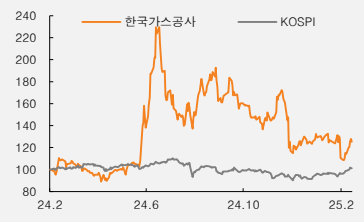


투자 의견(유지)	중립
목표주가(하향)	▼ 38,000원
현재주가(25/2/21)	34,650원
상승여력	9.7%

영업이익(24F,십억원)	3,003
Consensus 영업이익(24F,십억원)	2,447
EPS 성장률(24F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(24F,%)	68.2
P/E(24F,x)	2.8
MKT P/E(24F,x)	11.4
KOSPI	2,654.58
시가총액(십억원)	3,199
발행주식수(백만주)	92
유동주식비율(%)	46.7
외국인 보유비중(%)	9.8
베타(12M) 일간수익률	1.92
52주 최저가(원)	24,650
52주 최고가(원)	63,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-4.9	-26.1	15.5
상대주가	-9.8	-24.8	15.4



[운송플랫폼/에너지]

류제현

jay.ryu@miraeasset.com

한국가스공사

여전히 미수금 감소 여부에 집중해야할 때

2025년 및 4Q24 실적 Review: 숫자 자체는 호실적

2024년 한국가스공사의 매출액은 38조 3,887억원(-13.8% YoY)을 기록했다. 발전용 중심의 판매 물량 감소(-45만톤) 및 판가 하락(-2.98원/MJ)이 모두 나타났다. 영업이익은 1조 4,500억원(93% YoY) 증가한 3조 34억원을 기록했다. 취약계층 가스요금 경감손실 감소(4,198억원), 입찰 담합 승소금(1,588억원) 등 공급비용 정산금액 감소(4,249억원), 용도별 원료비 손실 감소(2,533억원)이 주효했다. 해외 부문에서도 호주 모잠비크 가스전 등을 중심으로 실적 호조가 나타났다.

4Q24만으로는 매출액 9조 9,790억원(-5.9% YoY), 영업이익 1조 1,763억원(+122% YoY)으로 실적이 상대적으로 더 호조를 보였다. 공급 정산금액 감소분의 회계적 반영이 대부분 4Q24에 나타났고 해외 실적도 상대적으로 좋았다.

여전히 미수금에 집중해야 할 때: 추가 요금 인상이 필요

실적 호조에도 불구하고 동사의 미수금은 여전히 의미 있게 감소하고 있지 않다. 민수/도시가스용 미수금은 14조 476억원으로 증가했다. 전년 동기비 1조 366억원, 전 분기비 1,593억원 증가했다. 24년 8월부터 민수용 가스요금을 인상(8월 기준 원료비승인 요금 17.7원/MJ)하면서 미수금 추가 상승세는 안정세이나 감소세로는 전환되지 않고 있는 모습이다.

연결기준 부채비율은 -50%pt YoY 감소했으나 별도기준 차입금은 39.1조원으로 소폭(0.2%) 증가했다. 3Q24(35.7조) 대비 의미있게 높아진 상황이다. 요금 인상에도 이어 최근의 도입단가 하락으로 원료비는 어느정도 회수 가능하다. 하지만, 미수금에 따른 금융비용(연간 약 6,000억원) 회수는 요원하다. 추가적인 요금 인상(약 1원/MJ 이상)이 필요하다.

