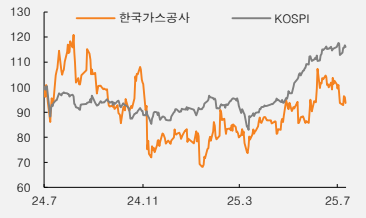
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.8.11

투자의견(유지)	**중립**
목표주가(유지)	**38,000원**
현재주가(25/8/8)	41,300원
상승여력	-8.0%

영업이익(25F,십억원)	2,580
Consensus 영업이익(25F,십억원)	2,371
EPS 성장률(25F,%)	-3.2
MKT EPS 성장률(25F,%)	24.0
P/E(25F,x)	3.4
MKT P/E(25F,x)	11.9
KOSPI	3,210.01
시가총액(십억원)	3,813
발행주식수(백만주)	92
유동주식비율(%)	46.7
외국인 보유비중(%)	10.3
베타(12M) 일간수익률	1.11
52주 최저가(원)	30,050
52주 최고가(원)	53,300

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-7.8	35.2	0.1
상대주가	-10.5	6.2	-20.3



[운송플랫폼/에너지]

류제현
jay.ryu@miraeasset.com

김주희
joohee.kim@miraeasset.com

036460 · 가스

한국가스공사

재무 구조 개선은 긍정적

2Q25 Review: 우려대비 긍정적 실적

한국가스공사의 2Q25 연결 기준 매출액은 7조 6,301억원(1.9% YoY)을 기록했다. 도시가스 판매량 증가(5.5% YoY)와 주바이르 등 일부 해외 자원개발 사업의 매출 증가에 따라 외형 성장을 시현했다.

영업이익은 -13.1% YoY 감소한 4,046억원을 기록하며 시장 기대치(3,981억원)를 상회했다. 1Q25에 나타났던 도매공급비용 투자보수 감소, 원료비 미수금 금융비용 감소에 따라 감익이 나타났다. 해외 자원개발 사업에서는 795억원(10.7% YoY)의 영업이익을 기록했다. GLNG에서 판가 하락으로 영업이익이 200억원 이상 감소했으나, 모잠비크 Coral FLNG 흑자전환 및 미얀마, 호주 Prelude 수익성 개선으로 전반적인 증익이 시현되었다.

부채비율 감소는 긍정적: 하반기 미수금 감소 여부 주목

발전용을 포함한 전체 미수금은 14.4조원에서 14.1조원으로 하락했으며, 비수기 영향으로 민수용은 14.1조원 수준을 유지했다. 상업용 단가가 하락하는 추세인데 반해 민수용 단가는 2024년 8월 이후 17.7원/MJ로 유지되고 있다. 요금인상이나 추가적인 유가 하락 이 나타나면 가스판매량이 증가하는 4Q25부터는 미수금 감소 역시 본격화될 전망이다.

부채비율은 363%로, 4Q24 말(433%) 및 1Q25 말(402%)대비 하락한 점은 긍정적이다. LNG 판매물량 및 재고물량 감소에 따라 매출채권과 재고자산이 감소, 전체 자산이 4Q24 대비 11.8% 감소했다. 반면, 하절기 자금소요 감소와 매입채무의 하락이 동반해 나타나며 차입금이 감소, 전체 부채는 4Q24 대비 14.8% 감소했다.

