

지역난방공사 (071320)

2025.09.17

짙짙한 이익 체력에 압도적인 배당 매력

[에너지/유틸리티/화학] 전유진
2122-9193 yujinjn@imfnssec.com

목표주가 11만원, 투자의견 매수로 커버리지 신규 개시

동사에 대한 목표주가 11만원과 투자의견 매수로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 25~26년 평균 BPS 218,097원에 PBR 0.50배를 적용해 산출했는데, 과거 연료비 하락으로 이익 체력이 개선되었던 15~16년과 LNG 개별요금제가 본격적으로 도입되기 시작한 24~25년의 동사 평균 PBR 대비 20% 할증하였다. 할증의 근거는 25~26년 기점으로 국내 LNG 도입가격 추가 하락이 예상되는 점과 27~28년 이후 화성/수원발전소에서 개별요금제가 추가 적용됨에 따라 비용 측면의 부담이 한번 더 완화된다는 점에 근거한다.

연료비 하락과 개별요금제 적용으로 짙짙한 이익 체력

동사는 KOGAS에서 공급받은 천연가스로 열병합발전소를 가동해서 인근 지역에 전기와 열을 공급하고 있다. 전기는 SMP에 근거해 정산받고, 열은 공급에 투입된 비용을 보전하는 총괄원가제에 따라 산자부와 협의해 결정된 가격으로 정산받는 구조이다. 현실적으로 연료비 변동이 요금에 온전히 반영되긴 쉽지 않는데 동사는 미정산된 요금을 향후 미수금 형태로 회수할 수는 있지만, 그래도 P, Q 경직성이 강한 유틸리티 산업 특성상 C 하락이 이익 개선에 있어 가장 효과적이다.

25~26년은 사우디 증산 기조 강화와 내수용 물량의 수출 전환으로 유가 하락이 예상되고, LNG 도입 가격도 미국 LNG 수출량 확대에 하향 안정화가 전망되는데 이들은 동사 연료비를 낮춰줄 핵심 요인이다. 전반적인 연료비 하락 외에도 동사 개별요금제 적용에 따른 추가적인 비용 감소 효과도 기대된다. 23년 양산발전소에 처음 적용된 개별요금제는 평균요금제 대비 요금이 더 낮았는데, 25년은 대구/청주 발전소도 온기 반영돼 추가적인 원가 하락이 가능하다.

27년 하반기부터는 화성발전소에서도 개별요금제가 도입되는데, 동사 발전소 중 용량이 가장 큰 편에 속해 비용 감소 효과는 확실히 더욱 두드러질 수 있다. 이에 25년 23% 수준인 동사 개별요금제 비중은 27년 말 41%까지 대폭 확대되면서 이익 체력의 추가 레벨업을 가능하게 할 전망이다.

이익체력 정상화로 배당 매력 본격 발산

21~22년 연료비 급등 속에 총괄원가제가 정상적으로 작동하지 않으며 창사 이래 처음 적자 기록했으나, 이후 열/전기요금 인상과 연료비 하락 효과로 이익 체력은 정상궤도에 진입했다. 25년 연료비 추가 하락과 양산/대구/청주 개별요금제 효과 온기 반영에 따라 영업이익은 3,977억원(+21.3%YoY)에 달할 것으로 예상된다.

최대주주인 정부(기재부)는 26년까지 출자기관 배당성향을 평균 40%로 목표하고 있는데, 해당 레벨까지 아니더라도 사상 최대치 달하는 이익 수준과 지난 3년간 부진했던 배당지급을 감안하면 올해는 그 규모가 대폭 늘어날 것이라는 판단이다. 24년 동사 배당성향은 21%였는데, 25년 배당성향을 30%로 가정할 경우 DPS는 7,000원, 기재부 목표치인 40%로 가정할 경우 9,700원에 달한다. 현재 증가 기준 배당수익률은 각각 8.6%, 12.0% 수준에 달한다. 안정적인 이익체력 유지와 함께 이 정도 높은 배당 매력을 뽐내는 대안책을 찾기도 어렵다.