목표주가 38,000원으로 하향하나 중립 의견 유지

한국가스공사에 대한 목표주가를 38,000원(기존 48,000원)으로 하향하며 중립 의견을 유지한다. 목표주가 산출에는 EV/EBITDA 9배를 적용했다(글로벌 가스 유틸리티 Peer 평균). 2024년 2,500원의 배당을 전망하나 최근 미수금 회수가 지연되고 있어 실제 규모는 불투명하다. 동해 가스전 모멘텀이 소멸되고 있는 가운데, 최근 미국 LNG 수입에 따른 기대감이 일부 반영되고 있다. 하지만 이 역시 동해 가스전과 마찬가지로 비교적 실적 모멘텀으로 보이지는 않으며, 여전히 미수금 감소가 가장 중요한 요소로 판단된다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	51,724	44,556	38,389	39,798	40,696
영업이익 (십억원)	2,463	1,553	3,003	2,887	2,835
영업이익률 (%)	4.8	3.5	7.8	7.3	7.0
순이익 (십억원)	1,493	-761	1,147	1,204	1,459
EPS (원)	16,174	-8,246	12,422	13,039	15,801
ROE (%)	15.7	-7.7	11.2	10.5	11.6
P/E (배)	2.2	-	2.8	2.7	2.2
P/B (배)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	7.2	7.2	7.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 4Q24 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q23	3Q24	4Q24P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	10,609	8,109	9,979	10,954	10,566	-5.9	23.1
영업이익	530	440	1,176	586	634	122.1	167.5
영업이익률 (%)	5.0	5.4	11.8	5.4	6.0	6.8	6.4
세전이익	-775	192	618	217	144	흑전	222.5
순이익	-660	155	332	195	104	흑전	114.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한국가스공사, WiseFn, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	24F	25F	24P	25F	24P	25F	
매출액	39,405	39,889	38,389	39,798	-2.6	-0.2	판매량, 단가
영업이익	2,383	2,592	3,003	2,887	26.0	11.4	단가 전망 상향
세전이익	1,194	1,284	1,638	1,563	37.1	21.7	지분법, 이자비용 및 기타손익
순이익	987	1,039	1,147	1,204	16.2	15.8	법인세율 조정
EPS (원)	10,693	11,259	12,422	13,039	16.2	15.8	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024P	2025F	2026F
매출액	12,811	7,490	8,109	9,979	12,520	8,213	8,713	10,352	38,389	39,798	40,696
영업이익	922	466	440	1,176	1,136	730.1	437	584	3,003	2,887	2,835
도입부문	802	401	339	1,080	1,044	636	347	488	2,622	2,515	2,464
E&P	119	65	101	96	91	94	90	97	382	372	372
세전이익	632	196	192	618	829	386	102	247	1,638	1,563	1,903
순이익(지배)	406	253	155	332	619	326	75	184	1,147	1,204	1,459
영업이익률(%)	7.2	6.2	5.4	11.8	9.1	8.9	5.0	5.6	7.8	7.3	7.0
세전순이익률(%)	4.9	2.6	2.4	6.2	6.6	4.7	1.2	2.4	4.3	3.9	4.7
순이익률(지배, %)	3.2	3.4	1.9	3.3	5.0	4.0	0.9	1.8	3.0	3.0	3.6
가스 판매 증감률(%)	-2.6	1.9	6.0	-7.1	-3.3	-1.8	-1.2	-1.2	-1.3	-2.0	1.3
평균환율	1,330	1,370	1,356	1,399	1,450	1,450	1,450	1,450	1,364	1,450	1,414
판매단가(천원/톤)	1,071	1,012	1,053	1,064	1,050	1,044	1,067	1,061	1,054	1,055	1,046

주1: E&P 부문 내 모잠비크 가스전 실적은 제외

주2: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. Valuaton: Sum of the Parts

(십억원)

항목	12FWD 비교
EBITDA	4,912
EV/EBITDA	9 가스 유틸리티 평균
영업가치	42,244
순차입금	38,703
주주가치	3,541
주식수(천주)	92,313
목표주가(원)	38,000 적정주가 38,360원에서 반내림
현재주가(원)	34,650 2/21 증가
과리율(%)	9.67
Target PBR(배)	0.3
Target PER(배)	2.9