목표주가 38,000원 및 중립 의견 유지: 미수금 하락의 조건

한국가스공사에 대한 목표주가 38,000원 및 중립 의견을 유지한다. 목표주가는 12개월FWD 기준 EV/EBITDA 9배 수준으로 글로벌 가스 유틸리티 평균과 유사하다. 최근 부채 비율 감소는 긍정적이나, 미수금 회수가 본격화되지 않고 있다는 점에서 관망이 필요한 상황이다. 현재 요금으로 원료비 회수가 가능하나 본격적인 미수금 회수를 위해서는 약 1~2원/MJ가량의 민수용 요금 인상, 혹은 추가적인 유가 하락이 필요하다. 2026년 지방선거 전까지는 요금 인상이 요원할 가능성이 높아, 현 시점에서 실질적 실적 개선 및 주가 상승에 대한 과도한 기대는 금물이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	44,556	38,389	39,330	41,225	42,320
영업이익 (십억원)	1,553	3,003	2,580	2,882	2,736
영업이익률 (%)	3.5	7.8	6.6	7.0	6.5
순이익 (십억원)	-761	1,147	1,110	1,488	2,804
EPS (원)	-8,246	12,422	12,022	16,121	30,378
ROE (%)	-7.7	11.2	9.8	11.9	19.4
P/E (배)	-	2.8	3.4	2.6	1.4
P/B (배)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2
배당수익률 (%)	0.0	4.2	3.5	3.5	3.5

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

표 1. 2Q25 실적 비교표 (십억원, %, %p)

	2Q24	1Q25	2Q25P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	7,490	12,733	7,630	8,213	7,446	1.9	-40.1
영업이익	466	834	405	730	398	-13.1	-51.5
영업이익률 (%)	6.2	6.5	5.3	3.9	5.3	-0.9	-1.2
세전이익	196	483	138	386	125	-29.7	-71.4
순이익	253	367	85	326	97	-66.2	-76.8

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

표 2. 수익예상 변경표 (십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	25F	26F	25F	26F	25F	26F	
매출액	39,798	40,696	39,330	41,225	-1.2	1.3	
영업이익	2,887	2,835	2,580	2,882	-10.6	1.6	판가 전망치 조정
세전이익	1,563	1,903	1,441	1,975	-7.8	3.8	금융비용 및 기타손익
순이익	1,204	1,459	1,110	1,488	-7.8	2.0	
EPS (원)	13,039	15,801	12,022	16,121	-7.8	2.0	

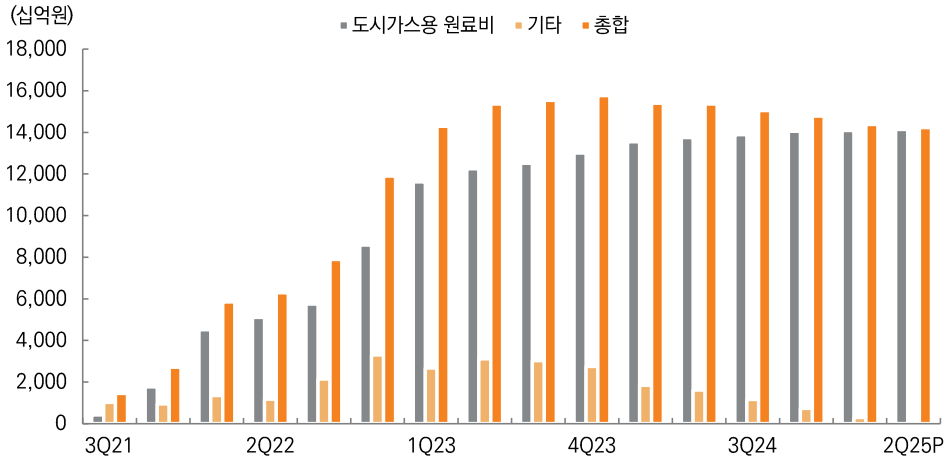
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망 (십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	12,811	7,490	8,109	9,979	12,733	7,630	8,466	10,501	38,389	39,330	41,225
영업이익	922	466	440	1,176	834	405	407	934	3,003	2,580	2,882
도입부문	803	394	299	1,008	721	325	304	815	2,504	2,166	2,452
E&P	119	72	140	169	113	80	103	119	500	414	429
세전이익	632	196	192	618	483	138	146	674	1,638	1,441	1,975
순이익(지배)	406	253	155	332	367	85	117	540	1,147	1,110	1,488
영업이익률(%)	7.2	6.2	5.4	11.8	6.5	5.3	4.8	8.9	7.8	6.6	7.0
세전순이익률(%)	4.9	2.6	2.4	6.2	3.8	1.8	1.7	6.4	4.3	3.7	4.8
순이익률(지배,%)	3.2	3.4	1.9	3.3	2.9	1.1	1.4	5.1	3.0	2.8	3.6
가스 판매 증감률(%)	-2.6	0.9	6.9	-7.1	4.1	3.1	-0.2	-0.2	-1.3	1.9	1.7
평균환율	1,328	1,371	1,359	1,396	1,453	1,404	1,450	1,450	1,364	1,439	1,403
판매단가(천원/톤)	1,071	1,022	1,043	1,064	1,026	1,003	1,018	1,054	1,054	1,027	1,018

