지역난방공사 (071320)

전력판매 감소와 SMP 하락의 이중고

BUY (유지)

목표주가(12M) 110,000원(하향)
현재주가(11.10) 67,700원

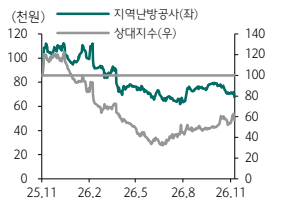
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,239.13
52주 최고/최저(원)	112,400/61,800
시가총액(십억원)	783.9
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	11,578.7
60일 평균 거래량(천주)	14.3
60일 평균 거래대금(십억원)	1.1
외국인지분율(%)	2.96
주요주주 지분율(%)	
산업통상자원부 외 2 인	64.63
서울특별시	10.36

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	3,922.3	3,938.2
영업이익(십억원)	510.6	424.6
순이익(십억원)	325.6	274.7
EPS(원)	28,123	23,583
BPS(원)	213,814	230,733

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	3,570.3	3,998.2	3,853.2	4,173.1
영업이익	327.9	529.6	403.4	320.9
세전이익	260.7	439.0	305.3	220.0
순이익	210.2	338.9	232.0	171.6
EPS	18,151	29,268	20,036	14,821
증감율	5.39	61.25	(31.54)	(26.03)
PER	2.28	3.29	3.59	4.86
PBR	0.21	0.49	0.34	0.32
EV/EBITDA	7.24	6.02	5.86	6.47
ROE	9.65	14.84	9.74	6.81
BPS	195,798	198,762	212,580	222,391
DPS	3,879	6,157	5,010	3,710



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 박시현 boxyhyun@hanafn.com

하나증권 리서치센터

목표주가 110,000원으로 하향, 투자의견 매수 유지

지역난방공사 목표주가 120,000원으로 21.4% 하향하며 투자의견 매수를 유지한다. 2027년 예상 BPS에 목표 PBR 0.5배를 적용했다. 3분기 실적은 시장 기대치를 하회했다. 미수금은 전분기대비 596억원 증가했고 한국 발전용 천연가스 가격에 동행하기 때문에 당분간 순증 추세가 이어질 전망이다. 2025년과 달리 올해는 하반기에 발전소 O/H 공사가 집중되면서 전기 부문 실적 둔화가 불가피한 상황이다. 실적 조정으로 DPS 추정치도 하향하나 낮아진 주가로 높은 한 자리 수의 배당수익률이 예상된다. 2027년 기준 PER 4.9배, PBR 0.3배다.

3Q26 영업이익 -79억원(적자전환)으로 컨센서스 하회

3분기 매출액은 6,062억원을 기록하면서 전년대비 20.0% 감소했다. 판매실적은 열이 0.8% 증가, 전기는 42.6% 감소했다. 열은 비수기 판매량 특이사항이 없었다. 전기는 주요 발전기 정비가 집중되었고 기저발전 증가로 판매량이 크게 둔화되었다. 판매단가는 열 1.2% 상승, 전기는 29.0% 상승했다. 열요금은 특이사항이 없었지만 전기는 수도권 발전기 강제 가동 영향으로 SMP 구조적 약세 현상이 나타나며 상승폭이 제한되었다. 영업이익은 -79억원으로 전년대비 적자전환했다. 전기 부문 실적 둔화가 주요 원인이다. 열은 고정비 조정에도 전사 원가 증가분이 부문별로 배분되며 적자로 전환했다. LNG 연료비단가 대비 SMP 상승폭이 제한됨에 따라 마진이 대폭 하락했다. 저원가 개별요금제 발전기들의 정비 일정이 3분기에 집중된 점도 이익률 하락에 기여한 것으로 추정된다.

규제 변화로 인한 발전사업자들의 수익성 악화 확인

국소적 계통 문제 대응을 위해 제한적으로 운영되었던 발전기 강제 가동 지정 사유가 기존 10일 이상에서 2일 이상으로 확대되면서 SMP에 유의미한 영향을 미치고 있다. 강제 가동 지정 시 다른 고원가 발전소가 가동하게 되는데 언론에 따르면 지정 발전기 개수는 2022년 일평균 17.8개에서 2026년 9월 기준 30.7개로 크게 증가했다. 지정 발전기는 SMP 결정에서 수요 차감 형식으로 제외되기 때문에 개수 증가 시 SMP의 구조적 약세가 불가피하다. 발전사업자 전반적으로 규제 리스크가 실적으로 확인되고 있으며 2027년 지역별 SMP 제도까지 시행될 경우 개별요금제 적용 발전기의 매출 단가가 하락하기 때문에 부정적 영향이 확대될 수 있다.