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 글로벌 가스 유틸리티 Peer Valuation

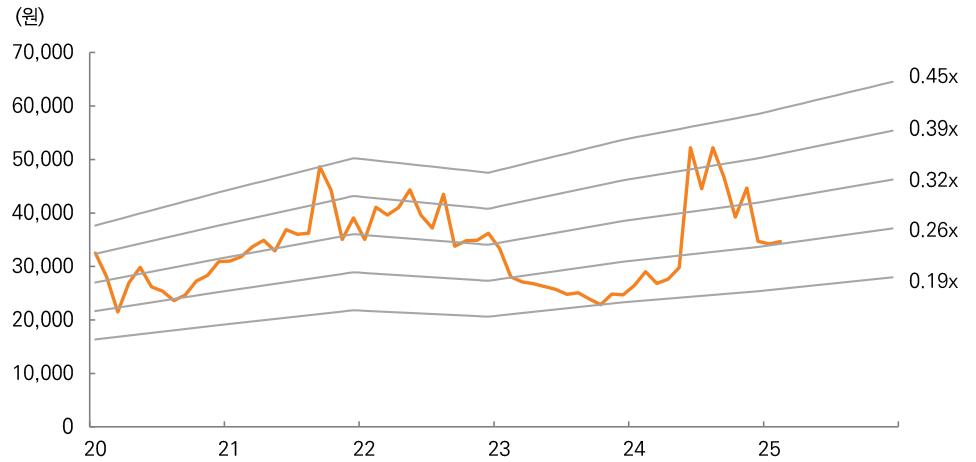
(십억원, %, 배)

회사명	시가총액	매출액		영업이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
한국가스공사	3,199	38,927	37,845	2,417	2,294	9.7	8.3	3.1	3.2	0.3	0.3	9.0	9.2
도쿄가스	17,632	25,663	25,941	1,215	1,572	5.1	6.5	21.3	15.2	1.1	1.0	7.3	6.7
오사카가스	12,459	19,243	19,228	1,264	1,238	7.6	7.0	10.7	10.8	0.8	0.8	7.8	7.4
도호 가스	3,987	6,002	6,035	265	243	5.5	4.1	15.6	16.4	0.8	0.8	8.5	9.0
신아오가스	11,264	23,055	24,117	1,973	2,134	15.1	15.1	8.5	7.8	1.2	1.1	6.0	5.6
선전시 연기집단	3,776	6,400	6,841	372	434	10.7	10.3	11.1	9.7	1.2	1.1	7.2	5.8
홍콩중화 매기	21,106	10,764	11,124	1,655	1,733	10.4	11.0	18.3	17.4	1.9	1.9	14.2	13.5
중국 가스 홀딩스	6,745	15,285	15,693	1,305	1,395	7.0	7.4	9.3	8.4	0.7	0.6	9.3	8.8
화룬 가스 그룹	11,671	19,419	20,326	1,822	1,927	12.3	12.4	11.2	10.4	1.4	1.3	7.5	7.1
가일 인디아	17,497	22,700	23,026	2,006	2,207	14.6	13.7	10.0	10.1	1.3	1.2	8.4	7.5
페트로나스 가스	11,213	2,062	2,091	776	791	13.6	13.6	18.3	17.9	2.5	2.4	9.7	9.6
아시아 평균	10,944	17,229	17,479	1,370	1,452	10.1	9.9	12.5	11.6	1.2	1.1	8.6	8.2
APA 그룹	7,939	2,973	3,087	912	1,023	7.6	11.9	40.5	31.3	3.2	3.7	10.5	9.8
UGI	10,004	10,992	11,880	1,682	1,780	12.3	12.2	10.9	10.6	-	-	8.1	7.7
내셔널 퓨얼 가스	9,432	3,598	3,891	1,306	1,570	20.3	20.8	10.6	9.1	2.2	1.8	6.7	6.1
애트모스 에너지	33,550	6,756	7,433	2,263	2,579	8.5	8.3	20.4	18.9	1.7	1.6	13.4	11.9
도미니언 에너지	67,369	23,298	24,245	7,167	7,840	10.2	10.5	16.4	15.5	1.7	1.6	11.7	10.8
뤼비	4,075	10,078	10,478	767	798	12.5	11.7	7.8	8.1	1.0	0.9	6.5	6.2
에나가스	4,847	1,359	1,295	637	562	0.8	10.3	25.0	12.6	1.2	1.2	7.9	8.6
스남	22,459	6,187	6,493	2,603	2,702	15.4	15.6	12.0	11.4	1.8	1.7	11.2	10.6
글로벌 평균	15,169	11,068	11,502	1,699	1,834	11.0	11.7	15.2	13.3	1.6	1.5	9.1	8.6