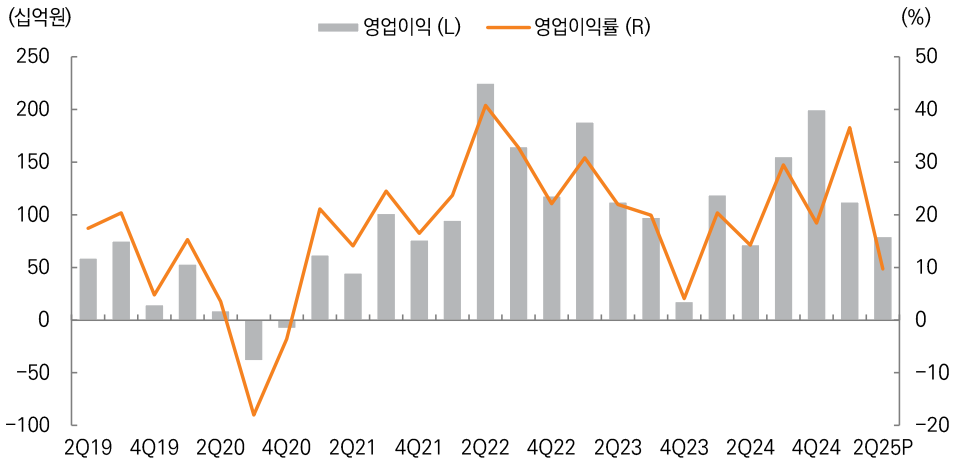
주1: E&P 부문 내 모잠비크 가스전 실적은 제외
주2: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 한국가스공사 미수금 추이



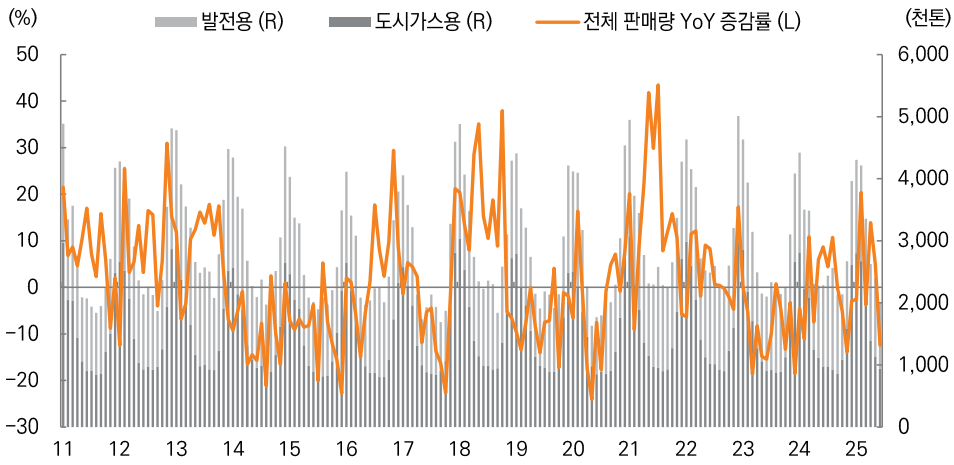
자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 한국가스공사 5대 해외 자원개발 영업이익 및 영업이익률 추이



