하다. 특히 대구/청주/양산발전소는 23년부터 개별요금제가 순차적으로 도입되며 높은 급전순위를 유지해왔는데, 수요지 인근의 발전소를 우선 가동하게 되면 상대적으로 전력 소비량이 적은 지방에 위치하고 있는 이들의 가동률은 더 낮아질 수밖에 없다.

26년 P(SMP) 하락은 어느정도 예상됐던 부분이나, 전력운영 방식 변화로 동사 발전소 전반의 가동률이 하향되며 예상치 못한 Q 감소가 불가피하게 되었음은 아쉽다. 또한 파주발전소 ST 차질로 인한 26년 말까지 전력생산 감소도 고려해야 한다. 당초 대비 눈높이를 낮추게 하는 여러 요인들이 출현 중이나, 기존의 투자포인트 중 (1)27년 7월 화성과 28년 12월 수원발전소 개별요금제 신규 도입, (2)LMP 시행에도 CHP 11개 중 8개가 수도권에 위치해 발전소들 중 상대적 타격 제한적, (3)무엇보다 높은 배당매력도 등은 변함없다. 25년은 배당성향 25% 기준 DPS 7,200원(배당수익률 7.3%) 예상한다. 26~27년은 순이익 감소로 DPS 하락 예상되나, 동사가 목표하는 최대 배당성향 40% 가정하면 5,500~6,000원에 그래도 5.5~6.0% 내외의 배당수익률은 방어 가능하다.

Company Brief

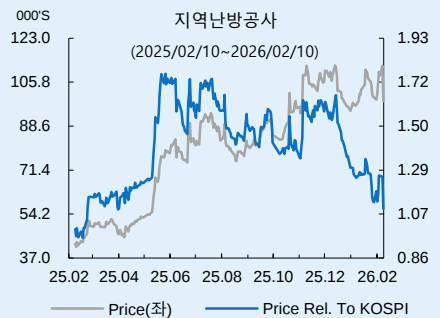
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	135,000원(하향)
증가(2026.02.10)	98,400원
상승여력	37.2 %

Stock Indicator	
자본금	58십억원
발행주식수	1,158만주
시가총액	1,139십억원
외국인지분율	6.5%
52주 주가	41,400~112,400원
60일평균거래량	28,997주
60일평균거래대금	3.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.7	-9.3	21.8	131.3
상대수익률	-13.9	-39.5	-43.4	21.0

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	3,570	3,998	3,599	3,582
영업이익(십억원)	328	530	310	280
순이익(십억원)	210	339	181	159
EPS(원)	18,151	29,311	15,636	13,725
BPS(원)	195,798	194,916	203,130	209,934
PER(배)	2.3	3.4	6.3	7.2
PBR(배)	0.2	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	9.7	15.0	7.9	6.6
배당수익률(%)	9.4	7.3	6.1	5.6
EV/EBITDA(배)	7.1	5.9	7.7	8.3

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[화학/유틸리티/에너지]

전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

[RA]

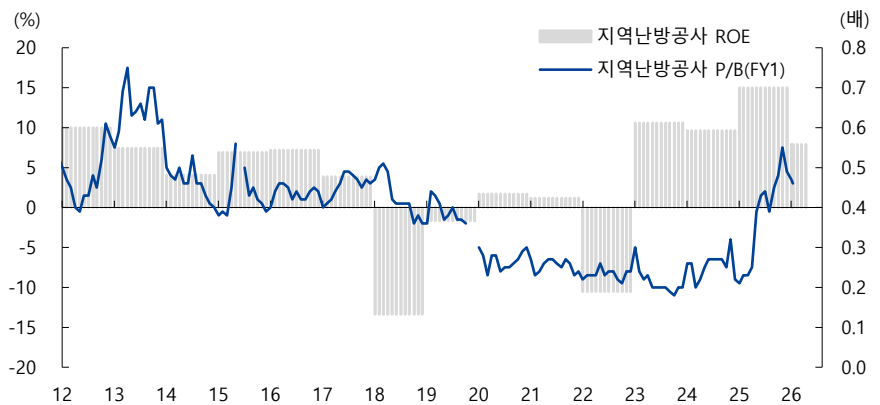
장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. 지역난방공사 실적 추이 및 전망

(억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출액	15,768	6,231	7,582	10,401	13,697	6,603	6,406	9,280	35,703	39,983	35,987
열	8,416	2,517	1,358	5,376	8,610	2,522	1,456	4,418	15,836	17,667	17,006
전기	7,178	3,475	5,935	4,795	4,910	3,874	4,668	4,666	18,901	21,383	18,118
냉수	37	58	132	46	39	62	137	47	275	274	286
기타	137	181	157	184	137	146	145	149	691	659	577
영업이익	3,238	-96	894	1,260	2,166	-86	185	835	3,279	5,296	3,099
열	1,604	-328	382	610	1,463	-401	-278	354	1,794	2,268	1,138
전기	1,657	267	529	682	721	338	451	501	1,572	3,135	2,011
냉수	-23	-35	-16	-33	-19	-23	11	-20	-86	-106	-51
영업이익률(%)	20.5%	-1.5%	11.8%	12.1%	15.8%	-1.3%	2.9%	9.0%	9.2%	13.2%	8.6%
열	19.1%	-13.0%	28.1%	11.3%	17.0%	-15.9%	-19.1%	8.0%	11.3%	12.8%	6.7%
전기	23.1%	7.7%	8.9%	14.2%	14.7%	8.7%	9.7%	10.7%	8.3%	14.7%	11.1%
냉수	-60.2%	-60.1%	-12.1%	-71.7%	-47.0%	-36.5%	8.1%	-43.8%	-31.3%	-38.9%	-17.7%

