

(071320)

지역난방공사

에너지/인프라/배터리 황성현, Ph.D.
6878 / tjdgus2009@eugenefn.com

연간 가이드스가 머쓱했던 호실적

“ **[투자의견]** 당사는 지역난방공사에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 120,000원을 유지함. 2Q26 실적은 계절적 비수기 분기임에도 전년동기 대비 뚜렷한 개선을 시현. 열요금 7월부로 동결 결정되었지만, 고정비 산정주기 단축('26.4월 시행)에 따른 원가 개선과 원전 가동률 저하로 CHP 발전소의 전력 스파크 스프레드 확대. 연초 제시된 보수적 가이드스 대비 실적은 우상향 흐름이 지속되고 있다고 판단

“ **[2Q26 Review]** 매출액 6,531억원(+5%yoy), 영업이익 331억원(흑전yoy)로 당사 추정을 상회하는 어닝 서프라이즈를 시현

열 사업은 매출액 2,258억원(-10%yoy), 영업이익 -17억원(적자yoy)로 비수기임에도 적자를 축소. 4월 시행된 고정비 재산정 효과로 원가부담이 완화(500억원)되며 손실폭이 크게 감소. 미수금은 6,054억원으로 1Q 대비 477억원 증가하며 다시 증가. 이란 사태 이후 높았던 국제유가 및 환율 효과가 국내 LNG 도입가에 반영되기 시작. 3~4Q 가스 가격 추가 상승이 예상되며, 연간 미수금 증가 추세도 지속될 전망. '22년분 미수금은 '26년 6월 기준 전액 회수 완료됐으며, '23년분은 '24.7월~'27.6월 3개년에 걸쳐 회수 진행 중. **전력 사업**은 매출액 4,036억원(+16%yoy), 영업이익 378억원(+42%yoy)로 호실적 기록. 전년 대구·양산·화성 등 주요 발전 정비에 따른 가동률 부진 기저효과로 발전량이 증가했으며, 원전 정비 증가로 마진 확대. 7월·8월 LNG평균요금제 단가가 전년대비 각각 +6%, +12% 상승한 반면 SMP는 +11%, +30% 상승하며 개별요금제의 긍정적 효과도 지속 중

“ **[3Q26 Preview]** 매출액 6,804억원(-10%yoy), 영업이익 194억원(-78%yoy)로 열 사업 실적을 보수적으로 가정했음에도 비수기 흑자 지속 전망. 7월들어 SMP가 150원/kWh까지 상승 중이나, 원전 가동률도 상승하고 있어 마진 추가 확대는 어려울 것이라 판단. 그래도 연간으로는 4천억원 이상의 양호한 실적 유지될 전망

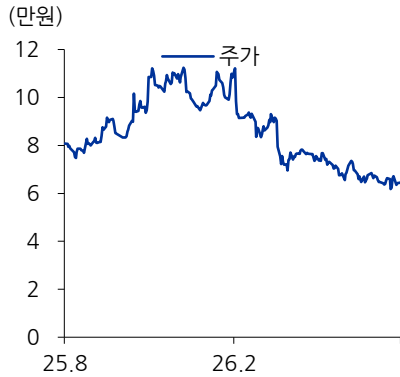
“ [투자 포인트]

미수금이 증가 중이나 실적도 기존 예상치를 상회하고 있어 미수금 증가분을 제외해도 유의미한 배당을 기대할 수 있다고 판단. 당사 추정 주당배당금은 6,700원이며, 현재 주가에서 예상 배당수익률은 9.3%임

“ 열 고정비 산정주기가 기존 2년에서 1년으로 단축('26.4월 시행)되며 원가 반영 구조가 개선됨. '26년에는 4월(고시시행일)과 7월(정기조정) 두 차례 조정이 이뤄지며, 향후 손익 변동성은 점진적으로 축소될 것으로 판단. 다만, 열요금 상/하한제의 하한선이 '27.7월부터는 95%로 단계적으로 낮아져 중장기 요금 하락 리스크 요인으로도 작용할 수 있음. 향후 변동비 변화에 따른 요금 정책을 면밀히 모니터링할 필요

투자 의견
목표주가
현재주가

BUY(유지)
120,000 원(유지)
72,000 원(8/10)