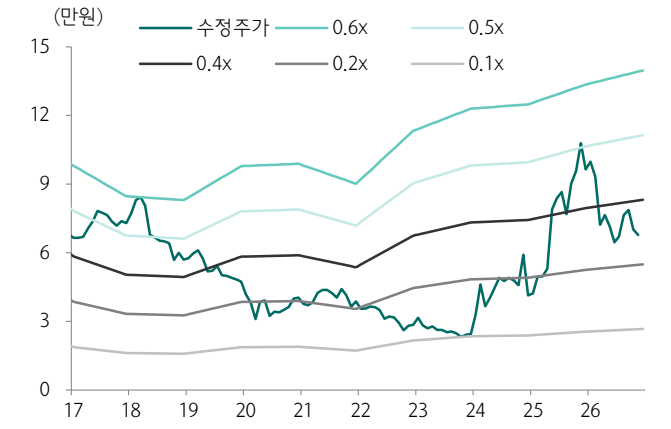
도표 1. 지역난방공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2025				2026F				3Q26 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	4QF	YoY	QoQ
매출액	**15,768**	**6,231**	**7,582**	**10,401**	**14,341**	**6,531**	**6,062**	**11,597**	**(20.0)**	**(7.2)**
열	8,525	2,627	1,470	5,487	8,399	2,372	1,499	5,812	2.0	(36.8)
전기	7,197	3,537	5,974	4,859	5,896	4,085	4,424	5,730	(25.9)	8.3
냉수	46	67	139	54	46	74	139	55	0.3	89.0
영업이익	**3,238**	**(96)**	**894**	**1,260**	**3,202**	**331**	**(79)**	**580**	**적전**	**적전**
세전이익	**3,002**	**(278)**	**636**	**1,030**	**2,963**	**91**	**(283)**	**282**	**적전**	**적전**
순이익	**2,335**	**(216)**	**490**	**779**	**2,163**	**104**	**(167)**	**220**	**적전**	**적전**
영업이익률(%)	20.5	(1.5)	11.8	12.1	22.3	5.1	(1.3)	5.0	-	-
세전이익률(%)	19.0	(4.5)	8.4	9.9	20.7	1.4	(4.7)	2.4	-	-
순이익률(%)	14.8	(3.5)	6.5	7.5	15.1	1.6	(2.8)	1.9	-	-
열판매량(천Gcal)	7,118	2,094	1,476	4,424	7,000	1,889	1,488	4,639	0.8	(21.2)
전기판매량(천MWh)	5,223	2,476	3,876	3,964	4,606	2,808	2,225	3,224	(42.6)	(20.8)

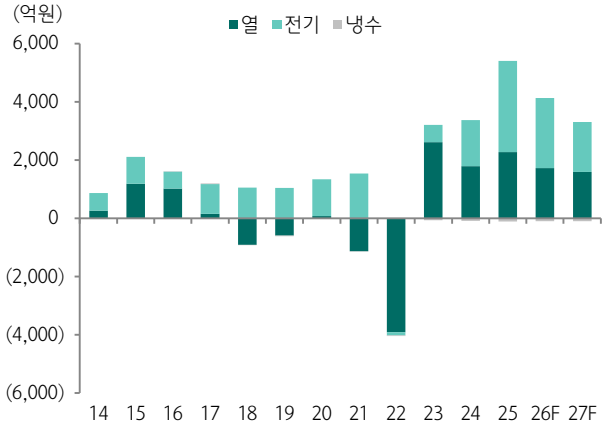
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 2. 지역난방공사 12M Fwd PBR 추이



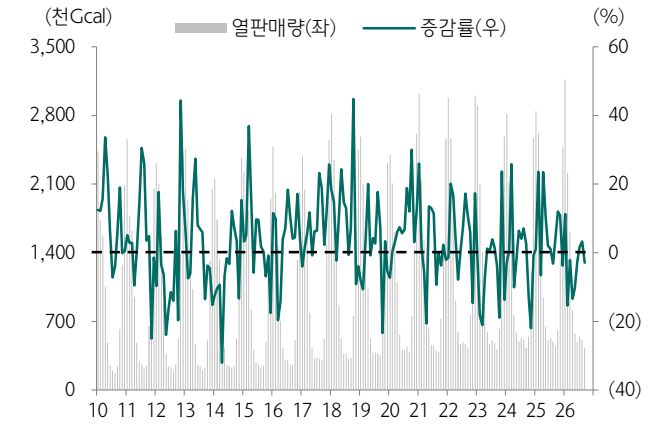
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 3. 지역난방공사 연간 부문별 영업이익 추이



