

한국가스공사 (036460)

COMPANY REPORT

Earnings Review | 유틸리티 | 2026.2.27

투자포인트는 결국 민수용 요금 인상 여부로 귀결

4Q25 연결OP YoY 부진 더 악화, 당사 및 컨센서스 전망치 대폭 미달

4Q25 연결영업실적은 매출 89,924억원, 영업이익 4,736억원으로서 영업이익은 YoY -60%로서 1Q25, 2Q25, 3Q25 각각 -10%, -13%, -12%에 이어 부진이 더 악화 & 당사 및 컨센서스 전망치 대폭 미달

영업이익은 24년 급증 후 25년은 구조적으로 숨고르기 예상되었던 부분

1) 2025년은 매 분기 영업이익이 YoY 감소했는데 이는 ① 재고 감소 등에 따른 요금 기저 감소, 금리 하락에 따른 투자보수를 하락으로 기본 가스판매 사업의 영업이익이 감소하고, ② 해외사업장 영업이익도 유가 하락 등의 영향으로 감소했으며 기타 영업이익 가산요인 역기저 영향, 기타 영업이익 차감요인 추가 등에 따른 것. 2) 2025년 영업이익은 전년대비 요금기저 감소와 투자보수를 하락, 유가 하락 추이 등으로 연초부터 기본적으로 YoY 숨고르기가 예상되었던 상황. 다만, 4Q25 영업이익이 예상 대비 대폭 미달한 것은 ① 주요 해외사업장 영업이익이 예상보다 더 부진했고, ② 기타 영업이익 가산요인 역기저, 차감요인 발생 등에 따른 감익 영향이 예상보다 컸기 때문

영업이익은 26년부터는 큰 변화 없이 안정적 흐름 예상

동사 영업이익은 유가 안정화 지속, 요금기저 및 투자보수의 안정화 지속으로 2026년부터는 큰 변화 없이 안정적 흐름 지속 예상. 즉, 소폭 증가 또는 감소 반복 예상. 참고로 당사에서는 일단 소폭의 증가세 지속으로 추정하고 있음

민수용 미수금, 4Q25 다소 회수 전환되었으나 전반적으로 회수 부진 지속

1) 미수금 QoQ 증감액은 1Q25 (-)4,094억원에서 2Q25는 (-)2,442억원으로 회수액(감소액)이 1,652억원 대폭 감소하더니 3Q25는 (+)1,278억원으로 재차 증가세로 전환한 바 있는데 4Q25는 (-)1,251억원으로서 큰 금액은 아니나 다시 감소세(회수) 전환. 2) 총 미수금이 빠르게 회수되기 위해선 미수금 잔액의 대부분을 차지하는 민수용 미수금이 빠르게 회수되어야 함. 참고로 발전용 미수금과 도시가스용 중 상업용/기타 미수금은 대부분 회수 완료된 상황(둘 다 분기별 다소의 미수금 증감이 반복되는 정도의 상황. 4Q25는 상업용/기타 도시가스용은 106억원 증가, 발전용은 재차 1,821억원 증가). 3) 민수용 미수금은 4Q25는 QoQ 3,178억원 감소. 3Q25까지는 기본영업에서의 회수규모가 누적미수금 이자수익으로 인한 미수금 증가액에 못 미치는 수준으로서 매 분기 다소의 증가세 지속 중이었는데 4Q25는 원재료 가격 하락으로(2개 분기 전 두바이유 가격 큰 폭 하락. 동사 원재료 가격 두바이유 대비 2개월 정도 래깅) 고객으로부터의 수취단가가 판매단가를 초과했기 때문. 4) 다만, 현재 요금 수준에선 민수용 미수금이 빠르게 회수되기에는 한계가 있는 상황. 즉, 4Q25 오랜만에 민수용 미수금이 일부 회수되었지만 총미수금 잔액 14조 원에 비해 회수액은 미미한 수준

2025년 배당도 미수금 빠른 회수 없인 배당성향 복원 어려움 보여줌

1) 누적미수금이 해결되지 않고 14조원 넘게 쌓여 있는 상황에서 과거 통상적 수준인 별도순이익의 40% 배당성향을 그대로 적용하긴 어려움. 2022-2023년 미수금 급증으로 배당을 실시하지 않았다가 2024년은 배당을 재개했으나 15조원에 육박하는 누적미수금으로 인해 별도순이익의 16%만 배당. 2) 2025년 배당액은 1,007억원으로서 전년 배당액 1,270억원 대비 상당수준 감소. 별도순이익은 6,993억원으로서 YoY 12% 감소했는데 배당성향도 14.4%로서 YoY 1.6%p 하향되었기 때문. 참고로 2025년은 이례적으로 별도순이익이 연결순이익의 5.3배였는데 이는 4Q25에 연결기준으로는 해외사업장 관련 유가 하락, 할인율 상승 등에 따른 일회성 유무형자산손상차손 반영액이 6,752억원이었던 반면 별도기준 일회성 손상 반영액은 2,821억원에 그쳤기 때문. 3) 미수금이 빠르게 회수되기 위해선 민수용 도시가스의 요금인상 필요. 다만, 올해도 민수용 도시가스의 요금을 인상할지 여부는 미정이며(작년은 동결) 이를 예측하기도 어렵다는 점은 딜레마. 가스비수기인 3Q26 민수용 도시가스 요금인상 여부 주시 필요. 그리고, 그 전에도 여론 변화 등에 대한 뉴스플로우 주시 필요



Analyst **성중화**
jhsung@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	50,000 원
현재주가	43,900 원
상승여력	13.9%

컨센서스 대비 (4Q25P 영업이익 기준)

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI (2/26)	6,307.27 pt
시가총액	40,525 억원
발행주식수	92,313 천주
52 주 최고가/최저가	47,350 / 32,500 원
90 일 일평균거래대금	136.95 억원
외국인 지분율	13.2%
배당수익률(26.12E)	2.9%
BPS(26.12E)	124,178 원
KOSPI 대비 초과수익률	1개월 -18.2%
	6개월 -87.8%
	12개월 -121.1%
주주구성	대한민국정부 26.1%
	한국전력공사 20.5%
	국민연금공단 7.7%
	차사주 5.5%

Stock Price



4Q25 영업실적 Review

표1 한국가스공사 4Q25 영업실적 Review

(십억원, %)	4Q24	3Q25	4Q25E	4Q25P	yoy(%)	qoq(%)	종전 전망치 대비(%)
매출액	9,979	6,372	8,624	8,992	-9.9	41.1	4.3
가스도입/판매	9,331	5,836	7,974	8,406	-9.9	44.0	5.4
발전용	3,721	3,332	3,229	3,244	-12.8	-2.6	0.5
도시가스용	5,610	2,504	4,745	5,162	-8.0	106.2	8.8
기타	648	537	650	586	-9.6	9.3	-9.8
매출원가	8,681	5,888	7,764	8,368	-3.6	42.1	7.8
매출원가율(%)	87.0	92.4	90.0	93.1	6.1%P↑	0.7%P↑	3.1%P↑
가스원재료비	7,057	5,016	6,685	7,193	1.9	43.4	7.6
가스도입/판매 대비(%)	75.6	86.0	83.8	85.6	9.9%P↑	0.4%P↓	1.8%P↑
인건비	160	163	168	169	5.1	3.2	0.4
유무형자산상각비	498	461	480	480	-3.6	4.0	0.0
기타	967	247	431	527	-45.5	113.0	22.0
매출총이익	1,298	484	860	625	-51.9	29.0	-27.3
매출총이익률(%)	13.0	7.6	10.0	6.9	6.1%P↓	0.7%P↓	3.1%P↓
판관비	121	95	128	151	24.5	58.9	17.9
판관비율(%)	1.2	1.5	1.5	1.7	0.5%P↑	0.2%P↑	0.2%P↑
인건비	46	42	44	47	2.6	11.6	6.8
유무형자산상각비	6	6	6	6	-3.0	2.6	0.9
기타	69	47	78	98	41.4	108.3	25.5
영업이익	1,176	389	732	474	-59.7	21.7	-35.3
영업이익률(%)	11.8	6.1	8.5	5.3	6.5%P↓	0.8%P↓	3.2%P↓

