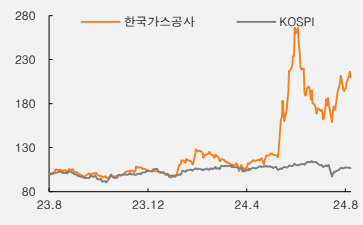


투자 의견(유지)	<b>중립</b>
목표주가(상향)	<b>▲ 48,000원</b>
현재주가(24/8/28)	50,100원
상승여력	-4.2%

영업이익(24F,십억원)	2,383
Consensus 영업이익(24F,십억원)	2,285
EPS 성장률(24F,%)	-
MKT EPS 성장률(24F,%)	87.4
P/E(24F,x)	4.7
MKT P/E(24F,x)	10.3
KOSPI	2,689.83
시가총액(십억원)	4,625
발행주식수(백만주)	92
유동주식비율(%)	44.0
외국인 보유비중(%)	7.1
베타(12M) 일간수익률	1.73
52주 최저가(원)	22,800
52주 최고가(원)	63,500
(%)	1M 6M 12M
절대주가	28.6 77.3 105.3
상대주가	30.6 74.9 94.2



[운송플랫폼/에너지]

류제현  
jay.ryu@miraeasset.com

# 한국가스공사

## 가스전 보다는 미수금 감소 여부에 주목

### 2Q24 Review 및 하반기 전망

2Q24 동사의 영업이익은 4,657억원으로 시장 기대치(2,563억원)를 상회했다. 자원 개발 부문의 영업이익은 649억원으로 전년 동기 대비 -42% YoY 감소하였다. 한국가스공사는 언론을 통해 8월부터 민수용 가스요금 인상(6.8%)을 발표하였다. 이로써 동사의 현금흐름은 3Q24부터 서서히 안정을 찾을 전망이다. 하지만, 본격적인 미수금 하락으로 이어질지는 아직 미지수이다. 현금흐름의 추가 악화가 없다면 배당 재개 가능성은 높아질 전망이다. 정부 주도의 주주가치 개선 정책이 지속되고 있기 때문이다.

### 동해 가스전보다 미수금 감소 모멘텀이 필요

2024년 동사의 주가는 동해 자원개발 모멘텀으로 60,000원을 돌파하기도 했다. 2018년 이후 최고 수준이다. 하지만, 동해 자원 개발에 대한 수혜를 기대하기에는 아직 충족해야 할 조건이 많다. 상업 생산 가능성을 논하려면 추가 탐사가 필요할 뿐 아니라, 수익성이 크지 않은 규제사업(국내 공급) 외에 비규제 사업(해외수출)에 대한 구체적인 계획 역시 수립될 필요가 있다.

무엇보다 실제 대규모 자원 개발 사업에 참여하기 위해서는 탄탄한 자금력을 바탕으로 투자 여력이 존재해야 한다. 이를 위해서 선결해야 할 조건 역시 현재 총 15.4조원에 달하는 미수금 회수이다. 부채비율 역시 423%로 여전히 높은 수준을 유지하고 있다.

### 목표주가 48,000원으로 상향하나 중립 의견 유지

한국가스공사에 대한 목표주가를 48,000원(기존 27,000원)으로 상향하며 중립 의견을 유지한다. 목표주가는 EV/EBITDA 9배(글로벌 가스 유틸리티 PEER 평균)와 모잠비크 가스전 가치를 감안해 도출하였다. 목표주가 상향은 가스가격 인상에 따른 EBITDA 전망치 상향, 산정 전망 연도 변경(24년 → 12M FWD)에 기인한다. 2024년 2,500원의 배당을 전망하며, 배당 수익률은 약 5% 수준이다.