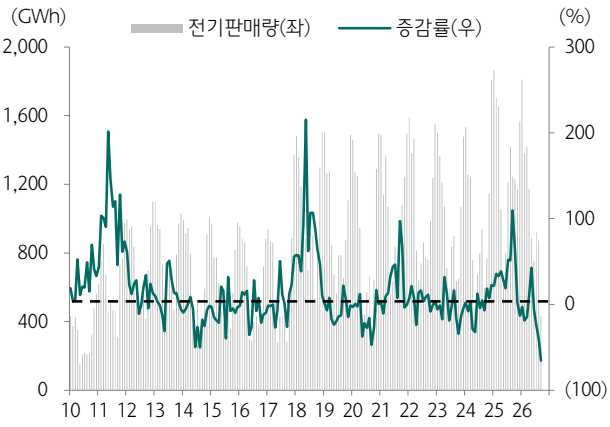
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 4. 월별 열판매량 (2026년 3분기 YoY +0.8%)



자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 5. 월별 전기판매량 (2026년 3분기 YoY -42.6%)



자료: 지역난방공사, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**3,570.3**	**3,998.2**	**3,853.2**	**4,173.1**	**4,341.5**
매출원가	3,137.4	3,360.6	3,340.1	3,734.8	3,870.4
매출총이익	432.9	637.6	513.1	438.3	471.1
판관비	105.0	108.0	109.7	117.4	122.3
영업이익	**327.9**	**529.6**	**403.4**	**320.9**	**348.9**
금융손익	(89.6)	(100.3)	(103.8)	(105.5)	(107.7)
종속/관계기업손익	(0.1)	2.7	0.9	1.2	1.6
기타영업외손익	22.5	7.0	4.9	3.5	(2.9)
세전이익	**260.7**	**439.0**	**305.3**	**220.0**	**239.8**
법인세	50.8	100.1	73.3	48.4	52.8
계속사업이익	209.9	338.9	232.0	171.6	187.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**209.9**	**338.9**	**232.0**	**171.6**	**187.1**
비지배주주지분 순이익	(0.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**210.2**	**338.9**	**232.0**	**171.6**	**187.1**
지배주주지분포괄이익	193.7	342.7	236.1	171.6	187.1
NOPAT	264.0	408.9	306.5	250.3	272.1
EBITDA	663.4	897.3	781.8	703.9	735.6
성장성(%)					
매출액증가율	(9.70)	11.98	(3.63)	8.30	4.04
NOPAT증가율	(2.22)	54.89	(25.04)	(18.34)	8.71
EBITDA증가율	5.59	35.26	(12.87)	(9.96)	4.50
영업이익증가율	4.19	61.51	(23.83)	(20.45)	8.73
(지배주주)순익증가율	5.42	61.23	(31.54)	(26.03)	9.03
EPS증가율	5.39	61.25	(31.54)	(26.03)	9.00
수익성(%)					
매출총이익률	12.13	15.95	13.32	10.50	10.85
EBITDA이익률	18.58	22.44	20.29	16.87	16.94
영업이익률	9.18	13.25	10.47	7.69	8.04
계속사업이익률	5.88	8.48	6.02	4.11	4.31

대차대조표 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**1,046.9**	**960.4**	**1,088.9**	**1,113.6**	**1,134.8**
금융자산	18.1	27.6	48.8	49.3	63.9
현금성자산	6.9	13.1	32.7	32.8	47.3
매출채권	723.9	651.2	726.1	743.1	747.7
재고자산	25.9	10.5	11.7	11.9	12.0
기타유동자산	279.0	271.1	302.3	309.3	311.2
비유동자산	**7,315.3**	**7,268.6**	**7,096.5**	**7,195.6**	**7,129.3**
투자자산	86.9	75.8	84.5	86.5	87.0
금융자산	73.7	60.4	67.3	68.9	69.3
유형자산	6,499.2	6,480.4	6,483.3	6,507.3	6,526.5
무형자산	**61.8**	**54.4**	**49.5**	**42.5**	**36.6**
기타비유동자산	**667.4**	**658.0**	**479.2**	**559.3**	**479.2**
자산총계	**8,362.2**	**8,229.0**	**8,185.4**	**8,309.2**	**8,264.1**
유동부채	**1,688.4**	**1,879.2**	**1,994.4**	**1,977.3**	**1,780.8**
금융부채	982.3	1,309.1	1,320.4	1,290.6	1,090.7
매입채무	503.6	323.5	360.7	369.1	371.4
기타유동부채	202.5	246.6	313.3	317.6	318.7
비유동부채	**4,405.6**	**4,048.4**	**3,729.6**	**3,756.9**	**3,764.2**
금융부채	**3,358.6**	**3,000.4**	**2,561.0**	**2,561.0**	**2,561.0**
기타비유동부채	1,047.0	1,048.0	1,168.6	1,195.9	1,203.2
부채총계	**6,094.0**	**5,927.6**	**5,724.0**	**5,734.2**	**5,545.0**
지배주주지분	**2,267.1**	**2,301.4**	**2,461.4**	**2,575.0**	**2,719.1**
자본금	**57.9**	**57.9**	**57.9**	**57.9**	**57.9**
자본잉여금	113.7	113.7	113.7	113.7	113.7
자본조정	499.5	249.5	249.5	249.5	249.5
기타포괄이익누계액	(3.8)	(2.8)	1.3	1.3	1.3
이익잉여금	1,599.8	1,883.1	2,039.0	2,152.6	2,296.7
비지배주주지분	**1.1**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**2,268.2**	**2,301.4**	**2,461.4**	**2,575.0**	**2,719.1**
순금융부채	4,322.8	4,281.9	3,832.5	3,802.3	3,587.8