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 4Q25E는 당사 종전 전망치. 4Q25P는 회사측 발표 가결산 실적

자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

표2 한국가스공사 4Q25 실적 비교(사측 발표치 vs 당사 종전 전망치, 시장 컨센서스 전망치)

(십억원, %)	4Q25E(당사 종전)	4Q25E(컨센서스)	4Q25P(사측 발표)	당사 종전 전망치 대비(%)	컨센서스 대비(%)
매출액	8,624	8,882	8,992	4.3	1.2
영업이익	732	734	474	-35.3	-35.5
영업이익률(%)	8.5	8.3	5.3	3.2%P↓	3.0%P↓

주: K-IFRS 연결기준

자료: 에프엔가이드, 한국가스공사, LS증권 리서치센터

실적 전망(1) _ 기본 실적 전망

표3 실적 전망 (분기)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	12,811	7,490	8,109	9,979	12,733	7,630	6,372	8,992	11,929	7,076	6,685	9,298
가스도입/판매	12,222	6,954	7,514	9,331	12,184	7,039	5,836	8,406	11,450	6,544	6,105	8,669
발전용	5,158	3,715	4,751	3,721	4,503	3,573	3,332	3,244	4,113	3,272	3,534	3,323
도시가스용	7,064	3,240	2,763	5,610	7,681	3,466	2,504	5,162	7,337	3,272	2,571	5,346
기타	588	536	596	648	548	592	537	586	479	532	580	629
영업비용	11,889	7,024	7,670	8,803	11,899	7,225	5,983	8,519	11,131	6,667	6,328	8,622
매출 대비	92.8	93.8	94.6	88.2	93.5	94.7	93.9	94.7	93.3	94.2	94.7	92.7
가스원재료비	11,190	6,132	6,754	7,057	10,874	6,183	5,016	7,193	10,047	5,565	5,262	7,332
가스도입/판매 대비	87.3	81.9	83.3	70.7	85.4	81.0	78.7	80.0	84.2	78.6	78.7	78.9
인건비	165	156	199	206	191	201	206	216	204	214	220	227
유무형자산상각비	477	502	492	504	477	484	467	486	502	509	493	510
기타	57	234	225	1,036	357	357	294	625	378	379	355	552
영업이익	922	466	440	1,176	834	405	389	474	798	409	357	676
영업이익률	7.2	6.2	5.4	11.8	6.5	5.3	6.1	5.3	6.7	5.8	5.3	7.3
EBITDA	1,399	968	932	1,680	1,311	889	856	959	1,300	918	849	1,187
EBITDA Margin	10.9	12.9	11.5	17	10.3	11.7	13.4	11	10.9	13.0	12.7	13
세전이익	632	196	192	618	483	138	110	-334	522	153	56	370
세전이익률	4.9	2.6	2.4	6.2	3.8	1.8	1.7	-3.7	4.4	2.2	0.8	4.0
당기순이익	407	253	155	334	367	85	87	-407	400	113	44	291
순이익률	3.2	3.4	1.9	3.3	2.9	1.1	1.4	-4.5	3.3	1.6	0.7	3.1
지배주주순이익	406	253	155	332	367	85	87	-407	400	114	44	291
전체 순이익 대비	99.9	99.8	99.9	99.7	100.1	100.3	100.3	100.0	100.1	100.3	100.3	100.0
qoq(%)												
매출액	20.8	-41.5	8.3	23.1	27.6	-40.1	-16.5	41.1	32.7	-40.7	-5.5	39.1
영업이익	74.0	-49.5	-5.6	167.5	-29.1	-51.5	-3.9	21.7	68.5	-48.7	-12.8	89.6
EBITDA	39.8	-30.8	-3.8	80.3	-22.0	-32.2	-3.7	12.1	35.5	-29.4	-7.5	39.7
지배주주순이익	흑전	-37.8	-38.7	114.3	10.6	-76.8	1.9	적전	흑전	-71.6	-61.2	559.5
yoy(%)												
매출액	-28.6	-7.8	2.8	-5.9	-0.6	1.9	-21.4	-9.9	-6.3	-7.3	4.9	3.4
영업이익	56.6	127.1	90.9	122.1	-9.5	-13.1	-11.5	-59.7	-4.3	1.1	-8.3	42.8
EBITDA	34.0	43.1	33.8	67.9	-6.3	-8.2	-8.1	-42.9	-0.9	3.3	-0.8	23.7
지배주주순이익	204.9	흑전	흑전	흑전	-9.6	-66.2	-43.9	적전	8.8	32.9	-49.3	흑전
중전 전망치 대비(%)												
매출액								4.3	6.0	6.0	6.0	5.8
영업이익								-35.3	-7.2	-4.8	-4.7	-7.3
EBITDA								-21.2	-4.6	-2.2	-2.0	-4.3
지배주주순이익								미달	-10.7	-10.4	-11.7	-0.8

