

# 지역난방공사 (071320)

## 26년 컨센 및 가이드스 크게 상회할 것으로 예상

### 목표주가 135,000원, 투자 의견 매수 유지

목표주가 13.5만원과 매수의견을 유지한다. 3월부터 급등했던 유가가 7~8월 SMP에 본격적으로 반영되고 있다. 발전용 요금도 동반 인상되고 있긴 하나, 최근에 JKM 대비 유가와 Henry Hub 가격이 상대적으로 안정적이라는 점을 고려하면 동사의 개별요금제 하에서는 원가 상승보다도 SMP 상승 폭이 더 클 것으로 추정된다. 이에 3~4분기는 SMP 상승으로 인한 전력 부문의 이익 확대가 기대된다.

화성과 수원발전소도 27년 하반기 및 28년 말부터 개별요금제가 추가 적용됨에 따라 중장기적으로 수익성 추가 개선이 가능하다. 출자기관들에 대한 정부 배당성향은 40% 수준인데, 보수적으로 최근 2년 평균 배당성향 21% 가정하면 26년 DPS 6,000원으로 배당수익률 8.4% 달한다. 가능성은 매우 희박하나, 그래도 혹시나 하는 마음에 기재부 목표 배당성향 40% 가정하면 DPS 11,000원으로 15% 배당수익률이다.

### 2Q26 Review: 331억원(흑전YoY) vs 컨센서스 -246억원

2분기 영업이익 331억원으로 전년 대비 흑자전환, 시장 컨센서스 -246억원 대비로도 흑자전환하는 호실적이었다. [전력] 이익이 378억원(+41%YoY)으로 크게 증가했는데 SMP는 전년 대비 -3.7% 하락했으나, 25년 2분기 진행됐던 대규모/양산/화성발전소 정비 효과 소멸로 전력판매량이 +13% 늘어난 영향이다. [열]은 2분기가 통상적인 비수기로 대규모 적자를 기록하나, 연료비 제외한 고정비 조정 효과로 적자가 -17억원에 그치며 전년 동기 -328억원 대비 크게 축소된 점도 금번 실적 서프라이즈를 견인했다.

### 26년 영업이익 컨센서스 및 회사 가이드스 크게 상회할 것으로 예상

하반기 SMP 상승과 발전소 가동률 향상, 열 부문의 고정비 정산 효과 등에 따라 26년 영업이익은 5,200억원 달할 것으로 예상된다. 이는 현재 컨센서스 4,000억원은 물론, 연초 동사가 제시했던 가이드스 2,711억원 대비로도 크게 상회하는 수준이다.

계절적으로 1분기가 최성수기, 2~3분기 비수기, 4분기 준성수기 정도로 구분되며 통상 상고하저의 흐름을 보인다. 이를 감안하더라도 상반기에 이미 3,533억원을 달성했고, 하반기도 SMP 상승 속에 개별요금제 도입으로 인한 스프레드 확대와 열 고정비 정산 효과 추가 반영 등을 감안하면 1,500억원 이상은 창출 가능하다는 판단이다.

참고로 현재 당사 추정치는 하반기 SMP 상한제 도입 가능성을 고려한 것이다. 정부는 지난 5월 SMP 120원일 때 상한제 재도입 검토를 언급한 바 있는데, 8월 들어 150원 상회하고 있는 만큼 하반기 실행 가능성을 배제할 수 없다. 22년과 동일하게 적용될진 미지수이나, 기존 산정방식인 10년 가중평균 1.5배를 기준으로 적용하면 SMP 상한은 약 165~170원으로 추정된다. 이에 3분기 150원, 4분기는 상한제 실행 및 168원으로 가정했다. 충분히 보수적인 가정으로 보이나, 상한선이 예상치보다 더 낮게 결정되거나 원가에 소폭의 마진만 보장하는 형태로 정부에서 추진할 경우, 현재 추정치보다 이익은 축소될 가능성 존재한다. 다만, 분명한 점은 상반기 대비 SMP는 상승하고, 그 안에서 동사는 개별요금제 활용으로 평균요금제 기반의 발전사들 대비 급전순위 측면에서도, 전력판매 마진 측면에서도 상대적 우위를 점하고 있다는 점이다. 연간 이익체력과 그에 근거한 배당 눈높이도 한층 올려볼 수 있는 시점임에도 현재 PBR 0.3배에 불과하다.