주: 2월 21일 증가 기준

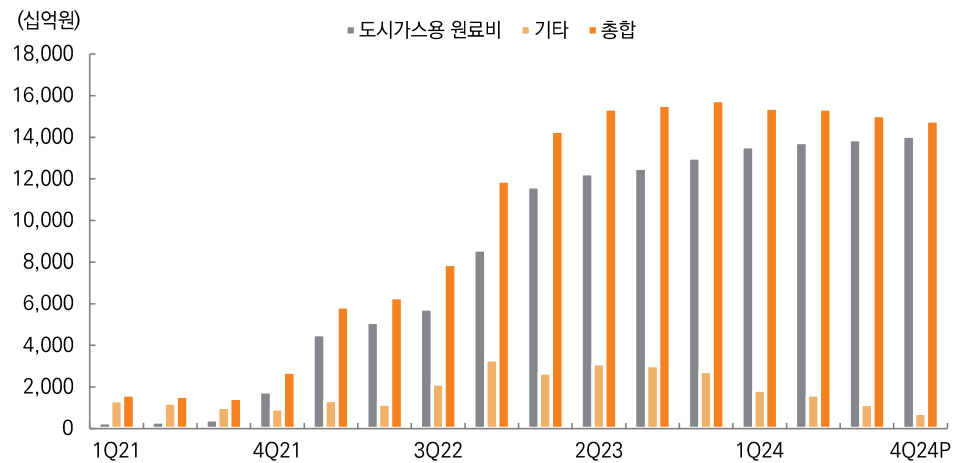
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 12M FWD PBR 밴드



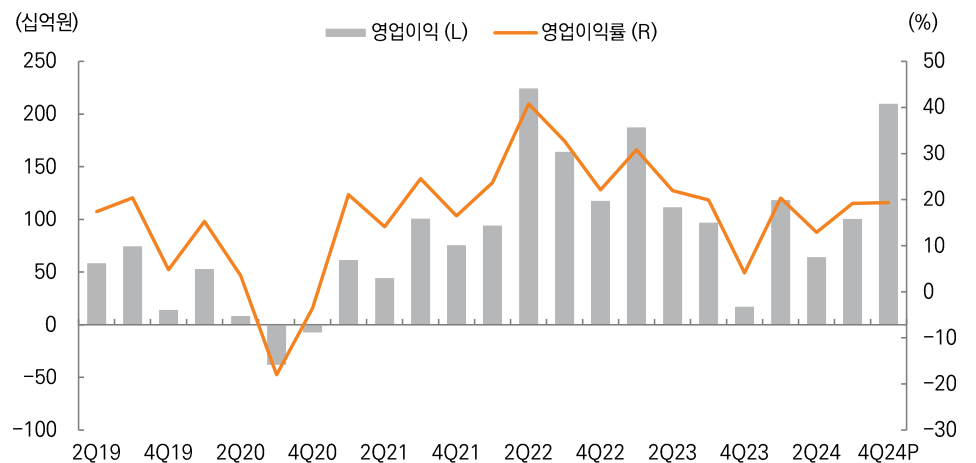
자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 한국가스공사 미수금 추이