주: K-IFRS 연결기준

자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

표4 가스도입 및 판매 매출 전망 Detail (분기)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
가스도입/판매 ① + ②	12,222	6,954	7,514	9,331	12,184	7,039	5,836	8,406	11,450	6,544	6,105	8,669
qoq	22.5	-43.1	8.0	24.2	30.6	-42.2	-17.1	44.0	36.2	-42.8	-6.7	42.0
yoy	-30.1	-6.7	3.0	-6.5	-0.3	1.2	-22.3	-9.9	-6.0	-7.0	4.6	3.1
매출 대비	95.4	92.9	92.7	93.5	95.7	92.2	91.6	93.5	96.0	92.5	91.3	93.2
총판매량(천톤)	11,410	6,869	7,138	8,774	11,875	7,020	6,458	9,158	12,047	7,188	6,958	9,278
qoq	20.8	-39.8	3.9	22.9	35.3	-40.9	-8.0	41.8	31.5	-40.3	-3.2	33.3
yoy	-2.6	1.8	6.0	-7.1	4.1	2.2	-9.5	4.4	1.4	2.4	7.7	1.3
평균 판매단가(천원/톤)	1,071	1,012	1,053	1,063	1,026	1,003	904	918	950	910	877	934
qoq	1.4	-5.5	4.0	1.0	-3.5	-2.3	-9.9	1.6	3.5	-4.2	-3.6	6.5
yoy	-28.2	-8.3	-2.8	0.7	-4.2	-1.0	-14.2	-13.7	-7.4	-9.2	-2.9	1.8
평균 원재료단가 대비	109.2	113.4	111.2	132.2	112.1	113.8	116.3	116.9	114.0	117.6	116.0	118.2
평균 재료단가(천원/톤)	981	893	946	804	916	881	777	785	834	774	756	790
qoq	2.8	-9.0	6.0	-15.0	13.9	-3.8	-11.8	1.1	6.2	-7.2	-2.3	4.5
yoy	-31.2	-14.9	-6.5	-15.7	-6.6	-1.3	-17.9	-2.3	-8.9	-12.1	-2.6	0.6
발전용 ①	5,158	3,715	4,751	3,721	4,503	3,573	3,332	3,244	4,113	3,272	3,534	3,323
qoq	18.5	-28.0	27.9	-21.7	21.0	-20.7	-6.7	-2.6	26.8	-20.5	8.0	-6.0
yoy	-45.5	-14.8	0.3	-14.5	-12.7	-3.8	-29.9	-12.8	-8.7	-8.4	6.1	2.4
가스도입/ 판매 대비	42.2	53.4	63.2	39.9	37.0	50.8	57.1	38.6	35.9	50.0	57.9	38.3
판매량(천톤)	4,299	3,533	4,396	3,495	4,429	3,567	3,718	3,791	4,363	3,638	4,108	3,734
qoq	13.5	-17.8	24.4	-20.5	26.7	-19.5	4.2	2.0	15.1	-16.6	12.9	-9.1
yoy	-13.6	0.7	8.7	-7.7	3.0	1.0	-15.4	8.5	-1.5	2.0	10.5	-1.5
평균 판매단가(천원/톤)	1,200	1,051	1,081	1,065	1,017	1,002	896	856	943	899	860	890
qoq	4.4	-12.4	2.8	-1.5	-4.5	-1.5	-10.5	-4.5	10.2	-4.6	-4.3	3.4
yoy	-37.0	-15.4	-7.6	-7.4	-15.3	-4.7	-17.1	-19.6	-7.3	-10.2	-4.0	4.0
평균 원재료단가 대비	122.3	117.8	114.2	132.4	111.0	113.7	115.4	109.0	113.0	116.2	113.8	112.6
평균 재료단가(천원/톤)	981	893	946	804	916	881	777	785	834	774	756	790
qoq	2.8	-9.0	6.0	-15.0	13.9	-3.8	-11.8	1.1	6.2	-7.2	-2.3	4.5
yoy	-31.2	-14.9	-6.5	-15.7	-6.6	-1.3	-17.9	-2.3	-8.9	-12.1	-2.6	0.6
도시가스용 ②	7,064	3,240	2,763	5,610	7,681	3,466	2,504	5,162	7,337	3,272	2,571	5,346
qoq	25.7	-54.1	-14.7	103.0	36.9	-54.9	-27.8	106.2	42.1	-55.4	-21.4	108.0
yoy	-11.8	4.8	7.8	-0.2	8.7	7.0	-9.4	-8.0	-4.5	-5.6	2.7	3.6
가스도입/판매 대비	57.8	46.6	36.8	60.1	63.0	49.2	42.9	61.4	64.1	50.0	42.1	61.7
판매량(천톤)	7,111	3,336	2,742	5,279	7,446	3,453	2,740	5,367	7,684	3,550	2,850	5,544
qoq	25.7	-53.1	-17.8	92.5	41.0	-53.6	-20.6	95.9	43.2	-53.8	-19.7	94.6
yoy	5.5	3.0	1.9	-6.7	4.7	3.5	-0.1	1.7	3.2	2.8	4.0	3.3
평균 판매단가(천원/톤)	993	971	1,008	1,063	1,032	1,004	914	962	955	922	902	964
qoq	0.0	-2.2	3.8	5.5	-2.9	-2.7	-9.0	5.2	-0.7	-3.5	-2.1	6.9
yoy	-16.4	1.8	5.8	6.9	3.8	3.4	-9.3	-9.5	-7.4	-8.2	-1.3	0.3
평균 원재료단가 대비	101.3	108.8	106.5	132.1	112.7	114.0	117.6	122.5	114.5	119.1	119.3	122.0
평균 재료단가(천원/톤)	981	893	946	804	916	881	777	785	834	774	756	790
qoq	2.8	-9.0	6.0	-15.0	13.9	-3.8	-11.8	1.1	6.2	-7.2	-2.3	4.5
yoy	-31.2	-14.9	-6.5	-15.7	-6.6	-1.3	-17.9	-2.3	-8.9	-12.1	-2.6	0.6

주: K-IFRS 연결기준
 자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

표5 가스원재료비 전망 Detail (분기)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
가스원재료비	11,190	6,132	6,754	7,057	10,874	6,183	5,016	7,193	10,047	5,565	5,262	7,332
qoq	24.2	-45.2	10.1	4.5	54.1	-43.1	-18.9	43.4	39.7	-44.6	-5.4	39.3
yoy	-33.0	-13.3	-0.9	-21.7	-2.8	0.8	-25.7	1.9	-7.6	-10.0	4.9	1.9
매출 대비	87.3	81.9	83.3	70.7	85.4	81.0	78.7	80.0	84.2	78.6	78.7	78.9
매출원가 대비	95.0	88.4	89.1	81.3	92.2	86.8	85.2	86.0	91.3	85.1	84.7	86.7
판매량(천톤)	11,410	6,869	7,138	8,774	11,875	7,020	6,458	9,158	12,047	7,188	6,958	9,278
qoq	20.8	-39.8	3.9	22.9	35.3	-40.9	-8.0	41.8	31.5	-40.3	-3.2	33.3
yoy	-2.6	1.8	6.0	-7.1	4.1	2.2	-9.5	4.4	1.4	2.4	7.7	1.3
평균 원재료단가(천원/톤)	981	893	946	804	916	881	777	785	834	774	756	790
qoq	2.8	-9.0	6.0	-15.0	13.9	-3.8	-11.8	1.1	6.2	-7.2	-2.3	4.5
두바이유 2개 분기 전 qoq	11.9	-3.4	-2.6	5.0	-8.1	-6.2	4.7	-13.4	4.9	-9.0	-2.9	3.6
yoy	-31.2	-14.9	-6.5	-15.7	-6.6	-1.3	-17.9	-2.3	-8.9	-12.1	-2.6	0.6
평균 판매단가 대비	91.6	88.2	89.9	75.6	89.2	87.9	86.0	85.6	87.8	85.0	86.2	84.6
평균 판매단가(천원/톤)	1,071	1,012	1,053	1,063	1,026	1,003	904	918	950	910	877	934
두바이유 분기평균(\$/bbl)	81	86	79	74	77	67	70	64	62	64	67	64
qoq	-2.6	5.0	-8.1	-6.2	4.7	-13.4	4.9	-9.0	-2.9	3.6	4.6	-4.0
yoy	1.3	10.5	-9.2	-11.8	-5.3	-21.9	-10.8	-13.4	-19.6	-3.9	-4.2	1.0