## Company Brief

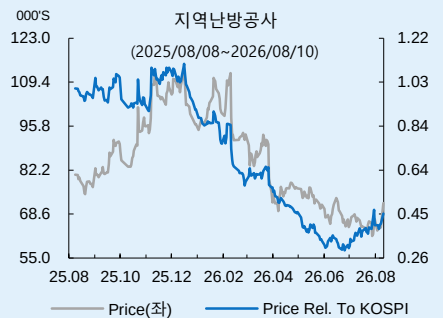
## Buy (Maintain)

|                |              |
|----------------|--------------|
| 목표주가(12M)      | 135,000원(유지) |
| 증가(2026.08.10) | 72,000원      |
| 상승여력           | 87.5%        |

| Stock Indicator |                 |
|-----------------|-----------------|
| 자본금             | 58십억원           |
| 발행주식수           | 1,158만주         |
| 시가총액            | 834십억원          |
| 외국인지분율          | 2.7%            |
| 52주 주가          | 61,800~112,400원 |
| 60일평균거래량        | 16,237주         |
| 60일평균거래대금       | 1.2십억원          |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M    | 12M    |
|----------|------|------|-------|--------|
| 절대수익률    | 6.8  | -4.6 | -26.8 | -10.9  |
| 상대수익률    | 22.6 | 11.3 | -45.7 | -107.1 |

### Price Trend



| FY           | 2025    | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원)     | 3,998   | 3,965   | 4,179   | 3,812   |
| 영업이익(십억원)    | 530     | 522     | 398     | 353     |
| 순이익(십억원)     | 339     | 333     | 261     | 215     |
| EPS(원)       | 29,268  | 28,770  | 22,530  | 18,583  |
| BPS(원)       | 198,762 | 221,860 | 237,918 | 251,329 |
| PER(배)       | 3.3     | 2.5     | 3.2     | 3.9     |
| PBR(배)       | 0.5     | 0.3     | 0.3     | 0.3     |
| ROE(%)       | 14.8    | 13.7    | 9.8     | 7.6     |
| 배당수익률(%)     | 6.4     | 8.3     | 9.4     | 7.6     |
| EV/EBITDA(배) | 5.9     | 5.0     | 5.7     | 6.2     |

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[에너지/정유/화학]

전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

[RA]

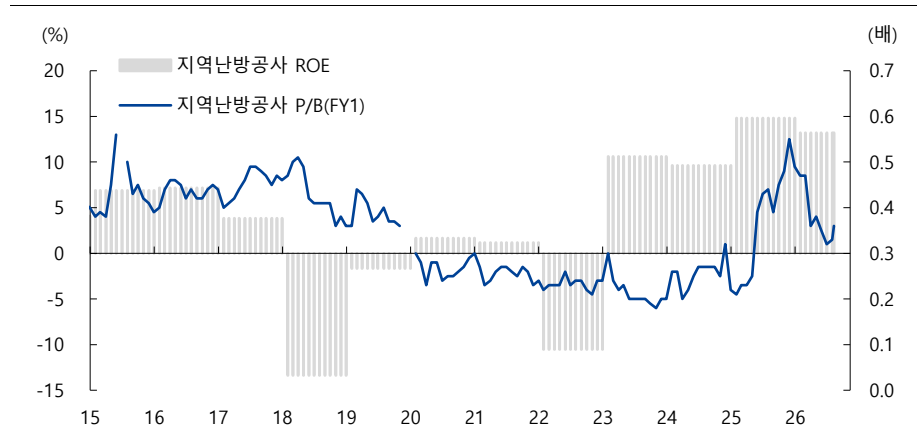
장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. 지역난방공사 실적 추이 및 전망

