

2025. 5. 14



▲ 유틸리티/건설

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 50,000 원**현재주가 (5.13)** 38,050 원**상승여력** 31.4%

KOSPI 2,608.42pt

시가총액 35,125억원

발행주식수 9,231만주

유동주식비율 46.70%

외국인비중 10.68%

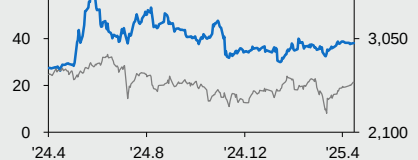
52주 최고/최저가 63,500원/26,400원

평균거래대금 274.6억원

주요주주(%)

대한민국정부(기획재정부) 외 1 인 46.63

국민연금공단 7.69

주가상승률(%)**1개월** 9.2**6개월** -5.8**12개월** 44.1**상대주가** 1.8**-12.7****50.7****주가그래프**

한국가스공사 036460

1Q25 Review:

아쉬운 실적은 뒤로, 자원 개발 모멘텀 앞으로

- ✓ 1Q25 연결 영업이익은 8,339억원을 기록하며 컨센서스(9,382억원)를 하회
- ✓ 해외에서의 일회성 생산 차질, 국내 적정투자보수 감소가 골고루 영향
- ✓ 자원개발 모멘텀에 주목. 알래스카 LNG와 대왕고래 가스전 모두 포함
- ✓ 하반기로 갈수록 미수금 감소와 배당 매력 주목받을 것
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 50,000원을 유지

일회성 요인과 경상적 요인이 모두 작용했던 1분기 부진

1Q25 연결 영업이익은 8,339억원(-29.1% YoY)을 기록하며 컨센서스(9,382억원)를 하회했다. 1)호주 GLNG 영업이익이 유가 하락과 외부 가스 조달 비중 상승 영향으로 QoQ -395억원 감소했다. 2)판매량 상승 영향으로 공급비에 가정한 사배자 할인 비용보다 실제 지급액이 더 컸다. 3)2025년 적정투자보수 1조 3,156억원으로 전년 대비 -859억원 감소했다. 요금 기저와 금리 하락 영향이다. 1,2번 요인은 일회성 요인으로 걱정할 필요는 없다. 다만 유가 하락, 적정투자보수 감소 영향으로 이익 전망치는 소폭 하향 조정이 필요하다.

국내, 해외에서 모두 다가오는 자원개발 모멘텀

3Q25 다가올 자원개발 모멘텀에 주목한다. 미 백악관 주최로 알래스카 LNG 서밋이 6월 초 개최되며, 7월 8일 상호관세 유예 기한까지 조선, 알래스카 LNG 등을 포함한 패키지 통상 협상도 주목해야 한다. 동해 가스전 글로벌 사업자 선정도 7월 윤곽을 드러낼 것으로 알려져 있다. 자원 개발 프로젝트 투자는 다양한 측면에서 동사의 수혜로 이어질 수 있다. 투자에 따른 지분법 이익, 도입 원가 안정화, 가스 요금 인상 명분 강화 등이 예상된다.

하반기 미수금 하락 관찰 → 배당 기대감 상승으로 연결

투자의견 Buy, 적정주가 50,000원을 유지한다. 자원개발 모멘텀 이외에 배당 매력도 주목한다. 2025E 배당수익률은 6.6%(배당성향 23%를 가정). 1Q25 민수용 미수금은 QoQ 상승을 멈췄다(+395억원). 유가 하락에 따른 미수금 감소가 하반기 구체화되면서 배당 매력에 대한 주목도 역시 상승할 것으로 예상된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	44,556.0	1,553.4	-761.2	-8,246	적전	104,286	-3.0	0.2	12.4	-7.7	482.7
2024	38,388.7	3,003.4	1,146.8	12,422	흑전	117,308	2.8	0.3	8.5	11.2	432.7
2025E	36,064.9	2,478.7	782.4	8,476	-31.6	124,409	4.5	0.3	8.9	7.0	395.2
2026E	33,191.0	2,375.2	878.6	9,518	12.9	131,563	4.0	0.3	8.8	7.4	349.5
2027E	33,359.2	2,357.1	903.1	9,783	2.8	138,888	3.9	0.3	8.8	7.2	316.0

표1 1Q25P Review 테이블

(십억원)	1Q25P	1Q24	(% YoY)	4Q24	(% QoQ)	당사 예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	12,732.7	12,810.7	-0.6	9,979.0	27.6	11,645.5	9.3	12,821.2	-0.7
영업이익	833.9	921.6	-9.5	1,176.3	-29.1	746.3	11.7	938.2	-11.1
세전이익	482.5	632.0	-23.6	617.7	-21.9	313.8	53.8	667.3	-27.7
순이익	367.2	406.9	-9.8	333.5	10.1	225.2	63.0	478.4	-23.3
영업이익률(%)	6.5	7.2		11.8		6.4		7.3	
세전이익률(%)	3.8	4.9		6.2		2.7		5.2	
순이익률(%)	2.9	3.2		3.3		1.9		3.7	