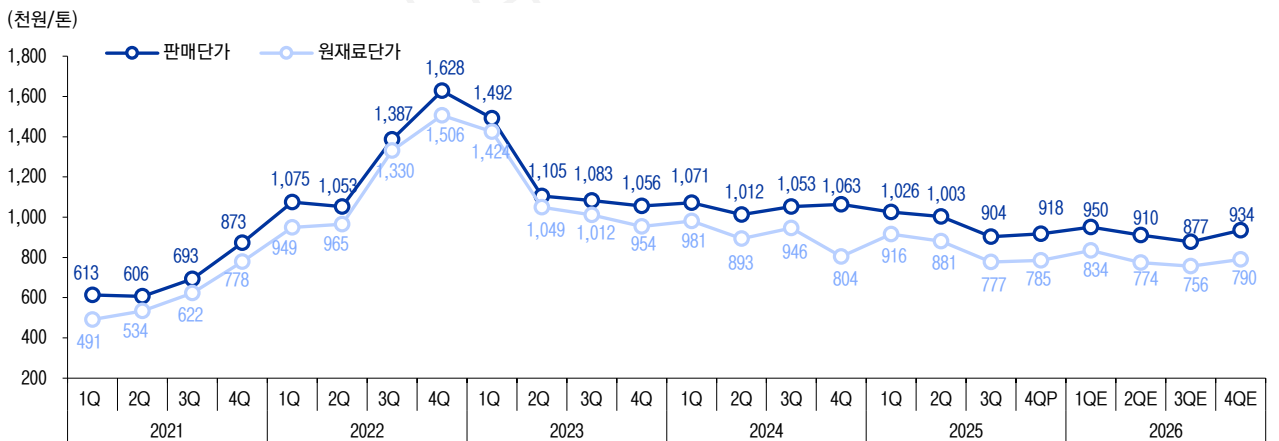
▶ 유가와 한국가스공사 천연가스 원재료비간 관계

- ▷ 두바이 유가 → (3개월) → JCC(Japan Crude Cocktail. 일본 수입가격), ICP(Indonesia Crude Price) → (1개월) → LNG
- ▷ 한국가스공사 천연가스 수입은 대부분 스팟 계약이 아니라 장기계약으로서 유가(JCC)에 연동. JCC는 두바이유에 대한 일본 수입가격인데 일본 무역통계 자료에서 발표하는 해당월 유가는 3개월 전 두바이유 유가
- ▷ 다만, 계약조건이 An(JCC 3개월 평균. 가령 5월 계약이면 전년 12월, 당월 1월, 2월 평균) 외 An-3(JCC 3개월 전 3개월 평균. 가령 5월 계약이면 전년 9, 10, 12월 평균) 등도 있어 한국가스공사 천연가스 수입가격은 평균적으로는 두바이유 대비 5개월 정도 후행
- ▷ 수입가격이 두바이유 대비 5개월 정도 후행한다는 것이고 원재료단가는 과거 장기계약으로 구매한 재고물량의 소진 기간이 반영되기 때문에 이 보다 좀 더 후행(수입가격은 수입 시점의 가격 vs 원재료단가 판매수량에 대해 총원가법으로 적용한 단가)
- 평균 원재료단가 qoq 추정은 두바이유 가격 대비 2개 분기 정도 후행을 감안하여 두바이유 가격의 2개 분기 전 qoq 추이를 참조하여 추정
- 원재료단가 추이는 추정과 오차가 발생할 수 있으나 원료비 연동제에 따라 원료비 단가에 일정수준의 마진을 가산하여 판매단가를 추정하기 때문에 영업이익 추정은 비교적 변수가 작은 편. 더구나 매년 4-5월 당해년 세후적정투자보수를 공표하기 때문에 연간 기준 영업이익은 어느 정도 기준 라인이 수립됨. 한해 세후적정투자보수를 4-5월 미리 결정할 수 있는 것은 동사 사업구조가 연간 판매량이 큰 변화가 없고 원료비 연동제에 따라 천연가스 원료 가격 변화와 관계없이 일정 수준의 마진(투자보수)을 가산하여 판매가격을 정할 수 있기 때문
- 즉, 동사는 적어도 회계상 영업이익은 안정적으로 창출되는 구조. 천연가스 원료가격 급등 시에는 소매가격을 그 만큼 올리지 못해 미수금이 쌓이는 구조라는 점이 문제. 다만, 동사 미수금은 일반적 상거래에서의 채권적 성격보다는 정부가 인증, 보증한 자산 성격 강함
- 동사는 매출 성장성은 의미가 없음. 판매량이 급변하는 것도 아니고 판매단가는 원료가격 변화에 좌우되기 때문. 매출보다는 영업이익이 핵심

주: K-IFRS 연결기준

자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

그림1 분기평균 판매단가, 원재료단가 추이



자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

표6 실적 전망 (연간)

(십억원, 원, %)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	44,556	38,389	35,727	34,989	36,894
가스도입 및 판매	42,208	36,021	33,464	32,768	34,517
발전용	22,920	17,344	14,652	14,243	15,105
도시가스용	19,288	18,677	18,813	18,525	19,413
기타	2,348	2,368	2,263	2,221	2,377
영업비용	43,003	35,385	33,626	32,749	34,575
매출 대비(%)	96.5	92.2	94.1	93.6	93.7
가스원재료비	39,592	31,132	29,267	28,205	29,975
가스도입 및 판매 매출 대비(%)	88.9	81.1	81.9	80.6	81.2
인건비	640	726	813	865	911
유무형자산상각비	1,864	1,976	1,914	2,014	2,110
기타	906	1,552	1,632	1,665	1,578
영업이익	1,553	3,003	2,101	2,240	2,320
영업이익률(%)	3.5	7.8	5.9	6.4	6.3
EBITDA	3,418	4,979	4,015	4,254	4,430
EBITDA Margin	7.7	13.0	11.2	12.2	12.0
세전이익	-862	1,638	396	1,102	1,228
세전이익률	-1.9	4.3	1.1	3.1	3.3
당기순이익	-747	1,149	132	847	945
순이익률	-1.7	3.0	0.4	2.4	2.6
지배주주순이익	-761	1,147	133	848	946
전체 순이익 대비 비중	101.8	99.8	100.6	100.1	100.1
EPS(원)	-8,097	12,447	1,433	9,180	10,234
지배주주 EPS(원)	-8,246	12,422	1,441	9,189	10,245
yoy(%)					
매출액	-13.9	-13.8	-6.9	-2.1	5.4
영업이익	-36.9	93.3	-30.0	6.6	3.6
EBITDA	-18.5	45.7	-19.4	5.9	4.1
지배주주순이익	적전	흑전	-88.4	537.7	11.5
지배주주 EPS	적전	흑전	-88.4	537.7	11.5
종전 전망치 대비(%)					
매출액			1.0	6.0	5.6
영업이익			-10.9	-6.4	-5.4
EBITDA			-6.0	-3.5	-2.9
지배주주순이익			-83.2	-7.5	-6.5
지배주주 EPS			-83.2	-7.5	-6.5

주: K-IFRS 연결기준

자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

표7 가스도입 및 판매 매출 전망 Detail (연간)

(십억원, %)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
가스도입 및 판매 ① + ②	42,208	36,021	33,464	32,768	34,517
yoy(%)	-14.4	-14.7	-7.1	-2.1	5.3
매출 대비(%)	94.7	93.8	93.7	93.7	93.6
총판매량(천톤)	34,642	34,191	34,511	35,471	36,749
yoy(%)	-9.8	-1.3	0.9	2.8	3.6
평균 판매단가(천원/톤)	1,218	1,054	970	924	939
yoy(%)	-5.1	-13.5	-8.0	-4.7	1.7
평균 원재료단가 대비(%)	106.6	115.7	114.3	116.2	115.2
평균 원재료단가(천원/톤)	1,143	911	848	795	816
yoy(%)	-3.1	-20.3	-6.9	-6.2	2.6
발전용 ①	22,920	17,344	14,652	14,243	15,105
yoy(%)	-20.7	-24.3	-15.5	-2.8	6.1
가스도입 및 판매 매출 대비(%)	54.3	48.2	43.8	43.5	43.8
판매량(천톤)	16,314	15,723	15,505	15,843	16,564
yoy(%)	-12.1	-3.6	-1.4	2.2	4.5
평균 판매단가(천원/톤)	1,405	1,103	945	899	912
yoy(%)	-9.7	-21.5	-14.3	-4.9	1.4
평균 원재료단가 대비(%)	122.9	121.1	111.4	113.1	111.8
평균 원재료단가(천원/톤)	1,143	911	848	795	816
yoy(%)	-3.1	-20.3	-6.9	-6.2	2.6
도시가스용 ②	19,288	18,677	18,813	18,525	19,413
yoy(%)	-5.6	-3.2	0.7	-1.5	4.8
가스도입 및 판매 매출 대비(%)	45.7	51.8	56.2	56.5	56.2
판매량(천톤)	18,328	18,468	19,006	19,628	20,185
yoy(%)	-7.6	0.8	2.9	3.3	2.8
평균 판매단가(천원/톤)	1,052	1,011	990	944	962
yoy(%)	2.2	-3.9	-2.1	-4.6	1.9
평균 원재료단가 대비(%)	92.1	111.1	116.7	118.7	117.9
평균 원재료단가(천원/톤)	1,143	911	848	795	816
yoy(%)	-3.1	-20.3	-6.9	-6.2	2.6

주: K-IFRS 연결기준

자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

표8 가스원재료비 전망 Detail (연간)

(십억원, %)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
가스원재료비	39,592	31,132	29,267	28,205	29,975
yoy(%)	-12.6	-21.4	-6.0	-3.6	6.3
매출 대비(%)	88.9	81.1	81.9	80.6	81.2
매출원가 대비(%)	92.9	89.0	88.2	87.6	88.2
판매량(천톤)	34,642	34,191	34,511	35,471	36,749
yoy(%)	-9.8	-1.3	0.9	2.8	3.6
평균 원재료단가(천원/톤)	1,143	911	848	795	816
yoy(%)	-3.1	-20.3	-6.9	-6.2	2.6
평균 판매단가 대비(%)	93.8	86.4	87.5	86.1	86.8
평균 판매단가(천원/톤)	1,218	1,054	970	924	939