자료: iM증권 리서치본부

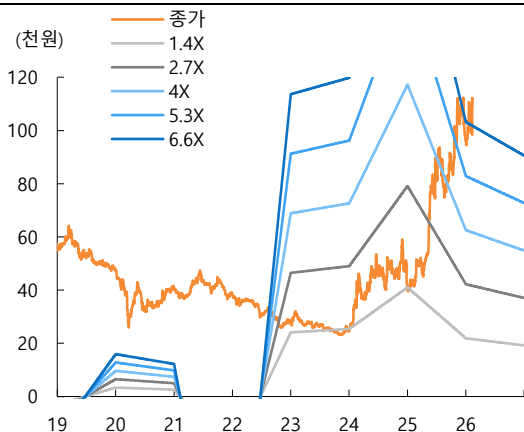
그림1. 지역난방공사 ROE-PBR 밸류에이션 추이



자료: iM증권 리서치본부

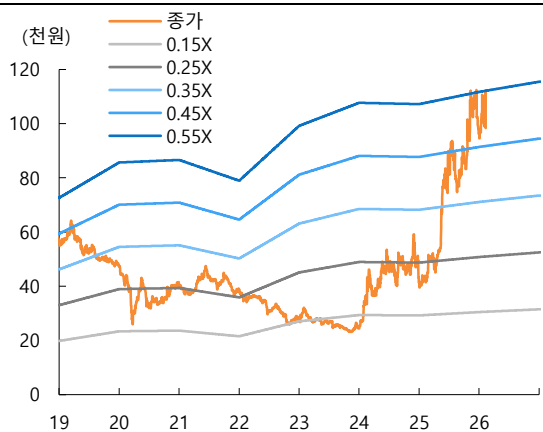
주: 26년 ROE는 당사 추정치 기준

그림2. 지역난방공사 12M Forward PER 추이



자료: iM증권 리서치본부

그림3. 지역난방공사 12M Forward PBR 추이



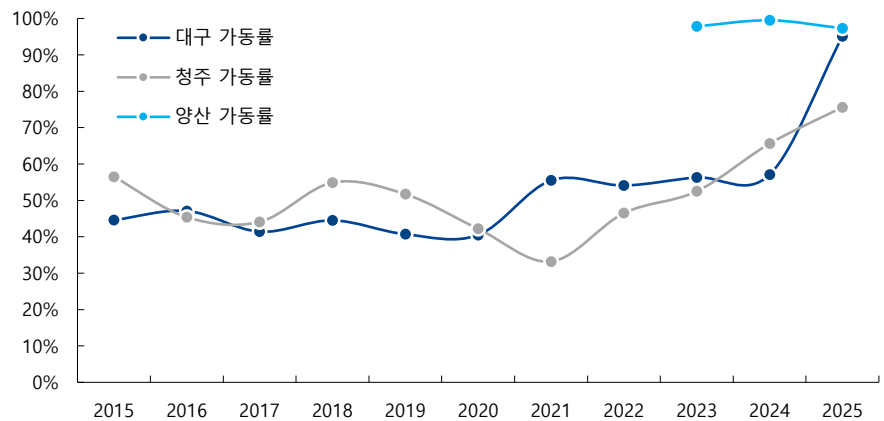
자료: iM증권 리서치본부

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	
	삼승	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			

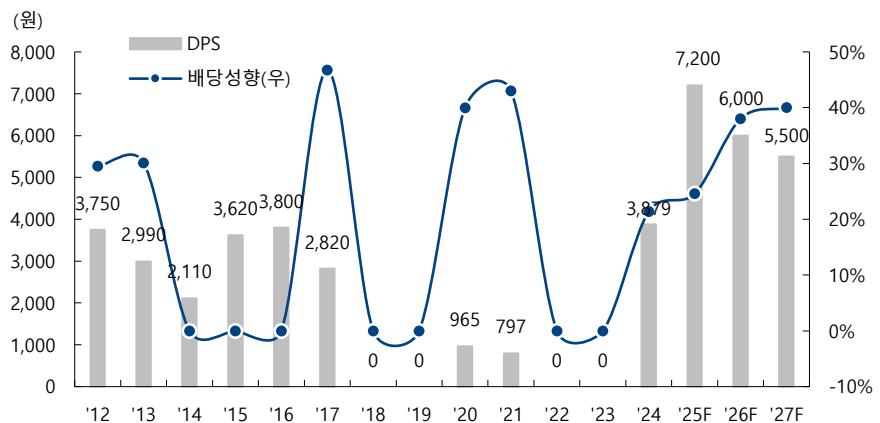
자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

