2026.11.11

지역난방공사 (071320)

4분기 LNG/SMP 디커플링 완화로 이익체력 정상화 예상

목표주가 110,000원 하향, 투자의견 매수 유지

동사에 대한 목표주가를 기존 135,000원에서 110,000원으로 하향한다. 26~27년도 평균으로 적용했던 실적 시점을 27년으로 변경했고, 최근 LNG 상승분을 SMP 가격이 온전히 흡수하지 못하는 국내 전력시장 상황을 반영해 적용 멀티플도 기존 대비 20% 할인했다. 목표주가는 27년 BPS 233,535원에 PBR 0.47배 적용으로 산출한 값이다.

필수발전기 지정 확대 및 비수도권 융통전력 확대로 투입단가가 높은 LNG 발전소들이 SMP 산정에 제외되며 지난 9~10월 LNG-SMP 디커플링이 심화됐다. 그러나 카타르 공급차질로 LNG 가격 레벨업이 고착화되는 상황에 국내 스팟 도입량은 늘어나고 있어 향후 SMP는 현 수준 대비 상방압력이 높다. 이는 동사의 높은 이익체력을 지지해주는 요인이 되며 26년 4.5천억원, 27년 3.7천억원의 영업이익은 창출할 것으로 전망한다.

해당 이익 체력에서 24~25년 평균 배당성향 21% 가정하면 26년 DPS 5,000원으로 배당수익률 7.4% 수준이다. 최근처럼 변동성 높은 시장에서 연간 꾸준한 이익에 7% 넘는 배당수익률을 가진 동사는 상대적으로 안정적인 투자처가 될 수 있다.

3Q26 Review: -79억원(적자전환YoY) vs 컨센서스 474억원

3분기 영업손익은 -79억원으로 전년 및 시장 컨센서스 474억원 대비 적자전환했다.

[전력] 이익은 143억원(-73%YoY)에 그쳤다. 전년동기 대비 SMP +14% 상승했음에도 대구/청주/파주 등 주요 발전소 정비로 전력 판매량이 -43% 감소한 영향이 컸다. 또한 SMP 가격이 LNG 상승분을 온전히 흡수하지 못하면서 전력 판매 마진이 축소된 점도 금번 실적 부진의 주요 요인으로 작용했다.

[열] 부문에서 -209억원으로 YoY 적자전환했다. 연료비는 상승했고, 열 판매량 감소로 고정비 부담은 높아진 영향이다.

4분기는 LNG-SMP 디커플링 완화되며 이익 체력 정상화 예상

2분기까지만 하더라도 LNG 강세로 인한 SMP 상한제 실행 가능성을 우려했다. 그러나 LNG 도입단가 강세에도 SMP 상승은 제한적이었고 오히려 9~10월엔 하락 전환했다. 이는 기저발전원 가동률 상향과 필수발전기 지정 확대로 SMP 결정에서 LNG 발전소의 기여도가 낮아졌기 때문이다. 25년 6~7월만 하더라도 SMP 결정의 95~96% 차지했던 LNG 발전소 비중이 26년 6월에는 65%, 7월 78% 등으로 크게 줄었다.

비수도권에서 수도권으로 유입되는 융통전력 확대가 SMP 상승 폭을 일부 상쇄시킬 순 있겠으나, 카타르 공급 차질로 인한 LNG 가격의 구조적 상승세를 고려하면 9~10월과 같은 SMP 디커플링 현상의 지속 가능성은 낮다. 연초 약 10달러/mmbtu 그쳤던 국내 LNG 도입단가는 9월 평균 16달러까지 상승했고, 동절기 수요 증가로 인한 추가 상승 고려하면 이론적으로 SMP는 현 레벨에서 상방압력이 더 높다. 참고로 11월 현재까지 평균 132원으로 10월 대비 +20% 상승했다. 4분기 SMP 130원으로 가정해 영업이익 1,010억원을 예상한다. 연간으로는 26년 4.5천억원, 27년 3.7천억원으로 전망하는데, 해당 실적 기준 현재 주가는 PBR 0.3배 수준에 그친다.

iM증권

Company Brief

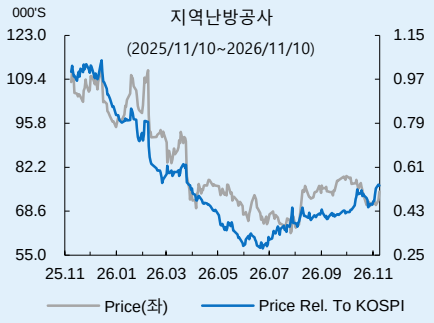
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	110,000원(하향)
종가(2026.11.10)	67,700원
상승여력	62.5 %