주: K-IFRS 연결기준

자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

표9 2022-2025년 연결영업이익 내역 추산

(억원, %)	2022	2023	2024	2025P	YoY(억원)
세후적정투자보수 a = (b x c)	11,386	14,580	14,033	13,174	-859
요금기저(b)	267,727	267,727	239,050	231,768	-7,282
세후투자보수율(c)	4.44%	5.45%	5.87%	5.68%	0.19%P ↓
세전적정투자보수(가스사업 영업이익) e = [a ÷ (1-d)] (1)	14,057	17,461	16,968	15,801	-1,167
세후적정투자보수(a)	11,386	14,580	14,033	13,174	-859
적용세율(d)	19.0%	16.5%	17.3%	16.6%	0.7%P ↓
미수금 이자수익 (2)	2,700	5,500	5,066	4,240	-826
주요 해외사업장 영업이익 (3)	4,177	2,065	4,500	2,923	-1,577
미얀마 A-1/A-3	615	505	589	667	78
호주 GLNG	3,110	1,743	1,548	84	-1,464
호주 Prelude	633	952	1,139	1,055	-84
이라크 Zubair	575	531	844	687	-157
기타(이라크 Badra, 모잠비크 KGM, 캐나다 LNG + 기타)	-756	-1,666	380	430	50
기타 영업이익 가산 요인 (4)	3,700	0	3,500	0	-3,500
기타 영업이익 차감요인 (5)	0	-9,492	0	-1,952	-1,952
영업이익 [(1)+(2)+(3)+(4)+(5)]	24,634	15,534	30,034	21,012	-9,022

- ▶ 2022년 기타 영업이익 가산 요인
 - ▷ 발전사 연료비 반영차액 정산
 - ▷ 민간사 대여 물량
- ▶ 2023년 기타 영업이익 차감 요인
 - ▷ 도매공급비용 총괄원가 정산
 - ▷ 취약계층 가스요금 지원금액 확대
 - ▷ 전년도 용도별 원료비 및 공급비 정산
- ▶ 2024년 기타 영업이익 가산 요인
 - ▷ 취약계층 가스요금 경감손실 감소(전년도 요금할인 환입 포함)
 - ▷ 임찰담합 승소금 등 공급비용 정산금액 감소
 - ▷ 용도별 원료비 손실 감소
- ▶ 2025년 기타 영업이익 차감 요인
 - ▷ 취약계층 요금 지원금액 확대 등

자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

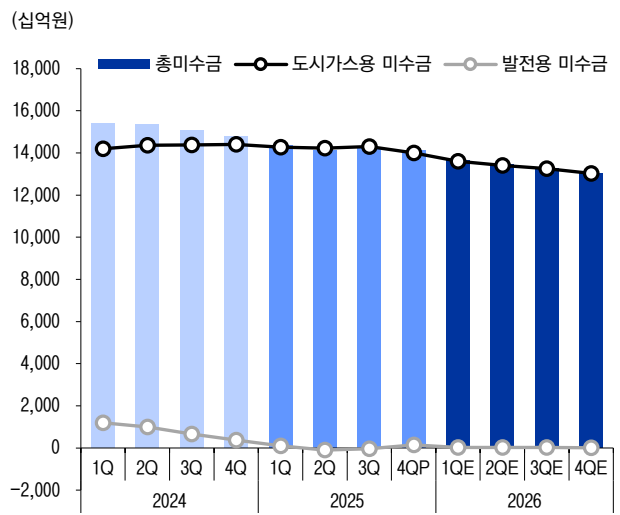
실적 전망(2) _ 미수금 전망

표10 천연가스 판매요금 미수금 전망 Detail (분기)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
판매요금 미수금 잔액(십억원)	15,396	15,365	15,048	14,786	14,376	14,132	14,260	14,135	13,629	13,436	13,273	13,046
qoq(%)	-2.3	-0.2	-2.1	-1.7	-2.8	-1.7	0.9	-0.9	-3.6	-1.4	-1.2	-1.7
발전용 잔액(십억원)	1,196	993	669	381	103	-100	-43	139	26	21	18	16
qoq(%)	-39.6	-17.0	-32.6	-43.0	-73.1	-197.4	-57.3	-426.5	-81.5	-18.5	-12.0	-15.4
비중(%)	7.8	6.5	4.4	2.6	0.7	-0.7	-0.3	1.0	0.2	0.2	0.1	0.1
도시가스용 잔액(십억원)	14,200	14,372	14,379	14,405	14,274	14,232	14,303	13,995	13,603	13,415	13,254	13,031
qoq(%)	3.0	1.2	0.1	0.2	-0.9	-0.3	0.5	-2.1	-2.8	-1.4	-1.2	-1.7
비중(%)	92.2	93.5	95.6	97.4	99.3	100.7	100.3	99.0	99.8	99.8	99.9	99.9
판매요금 미수금 qoq(십억원)	-370	-31	-316	-263	-409	-244	128	-125	-506	-193	-163	-226
발전용 qoq(십억원)	-783	-203	-324	-288	-278	-203	57	182	-114	-5	-3	-3
도시가스용 qoq(십억원)	413	172	7	26	-131	-42	71	-307	-393	-188	-161	-223
판매량(천톤)	7,111	3,336	2,742	5,279	7,446	3,453	2,740	5,367	7,684	3,550	2,850	5,544
평균 판매단가(천원/톤)	993	971	1,008	1,063	1,032	1,004	914	962	955	922	902	964
평균 수취단가(천원/톤)	935	920	1,005	1,058	1,049	1,016	888	1,019	1,006	975	958	1,005
평균 판매단가 대비	94.2	94.7	99.7	99.5	101.7	101.2	97.2	106.0	105.4	105.8	106.3	104.2

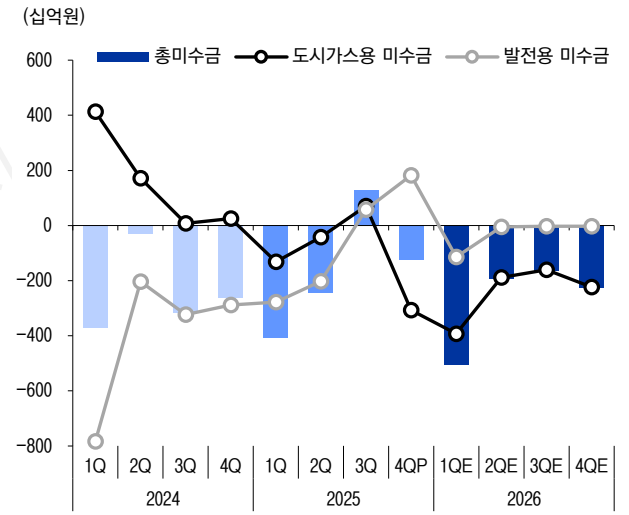
주: K-IFRS 연결기준
 자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

그림2 판매요금 미수금 잔액 추이 (분기)



자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

그림3 판매요금 미수금 발생/회수 추이 (분기)



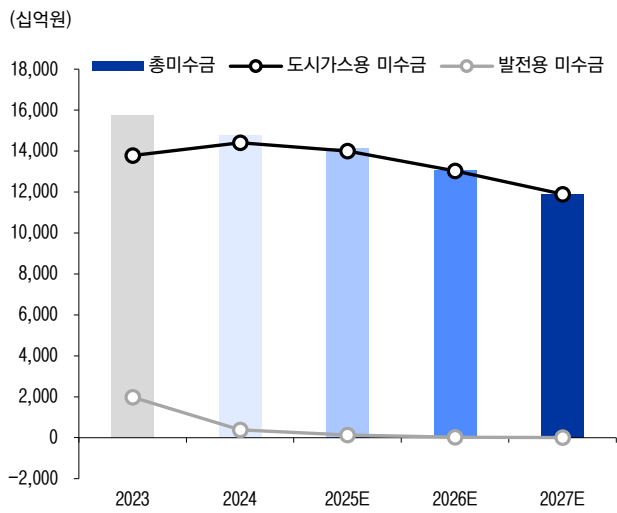
자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

표11 천연가스 판매요금 미수금 전망 Detail (연간)

