2026.11.11

(071320)

지역난방공사

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

시장 컬러에 맞는 배당주로 변화

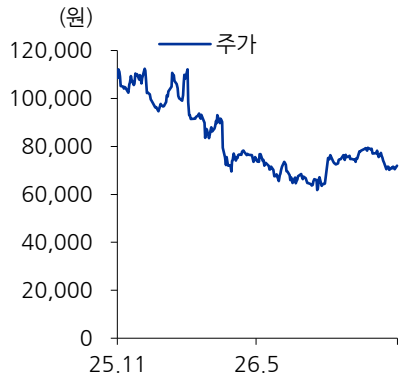
투자의견	BUY(유지)
목표주가	104,000 원(하향)
현재주가	67,700 원(11/10)

- **[투자의견]** 당사는 지역난방공사에 대해 목표주가를 104,000원('27F BPS의 0.5배)으로 하향하며 투자의견 BUY를 유지함. '22~'23년 열사업 부문에서 발생한 초과손실 정산('22년 4천억원, '23년 2천억원)이 조만간 마무리되는 점을 감안하면, 향후에는 투자보수 수준의 실적이 유지될 것으로 판단. 이에 따라 배당수익률 5%(적정투자보수율 수준)를 기준으로 목표주가를 산정. 3Q26 실적은 시장 기대를 하회했으나, 이미 올해 누적 영업이익만으로도 중장기 재무관리계획의 연간 전망을 상회한 상태
- **[3Q26 Review]** 매출액 6,062억원(-20%yoy), 영업이익 -79억원(적전yoy), 당기순이익 -167억원(적전yoy)으로 컨센서스를 크게 하회

  열: 매출액 1,499억원, 영업이익 -209억원(전년동기 382억원 대비 적자전환). 상반기 국제유가 상승분이 시차를 두고 반영되어 LNG단가가 급등했고, 요금 동결되며 열 미수금은 6,650억원(+542억원qoq)으로 확대

  전기: 매출액 4,424억원, 영업이익 143억원(-73%yoy) 기록. 3Q부터 전력시장內 기저발전이 순차 복귀하며 LNG발전의 SMP 가격결정 비중이 급락(가동률 하락)했으며, 전력시장 운영규칙 개정('25.11)에 따라 강제가동 지정 발전소 수가 '22년 18개에서 '26.9월 31개까지 확대된 점이 구조적으로 SMP(판가)를 낮게 유지시킴
- **[4Q26 Preview]** 매출액 1.2조원(+16%yoy), 영업이익 820억원(-35%yoy)으로 전망. 난방 성수기 진입에 따른 판매량 회복으로 열부문 실적 턴어라운드가 예상되나, 동사 정비 증가·시장 강제가동 발전소 확대·열제약 발전에 따른 마진 스프레드 축소가 4Q에도 이어질 가능성 높음

  동사가 '26~'30년 중장기 재무관리계획상 발표한 연간 영업이익 전망은 '26년 2,823억원→'30년 3,387억원. 올해 누적 실적이 이미 연간 계획을 넘어선 상황이나, 회사측이 반영한 보수적 가정(유가·SMP 등)을 고려 시 4Q에 적자가 발생하지는 않을 전망. 다만 중장기적으로는 3천억원 내외의 영업이익이 안정적 실적 체력으로 자리잡을 가능성이 높아, 이익 눈높이 레벨 변화를 반영한 밸류에이션과 배당 중심의 투자가 필요하다고 판단
- 이번 목표주가 하향은 밸류에이션 프리미엄의 축소를 가정한 결과. '25~'26년 열사업 초과손실 회수 국면에서는 추가 이익 반영(연간 1~2천억원)과 ROE 개선 기대가 프리미엄을 뒷받침했음. 이제는 적정투자보수 수준의 영업이익 3천억원 수준에서 실적이 횡보하는 구조로 전환. 그러나 미수금 증가를 제외하고 배당을 결정하는 구조상 분기별 실적 변동성이 배당여력에 미치는 영향은 제한적이라 판단. 당사 추정 동사의 '27년말 미수금은 7천억원(+890억원)이며, 순이익 감소(570억원)를 감안하면 동사의 배당 재원은 1,460억원 감소. 그러나 전년 배당성향이 20%에 그친 점, 공공기관 배당가이던스가 40%인 점을 감안 시, 여전히 배당 매력은 충분하다고 판단



시가총액(십억원)	784
발행주식수(천주)	11,579
52 주 최고	116,700 원
최저	60,400 원
52 주 일간 Beta	0.21
60 일 평균 거래대금	11 억원
외국인 지분율	2.9%
배당수익률(26E)	10.2%
주주구성	
산업통상자원부 (외 3 인)	64.6%
서울특별시 (외 1 인)	10.4%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-12.1	-10.3	-37.6
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	104,000	120,000	▼
영업이익(26E)	428	485	▼
영업이익(27E)	359	373	▼

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	3,998	3,899	3,751
영업이익	530	428	359
세전손익	439	366	314
당기순이익	339	282	241
EPS(원)	29,268	24,369	20,362
증감률(%)	61.2	-16.7	-16.4
PER(배)	3.3	2.8	3.3
ROE(%)	14.8	12.4	10.1
PBR(배)	0.5	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	6.0	6.1	6.4