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	110,000원(신규)
증가(2025.09.16)	81,500원
상승여력	35.0 %

Stock Indicator

자본금	58십억원
발행주식수	1,158만주
시가총액	944십억원
외국인지분율	4.7%
52주 주가	39,550~93,700원
60일평균거래량	32,596주
60일평균거래대금	2.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.4	4.2	65.7	63.7
상대수익률	-3.5	-12.8	31.2	29.7

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	3,570	3,572	3,150	3,226
영업이익(십억원)	328	398	347	330
순이익(십억원)	210	276	262	315
EPS(원)	18,151	23,802	22,664	27,170
BPS(원)	195,798	211,178	223,420	237,169
PER(배)	2.3	3.4	3.6	3.0
PBR(배)	0.2	0.4	0.4	0.3
ROE(%)	9.7	11.7	10.4	11.8
배당수익률(%)	9.4	8.6	11.0	14.7
EV/EBITDA(배)	7.1	6.0	6.3	6.5

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. 지역난방공사 목표주가 산정: PBR Valuation

(원, 배, %)	적용 값	참고내용
적용 BPS (25~26년 평균)	217,299	2025~2026년 BPS 당사 추정치 평균
2025년 BPS	211,178	
2026년 BPS	223,420	
Target PBR	0.50	연료비 하락한 15~16년 & 개별요금제 도입된 24~25년 평균(0.42배) 대비 +20% 할증
적정주가(원)	108,997	BPS * Target PBR
목표주가(원)	110,000	
현재주가(원)	81,500	2025년 9월 16일 종가 기준
상승여력(%)	35.0%	

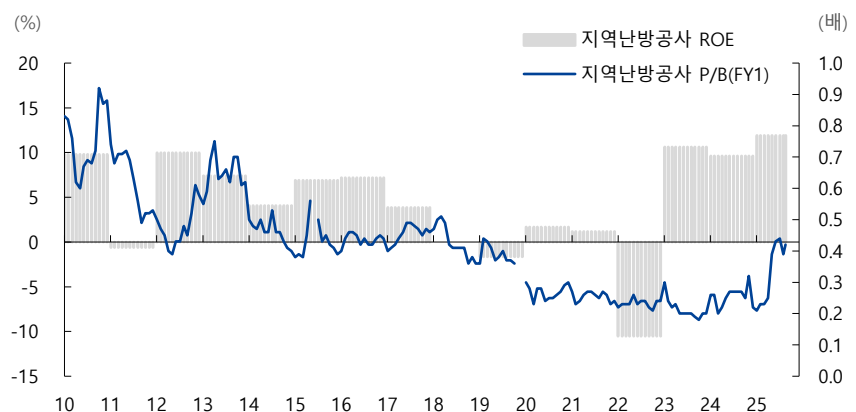
자료: iM증권 리서치본부

표1. 지역난방공사 실적 추이 및 전망

(억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	13,746	5,323	5,851	10,783	15,768	6,231	4,469	9,249	35,703	35,718	31,502
열	7,196	2,042	1,349	5,250	8,416	2,517	1,550	5,889	15,836	18,372	18,943
전기	6,385	3,046	4,175	5,294	7,178	3,475	2,638	3,163	18,901	16,454	11,673
냉수	38	62	131	44	37	58	131	44	275	271	281
기타	126	173	196	195	137	181	151	153	691	621	605
영업이익	2,086	-234	289	1,139	3,238	-96	-38	873	3,279	3,977	3,468
열	1,362	-189	119	502	1,604	-328	-282	583	1,794	1,577	2,441
전기	739	-15	175	672	1,657	267	229	316	1,572	2,468	1,052
냉수	-16	-29	-6	-36	-23	-35	16	-26	-86	-68	-25
영업이익률(%)	15.2%	-4.4%	4.9%	10.6%	20.5%	-1.5%	-0.8%	9.4%	9.2%	11.1%	11.0%
열	18.9%	-9.3%	8.8%	9.6%	19.1%	-13.0%	-18.2%	9.9%	11.3%	8.6%	12.9%
전기	11.6%	-0.5%	4.2%	12.7%	23.1%	7.7%	8.7%	10.0%	8.3%	15.0%	9.0%
냉수	-41.3%	-47.0%	-4.2%	-81.4%	-60.2%	-60.1%	12.1%	-59.1%	-31.3%	-24.9%	-8.8%