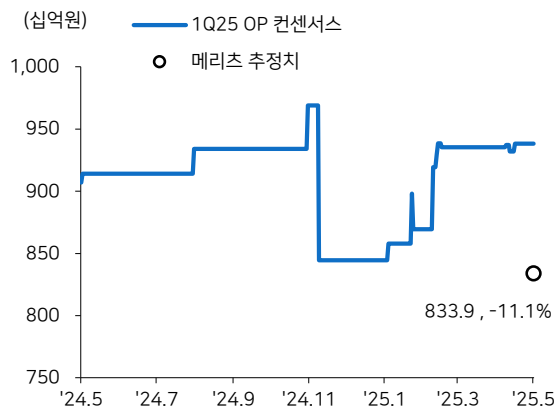
자료: Quantwise, 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

표2 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(%diff)	컨센서스	(% diff.)
매출액	36,064.9	38,388.7	-6.1	37,538.5	-3.9	37,171.2	-3.0
영업이익	2,478.7	3,003.4	-17.5	2,621.9	-5.5	2,547.4	-2.7
세전이익	1,060.7	1,637.6	-35.2	1,379.4	-23.1	1,371.6	-22.7
지배주주 순이익	782.4	1,146.7	-31.8	990.0	-21.0	1,000.1	-21.8
영업이익률(%)	6.9	7.8		7.0		6.9	
세전이익률(%)	2.9	4.3		3.7		3.7	
순이익률(%)	2.2	3.0		2.6		2.7	

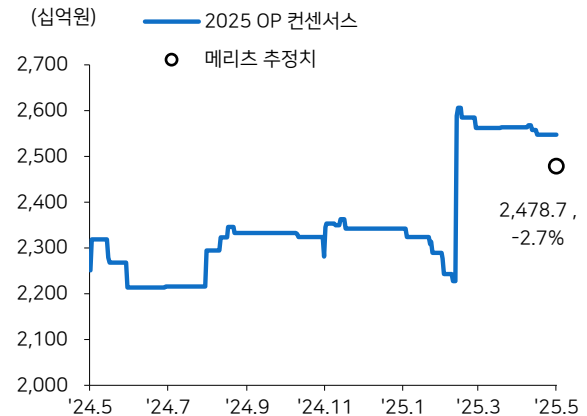
자료: Quantwise, 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q25 영업이익, 컨센서스 -11.1% 하회