유진투자증권

설명회 Q&A

Q1. 3분기 정비 비용 및 강제 가동 확대 영향

- 정비 일정 변동에 따른 영향으로 연간 전기 비용 변화는 제한적
- 강제 가동 발전량 3GW 이상 증가, 당사 영향은 상대적으로 제한적
- 수도권 강제 가동 확대에 따른 잔여 수요 감소로 SMP 및 LNG 발전 스프레드 하락

Q2. 4분기 전력 판매량 감소 및 융통 전력 증가 영향

- 3~4분기 정비 일정 분산으로 전년 대비 가동시간 감소, 전력 판매량에 일부 영향 예상
- 융통 전력 증가는 LNG 발전 스프레드 제한 요인으로, 향후에도 영향 지속 전망

Q3. 국제유가 및 LNG 도입가격 하락 시 실적 영향

- 국제유가 변동이 국내 LNG 도입가격에 반영되기까지 약 3~4개월 시차 발생
- 향후 에너지 가격 하락도 시차를 두고 국내 전력시장 및 발전사 원가에 반영될 전망
- 평균·개별요금제 모두 국제유가와 가스 현물가격의 영향을 받음

Q4. CP 및 부가정산금 증가와 4분기 전력 마진 전망

- 전기 판매단가 상승폭은 LNG 단가 상승폭과 유사한 수준
- CP·부가정산금의 특별한 추가 반영은 없으며, 판매량 감소로 단가 내 CP 비중이 확대된 영향
- 전력 스프레드 축소 및 급전 감소 요인은 지속될 전망으로 전력사업 수익성 부진 예상

Q5. 중장기 재무관리계획상 올해 주요 가정치

- 유가 $86/bbl, 환율 1,498원, JKM $15.1/MMBtu, Henry Hub $3.3/MMBtu, SMP 125.5원/kWh

Q6. 지역별 SMP 도입 시 강제 가동 영향

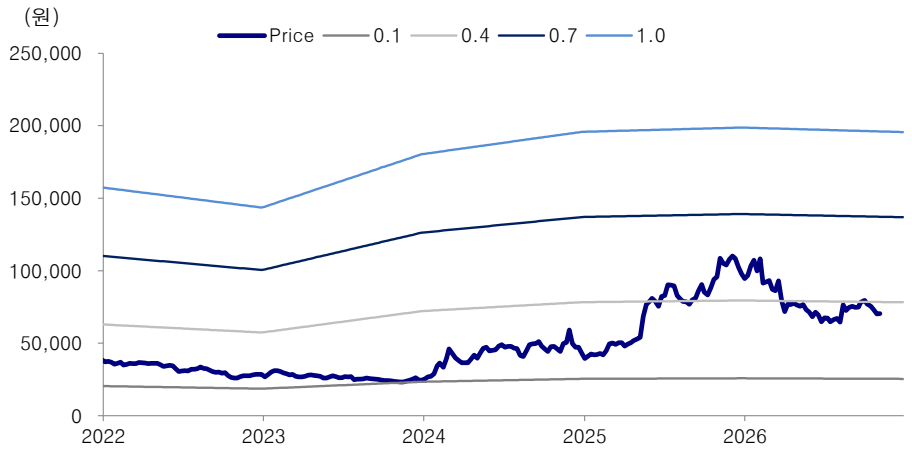
- 구체적인 제도 설계가 아직 공유되지 않아 영향 판단은 어려운 상황

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**	**606**	**1,206**	**3,570**	**3,998**	**3,899**
열	842	252	136	538	829	226	150	524	1,584	1,767	1,729
전기	718	348	594	480	587	404	442	677	1,890	2,138	2,111
냉수	4	6	13	5	4	7	14	5	28	27	29
영업이익	**324**	**(10)**	**89**	**126**	**320**	**33**	**(8)**	**82**	**328**	**530**	**428**
열	160	(33)	38	61	164	(2)	(21)	53	179	227	195
전기	166	27	53	68	158	38	14	33	157	314	243
냉수	(2)	(4)	(2)	(3)	(2)	(3)	(1)	(3)	(9)	(11)	(9)
OPM(%)	**20.5**	**(1.5)**	**11.8**	**12.1**	**22.3**	**5.1**	**(1.3)**	**6.8**	**9.2**	**13.2**	**11.0**
열	19.1	(13.0)	28.1	11.3	19.8	(0.8)	(13.9)	10.1	11.3	12.8	11.3
전기	23.1	7.7	8.9	14.2	26.9	9.4	3.2	4.8	8.3	14.7	11.5
냉수	(62.2)	(60.3)	(12.1)	(71.7)	(46.2)	(46.2)	(9.4)	(71.7)	(31.5)	(39.2)	(32.5)