Stock Indicator	
자본금	58십억원
발행주식수	1,158만주
시가총액	784십억원
외국인지분율	3.0%
52주 주가	61,800~112,400원
60일평균거래량	14,654주
60일평균거래대금	1.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.1	-9.9	-8.1	-39.7
상대수익률	8.9	7.6	24.9	-67.2

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	3,998	3,834	4,164	4,003
영업이익(십억원)	530	446	373	340
순이익(십억원)	339	274	242	207
EPS(원)	29,268	23,688	20,930	17,902
BPS(원)	198,762	217,778	233,535	246,265
PER(배)	3.3	2.9	3.2	3.8
PBR(배)	0.5	0.3	0.3	0.3
ROE(%)	14.8	11.4	9.3	7.5
배당수익률(%)	6.4	7.4	8.1	8.1
EV/EBITDA(배)	5.9	5.4	5.7	6.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[에너지/정유/화학]
전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

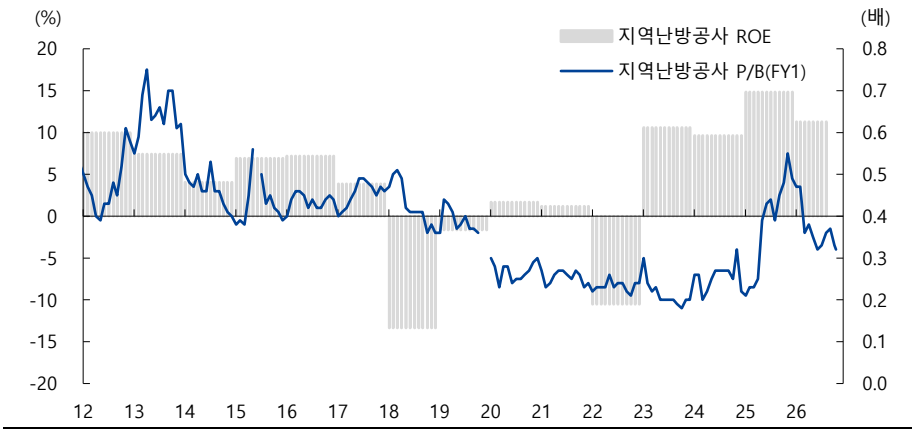
[RA]
장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. 지역난방공사 실적 추이 및 전망

(억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	**15,768**	**6,231**	**7,582**	**10,401**	**14,341**	**6,531**	**6,062**	**11,410**	**39,982**	**38,344**	**41,637**
열	8,416	2,517	1,358	5,376	8,402	2,372	1,499	5,498	17,667	17,771	18,463
전기	7,178	3,475	5,935	4,795	5,891	4,085	4,424	5,717	21,383	20,117	22,306
냉수	37	58	132	46	47	74	139	46	274	306	325
영업이익	**3,238**	**-96**	**894**	**1,260**	**3,200**	**331**	**-79**	**1,010**	**5,296**	**4,462**	**3,728**
열	1,604	-328	382	610	1,642	-17	-209	466	2,268	1,882	1,344
전기	1,657	267	529	682	1,577	378	143	569	3,135	2,667	2,447
냉수	-23	-35	-16	-33	-19	-30	-13	-25	-106	-87	-63
영업이익률(%)	**20.5%**	**-1.5%**	**11.8%**	**12.1%**	**22.3%**	**5.1%**	**-1.3%**	**8.8%**	**13.2%**	**11.6%**	**9.0%**
열	19.1%	-13.0%	28.1%	11.3%	19.5%	-0.7%	-13.9%	8.5%	12.8%	10.6%	7.3%
전기	23.1%	7.7%	8.9%	14.2%	26.8%	9.3%	3.2%	10.0%	14.7%	13.3%	11.0%
냉수	-60.2%	-60.1%	-12.1%	-71.7%	-40.4%	-40.5%	-9.4%	-54.7%	-38.9%	-28.5%	-19.5%

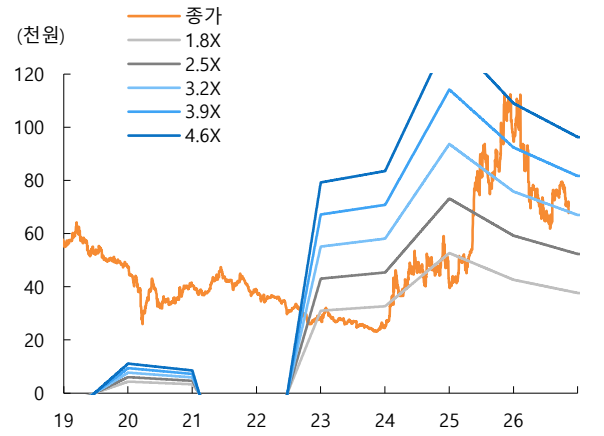
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 지역난방공사 ROE-PBR 밸류에이션 추이