(십억원, %)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
판매요금 미수금(십억원)	15,766	14,786	14,135	13,046	11,903
yoy(%)	31.2	-6.2	-4.4	-7.7	-8.8
발전용 미수금 잔액(십억원)	1,979	381	139	16	8
yoy(%)	-34.7	-80.7	-63.4	-88.8	-49.9
비중(%)	12.6	2.6	1.0	0.1	0.1
도시가스용 미수금 잔액(십억원)	13,787	14,405	13,995	13,031	11,895
yoy(%)	53.4	4.5	-2.8	-6.9	-8.7
비중(%)	87.4	97.4	99.0	99.9	99.9
판매요금 미수금 yoy(십억원)	3,745	-980	-651	-1,089	-1,143
발전용 미수금 yoy(십억원)	-1,053	-1,598	-242	-124	-8
도시가스용 미수금 yoy(십억원)	4,798	618	-409	-965	-1,135
판매량(천톤)	18,328	18,468	19,006	19,628	20,185
평균 판매단가(천원/톤)	1,052	1,011	990	944	962
평균 수취단가(천원/톤)	791	978	1,011	993	1,018
평균 판매단가 대비	75.1	96.7	102.2	105.2	105.8

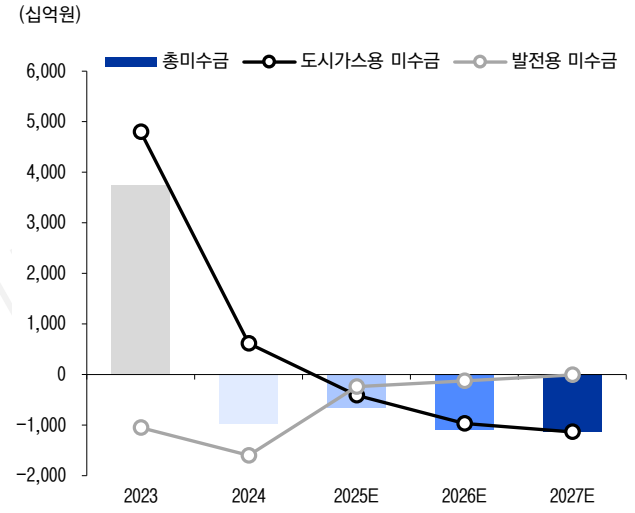
주: K-IFRS 연결기준
 자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

그림4 판매요금 미수금 잔액 추이 (연간)



자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

그림5 판매요금 미수금 발생/회수 추이 (연간)



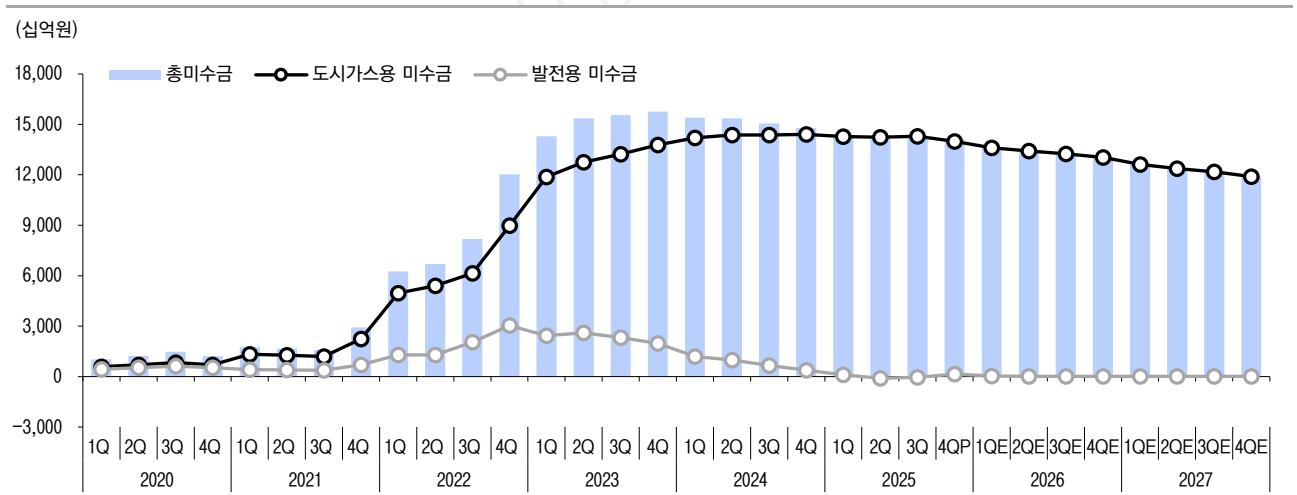
자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

표12 KOGAS, 천연가스 판매요금 미수금 추이

(십억원, 천톤, 천원/천톤, %)	2020				2021				2022				2023			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
미수금 잔액	1,030	1,228	1,472	1,211	1,746	1,674	1,570	2,930	6,268	6,699	8,187	12,021	14,292	15,356	15,543	15,766
qoq	-19.3	19.2	19.9	-17.8	44.2	-4.1	-6.2	86.6	113.9	6.9	22.2	46.8	18.9	7.4	1.2	1.4
발전용	442	527	632	520	412	395	371	691	1,299	1,298	2,047	3,032	2,425	2,595	2,321	1,979
비중	42.9	42.9	42.9	42.9	23.6	23.6	23.6	23.6	20.7	19.4	25.0	25.2	17.0	16.9	14.9	12.6
도시가스용	588	701	840	691	1,334	1,279	1,200	2,239	4,969	5,401	6,140	8,989	11,867	12,761	13,222	13,787
비중	57.1	57.1	57.1	57.1	76.4	76.4	76.4	76.4	79.3	80.6	75.0	74.8	83.0	83.1	85.1	87.4
미수금 증감	-246	198	244	-261	535	-72	-104	1,360	3,338	431	1,488	3,834	2,271	1,064	187	223
발전용	447	85	105	-112	-107	-17	-25	321	607	-1	749	985	-607	170	-274	-342
도시가스용	-694	113	139	-149	643	-55	-80	1,039	2,731	432	739	2,849	2,878	894	461	565
판매량	6,605	3,284	2,649	5,709	7,243	3,474	2,780	5,834	7,642	3,553	2,839	5,798	6,742	3,238	2,691	5,657
판매단가	733	695	583	578	638	609	643	786	846	884	1,166	1,294	1,188	954	953	994
수취단가	838	660	530	604	549	625	672	608	489	762	906	803	761	678	781	894
평가 대비	114.3	95.0	91.0	104.5	86.1	102.6	104.5	77.3	57.8	86.2	77.7	62.0	64.1	71.1	82.0	90.0
(십억원, 천톤, 천원/천톤, %)	2024				2025				2026				2027			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QP	1QE	2QE	3QE	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE
미수금 잔액	15,396	15,365	15,048	14,786	14,376	14,132	14,260	14,135	13,629	13,436	13,273	13,046	12,631	12,385	12,192	11,903
qoq	-2.3	-0.2	-2.1	-1.7	-2.8	-1.7	0.9	-0.9	-3.6	-1.4	-1.2	-1.7	-3.2	-2.0	-1.6	-2.4
발전용	1,196	993	669	381	103	-100	-43	139	26	21	18	16	13	10	9	8
비중	7.8	6.5	4.4	2.6	0.7	-0.7	-0.3	1.0	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
도시가스용	14,200	14,372	14,379	14,405	14,274	14,232	14,303	13,995	13,603	13,415	13,254	13,031	12,619	12,374	12,183	11,895
비중	92.2	93.5	95.6	97.4	99.3	100.7	100.3	99.0	99.8	99.8	99.9	99.9	99.9	99.9	99.9	99.9
미수금 증감	-370	-31	-316	-263	-409	-244	128	-125	-506	-193	-163	-226	-415	-247	-192	-289
발전용	-783	-203	-324	-288	-278	-203	57	182	-114	-5	-3	-3	-3	-2	-1	-1
도시가스용	413	172	7	26	-131	-42	71	-307	-393	-188	-161	-223	-412	-245	-191	-288
판매량	7,111	3,336	2,742	5,279	7,446	3,453	2,740	5,367	7,684	3,550	2,850	5,544	7,884	3,667	2,935	5,699
판매단가	993	971	1,008	1,063	1,032	1,004	914	962	955	922	902	964	958	960	936	981
수취단가	935	920	1,005	1,058	1,049	1,016	888	1,019	1,006	975	958	1,005	1,011	1,027	1,001	1,031
평가 대비	94.2	94.7	99.7	99.5	101.7	101.2	97.2	106.0	105.4	105.8	106.3	104.2	105.5	107.0	107.0	105.2