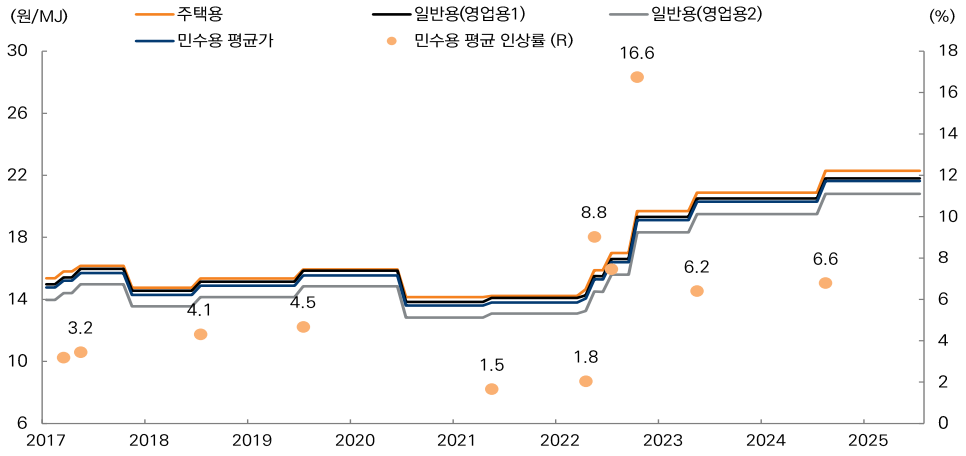
자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 한국가스공사 가스 판매량 추이



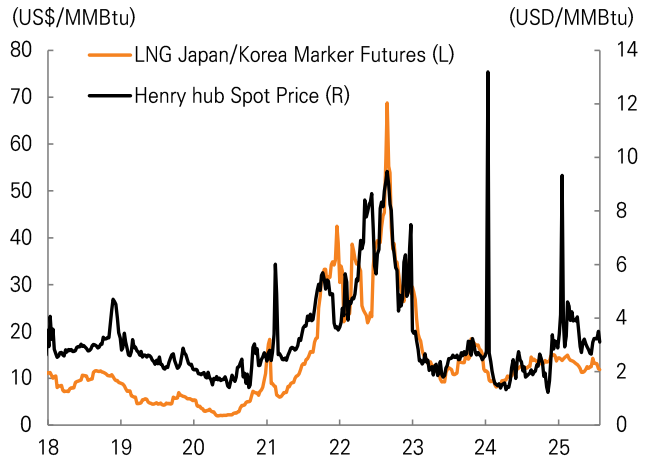
자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 민수용 도시가스 요금 도매가 변동 추이



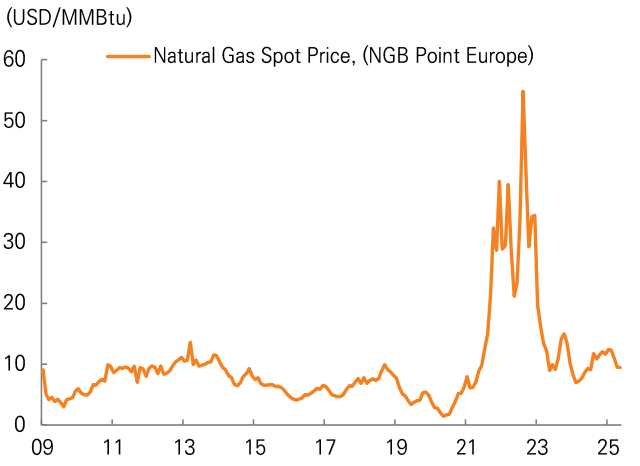
주1: 서울시 소매요금 기준, 원료비 인상분 및 도매공급비 인상으로 단위당 기준가 수정시 가장 최근 공시에 기준함
자료: 산업통상자원부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. Henry hub vs. 아시아 LNG 가격