| (억원)     | 1Q25   | 2Q25   | 3Q25   | 4Q25   | 1Q26   | 2Q26   | 3Q26F  | 4Q26F  | 2024   | 2025   | 2026F  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액      | 15,768 | 6,231  | 7,582  | 10,401 | 14,341 | 6,530  | 7,073  | 11,702 | 35,703 | 39,983 | 39,646 |
| 열        | 8,416  | 2,517  | 1,358  | 5,376  | 8,289  | 2,258  | 1,425  | 5,362  | 15,836 | 17,667 | 17,335 |
| 전기       | 7,178  | 3,475  | 5,935  | 4,795  | 5,873  | 4,036  | 5,361  | 6,144  | 18,901 | 21,383 | 21,415 |
| 냉수       | 37     | 58     | 132    | 46     | 39     | 65     | 141    | 46     | 275    | 274    | 291    |
| 기타       | 137    | 181    | 157    | 184    | 140    | 171    | 145    | 149    | 691    | 659    | 605    |
| 영업이익     | 3,238  | -96    | 894    | 1,260  | 3,200  | 331    | 560    | 1,132  | 3,279  | 5,296  | 5,223  |
| 열        | 1,604  | -328   | 382    | 610    | 1,642  | -17    | 46     | 473    | 1,794  | 2,268  | 2,143  |
| 전기       | 1,657  | 267    | 529    | 682    | 1,577  | 378    | 553    | 680    | 1,572  | 3,135  | 3,188  |
| 냉수       | -23    | -35    | -16    | -33    | -19    | -30    | -39    | -20    | -86    | -106   | -109   |
| 영업이익률(%) | 20.5%  | -1.5%  | 11.8%  | 12.1%  | 22.3%  | 5.1%   | 7.9%   | 9.7%   | 9.2%   | 13.2%  | 13.2%  |
| 열        | 19.1%  | -13.0% | 28.1%  | 11.3%  | 19.8%  | -0.8%  | 3.2%   | 8.8%   | 11.3%  | 12.8%  | 12.4%  |
| 전기       | 23.1%  | 7.7%   | 8.9%   | 14.2%  | 26.9%  | 9.4%   | 10.3%  | 11.1%  | 8.3%   | 14.7%  | 14.9%  |
| 냉수       | -60.2% | -60.1% | -12.1% | -71.7% | -48.7% | -46.2% | -27.8% | -43.8% | -31.3% | -38.9% | -37.2% |

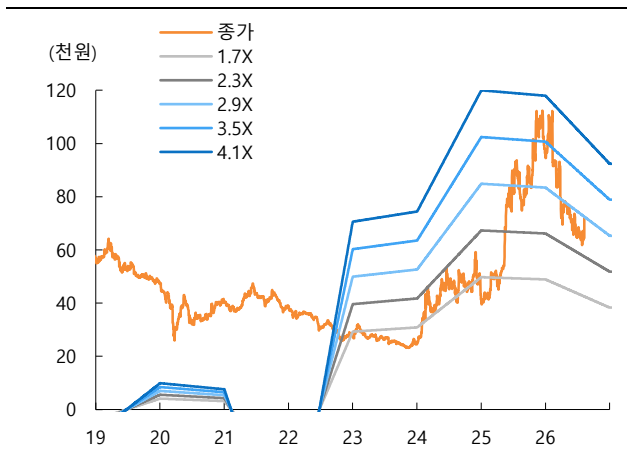
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 지역난방공사 ROE-PBR 밸류에이션 추이