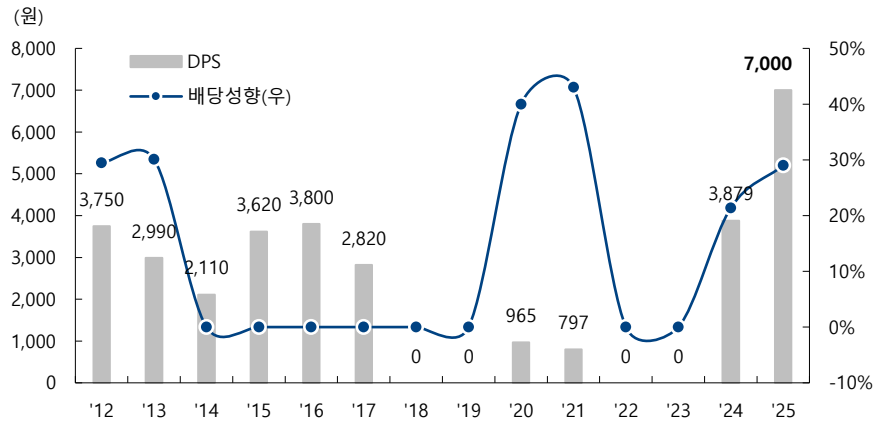
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 지역난방공사 ROE-PBR 밸류에이션 추이



자료: iM증권 리서치본부

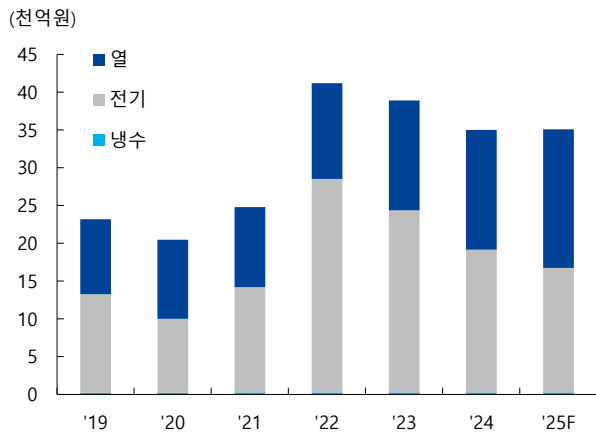
그림2. 지역난방공사 DPS 및 배당성향 추이



자료: iM증권 리서치본부

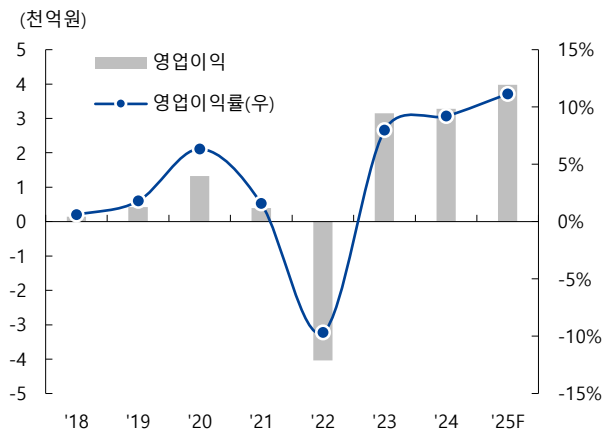
주: 25년 DPS 및 배당성향은 당사 추정치 기준

그림3. 지역난방공사 부문별 매출액 추이



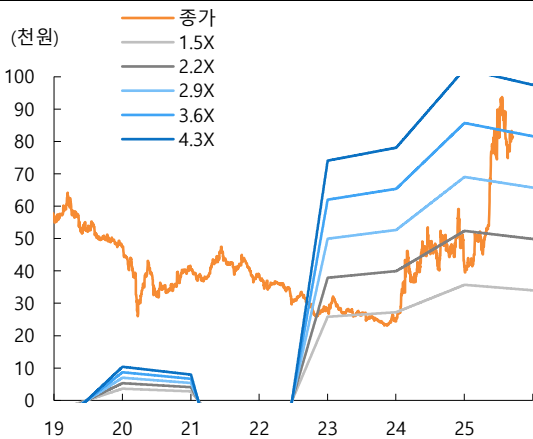
자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