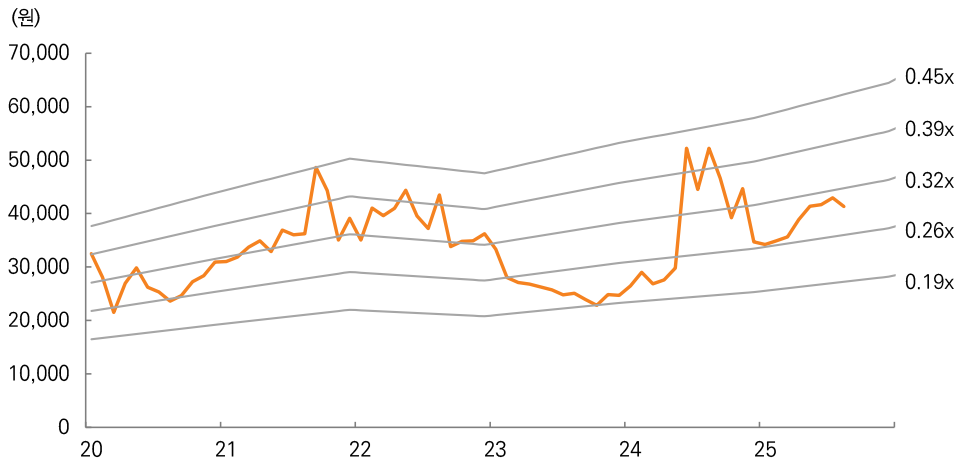
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 천연가스 유럽 현물 가격



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 12M FWD PBR 밴드



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 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	3,813	36,991	36,162	2,362	2,382	7.8	8.0	4.4	4.0	0.3	0.3	9.3	9.3
도쿄가스	19,361	25,483	25,334	1,651	1,495	10.3	6.9	10.8	15.0	1.1	1.1	7.2	7.7
오사카가스	15,418	18,847	18,797	1,444	1,352	8.1	7.5	11.7	11.8	0.9	0.9	7.8	7.9
도호 가스	4,247	5,768	5,794	251	210	5.9	4.5	16.2	19.1	1.0	0.9	8.8	9.6
신아오가스	13,072	22,225	23,262	1,890	2,099	14.9	14.9	9.6	8.9	1.4	1.3	6.6	6.2
선전시 연기집단	3,681	5,677	5,921	407	393	9.3	9.3	11.4	11.4	1.1	1.1	8.4	8.6
홍콩중화 매기	23,229	10,234	10,595	1,608	1,677	10.9	11.4	21.0	20.1	2.3	2.3	15.1	14.5
중국 가스 홀딩스	7,948	13,929	14,148	1,187	1,231	6.3	6.5	12.7	12.2	0.8	0.8	10.8	10.5
화룬 가스 그룹	8,139	18,097	18,763	1,346	1,439	10.1	10.3	10.6	9.7	1.1	1.0	7.4	6.9
가일 인디아	17,872	21,199	22,927	1,923	2,176	12.6	13.3	11.0	9.7	1.2	1.1	8.8	7.9
페트로나스 가스	12,086	2,115	2,146	759	779	13.2	13.3	19.7	19.0	2.6	2.5	10.4	10.2
아시아 평균	**11,715**	**16,415**	**16,714**	**1,348**	**1,385**	**10.0**	**9.6**	**12.6**	**12.8**	**1.3**	**1.2**	**9.1**	**9.0**
APA 그룹	10,173	2,930	3,102	908	1,031	6.1	12.7	69.9	43.9	4.3	5.0	12.1	11.2
UGI	10,555	10,530	11,650	1,715	1,714	14.8	13.9	11.2	11.1	-	-	7.8	7.6
내셔널 퓨얼 가스	10,952	3,408	3,954	1,272	1,669	21.1	24.3	12.6	10.0	2.6	2.1	7.4	6.3
애트모스 에너지	36,257	6,526	7,157	2,193	2,507	9.0	8.7	22.3	20.9	1.9	1.8	14.6	12.8
도미니언 에너지	73,140	22,242	23,314	6,781	7,476	9.6	9.8	18.2	17.2	1.8	1.7	13.7	12.5
뤼비	4,769	10,887	11,261	824	853	10.7	10.8	9.3	8.9	1.0	1.0	6.3	6.0
에나가스	5,625	1,390	1,292	595	527	11.2	9.9	12.8	14.8	1.4	1.5	8.9	9.6
스남	28,100	6,231	6,689	2,982	3,100	15.1	14.4	12.6	12.4	1.9	1.8	12.1	11.5
글로벌 평균	**16,562**	**10,577**	**11,099**	**1,646**	**1,780**	**11.2**	**11.6**	**17.3**	**15.4**	**1.7**	**1.7**	**9.9**	**9.5**