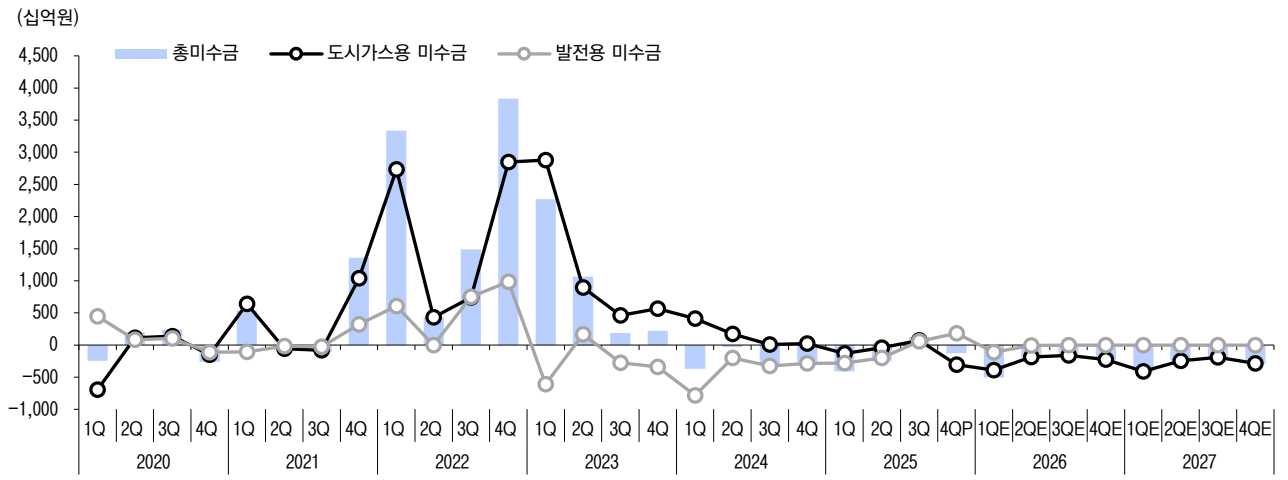
자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

그림6 KOGAS, 천연가스 판매요금 미수금 잔액 추이



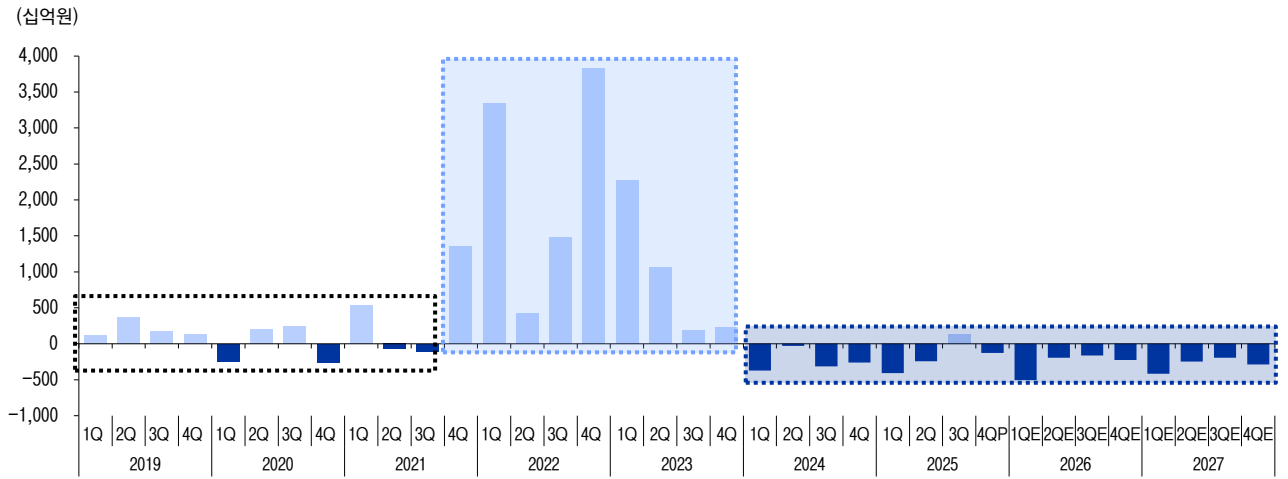
자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

그림7 KOGAS, 천연가스 판매요금 미수금 증감(증가/회수) 추이



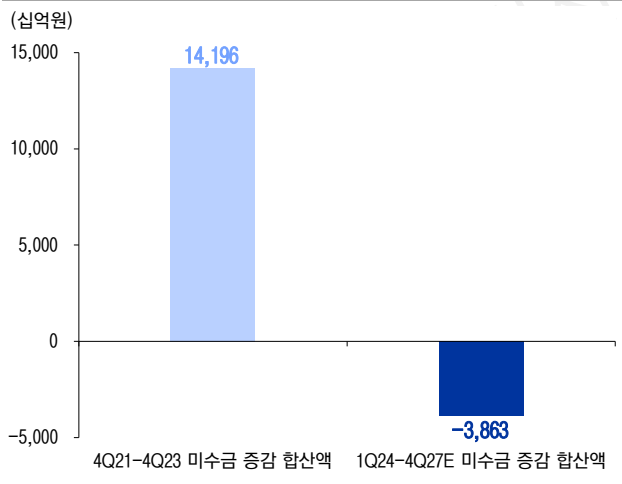
자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

그림8 KOGAS, 전체미수금 증감 추이 및 전망



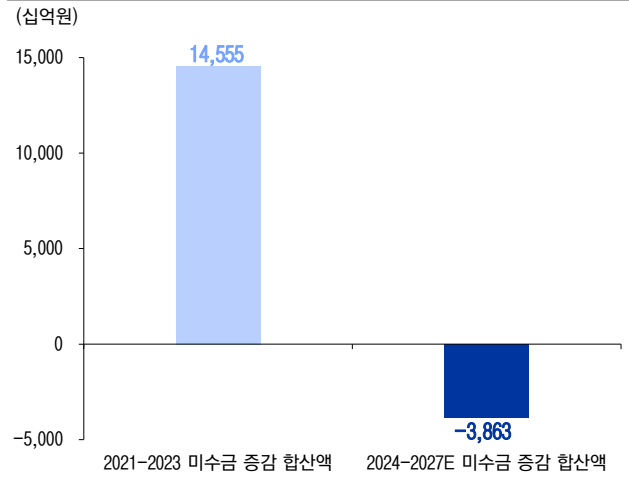
자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