그림4. 지역난방공사 영업이익 및 영업이익률 추이



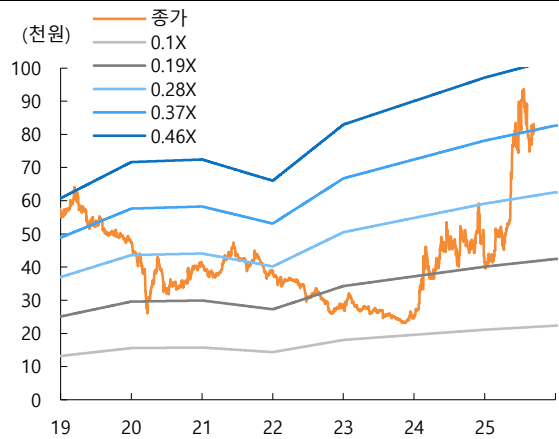
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5. 지역난방공사 12M Forward PER 추이



자료: iM증권 리서치본부

그림6. 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 하반기부터 개별요금제 전환 가능
	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	39	1997년 12월	2028년 12월 개체공사 완료 예정	2028년 12월 LNG 설비로 개체 및 140WM 용량 확대, 개체공사 완료 후 개별요금제 전환 가능
	강남, 중앙, 광주전남	84			
기타	태양광 등	10			
소계		2,982			

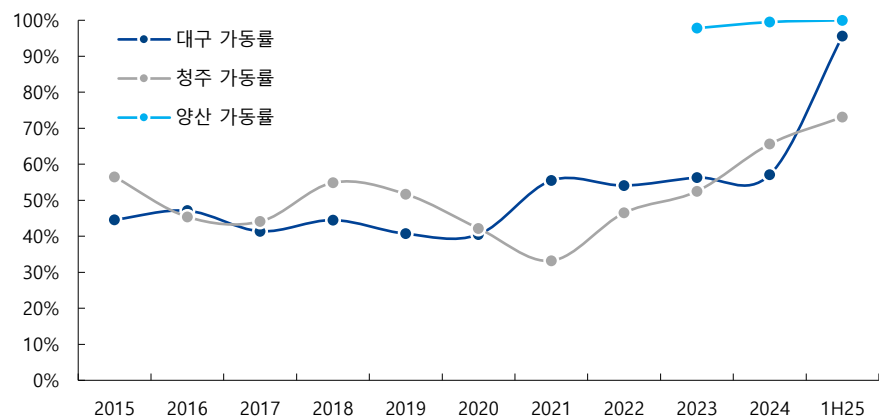
자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

표3. 지역난방공사 중대형 열병합발전소 가동률 추이 (회색 음영은 개별요금제 도입 시기)

연도별 가동률	대 구	양 산	청 주	화 성	판 교	파 주	삼 송	광 교	동탄
2018	44.5%	40.5%	54.9%	75.8%	84.3%	81.9%	26.1%	45.6%	87.4%
2019	40.7%	28.7%	51.7%	93.6%	81.5%	77.8%	25.4%	59.0%	90.6%
2020	40.5%	38.8%	42.2%	74.8%	77.4%	75.6%	9.4%	72.0%	85.1%
2021	53.1%	46.1%	27.3%	67.4%	86.8%	82.1%	16.9%	64.5%	100.0%
2022	54.1%	63.2%	46.5%	76.5%	88.8%	82.8%	18.0%	72.0%	99.6%
2023	56.3%	97.8%	52.5%	73.7%	83.1%	75.0%	21.6%	76.5%	98.8%
2024	57.1%	99.5%	65.6%	63.5%	89.9%	74.3%	31.0%	69.7%	96.9%
2H25	95.6%	100.0%	73.1%	100.0%	99.9%	95.1%	36.0%	97.6%	100.0%

자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림7. 지역난방공사 개별요금제 도입 중인 발전소 가동률 추이