주: 8월 8일 종가 기준
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

한국가스공사 (036460)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**38,389**	**39,330**	**41,225**	**42,320**
매출원가	**34,976**	**36,263**	**37,810**	**39,039**
매출총이익	**3,413**	**3,067**	**3,415**	**3,281**
판매비와관리비	**409**	**487**	**534**	**545**
조정영업이익	**3,003**	**2,580**	**2,882**	**2,736**
영업이익	**3,003**	**2,580**	**2,882**	**2,736**
비영업손익	**-1,365**	**-1,139**	**-907**	**967**
금융손익	-1,416	-1,075	-907	-846
관계기업등 투자손익	137	124	0	0
세전계속사업손익	1,638	1,441	1,975	3,703
계속사업법인세비용	489	332	488	901
계속사업이익	1,149	1,109	1,487	2,802
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**1,149**	**1,109**	**1,487**	**2,802**
지배주주	1,147	1,110	1,488	2,804
비지배주주	2	-1	-1	-2
총포괄이익	**1,201**	**1,099**	**1,487**	**2,802**
지배주주	1,213	1,100	1,488	2,804
비지배주주	-12	-1	-1	-2
EBITDA	4,986	4,502	4,801	4,654
FCF	1,964	1,038	1,730	1,198
EBITDA 마진율 (%)	13.0	11.4	11.6	11.0
영업이익률 (%)	7.8	6.6	7.0	6.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.0	2.8	3.6	6.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**16,969**	**17,894**	**18,036**	**18,239**
현금 및 현금성자산	929	1,015	1,025	1,038
매출채권 및 기타채권	6,948	7,312	7,369	7,451
재고자산	4,605	4,846	4,884	4,938
기타유동자산	4,487	4,721	4,758	4,812
비유동자산	**40,701**	**40,775**	**40,714**	**40,670**
관계기업투자등	1,817	1,655	1,507	1,372
유형자산	23,008	22,955	22,773	22,610
무형자산	1,670	1,884	2,146	2,391
자산총계	**57,670**	**58,668**	**58,750**	**58,909**
유동부채	**21,267**	**20,938**	**19,635**	**17,085**
매입채무 및 기타채무	2,482	2,711	2,733	2,763
단기금융부채	17,972	17,371	16,041	13,450
기타유동부채	813	856	861	872
비유동부채	**25,577**	**25,948**	**25,973**	**26,007**
장기금융부채	22,635	22,852	22,852	22,852
기타비유동부채	2,942	3,096	3,121	3,155
부채총계	**46,843**	**46,886**	**45,608**	**43,092**
지배주주지분	**10,829**	**11,786**	**13,147**	**15,824**
자본금	462	462	462	462
자본잉여금	2,049	2,049	2,049	2,049
이익잉여금	7,780	8,761	10,122	12,799
비지배주주지분	**-3**	**-4**	**-5**	**-7**
자본총계	**10,826**	**11,782**	**13,142**	**15,817**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	**3,630**	**2,784**	**3,330**	**2,798**
당기순이익	1,149	1,109	1,487	2,802
비현금수익비용가감	4,262	3,265	3,178	1,715
유형자산감가상각비	1,864	1,803	1,782	1,763
무형자산상각비	119	120	138	155
기타	2,279	1,342	1,258	-203
영업활동으로인한자산및부채의변동	-479	-311	-76	-109
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	184	-184	-57	-81
재고자산 감소(증가)	463	-238	-38	-54
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1,288	642	19	28
법인세납부	-78	-255	-488	-901
투자활동으로 인한 현금흐름	**-1,747**	**-2,341**	**-2,010**	**-202**
유형자산처분(취득)	-1,660	-1,745	-1,600	-1,600
무형자산감소(증가)	-125	-391	-400	-400
장단기금융자산의 감소(증가)	-417	-64	-10	-14
기타투자활동	455	-141	0	1,812
재무활동으로 인한 현금흐름	**-1,837**	**-473**	**-1,458**	**-2,717**
장단기금융부채의 증가(감소)	-256	-383	-1,331	-2,590
자본의 증가(감소)	30	0	0	0
배당금의 지급	-26	0	-127	-127
기타재무활동	-1,585	-90	0	0
현금의 증가	**149**	**86**	**10**	**13**
기초현금	781	929	1,015	1,025
기말현금	929	1,015	1,025	1,038