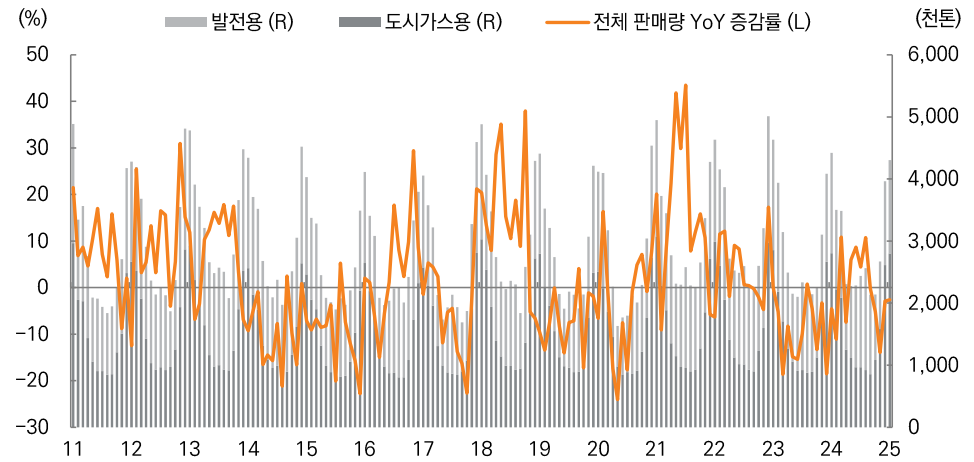
자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 한국가스공사 5대 해외 자원개발 영업이익 및 영업이익률 추이



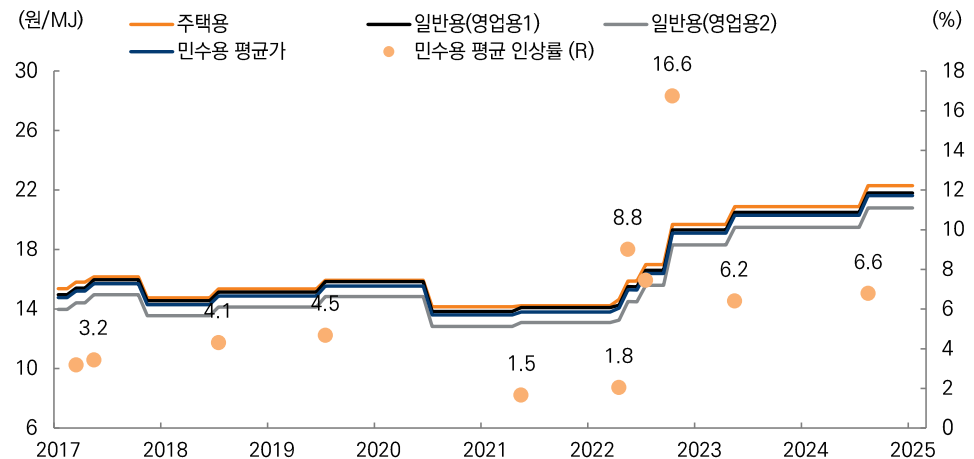
자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 한국가스공사 가스 판매량 추이



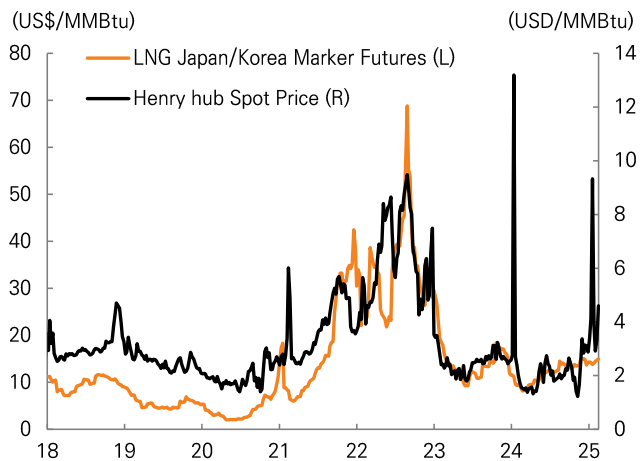
자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 민수용 도시가스 요금 도매가 변동 추이