동사의 PBR은 현재 0.4배로 3년래 최고치이다. 높은 미수금과 그에 따른 재무 부담을 감안할 때 자원 개발 모멘텀이 상당부분 반영되었기 때문이다. 미수금 감소 등 현금흐름 개선이 현실화되지 않은 상황에서는 부담스러운 수준이다. 자원 개발 모멘텀 지속 여부는 동해 가스전 탐사 시추 결과 및 사업 구조를 확인한 이후 분명해질 전망이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	51,724	44,556	39,405	39,889	40,414
영업이익 (십억원)	2,463	1,553	2,383	2,592	2,566
영업이익률 (%)	4.8	3.5	6.0	6.5	6.3
순이익 (십억원)	1,493	-761	987	1,039	1,408
EPS (원)	16,174	-8,246	10,693	11,259	15,253
ROE (%)	15.7	-7.7	9.6	9.2	11.5
P/E (배)	2.2	-	4.7	4.4	3.3
P/B (배)	0.3	0.2	0.4	0.4	0.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	5.0	5.0	5.0

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

표 1. 2Q24 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	2Q23	1Q24	2Q24P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	8,128	12,811	7,490	8,128	7,629	-7.8	-41.5
영업이익	205	922	466	205	256	127.1	-49.5
영업이익률 (%)	2.5	7.2	6.2	2.5	3.4	3.7	-1.0
세전이익	-117	632	196	-117	-68	흑전	-68.9
순이익	-68	406	253	-68	-33	흑전	-37.8

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	24F	25F	24F	25F	
매출액	38,197	36,558	39,405	39,889	3.2	9.1	판매량, 단가
영업이익	2,313	2,383	2,383	2,592	3.1	8.8	단가 전망 상향
세전이익	1,081	1,156	1,194	1,284	10.5	11.1	지분법 및 이자비용 및 기타손익
순이익	796	864	987	1,039	24.0	20.3	법인세율 조정
EPS (원)	8,625	9,359	10,693	11,259	24.0	20.3	

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

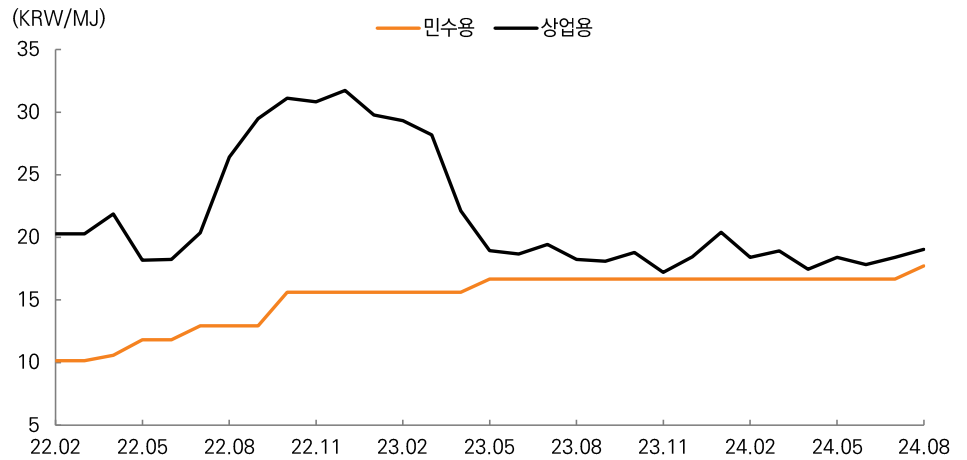
표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	17,930	8,128	7,889	10,609	12,811	7,490	8,151	10,954	44,556	39,405	39,889
영업이익	588	205	230	530	922	466	410	586	1,553	2,383	2,592
도입부문	391	91	213	432	789	401	320	490	1,126	2,013	2,220
E&P	198	115	18	98	133	65	89	97	427	370	372
세전이익	237	-117	-207	-761	632	196	149	217	-862	1,194	1,284
순이익(지배)	133	-68	-167	-648	406	253	133	195	-761	987	1,039
영업이익률(%)	3.3	2.5	2.9	5.0	7.2	6.2	5.0	5.4	3.5	6.0	6.5
세전순이익률(%)	1.3	-1.4	-2.6	-7.2	4.9	2.6	1.8	2.0	-1.9	3.0	3.2
순이익률(지배, %)	0.8	-0.8	-2.1	-6.1	3.2	3.4	1.6	1.8	-1.7	2.5	2.6
가스 판매 증감률(%)	-7.9	-12.7	-5.6	-12.7	-2.6	1.9	1.1	-0.9	-9.8	-0.6	-1.4
평균환율	1,275	1,314	1,315	1,319	1,330	1,370	1,320	1,320	1,306	1,335	1,320
판매단가(천원/톤)	1,492	1,105	1,083	1,056	1,071	1,012	1,017	1,053	1,218	1,044	1,043