시가총액(십억원)	834
발행주식수(천주)	11,579
52 주 최고	116,700 원
최저	60,400 원
52 주 일간 Beta	0.14
60 일 평균 거래대금	12 억원
외국인 지분율	2.7%
배당수익률(26E)	9.3%
주주구성	
산업통상자원부 (외 3인)	64.6%
서울특별시 (외 1인)	10.4%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	6.8	-26.8	-10.9
(원 십억원)	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	BUY	-
목표주가	120,000	120,000	-
영업이익(26E)	485	407	▲
영업이익(27E)	373	429	▼

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	3,998	3,939	3,789
영업이익	530	485	373
세전손익	439	423	327
당기순이익	339	326	251
EPS(원)	29,268	28,145	21,245
증감률(%)	61.2	-3.8	-24.5
PER(배)	3.3	2.6	3.4
ROE(%)	14.8	14.1	10.3
PBR(배)	0.5	0.4	0.3
EV/EBITDA(배)	6.0	5.7	6.3

설명회 Q&A

Q1. 개별요금제 도입 효과

- 7~8월 LNG 평균요금제는 전년 대비 각각 약 6%, 11~12% 상승
- SMP는 7~8월 각각 약 11%, 30% 상승하며 평균요금제 대비 높은 상승폭 기록
- 개별요금제의 가격 경쟁력은 전년과 유사한 수준 유지

Q2. '26년 연초 가이드스 변경 여부

- 현재 내부적으로 실적 재전망 진행 중
- 기존 공시 수치와 큰 괴리가 발생할 경우 정정공시를 통해 가이드스 수정 예정

Q3. 4월·7월 고정비 조정의 실적 영향

- 고정비 조정은 생산 원가와 적정 이윤을 보장하기 위한 조정
- 4월·7월 고정비 조정을 합산하면 연간 약 500억원 수준의 이익 개선 예상
- 해당 효과는 기존 연간 실적 가이드스에 이미 반영

Q4. 7월 열요금 동결에 따른 하반기 실적 영향

- 연료비 인상 요인이 있었으나 물가 안정 등을 고려한 정책적 결정으로 열요금 동결
- 고정비 인상분은 반영해 사업자의 적정 이윤 및 비용은 보장
- 최근 발생한 미수금 회수를 위한 요금 반영은 뒤로 미루는 방향으로 결정
- 현재 재전망 진행 중으로 기존 수치와 달라질 경우 정정 공시할 예정

Q5. 개별요금제 가격의 상승 방향

- LNG 가격 상승폭 대비 SMP 가격이 더 크게 상승
- 개별 및 평균요금제 모두 SMP 가격 상승폭만큼 가격이 오르지 않는 상황
- 전력 수요 증가로 LNG 가격 상승 대비 SMP 가격이 크게 상승한 것으로 판단

Q6. '23년 미수금 회수 현황

- '22년 미수금은 '26년 6월까지 전액 회수 완료
- '23년 미수금은 '24년 7월부터 '27년 6월까지 회수 예정
- '22년 미수금 회수가 종료되면서 최근에는 '23년 발생분이 본격적으로 회수되는 단계
- 연료비 규정상 N년도 발생 미수금은 N+1년 7월부터 3년간 회수

Q7. 배당 확대 가능성

- 정부는 기본적으로 당기순이익을 기준으로 배당 산정
- 당기순이익 증가시 배당 재원도 확대되는 구조
- 정부의 배당성향 목표는 40% 수준이나 개별 기업의 상황을 고려해 실제 배당성향을 조정
- 지역난방공사의 최근 배당성향은 20% 수준이며, '27년 배당 확대 여부는 현재 확인하기 어려움

Q8. 반도체·AI 투자에 따른 전력 수요 및 발전소 사업 기회

- 반도체 공장 투자로 전력 수요가 증가하고 있는 것은 사실
- 용인 하이닉스삼성 등은 공장과 발전소를 함께 건설하는 방식으로 진행
- 기존 석탄발전소 폐지에 대응해 발전 자회사들이 해당 지역에 발전소를 건설하는 구조
- 전남 반도체 발전소는 현재 아이디어 수준으로 구체적인 사업안은 없는 상황
- 사업이 구체화되고 사업성이 확보될 경우 신규 발전소 사업 검토 가능

Q9. 발전소 가동률 수준

- 자가발전소는 자체 전력 수요에 맞춰 가동하기 때문에 일반 발전소 대비 가동률이 높은 편
- 지역난방공사 발전소도 동절기에는 거의 상시 가동해 일반 전력 생산 발전소 대비 가동률이 높음