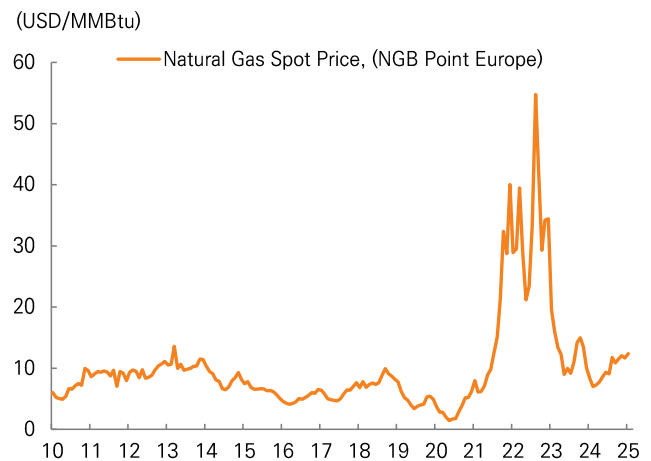
주1: 서울시 소매요금 기준, 원료비 인상분 및 도매공급비 인상으로 단위당 기준가 수정시 가장 최근 공시에 기준함
자료: 산업통상자원부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. Henry hub vs. 아시아 LNG 가격



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 천연가스 유럽 현물 가격



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

한국가스공사 (036460)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	44,556	38,389	39,798	40,696
매출원가	42,599	34,976	36,392	37,332
매출총이익	1,957	3,413	3,406	3,364
판매비와관리비	404	409	520	529
조정영업이익	1,553	3,003	2,887	2,835
영업이익	1,553	3,003	2,887	2,835
비영업손익	-2,415	-1,365	-1,324	-932
금융손익	-1,561	-1,389	-1,291	-933
관계기업등 투자손익	105	137	0	0
세전계속사업손익	-862	1,638	1,563	1,903
계속사업법인세비용	-114	489	354	438
계속사업이익	-747	1,149	1,208	1,464
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-747	1,149	1,208	1,464
지배주주	-761	1,147	1,204	1,459
비지배주주	14	2	5	6
총포괄이익	-537	1,174	1,208	1,464
지배주주	-553	1,186	1,207	1,462
비지배주주	16	-12	2	2
EBITDA	3,441	4,994	4,912	4,813
FCF	4,554	-116	2,173	1,794
EBITDA 마진율 (%)	7.7	13.0	12.3	11.8
영업이익률 (%)	3.5	7.8	7.3	7.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.7	3.0	3.0	3.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	17,430	17,066	17,699	17,789
현금 및 현금성자산	781	847	873	882
매출채권 및 기타채권	7,032	7,308	7,582	7,618
재고자산	5,043	4,605	4,777	4,800
기타유동자산	4,574	4,306	4,467	4,489
비유동자산	39,824	40,413	40,306	40,231
관계기업투자등	1,840	1,725	1,617	1,516
유형자산	22,352	23,034	22,609	22,232
무형자산	1,553	1,644	2,044	2,444
자산총계	57,255	57,479	58,005	58,020
유동부채	22,566	19,506	18,962	17,720
매입채무 및 기타채무	3,497	2,317	3,397	3,413
단기금융부채	18,264	16,431	14,780	13,518
기타유동부채	805	758	785	789
비유동부채	24,862	26,979	27,059	27,069
장기금융부채	22,599	24,850	24,850	24,850
기타비유동부채	2,263	2,129	2,209	2,219
부채총계	47,429	46,485	46,021	44,790
지배주주지분	9,627	10,931	11,917	13,157
자본금	462	462	462	462
자본잉여금	2,018	2,073	2,073	2,073
이익잉여금	6,679	7,818	8,804	10,044
비지배주주지분	199	63	67	73
자본총계	9,826	10,994	11,984	13,230