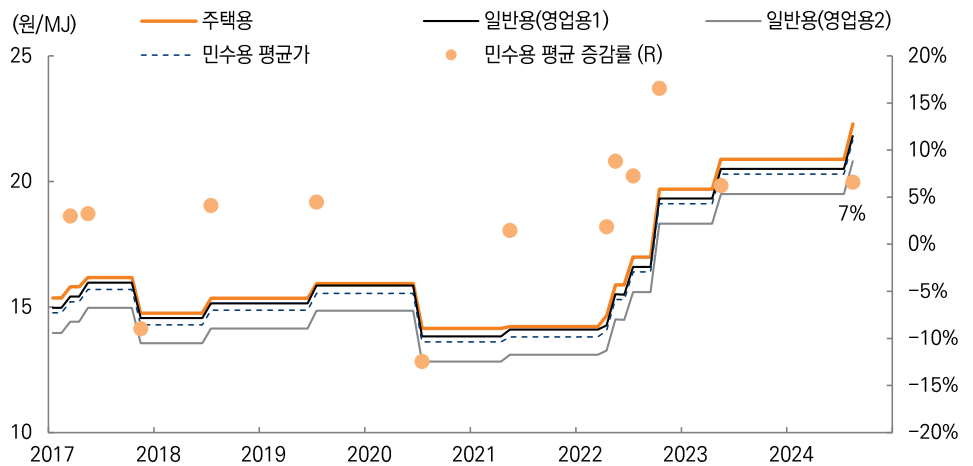
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 도시가스용 원료비 추이



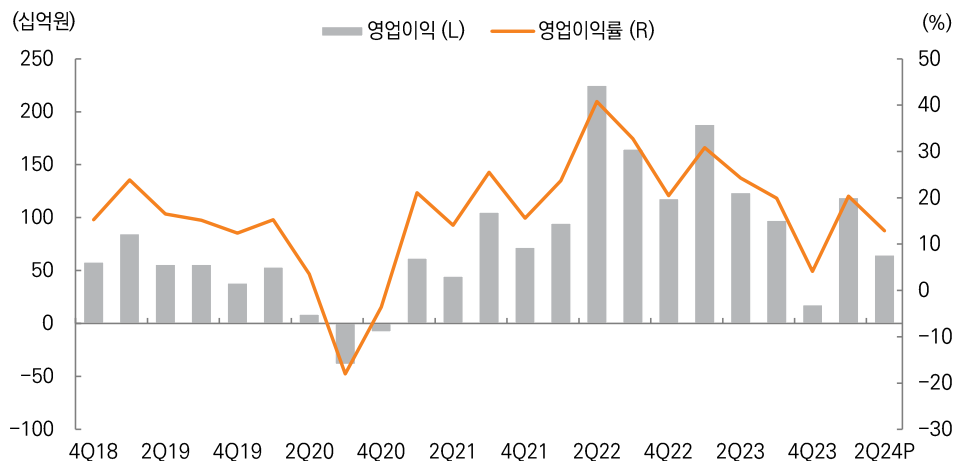
자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 민수용 도시가스 요금 도매가 변동 추이