Q10. 전력 수요 증가에 대응한 신규 발전소 사업 및 기업가치 확대 계획

- 에너지 전환 및 전력 수요 증가에 대응해 발전소 CAPA 확대 방향을 검토 중
- 신규 사업 기회를 발굴하고 기업 외형 및 이익을 확대하는 방향으로 내부 검토 진행
- 관련 과제를 진행 중이며 구체적인 사업안은 향후 공유 예정

연간 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %)	수정전		수정후		변경률	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	3,870	3,978	3,939	3,789	1.8	(4.7)
영업이익	407	429	485	373	19.1	(13.1)
영업이익률(%)	10.5	10.8	12.3	9.8	1.8	(1.0)
EBITDA	790	813	868	757	9.9	(6.9)
EBITDA 이익률(%)	20.4	20.4	22.0	20.0	1.6	(0.5)
순이익	251	279	326	251	29.7	(10.0)

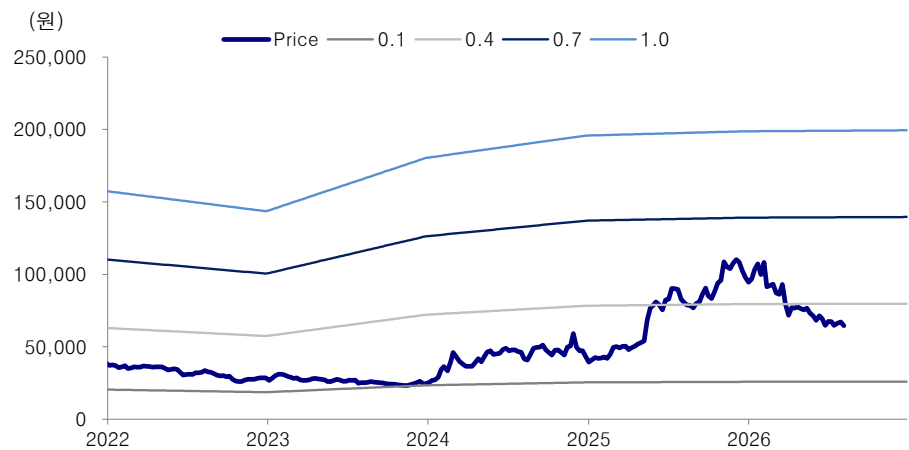
자료: 유진투자증권

세부 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2024	2025	2026
매출액	1,577	623	758	1,040	1,434	653	680	1,171	3,570	3,998	3,939
열	842	252	136	538	829	226	135	524	1,584	1,767	1,714
전기	718	348	594	480	587	404	532	643	1,890	2,138	2,166
냉수	4	6	13	5	4	7	13	5	28	27	28
영업이익	324	(10)	89	126	320	33	19	112	328	530	485
열	160	(33)	38	61	164	(2)	(23)	53	179	227	192
전기	166	27	53	68	158	38	44	62	157	314	302
냉수	(2)	(4)	(2)	(3)	(2)	(3)	(2)	(3)	(9)	(11)	(10)
OPM(%)	20.5	(1.5)	11.8	12.1	22.3	5.1	2.9	9.6	9.2	13.2	12.3
열	19.1	(13.0)	28.1	11.3	19.8	(0.8)	(17.1)	10.1	11.3	12.8	11.2
전기	23.1	7.7	8.9	14.2	26.9	9.4	8.3	9.7	8.3	14.7	13.9
냉수	(62.2)	(60.3)	(12.1)	(71.7)	(46.2)	(46.2)	(12.1)	(71.7)	(31.5)	(39.2)	(34.4)

자료: 지역난방공사, 유진투자증권

PBR Band Chart



자료: 유진투자증권

지역난방공사(071320.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
자산총계	8,362	8,229	8,248	8,277	8,336
유동자산	1,047	960	1,066	1,103	1,107
현금성자산	18	28	81	137	96
매출채권	991	912	956	938	981
재고자산	26	10	18	18	19
비유동자산	7,315	7,269	7,182	7,173	7,229
투자자산	754	734	723	695	713
유형자산	6,499	6,480	6,413	6,438	6,483
기타	62	54	47	40	34
부채총계	6,094	5,928	5,939	5,799	5,681
유동부채	1,688	1,879	1,880	1,730	1,601
매입채무	591	435	516	506	529
유동성이자부채	982	1,309	1,228	1,086	933
기타	115	135	136	137	139
비유동부채	4,406	4,048	4,059	4,069	4,080
비유동이자부채	3,359	3,000	3,000	3,000	3,000
기타	1,047	1,048	1,058	1,069	1,080
자본총계	2,268	2,301	2,309	2,478	2,655
자배지분	2,267	2,301	2,309	2,478	2,655
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	1,600	1,883	2,138	2,306	2,484
기타	496	247	(0)	(0)	(0)
비지배지분	1	0	0	0	0
자본총계	2,268	2,301	2,309	2,478	2,655
총차입금	4,341	4,309	4,228	4,086	3,933
순차입금	4,323	4,282	4,148	3,950	3,837