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	8,199	8,175	8,334
유동자산	1,047	960	1,024	1,009	1,111
현금성자산	18	28	49	52	111
매출채권	991	912	947	929	971
재고자산	26	10	18	18	19
비유동자산	7,315	7,269	7,175	7,166	7,222
투자자산	754	734	716	688	706
유형자산	6,499	6,480	6,413	6,438	6,483
기타	62	54	47	40	34
부채총계	6,094	5,928	5,934	5,754	5,736
유동부채	1,688	1,879	1,875	1,684	1,656
매입채무	591	435	510	501	524
유동성이자부채	982	1,309	1,228	1,046	993
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	2,265	2,421	2,598
지배지분	2,267	2,301	2,265	2,421	2,598
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	1,600	1,883	2,094	2,250	2,426
기타	496	247	(0)	(0)	(0)
비지배지분	1	0	0	0	0
자본총계	2,268	2,301	2,265	2,421	2,598
총차입금	4,341	4,309	4,228	4,046	3,993
순차입금	4,323	4,282	4,179	3,995	3,883

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	3,570	3,998	3,899	3,751	3,845
증가율(%)	(9.7)	12.0	(2.5)	(3.8)	2.5
매출원가	3,137	3,361	3,364	3,282	3,380
매출총이익	433	638	535	469	465
판매 및 일반관리비	105	108	108	110	112
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	328	530	428	359	353
증가율(%)	4.2	61.5	(19.2)	(16.1)	(1.6)
EBITDA	663	897	812	743	739
증가율(%)	5.6	35.3	(9.6)	(8.4)	(0.6)
영업외손익	(67)	(91)	(61)	(45)	(36)
이자수익	8	14	35	41	45
이자비용	98	114	105	95	89
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	22	10	9	9	8
세전순이익	261	439	366	314	318
증가율(%)	12.2	68.4	(16.5)	(14.4)	1.3
법인세비용	51	100	84	73	74
당기순이익	210	339	282	241	244
증가율(%)	5.3	61.5	(16.7)	(14.7)	1.5
지배주주지분	210	339	282	236	234
증가율(%)	5.4	61.2	(16.7)	(16.4)	(0.5)
비지배지분	(0)	0	(0)	5	10
EPS(원)	18,151	29,268	24,369	20,362	20,251
증가율(%)	5.4	61.2	(16.7)	(16.4)	(0.5)
수정EPS(원)	18,151	29,268	24,369	20,362	20,251
증가율(%)	5.4	61.2	(16.7)	(16.4)	(0.5)

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업현금	529	794	481	667	595
당기순이익	210	339	282	241	244
자산상각비	335	368	384	384	386
기타비현금성손익	128	205	(220)	31	(17)
운전자본증감	(149)	(125)	34	10	(19)
매출채권감소(증가)	(25)	69	(35)	18	(42)
재고자산감소(증가)	35	15	(8)	0	(1)
매입채무증가(감소)	(15)	(150)	75	(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)	(262)	(111)
차입금증가	225	(30)	(81)	(182)	(53)
자본증가	(20)	(62)	(71)	(80)	(58)
배당금지급	(20)	(62)	71	80	58
현금 증감	(7)	6	21	3	59
기초현금	14	7	13	35	37
기말현금	7	13	35	37	96
Gross Cash flow	678	920	447	657	614
Gross Investment	774	451	273	392	444
Free Cash Flow	(95)	468	174	265	170

주요투자지표

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS	18,151	29,268	24,369	20,362	20,251
BPS	195,798	198,762	195,657	209,119	224,369
DPS	3,879	6,157	6,900	5,000	5,000
밸류에이션(배,%)					
PER	2.3	3.3	2.8	3.3	3.3
PBR	0.2	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/ EBITDA	7.2	6.0	6.1	6.4	6.3
배당수익율	9.4	6.4	10.2	7.4	7.4
PCR	0.7	1.2	1.8	1.2	1.3
수익성(%)					
영업이익율	9.2	13.2	11.0	9.6	9.2
EBITDA이익율	18.6	22.4	20.8	19.8	19.2
순이익율	5.9	8.5	7.2	6.4	6.3
ROE	9.7	14.8	12.4	10.1	9.3
ROIC	4.1	6.2	5.1	4.3	4.2
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	190.6	186.1	184.5	165.0	149.4
유동비율	62.0	51.1	54.6	59.9	67.1
이자보상배율	3.3	4.6	4.1	3.8	4.0
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	273.3	209.6	212.1
매입채무회전율	6.0	7.8	8.2	7.4	7.5

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 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 제작물로서 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: 12 개월 (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%

(2026.09.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2024-11-12	Strong Buy	78,000	1년	-38.4	-24.2
2025-05-14	Strong Buy	104,000	1년	-19.0	4.4
2025-05-30	Strong Buy	104,000	1년	-17.8	4.4
2025-08-08	Buy	104,000	1년	-17.1	4.4
2025-11-10	Buy	128,000	1년	-18.4	-12.2
2025-11-25	Buy	128,000	1년	-18.7	-12.2
2026-02-11	Buy	120,000	1년	-37.6	-21.9
2026-05-11	Buy	120,000	1년	-40.4	-33.8
2026-08-11	Buy	120,000	1년	-37.5	-33.8
2026-11-11	Buy	104,000	1년		

지역난방공사(071320.KS) 주가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 황성현