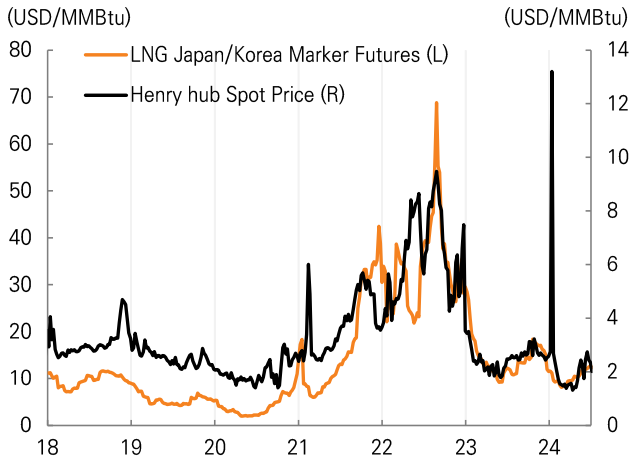
주1: 서울시 소매요금 기준, 원료비 인상분 및 도매공급비 인상으로 단위 당 기준가 수정되었을 경우 가장 최근 공시를 반영  
 자료: 산업통상자원부, 미래에셋증권 리서치센터

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



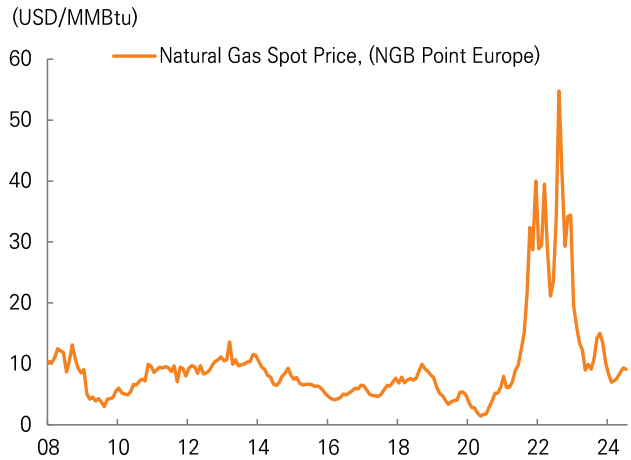
자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. Henry hub vs. 아시아 LNG 가격



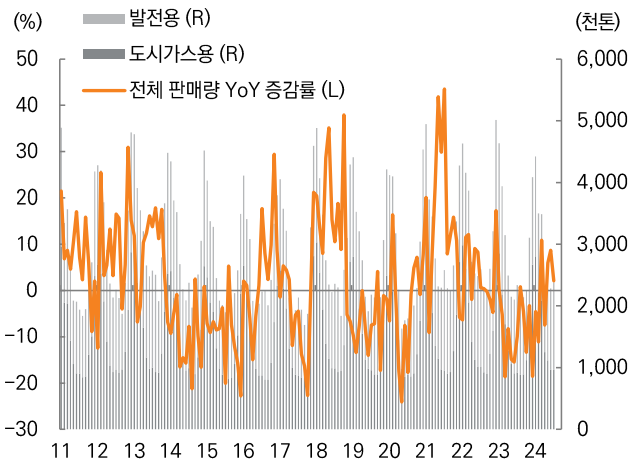
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 천연가스 유럽 현물 가격



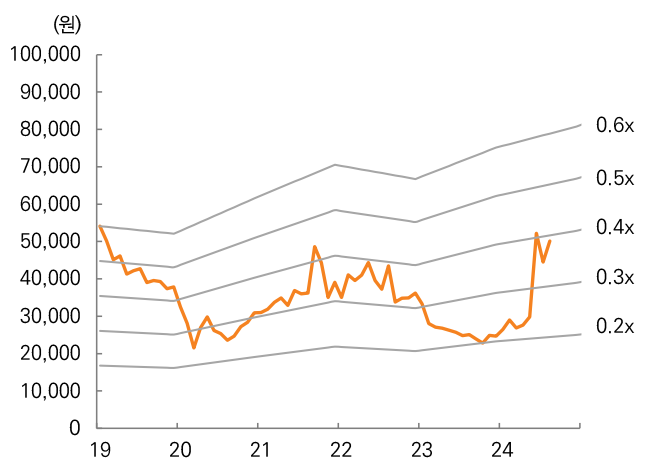
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 가스 판매량 추이