자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부주

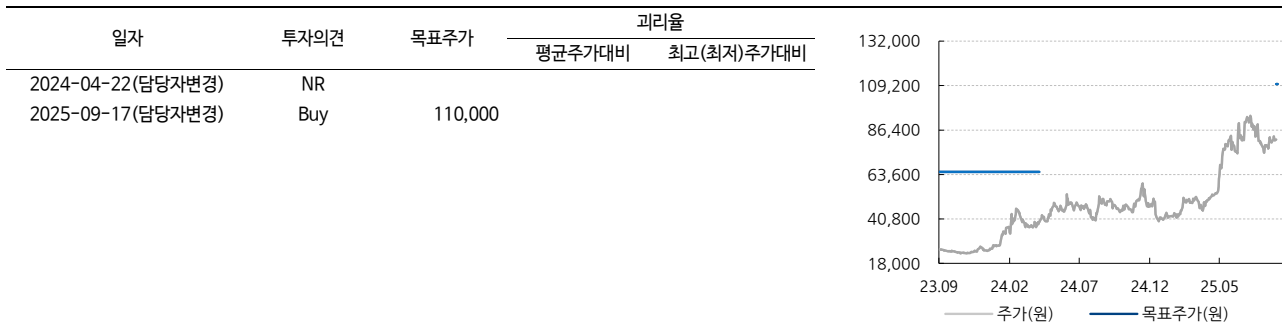
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,047	1,292	1,250	1,302	매출액	3,570	3,572	3,150	3,226
현금 및 현금성자산	7	325	416	453	증가율(%)	-9.7	0.0	-11.8	2.4
단기금융자산	8	8	9	9	매출원가	3,137	3,079	2,703	2,794
매출채권	1,410	1,079	987	1,039	매출총이익	433	492	447	432
재고자산	26	51	42	42	판매비와관리비	105	95	101	102
비유동자산	7,315	7,039	7,061	7,164	연구개발비	5	-	-	-
유형자산	6,499	6,429	6,413	6,477	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	62	53	46	39	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	8,362	8,331	8,311	8,466	영업이익	328	398	347	330
유동부채	1,688	1,574	1,463	1,509	증가율(%)	4.2	21.3	-12.8	-4.8
매입채무	504	553	490	521	영업이익률(%)	9.2	11.1	11.0	10.2
단기차입금	604	514	464	479	이자수익	8	29	58	132
유동성장기부채	370	296	296	296	이자비용	98	81	79	80
비유동부채	4,406	4,311	4,261	4,211	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	3,237	3,142	3,092	3,042	기타영업외손익	23	7	7	7
장기차입금	6	6	6	6	세전계속사업이익	261	354	332	389
부채총계	6,094	5,885	5,723	5,720	법인세비용	51	78	70	75
지배주주지분	2,267	2,445	2,587	2,746	세전계속이익률(%)	7.3	9.9	10.5	12.1
자본금	58	58	58	58	당기순이익	210	275	262	314
자본잉여금	114	114	114	114	순이익률(%)	5.9	7.7	8.3	9.7
이익잉여금	1,600	1,794	1,953	2,128	지배주주귀속 순이익	210	276	262	315
기타자본항목	-4	-20	-37	-53	기타포괄이익	-16	-16	-16	-16
비지배주주지분	1	1	0	0	총포괄이익	193	259	246	298
자본총계	2,268	2,446	2,587	2,746	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	417	698	636	610	주당지표(원)				
당기순이익	210	275	262	314	EPS	18,151	23,802	22,664	27,170
유형자산감가상각비	326	351	341	331	BPS	195,798	211,178	223,420	237,169
무형자산상각비	10	9	8	6	CFPS	47,122	54,832	52,756	56,274
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	3,879	7,000	9,000	12,000
투자활동 현금흐름	-624	-252	-306	-374	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-649	-280	-325	-395	PER	2.3	3.4	3.6	3.0
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PBR	0.2	0.4	0.4	0.3
금융상품의 증감	-1	5	-3	-2	PCR	0.9	1.5	1.5	1.4
재무활동 현금흐름	200	-318	-195	-153	EV/EBITDA	7.1	6.0	6.3	6.5
단기금융부채의증감	-696	-164	-50	15	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	930	-95	-50	-50	ROE	9.7	11.7	10.4	11.8
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	18.6	21.2	22.1	20.7
배당금지급	-1	-1	-1	-1	부채비율	268.7	240.6	221.2	208.3
현금및현금성자산의증감	-7	318	91	37	순부채비율	185.2	148.2	132.7	122.4
기초현금및현금성자산	14	7	325	416	매출채권회전율(x)	2.7	2.9	3.0	3.2
기말현금및현금성자산	7	325	416	453	재고자산회전율(x)	82.0	93.2	67.9	77.0

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 기관투자자 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 : 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%