그림4. 지역난방공사 개별요금제 도입 중인 발전소 가동률 추이



자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

그림5. 지역난방공사 DPS, 배당성향 추이 및 전망



자료: iM증권 리서치본부

주: 25~27년 DPS 및 배당성향은 당사 추정치 기준

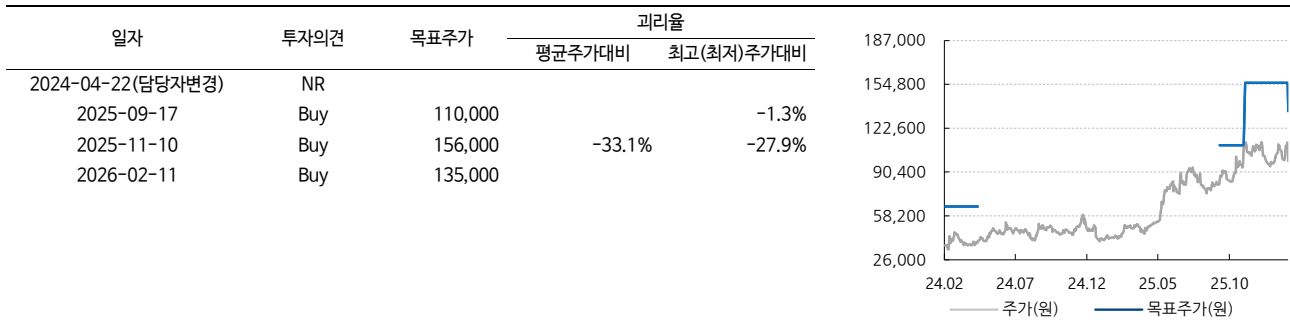
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,047	1,123	1,139	1,105	매출액	3,570	3,998	3,599	3,582
현금 및 현금성자산	7	44	222	182	증가율(%)	-9.7	12.0	-10.0	-0.5
단기금융자산	8	8	8	8	매출원가	3,137	3,361	3,174	3,189
매출채권	1,410	1,186	1,070	1,111	매출총이익	433	638	425	394
재고자산	26	57	44	46	판매비와관리비	105	108	115	114
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	8,182	8,210	8,299	영업이익	328	530	310	280
유동부채	1,688	1,876	1,878	1,879	증가율(%)	4.2	61.5	-41.5	-9.8
매입채무	504	623	623	601	영업이익률(%)	9.2	13.2	8.6	7.8
단기차입금	604	749	754	779	이자수익	8	3	8	7
유동성장기부채	370	296	296	296	이자비용	98	84	85	88
비유동부채	4,406	4,049	3,979	3,989	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	3,237	3,091	3,106	3,116	기타영업외손익	23	-9	0	-1
장기차입금	6	6	6	6	세전계속사업이익	261	439	233	198
부채총계	6,094	5,925	5,858	5,868	법인세비용	51	100	52	39
지배주주지분	2,267	2,257	2,352	2,431	세전계속이익률(%)	7.3	11.0	6.5	5.5
자본금	58	58	58	58	당기순이익	210	339	181	159
자본잉여금	114	114	114	114	순이익률(%)	5.9	8.5	5.0	4.4
이익잉여금	1,600	1,856	1,967	2,063	지배주주귀속 순이익	210	339	181	159
기타자본항목	-4	-20	-37	-53	기타포괄이익	-16	-16	-16	-16
비지배주주지분	1	1	0	0	총포괄이익	193	322	164	142
자본총계	2,268	2,258	2,352	2,431	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	417	504	595	447	주당지표 (원)				
당기순이익	210	339	181	159	EPS	18,151	29,311	15,636	13,725
유형자산감가상각비	326	351	341	331	BPS	195,798	194,916	203,130	209,934
무형자산감각비	10	9	8	6	CFPS	47,122	60,341	45,729	42,829
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	3,879	7,200	6,000	5,500
투자활동 현금흐름	-624	-272	-295	-394	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-649	-300	-315	-415	PER	2.3	3.4	6.3	7.2
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PBR	0.2	0.5	0.5	0.5
금융상품의 증감	-1	5	-3	-2	PCR	0.9	1.6	2.2	2.3
재무활동 현금흐름	200	-134	-77	-48	EV/EBITDA	7.1	5.9	7.7	8.3
단기금융부채의증감	-696	71	5	25	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	930	-146	15	10	ROE	9.7	15.0	7.9	6.6
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	18.6	22.2	18.3	17.2
배당금지급	-1	-1	-1	-1	부채비율	268.7	262.4	249.0	241.4
현금및현금성자산의증감	-7	38	178	-40	순부채비율	185.2	181.1	167.1	164.8
기초현금및현금성자산	14	7	44	222	매출채권회전율(x)	2.7	3.1	3.2	3.3
기말현금및현금성자산	7	44	222	182	재고자산회전율(x)	82.0	96.7	71.2	79.7

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

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
90.6%	9.4%	-