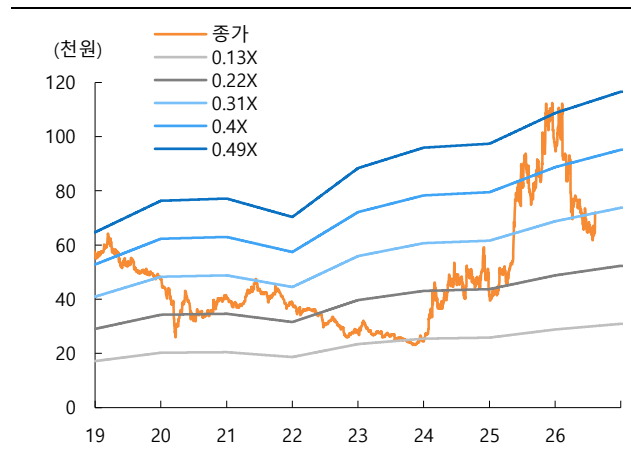
자료: iM증권 리서치본부

그림2. 지역난방공사 12M Forward PER 추이



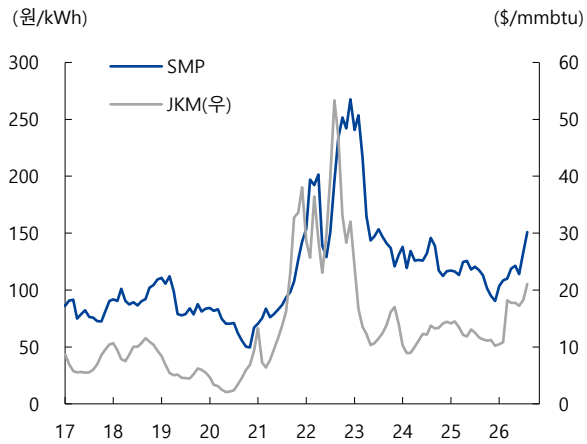
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 지역난방공사 12M Forward PBR 추이



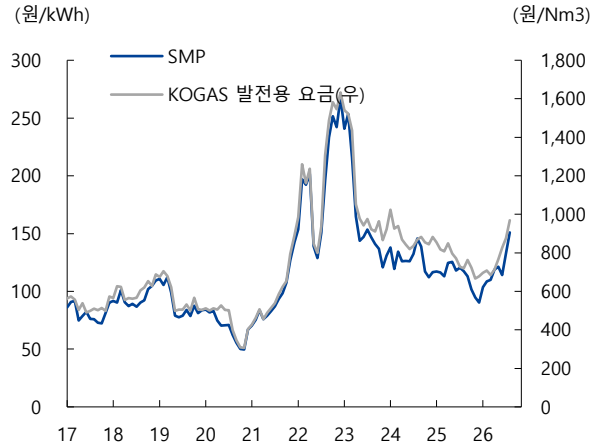
자료: iM증권 리서치본부

그림4. SMP 및 JKM 가격 추이



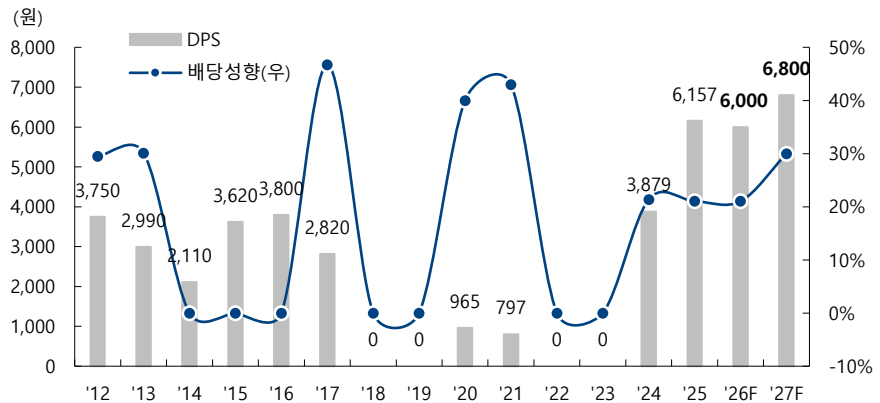
자료: EPSIS, Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5. SMP 및 KOGAS 발전용 요금 추이



자료: EPSIS, 한국가스공사, iM증권 리서치본부

그림6. 지역난방공사 DPS, 배당성향 추이 및 전망



자료: iM증권 리서치본부

주: 25~27년 DPS 및 배당성향은 당사 추정치 기준

표2. 지역난방공사 발전설비 및 적용 요금제 현황

| 구분            | 발전소          | 발전용량(MW)   | 상업운전      | 평균요금제<br>계약 종료 시기  | 개별요금제 관련 참고사항                                                                        |
|---------------|--------------|------------|-----------|--------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| 중대형<br>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<br>기력열병합(BC) 개체공사로 LNG 발전소 상업운전<br>기력열병합(BC) 개체공사로 LNG 발전소 상업운전 |
|               | 대구           | 273        | 2024년 9월  | 개별요금제 적용 중         |                                                                                      |
|               | 청주           | 270        | 2025년 1월  | 개별요금제 적용 중         |                                                                                      |
| 소형<br>열병합발전소  | 수원           | 141 (개체 후) | 1997년 12월 | 2028년 말 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