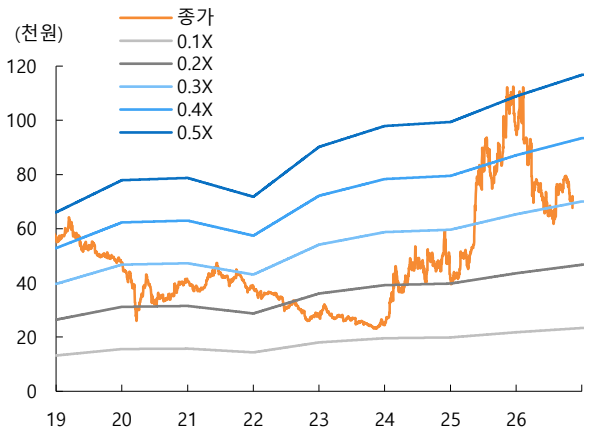
자료: iM증권 리서치본부

그림2. 지역난방공사 12M Forward PER 추이



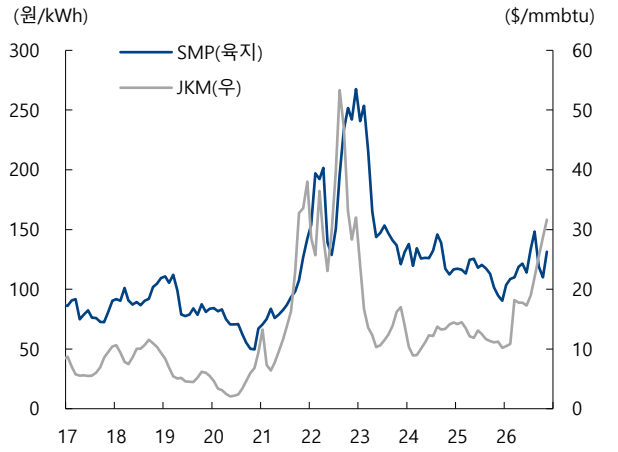
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 지역난방공사 12M Forward PBR 추이



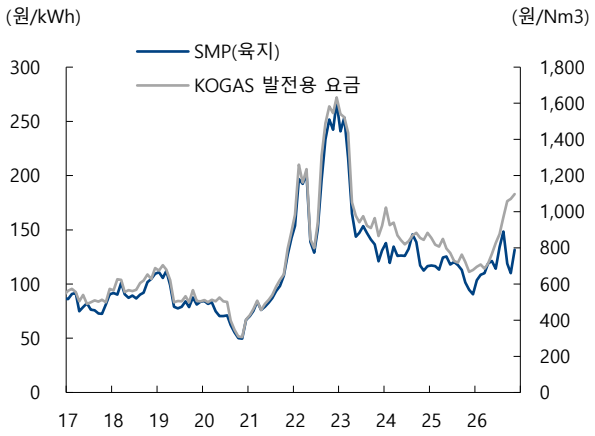
자료: iM증권 리서치본부

그림4. SMP 및 JKM 가격 추이



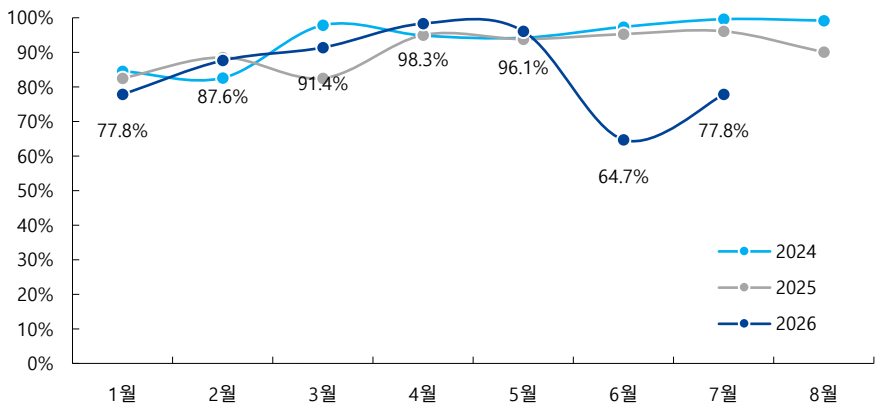
자료: EPSIS, Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5. SMP 및 KOGAS 발전용 요금 추이