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업현금	529	794	513	677	596
당기순이익	210	339	326	251	245
자산상각비	335	368	384	384	386
기타비현금성손익	128	205	(227)	31	(17)
운전자본증감	(149)	(125)	29	10	(19)
매출채권감소(증가)	(25)	69	(44)	18	(43)
재고자산감소(증가)	35	15	(8)	0	(1)
매입채무증가(감소)	(15)	(150)	80	(10)	23
기타	(145)	(59)	1	1	1
투자현금	(624)	(328)	(308)	(402)	(425)
단기투자자산감소	(0)	(2)	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	0	1	(0)
설비투자	649	333	307	402	424
유형자산처분	1	2	0	0	0
무형자산처분	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
재무현금	200	(344)	(152)	(220)	(211)
차입금증가	225	(30)	(81)	(142)	(153)
자본증가	(20)	(62)	(71)	(78)	(58)
배당금지급	(20)	(62)	71	78	58
현금 증감	(7)	6	53	56	(40)
기초현금	14	7	13	66	122
기말현금	7	13	66	122	82
Gross Cash flow	678	920	484	668	615
Gross Investment	774	451	278	392	444
Free Cash Flow	(95)	468	206	275	171

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	3,570	3,998	3,939	3,789	3,884
증가율(%)	(9.7)	12.0	(1.5)	(3.8)	2.5
매출원가	3,137	3,361	3,355	3,316	3,414
매출총이익	433	638	584	474	470
판매 및 일반관리비	105	108	99	101	103
기타영업손익	6	3	(8)	2	2
영업이익	328	530	485	373	367
증가율(%)	4.2	61.5	(8.5)	(23.1)	(1.5)
EBITDA	663	897	868	757	753
증가율(%)	5.6	35.3	(3.2)	(12.8)	(0.5)
영업외손익	(67)	(91)	(61)	(45)	(48)
이자수익	8	14	35	41	33
이자비용	98	114	105	95	89
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	22	10	9	9	8
세전순이익	261	439	423	327	319
증가율(%)	12.2	68.4	(3.6)	(22.7)	(2.4)
법인세비용	51	100	97	76	74
당기순이익	210	339	326	251	245
증가율(%)	5.3	61.5	(3.8)	(23.0)	(2.2)
지배주주지분	210	339	326	246	236
증가율(%)	5.4	61.2	(3.8)	(24.5)	(4.2)
비지배지분	(0)	0	(0)	5	10
EPS(원)	18,151	29,268	28,145	21,245	20,361
증가율(%)	5.4	61.2	(3.8)	(24.5)	(4.2)
수정EPS(원)	18,151	29,268	28,145	21,245	20,361
증가율(%)	5.4	61.2	(3.8)	(24.5)	(4.2)

주요투자지표

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS	18,151	29,268	28,145	21,245	20,361
BPS	195,798	198,762	199,432	213,977	229,339
DPS	3,879	6,157	6,700	5,000	5,000
밸류에이션(배, %)					
PER	2.3	3.3	2.6	3.4	3.5
PBR	0.2	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/ EBITDA	7.2	6.0	5.7	6.3	6.2
배당수익율	9.4	6.4	9.3	6.9	6.9
PCR	0.7	1.2	1.7	1.2	1.4
수익성(%)					
영업이익율	9.2	13.2	12.3	9.8	9.4
EBITDA이익율	18.6	22.4	22.0	20.0	19.4
순이익율	5.9	8.5	8.3	6.6	6.3
ROE	9.7	14.8	14.1	10.3	9.2
ROIC	4.1	6.2	5.7	4.4	4.4
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	190.6	186.1	179.6	159.4	144.5
유동비율	62.0	51.1	56.7	63.8	69.1
이자보상배율	3.3	4.6	4.6	3.9	4.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	4.0	4.2	4.2	4.0	4.0
재고자산회전율	82.0	220.2	274.3	209.6	212.1
매입채무회전율	6.0	7.8	8.3	7.4	7.5

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 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 저작물로서 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 경우에 동 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.06.30 기준)