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 -2.7% 하회 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국가스공사 연결 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	81.3	85.3	78.3	73.6	76.9	65.0	70.0	70.0	82.1	79.6	70.5	70.0
환율(원/달러)	1,328.7	1,371.1	1,357.4	1,396.3	1,452.8	1,410.0	1,390.0	1,360.0	1,305.7	1,363.4	1,403.2	1,360.0
JKM(달러/mmbtu)	9.4	11.8	13.4	14.5	13.8	11.7	12.0	12.0	13.4	12.3	12.4	12.0
실적 추정												
매출액	12,810.7	7,489.8	8,109.3	9,979.0	12,732.7	7,285.3	7,889.4	8,157.5	44,556.0	38,388.7	36,064.9	33,190.9
매출액 증가율(%)	-28.6	-7.8	2.8	-5.9	-0.6	-2.7	-2.7	-18.3	-13.9	-13.8	-6.1	-8.0
가스도매판매	12,355.2	7,029.4	7,623.8	9,442.4	12,284.0	6,850.6	7,474.1	7,775.2	42,730.7	36,450.9	34,383.8	31,647.5
해외주요사업	626.4	554.7	585.0	691.2	575.6	509.3	499.0	471.7	2,240.2	2,457.2	2,055.7	1,943.8
기타 및 연결조정	-170.9	-94.3	-99.5	-154.7	-143.2	-74.5	-83.7	-89.4	-414.9	-519.4	-390.9	-400.3
매출원가	11,779.7	6,934.2	7,580.9	8,681.2	11,782.9	6,681.2	7,502.9	7,212.7	42,598.9	34,976.1	33,179.7	30,407.9
매출총이익	1,030.9	555.6	528.4	1,297.7	949.9	604.1	386.5	944.8	1,957.1	3,412.7	2,885.2	2,783.1
판매비	109.3	89.9	88.7	121.4	115.9	93.8	87.7	109.0	403.7	409.3	406.5	407.9
영업이익	921.6	465.7	439.7	1,176.3	833.9	510.3	298.7	835.7	1,553.4	3,003.4	2,478.7	2,375.2
영업이익 증가율(%)	56.6	127.1	90.9	122.1	-9.5	9.6	-32.1	-29.0	-36.9	93.3	-17.5	-4.2
영업이익률(%)	7.2	6.2	5.4	11.8	6.5	7.0	3.8	10.2	3.5	7.8	6.9	7.2
가스도매판매	800.7	401.6	324.7	974.0	708.6	400.2	189.6	744.1	1,149.8	2,500.9	2,042.4	1,962.1
해외주요사업	121.0	17.1	159.6	201.1	112.5	110.7	109.7	92.1	389.3	498.8	425.0	415.1
미얀마A1/A3(별도)	11.0	19.3	16.3	12.3	15.6	13.1	13.2	12.4	50.5	58.9	54.3	47.7
이라크 주바이르	18.0	20.2	21.3	24.9	29.9	22.1	22.7	21.4	53.1	84.4	96.1	73.0
호주 GLNG	51.2	25.1	30.7	47.8	9.0	39.7	27.5	23.1	174.3	154.8	99.2	99.5
호주 Prelude	36.6	8.6	28.9	39.8	26.6	14.3	24.6	14.0	95.2	113.9	79.6	110.2
모잠비크 Coral FLNG	1.9	-47.8	58.4	74.5	31.4	21.5	21.7	21.2	-38.1	87.0	95.8	84.8
기타 및 연결조정	-0.1	47.0	-44.5	1.3	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	14.3	3.7	-2.0	-2.0
금융손익	-384.6	-318.4	-322.6	-345.1	-394.9	-356.7	-333.4	-331.7	-1,592.8	-1,370.6	-1,416.7	-1,268.6
기타영업외손익	7.5	0.3	80.1	-219.6	6.2	-13.4	-13.3	-111.8	-927.1	-131.8	-132.3	-14.7
관계기업 관련 손익	87.5	48.7	-5.7	49.8	37.3	49.2	-5.7	50.3	180.3	180.3	131.0	132.3
세전이익	632.0	196.3	191.6	617.7	482.5	189.4	-53.7	442.4	-861.9	1,637.6	1,060.7	1,224.1
별도	366.5	102.6	340.6	273.3	446.3	352.9	-47.3	518.1	-1,086.0	1,083.1	1,269.9	1,091.6
자회사 및 조정	265.4	93.7	-149.0	344.4	36.3	-163.5	-6.4	-75.7	224.2	554.5	-209.3	132.5
법인세비용	225.1	-57.0	36.4	284.2	115.4	52.1	-14.8	121.7	-114.4	488.6	274.4	336.6
법인세율(%)	35.6	-29.0	19.0	46.0	23.9	27.5	27.5	27.5	13.3	29.8	25.9	27.5
연결 당기순이익	406.9	253.3	155.2	333.5	367.2	137.3	-38.9	320.8	-747.4	1,149.0	786.3	887.5
별도	217.2	211.8	252.1	112.3	330.7	255.9	-34.3	375.6	-881.2	793.4	927.9	791.4
자회사 및 조정	189.7	41.5	-96.9	221.2	36.5	-118.6	-4.6	-54.9	133.8	355.6	-141.6	96.0
지배주주순이익	406.4	252.9	155.1	332.4	367.5	135.9	-38.5	317.6	-761.2	1,146.7	782.4	878.6

자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

한국가스공사 (036460)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	44,556.0	38,388.7	36,064.9	33,191.0	33,359.2
매출액증가율(%)	-13.9	-13.8	-6.1	-8.0	0.5
매출원가	42,598.9	34,976.1	33,179.7	30,407.9	30,594.8
매출총이익	1,957.1	3,412.7	2,885.2	2,783.1	2,764.3
판매관리비	403.7	409.3	406.5	407.9	407.2
영업이익	1,553.4	3,003.4	2,478.7	2,375.2	2,357.1
영업이익률(%)	3.5	7.8	6.9	7.2	7.1
금융손익	-1,592.9	-1,370.6	-1,416.7	-1,268.7	-1,225.3
종속/관계기업손익	104.7	136.6	131.0	132.3	133.6
기타영업외손익	-927.1	-131.8	-132.3	-14.8	-7.2
세전계속사업이익	-861.9	1,637.6	1,060.7	1,224.1	1,258.3
법인세비용	-114.5	488.6	274.4	336.6	346.0
당기순이익	-747.4	1,149.0	786.3	887.5	912.2
지배주주지분 손이익	-761.2	1,146.8	782.4	878.6	903.1