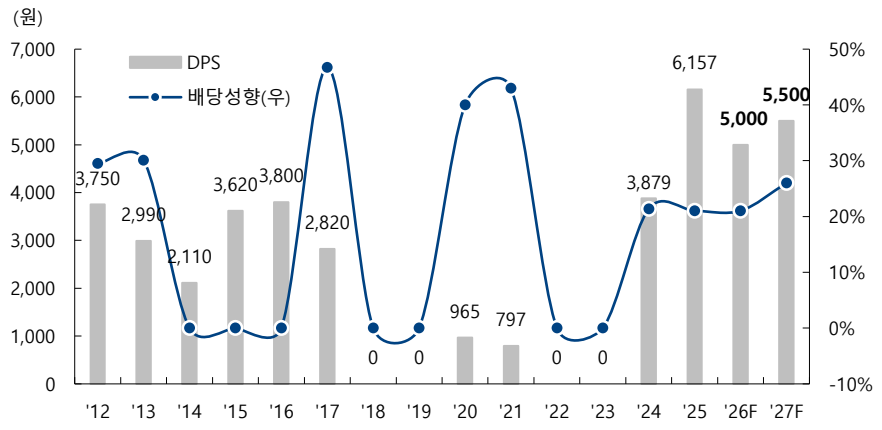
자료: EPSIS, 한국가스공사, iM증권 리서치본부

그림6. LNG 발전소의 SMP 결정 비율 추이



자료: EPSIS, iM증권 리서치본부

그림7. 지역난방공사 DPS, 배당성향 추이 및 전망



자료: iM증권 리서치본부
주: 26~27년 DPS 및 배당성향은 당사 추정치 기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	960	1,031	1,302	1,236
현금 및 현금성자산	13	95	261	231
단기금융자산	14	13	13	13
매출채권	1,400	1,162	1,308	1,340
재고자산	10	32	40	35
비유동자산	7,269	7,053	7,042	7,087
유형자산	6,480	6,420	6,372	6,342
무형자산	54	46	40	34
자산총계	8,229	8,085	8,344	8,323
유동부채	1,879	1,617	1,793	1,705
매입채무	323	383	575	471
단기차입금	440	290	260	260
유동성장기부채	861	689	689	689
비유동부채	4,048	3,946	3,847	3,767
사채	2,887	2,837	2,787	2,707
장기차입금	8	8	8	8
부채총계	5,928	5,563	5,640	5,472
지배주주지분	2,301	2,522	2,704	2,851
자본금	58	58	58	58
자본잉여금	114	114	114	114
이익잉여금	1,883	2,100	2,278	2,422
기타자본항목	-3	1	5	8
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	2,301	2,522	2,704	2,851

포괄손익계산서

(십억원,%)	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	3,998	3,834	4,164	4,003
증가율(%)	12.0	-4.1	8.6	-3.9
매출원가	3,361	3,278	3,659	3,541
매출총이익	638	556	505	462
판매비와관리비	108	110	132	123
연구개발비	7	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	530	446	373	340
증가율(%)	61.5	-15.7	-16.5	-8.9
영업이익률(%)	13.2	11.6	9.0	8.5
이자수익	14	3	10	7
이자비용	114	104	89	91
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	7	7	7	5
세전계속사업이익	439	353	302	263
법인세비용	100	79	59	55
세전계속이익률(%)	11.0	9.2	7.2	6.6
당기순이익	339	274	242	207
순이익률(%)	8.5	7.2	5.8	5.2
지배주주귀속 순이익	339	274	242	207
기타포괄이익	4	4	4	4
총포괄이익	343	278	246	211
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	677	677	646	500
당기순이익	339	274	242	207
유형자산감가상각비	359	376	362	350
무형자산상각비	9	8	7	6
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-328	-309	-314	-329
유형자산의 처분(취득)	-332	-315	-315	-320
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
금융상품의 증감	11	5	1	-9
재무활동 현금흐름	-344	-703	-397	-403
단기금융부채의증감	-534	-322	-30	-
장기금융부채의증감	512	-50	-50	-80
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-1	-1	-1	-1
현금및현금성자산의증감	6	82	166	-29
기초현금및현금성자산	7	13	95	261
기말현금및현금성자산	13	95	261	231

주요투자지표

	2025	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)				
EPS	29,268	23,688	20,930	17,902
BPS	198,762	217,778	233,535	246,265
CFPS	61,023	56,827	52,823	48,619
DPS	6,157	5,000	5,500	5,500
Valuation(배)				
PER	3.3	2.9	3.2	3.8
PBR	0.5	0.3	0.3	0.3
PCR	1.6	1.2	1.3	1.4
EV/EBITDA	5.9	5.4	5.7	6.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	14.8	11.4	9.3	7.5
EBITDA이익률	22.4	21.6	17.8	17.4
부채비율	257.6	220.6	208.6	191.9
순부채비율	181.1	147.3	128.3	119.9
매출채권회전율(x)	2.8	3.0	3.4	3.0
재고자산회전율(x)	220.2	178.9	114.8	106.9

자료 : 지역난방공사, iM증권 리서치본부

지역난방공사 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-09-17	Buy	110,000	-16.7%	-1.3%
2025-11-10	Buy	156,000	-33.1%	-27.9%
2026-02-11	Buy	135,000	-44.5%	-30.6%
2026-11-11	Buy	110,000		



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 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	8%	-