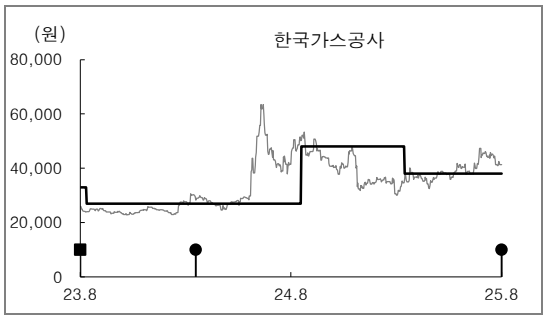
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	2.8	3.4	2.6	1.4
P/CF (x)	0.6	0.9	0.8	0.8
P/B (x)	0.3	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA (x)	8.5	9.4	8.6	8.3
EPS (원)	12,422	12,022	16,121	30,378
CFPS (원)	58,615	47,380	50,533	48,935
BPS (원)	118,591	128,957	143,702	172,704
DPS (원)	1,455	1,455	1,455	1,455
배당성향 (%)	11.1	11.5	8.5	4.5
배당수익률 (%)	4.2	3.4	3.4	3.4
매출액증가율 (%)	-13.8	2.5	4.8	2.7
EBITDA증가율 (%)	44.9	-9.7	6.6	-3.1
조정영업이익증가율 (%)	93.3	-14.1	11.7	-5.1
EPS증가율 (%)	흑전	-3.2	34.1	88.4
매출채권 회전율 (회)	5.7	5.6	5.7	5.8
재고자산 회전율 (회)	8.0	8.3	8.5	8.6
매입채무 회전율 (회)	13.8	16.4	15.3	15.7
ROA (%)	2.0	1.9	2.5	4.8
ROE (%)	11.2	9.8	11.9	19.4
ROIC (%)	4.3	4.2	4.4	4.2
부채비율 (%)	432.7	397.9	347.0	272.4
유동비율 (%)	79.8	85.5	91.9	106.8
순차입금/자기자본 (%)	362.2	328.6	284.4	219.8
조정영업이익/금융비용 (x)	2.0	2.3	2.9	3.0

자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			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



* 괴리율 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
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.91%	5.59%	8.94%	0.56%

* 2025년 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.