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	17,430.3	16,968.5	17,221.5	15,554.2	14,781.5
현금및현금성자산	780.6	929.1	2,645.4	2,091.8	1,239.4
매출채권	6,563.1	6,867.3	6,442.6	5,633.3	5,678.5
재고자산	5,043.2	4,604.8	3,764.3	3,757.9	3,758.7
비유동자산	39,824.4	40,701.1	39,652.0	39,082.4	38,629.2
유형자산	22,351.5	23,008.3	22,741.7	22,499.6	22,279.7
무형자산	1,552.9	1,670.3	1,211.9	879.4	638.1
투자자산	2,757.6	2,572.5	2,248.3	2,253.4	2,261.4
자산총계	57,254.7	57,669.6	56,873.6	54,636.6	53,410.7
유동부채	22,566.4	21,266.5	20,472.8	17,419.3	16,286.7
매입채무	3,114.3	1,963.4	1,605.0	1,602.3	1,602.6
단기차입금	10,210.1	10,081.3	10,127.3	7,265.3	6,311.3
유동성장기부채	3,129.7	4,928.8	4,734.6	4,548.0	4,368.8
비유동부채	24,862.3	25,576.8	24,915.1	25,062.4	24,283.6
사채	20,743.0	21,055.0	20,458.0	20,517.0	19,645.0
장기차입금	278.9	330.7	330.7	330.7	330.7
부채총계	47,428.6	46,843.3	45,387.9	42,481.7	40,570.4
자본금	461.6	461.6	461.6	461.6	461.6
자본잉여금	2,018.3	2,048.6	2,048.6	2,048.6	2,048.6
기타포괄이익누계액	286.4	391.9	391.9	391.9	391.9
이익잉여금	6,678.6	7,780.2	8,435.7	9,096.1	9,772.3
비지배주주지분	199.1	-2.7	1.2	10.0	19.2
자본총계	9,826.0	10,826.4	11,485.7	12,155.0	12,840.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	5,885.6	3,629.8	3,482.8	3,835.6	2,564.3
당기순이익(손실)	-747.4	1,149.0	786.3	887.5	912.2
유형자산상각비	1,793.9	1,863.6	1,599.5	1,575.0	1,552.8
무형자산상각비	93.2	119.0	458.4	332.6	241.3
운전자본의 증감	3,581.0	-479.4	801.9	1,202.1	18.9
투자활동 현금흐름	-1,334.0	-1,746.8	-882.4	-1,210.3	-1,212.0
유형자산의증가(CAPEX)	-1,331.1	-1,666.2	-1,332.9	-1,332.9	-1,332.9
투자자산의감소(증가)	-63.8	185.1	455.2	127.3	125.6
재무활동 현금흐름	-4,587.1	-1,837.1	-884.2	-3,178.8	-2,204.8
차입금의 증감	-4,799.2	-256.1	-789.4	-2,989.9	-2,005.2
자본의 증가	0.0	30.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-32.7	148.5	1,716.3	-553.6	-852.4
기초현금	813.3	780.6	929.1	2,645.4	2,091.8
기말현금	780.6	929.1	2,645.4	2,091.8	1,239.4

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	482,662	415,854	390,681	359,548	361,370
EPS(지배주주)	-8,246	12,422	8,476	9,518	9,783
CFPS	40,855	58,615	47,660	46,234	44,891
EBITDAPS	37,270	54,012	49,143	46,394	44,969
BPS	104,286	117,308	124,409	131,563	138,888
DPS	0	1,455	2,500	2,600	2,700
배당수익률(%)	0.0	4.2	6.6	6.8	7.1
Valuation(Multiple)					
PER	-3.0	2.8	4.5	4.0	3.9
PCR	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDA(십억원)	3,440.5	4,986.0	4,536.6	4,282.8	4,151.3
EV/EBITDA	12.4	8.5	8.9	8.8	8.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-7.7	11.2	7.0	7.4	7.2
EBITDA 이익률	7.7	13.0	12.6	12.9	12.4
부채비율	482.7	432.7	395.2	349.5	316.0
금융비용부담률	3.8	3.9	4.3	4.2	3.9
이자보상배율(x)	0.9	2.0	1.6	1.7	1.8
매출채권회전율(x)	5.0	5.7	5.4	5.5	5.9
재고자산회전율(x)	7.0	8.0	8.6	8.8	8.9

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.7%
중립	13.7%
매도	0.6%

2025년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한국가스공사 (036460) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.05.12	기업브리프	Buy	37,000	문경원	-30.8	-27.2	(원) — 한국가스공사 — 적정주가
2023.08.14	기업브리프	Buy	32,000	문경원	-22.6	-4.4	
2024.02.28	기업브리프	Buy	35,000	문경원	-2.0	81.4	
2024.07.11	기업브리프	Hold	43,000	문경원	-2.5	24.0	
2025.01.16	기업브리프	Buy	45,000	문경원	-24.4	-18.4	
2025.02.24	기업브리프	Buy	50,000	문경원	-	-	