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

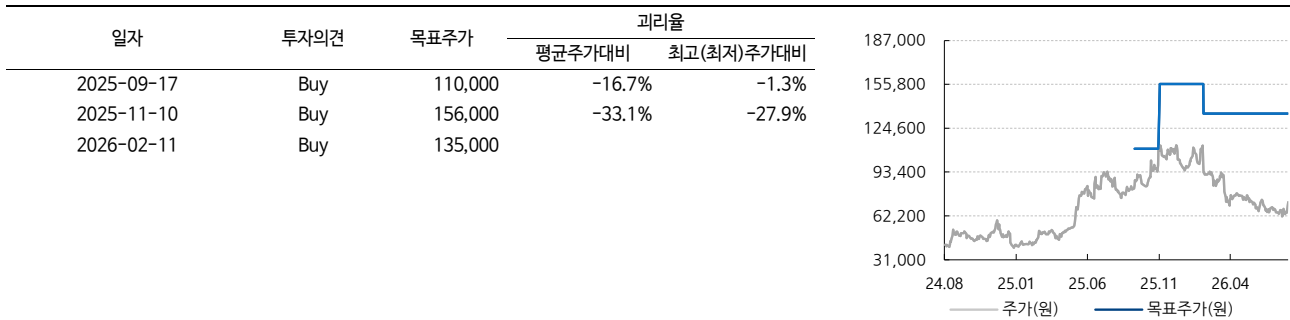
| 재무상태표      |       |       |       |       | 포괄손익계산서     |       |       |       |       |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원)      | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E | (십억원,%)     | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E |
| 유동자산       | 960   | 1,167 | 1,303 | 1,154 | 매출액         | 3,998 | 3,965 | 4,179 | 3,812 |
| 현금 및 현금성자산 | 13    | 169   | 249   | 186   | 증가율(%)      | 12.0  | -0.8  | 5.4   | -8.8  |
| 단기금융자산     | 14    | 15    | 15    | 15    | 매출원가        | 3,361 | 3,332 | 3,649 | 3,342 |
| 매출채권       | 1,400 | 1,218 | 1,315 | 1,298 | 매출총이익       | 638   | 633   | 529   | 469   |
| 재고자산       | 10    | 34    | 40    | 33    | 판매비와관리비     | 108   | 111   | 131   | 116   |
| 비유동자산      | 7,269 | 7,106 | 7,203 | 7,317 | 연구개발비       | 7     | -     | -     | -     |
| 유형자산       | 6,480 | 6,420 | 6,472 | 6,549 | 기타영업수익      | -     | -     | -     | -     |
| 무형자산       | 54    | 46    | 40    | 34    | 기타영업비용      | -     | -     | -     | -     |
| 자산총계       | 8,229 | 8,272 | 8,506 | 8,470 | 영업이익        | 530   | 522   | 398   | 353   |
| 유동부채       | 1,879 | 1,859 | 2,027 | 1,916 | 증가율(%)      | 61.5  | -1.4  | -23.8 | -11.3 |
| 매입채무       | 323   | 462   | 591   | 463   | 영업이익률(%)    | 13.2  | 13.2  | 9.5   | 9.3   |
| 단기차입금      | 440   | 440   | 465   | 465   | 이자수익        | 14    | 6     | 9     | 6     |
| 유동성장기부채    | 861   | 689   | 689   | 689   | 이자비용        | 114   | 107   | 91    | 93    |
| 비유동부채      | 4,048 | 3,844 | 3,724 | 3,644 | 지분법이익(손실)   | -     | -     | -     | -     |
| 사채         | 2,887 | 2,787 | 2,667 | 2,587 | 기타영업외손익     | 7     | 7     | 7     | 5     |
| 장기차입금      | 8     | 8     | 8     | 8     | 세전계속사업이익    | 439   | 429   | 325   | 273   |
| 부채총계       | 5,928 | 5,703 | 5,751 | 5,560 | 법인세비용       | 100   | 96    | 64    | 57    |
| 자배주주지분     | 2,301 | 2,569 | 2,755 | 2,910 | 세전계속이익률(%)  | 11.0  | 10.8  | 7.8   | 7.2   |
| 자본금        | 58    | 58    | 58    | 58    | 당기순이익       | 339   | 333   | 261   | 215   |
| 자본잉여금      | 114   | 114   | 114   | 114   | 순이익률(%)     | 8.5   | 8.4   | 6.2   | 5.6   |
| 이익잉여금      | 1,883 | 2,147 | 2,329 | 2,480 | 자배주주귀속 순이익  | 339   | 333   | 261   | 215   |
| 기타자본항목     | -3    | 1     | 5     | 8     | 기타포괄이익      | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 비자배주주지분    | -     | -     | -     | -     | 총포괄이익       | 343   | 337   | 265   | 219   |
| 자본총계       | 2,301 | 2,569 | 2,755 | 2,910 | 자배주주귀속총포괄이익 | -     | -     | -     | -     |