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	5,886	2,244	3,773	3,394
당기순이익	-747	1,149	1,208	1,464
비현금수익비용가감	4,519	4,244	3,554	3,278
유형자산감가상각비	1,887	1,991	2,025	1,977
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	2,632	2,253	1,529	1,301
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	3,581	-1,445	583	-50
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	4,756	-348	-257	-34
재고자산 감소(증가)	2,633	447	-172	-23
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	453	-1,243	1,063	14
법인세납부	-81	-324	-354	-438
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,334	-2,790	-1,981	-2,004
유형자산처분(취득)	-1,329	-2,357	-1,600	-1,600
무형자산감소(증가)	-34	-152	-400	-400
장단기금융자산의 감소(증가)	75	47	-28	-4
기타투자활동	-46	-328	47	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-4,587	405	-1,874	-1,483
장단기금융부채의 증가(감소)	-4,799	418	-1,652	-1,262
자본의 증가(감소)	0	55	0	0
배당금의 지급	-8	-26	-218	-218
기타재무활동	220	-42	-4	-3
현금의 증가	-33	66	26	9
기초현금	813	781	847	873
기말현금	781	847	873	882

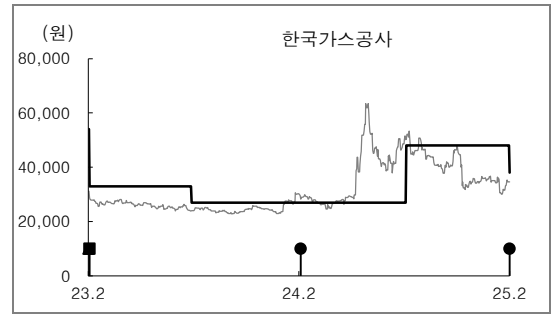
자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	2.8	2.7	2.2
P/CF (x)	0.6	0.6	0.7	0.7
P/B (x)	0.2	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA (x)	12.4	8.7	8.5	8.5
EPS (원)	-8,246	12,422	13,039	15,801
CFPS (원)	40,855	58,420	51,586	51,375
BPS (원)	105,937	119,699	130,375	143,812
DPS (원)	0	2,500	2,500	2,500
배당성향 (%)	0.0	19.0	18.1	14.9
배당수익률 (%)	0.0	7.2	7.5	7.5
매출액증가율 (%)	-13.9	-13.8	3.7	2.3
EBITDA증가율 (%)	-18.4	45.2	-1.6	-2.0
조정영업이익증가율 (%)	-36.9	93.3	-3.9	-1.8
EPS증가율 (%)	적전	흑전	5.0	21.2
매출채권 회전율 (회)	5.0	5.7	5.7	5.7
재고자산 회전율 (회)	7.0	8.0	8.5	8.5
매입채무 회전율 (회)	14.7	14.1	15.2	12.7
ROA (%)	-1.2	2.0	2.1	2.5
ROE (%)	-7.7	11.2	10.5	11.6
ROIC (%)	2.6	4.1	4.6	4.4
부채비율 (%)	482.7	422.8	384.0	338.5
유동비율 (%)	77.2	87.5	93.3	100.4
순차입금/자기자본 (%)	407.4	367.3	322.9	282.9
조정영업이익/금융비용 (x)	0.9	2.1	2.2	2.9

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한국가스공사 (036460)				
2025.02.24	중립	38,000	-	-
2024.08.29	중립	48,000	-17.46	11.04
2024.02.28	중립	27,000	13.43	135.19
2023.08.23	Trading Buy	27,000	-8.17	13.33
2023.02.27	Trading Buy	33,000	-20.79	-14.85
2022.11.09	1년 경과 이후		-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.