자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. PBR 밴드



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. Valuaton: Sum of the Parts

(십억원)

항목	12FWD	비고
EBITDA	4,581	
EV/EBITDA	9	가스 유틸리티 평균
영업가치	41,456	
모잠비크 가스전	447	지분 10% 가치
순차입금	37,504	
주주가치	4,399	
주식수(천주)	92,313	
목표주가 (원)	48,000	적정주가 47,650원에서 반올림
현재주가 (원)	50,100	
과리율 (%)	(4.19)	
목표 PBR (배)	0.4	
목표 PER (배)	4.0	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 글로벌 가스 유틸리티 Peer Valuation

회사명	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
한국가스공사	4,625	38,985	38,578	2,278	2,279	746	748	8.0	7.3	6.2	6.3	0.4	0.4	10.1	10.1
도쿄가스	13,262	25,194	25,440	1,263	1,291	901	905	5.6	5.5	14.0	13.9	0.8	0.8	6.3	6.3
오사카가스	13,322	18,819	18,874	1,171	1,175	1,045	1,040	7.1	6.9	12.4	12.1	0.9	0.8	8.2	8.1
도호 가스	4,227	5,795	5,826	212	212	205	197	4.8	4.1	19.8	19.5	0.9	0.9	9.2	9.3
신아오가스	9,926	21,812	23,075	1,904	2,068	1,282	1,394	15.0	15.2	7.7	7.1	1.1	1.0	5.6	5.1
선전시 연기집단	3,557	6,376	7,092	428	521	330	391	10.8	11.9	10.9	9.3	1.2	1.1	6.0	5.3
홍콩중화매기	20,383	10,091	10,524	1,558	1,631	1,084	1,146	10.4	11.2	18.9	17.9	2.0	2.0	14.7	13.8
중국가스홀딩스	6,077	14,870	15,700	1,293	1,403	766	854	7.8	8.2	8.0	7.2	0.6	0.6	9.1	8.4
화룬 가스 그룹	10,242	18,118	19,331	1,695	1,860	948	1,039	12.5	12.9	10.7	9.7	1.3	1.3	7.0	6.4
가일 인디아	24,721	21,659	22,896	2,036	2,248	1,794	1,952	15.2	15.1	13.4	12.3	1.8	1.7	11.0	10.3
페트로나스 가스	11,131	1,932	1,958	730	746	583	599	13.8	13.8	19.0	18.5	2.6	2.5	10.1	10.0
<b>아시아 평균</b>	<b>11,043</b>	<b>16,695</b>	<b>17,209</b>	<b>1,324</b>	<b>1,403</b>	<b>880</b>	<b>933</b>	<b>10.1</b>	<b>10.2</b>	<b>12.8</b>	<b>12.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>8.8</b>	<b>8.5</b>
APA 그룹	9,104	2,947	3,084	962	1,065	234	293	10.2	15.3	39.1	30.9	3.9	4.5	10.9	10.3
UGI	7,018	12,271	12,448	1,531	1,655	869	868	13.5	12.3	8.3	8.2	-	-	7.2	6.7
내셔널 퓨얼가스	7,181	3,114	3,653	877	1,209	628	769	15.7	17.6	11.5	9.3	1.7	1.6	6.6	5.8
에트모스 에너지	26,805	6,082	6,483	1,809	2,009	1,384	1,514	9.0	8.6	19.1	18.2	1.6	1.5	13.2	12.0
도미니언 에너지	62,770	20,391	21,380	6,086	6,864	3,131	3,885	8.7	10.2	20.2	16.5	1.7	1.7	12.6	11.4
뤼비	4,501	10,223	10,578	825	855	532	559	12.9	12.9	8.3	7.9	1.1	1.0	6.3	6.0
에나가스	5,364	1,354	1,291	625	560	392	374	3.5	9.7	13.7	14.4	1.3	1.4	10.0	10.8
스남	22,265	6,237	6,548	2,566	2,670	1,846	1,873	15.7	15.5	12.2	11.9	1.9	1.8	11.4	10.9
<b>글로벌 평균</b>	<b>14,489</b>	<b>10,586</b>	<b>11,122</b>	<b>1,557</b>	<b>1,705</b>	<b>993</b>	<b>1,097</b>	<b>11.2</b>	<b>12.0</b>	<b>14.9</b>	<b>13.6</b>	<b>1.6</b>	<b>1.6</b>	<b>9.4</b>	<b>8.9</b>