| 현금흐름표        |      |       |       |       | 주요투자지표                 |         |         |         |         |
|--------------|------|-------|-------|-------|------------------------|---------|---------|---------|---------|
| (십억원)        | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |                        | 2025    | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
| 영업활동 현금흐름    | 677  | 706   | 696   | 552   | 주당지표 (원)               |         |         |         |         |
| 당기순이익        | 339  | 333   | 261   | 215   | EPS                    | 29,268  | 28,770  | 22,530  | 18,583  |
| 유형자산감가상각비    | 359  | 376   | 362   | 353   | BPS                    | 198,762 | 221,860 | 237,918 | 251,329 |
| 무형자산감가상각비    | 9    | 8     | 7     | 6     | CFPS                   | 61,023  | 61,909  | 54,423  | 49,560  |
| 지분법관련손실(이익)  | -    | -     | -     | -     | DPS                    | 6,157   | 6,000   | 6,800   | 5,500   |
| 투자활동 현금흐름    | -328 | -325  | -416  | -429  | Valuation(배)           |         |         |         |         |
| 유형자산의 처분(취득) | -332 | -315  | -415  | -430  | PER                    | 3.3     | 2.5     | 3.2     | 3.9     |
| 무형자산의 처분(취득) | -1   | -     | -     | -     | PBR                    | 0.5     | 0.3     | 0.3     | 0.3     |
| 금융상품의 증감     | 11   | -9    | -1    | 1     | PCR                    | 1.6     | 1.2     | 1.3     | 1.5     |
| 재무활동 현금흐름    | -344 | -603  | -424  | -418  | EV/EBITDA              | 5.9     | 5.0     | 5.7     | 6.2     |
| 단기금융부채의증감    | -534 | -172  | 25    | -     | Key Financial Ratio(%) |         |         |         |         |
| 장기금융부채의증감    | 512  | -100  | -120  | -80   | ROE                    | 14.8    | 13.7    | 9.8     | 7.6     |
| 자본의증감        | -    | -     | -     | -     | EBITDA0이익률             | 22.4    | 22.9    | 18.4    | 18.7    |
| 배당금지급        | -1   | -1    | -1    | -1    | 부채비율                   | 257.6   | 222.0   | 208.8   | 191.1   |
| 현금및현금성자산의증감  | 6    | 156   | 80    | -64   | 순부채비율                  | 181.1   | 145.5   | 129.4   | 121.9   |
| 기초현금및현금성자산   | 7    | 13    | 169   | 249   | 매출채권회전율(x)             | 2.8     | 3.0     | 3.3     | 2.9     |
| 기말현금및현금성자산   | 13   | 169   | 249   | 186   | 재고자산회전율(x)             | 220.2   | 180.3   | 113.3   | 103.9   |

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 2026-06-30 기준]

| 매수    | 중립(보유) | 매도 |
|-------|--------|----|
| 89.8% | 10.2%  | -  |