투자지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	18,151	29,268	20,036	14,821	16,155
BPS	195,798	198,762	212,580	222,391	234,836
CFPS	58,594	79,423	68,638	60,006	61,212
EBITDAPS	57,294	77,496	67,520	60,790	63,532
SPS	308,350	345,304	332,780	360,412	374,954
DPS	3,879	6,157	5,010	3,710	4,040
주가지표(배)					
PER	2.28	3.29	3.59	4.86	4.46
PBR	0.21	0.49	0.34	0.32	0.31
PCFR	0.71	1.21	1.05	1.20	1.18
EV/EBITDA	7.24	6.02	5.86	6.47	5.90
PSR	0.13	0.28	0.22	0.20	0.19
재무비율(%)					
ROE	9.65	14.84	9.74	6.81	7.07
ROA	2.57	4.09	2.83	2.08	2.26
ROIC	3.72	5.59	4.24	3.48	3.77
부채비율	268.66	257.56	232.55	222.69	203.93
순부채비율	190.58	186.05	155.71	147.66	131.95
이자보상배율(배)	3.35	4.64	3.78	3.05	3.36

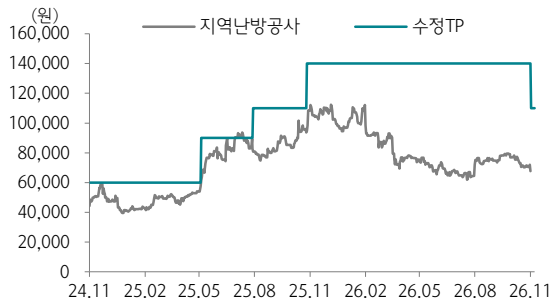
현금흐름표 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**416.7**	**677.3**	**1,245.5**	**578.8**	**580.3**
당기순이익	209.9	338.9	232.0	171.6	187.1
조정	356.2	463.6	451.8	383.0	386.7
감가상각비	335.4	367.7	378.4	382.9	386.8
외환거래손익	0.0	(0.2)	0.2	0.0	0.0
지분법손익	0.1	(2.7)	(0.8)	0.0	0.0
기타	20.7	98.8	74.0	0.1	(0.1)
영업활동자산부채변동	(149.4)	(125.2)	561.7	24.2	6.5
투자활동 현금흐름	**(624.4)**	**(327.6)**	**(425.5)**	**(482.4)**	**(320.6)**
투자자산감소(증가)	6.7	11.1	(8.7)	(2.0)	(0.5)
자본증가(감소)	(648.6)	(331.5)	(374.8)	(400.0)	(400.0)
기타	17.5	(7.2)	(42.0)	(80.4)	79.9
재무활동 현금흐름	**200.4**	**(343.5)**	**(504.7)**	**(87.8)**	**(242.9)**
금융부채증가(감소)	233.2	(31.4)	(428.1)	(29.8)	(199.9)
자본증가(감소)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(13.2)	(249.6)	(5.3)	0.0	0.0
배당지급	(19.6)	(62.5)	(71.3)	(58.0)	(43.0)
현금의 증감	**(7.2)**	**6.2**	**19.6**	**0.0**	**14.5**
Unlevered CFO	678.4	919.6	794.7	694.8	708.8
Free Cash Flow	(232.4)	344.3	869.7	178.8	180.3

자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

지역난방공사



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.11.11	BUY	110,000		
26.11.5	1 년 경과		-	-
25.11.5	BUY	140,000	-40.67%	-19.71%
25.8.8	BUY	110,000	-22.37%	-7.64%
25.5.14	BUY	90,000	-8.49%	4.11%
24.11.1	BUY	60,000	-20.18%	-1.50%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 11월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2026년 11월 11일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	96.82%	3.18%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 11월 08일