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

한국가스공사 (036460)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>44,556</b>	<b>39,405</b>	<b>39,889</b>	<b>40,414</b>
매출원가	42,599	36,545	36,776	37,323
매출총이익	1,957	2,860	3,113	3,091
판매비와관리비	404	477	521	526
조정영업이익	1,553	2,383	2,592	2,566
영업이익	1,553	2,383	2,592	2,566
비영업손익	-2,415	-1,189	-1,308	-875
금융손익	-1,561	-1,356	-1,228	-875
관계기업등 투자손익	105	136	0	0
세전계속사업손익	-862	1,194	1,284	1,691
계속사업법인세비용	-114	206	243	281
계속사업이익	-747	989	1,041	1,410
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>-747</b>	<b>989</b>	<b>1,041</b>	<b>1,410</b>
지배주주	-761	987	1,039	1,408
비지배주주	14	2	2	2
<b>총포괄이익</b>	<b>-537</b>	<b>1,102</b>	<b>1,041</b>	<b>1,410</b>
지배주주	-553	1,114	1,040	1,408
비지배주주	16	-13	2	2
EBITDA	3,441	4,360	4,549	4,483
FCF	4,554	287	2,372	1,763
EBITDA 마진율 (%)	7.7	11.1	11.4	11.1
영업이익률 (%)	3.5	6.0	6.5	6.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.7	2.5	2.6	3.5

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>5,886</b>	<b>1,873</b>	<b>3,972</b>	<b>3,363</b>
당기순이익	-747	989	1,041	1,410
비현금수익비용가감	4,519	3,317	3,006	2,650
유형자산감가상각비	1,887	1,977	1,957	1,917
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	2,632	1,340	1,049	733
영업활동으로인한자산및부채의변동	3,581	-1,309	967	31
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	4,756	-74	85	21
재고자산 감소(증가)	2,633	-151	66	16
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	453	-796	798	-10
법인세납부	-81	-78	-243	-281
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-1,334</b>	<b>-1,577</b>	<b>-1,990</b>	<b>-1,998</b>
유형자산처분(취득)	-1,329	-1,584	-1,600	-1,600
무형자산감소(증가)	-34	-252	-400	-400
장단기금융자산의 감소(증가)	75	-26	10	2
기타투자활동	-46	285	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-4,587</b>	<b>-414</b>	<b>-2,001</b>	<b>-1,374</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	-4,799	211	-1,780	-1,155
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-8	-15	-215	-215
기타재무활동	220	-610	-6	-4
<b>현금의 증가</b>	<b>-33</b>	<b>145</b>	<b>-2</b>	<b>9</b>
기초현금	813	781	925	924
기말현금	781	925	924	932

자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

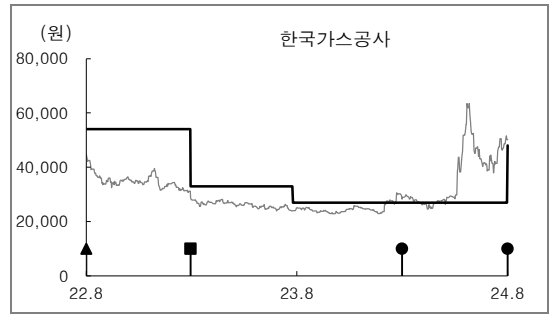
(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	<b>17,430</b>	<b>18,116</b>	<b>17,898</b>	<b>17,854</b>
현금 및 현금성자산	781	925	924	932
매출채권 및 기타채권	7,032	7,260	7,168	7,146
재고자산	5,043	5,207	5,141	5,125
기타유동자산	4,574	4,724	4,665	4,651
<b>비유동자산</b>	<b>39,824</b>	<b>40,091</b>	<b>40,106</b>	<b>40,169</b>
관계기업투자등	1,840	1,822	1,805	1,787
유형자산	22,352	22,506	22,148	21,831
무형자산	1,553	1,829	2,229	2,629
<b>자산총계</b>	<b>57,255</b>	<b>58,207</b>	<b>58,004</b>	<b>58,024</b>
<b>유동부채</b>	<b>22,566</b>	<b>22,143</b>	<b>21,143</b>	<b>19,973</b>
매입채무 및 기타채무	3,497	3,029	3,820	3,808
단기금융부채	18,264	18,283	16,502	15,347
기타유동부채	805	831	821	818
<b>비유동부채</b>	<b>24,862</b>	<b>25,128</b>	<b>25,098</b>	<b>25,091</b>
장기금융부채	22,599	22,791	22,791	22,791
기타비유동부채	2,263	2,337	2,307	2,300
<b>부채총계</b>	<b>47,429</b>	<b>47,271</b>	<b>46,241</b>	<b>45,065</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>9,627</b>	<b>10,858</b>	<b>11,682</b>	<b>12,876</b>
자본금	462	462	462	462
자본잉여금	2,018	2,018	2,018	2,018
이익잉여금	6,679	7,662	8,487	9,680
<b>비지배주주지분</b>	<b>199</b>	<b>79</b>	<b>81</b>	<b>83</b>
<b>자본총계</b>	<b>9,826</b>	<b>10,937</b>	<b>11,763</b>	<b>12,959</b>

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	4.7	4.4	3.3
P/CF (x)	0.6	1.1	1.1	1.1
P/B (x)	0.2	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	12.4	10.3	9.5	9.3
EPS (원)	-8,246	10,693	11,259	15,253
CFPS (원)	40,855	46,645	43,839	43,986
BPS (원)	105,937	119,269	128,203	141,132
DPS (원)	0	2,500	2,500	2,500
배당성향 (%)	0.0	21.7	20.6	15.2
배당수익률 (%)	0.0	5.0	5.0	5.0
매출액증가율 (%)	-13.9	-11.6	1.2	1.3
EBITDA증가율 (%)	-18.4	26.7	4.3	-1.5
조정영업이익증가율 (%)	-36.9	53.4	8.8	-1.0
EPS증가율 (%)	-	-	5.3	35.5
매출채권 회전율 (회)	5.0	5.9	5.9	6.0
재고자산 회전율 (회)	7.0	7.7	7.7	7.9
매입채무 회전율 (회)	14.7	13.2	13.0	11.5
ROA (%)	-1.2	1.7	1.8	2.4
ROE (%)	-7.7	9.6	9.2	11.5
ROIC (%)	2.6	4.0	4.2	4.4
부채비율 (%)	482.7	432.2	393.1	347.8
유동비율 (%)	77.2	81.8	84.7	89.4
순차입금/자기자본 (%)	407.4	366.6	325.7	286.7
조정영업이익/금융비용 (x)	0.9	1.6	1.9	2.6

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한국가스공사 (036460)				
2024.08.29	중립	48,000	-	-
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	54,000	-36.81	-26.85
2021.11.09	매수	54,000	-25.95	-9.07



\* 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(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

\* 2024년 06월 30일 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.