그림9 KOGAS 미수금 증감, 4Q21-4Q23 vs 1Q24-4Q27E



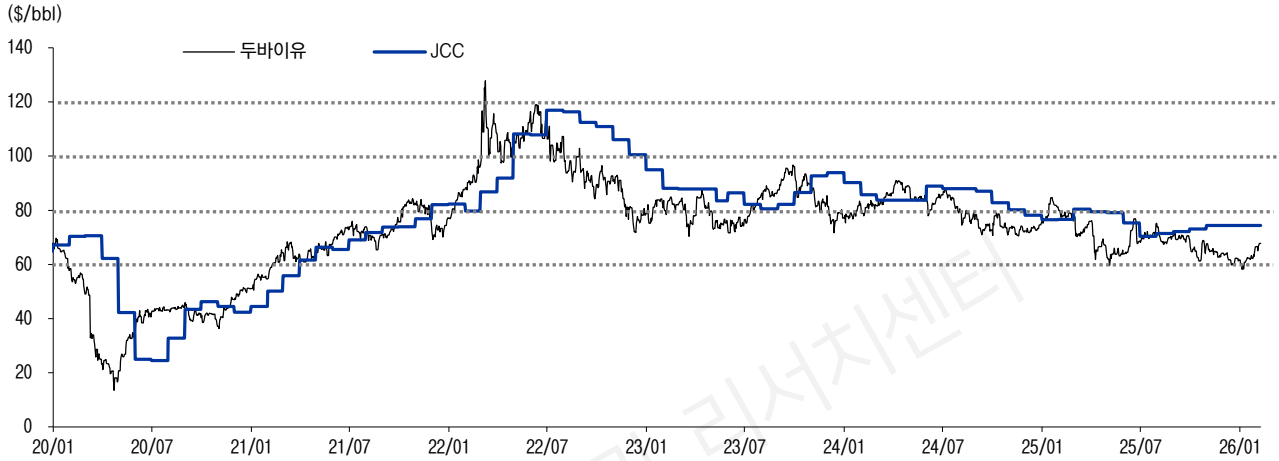
자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

그림10 KOGAS 미수금 증감, 2021-2023 vs 2024-2027E



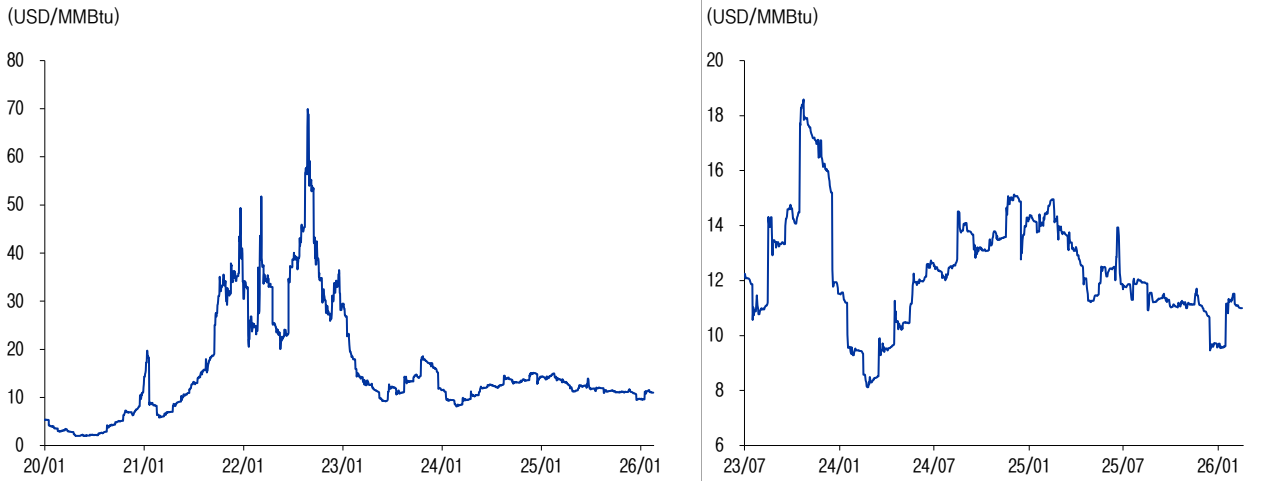
자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

그림11 유가 추이



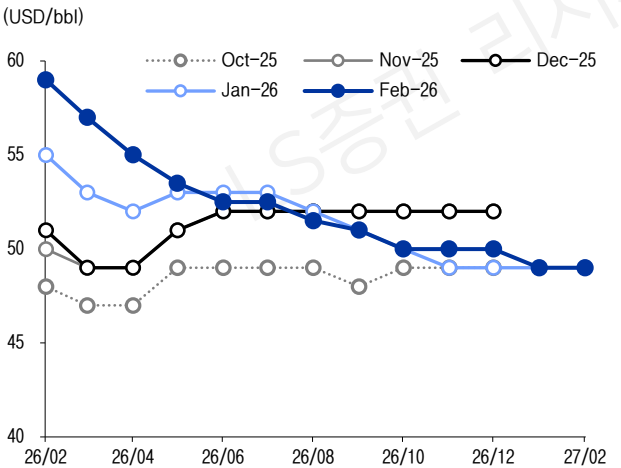
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림12 LNG 가격 추이(JKM) 참조



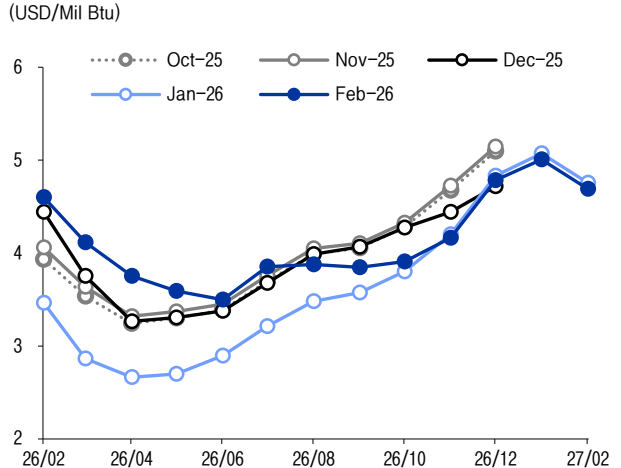
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림13 유가 전망 (WTI)



자료: EIA Short Term Energy Outlook, LS증권 리서치센터

그림14 천연가스 가격 전망 (Henry Hub Spot)



자료: EIA Short Term Energy Outlook, LS증권 리서치센터

Valuation

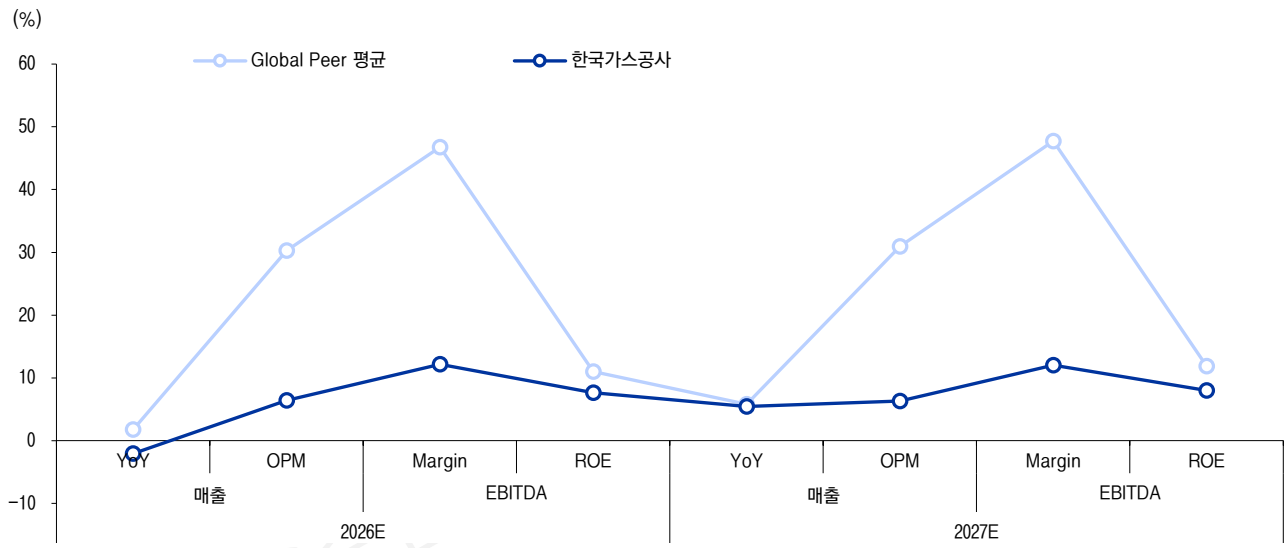
상대평가 With Global Peer

표13 펀드멘털 지표 비교 (한국가스공사 vs Global Peer)

(%)	2026E				2027E			
	매출 YoY	OPM	EBITDA Margin	ROE	매출 YoY	OPM	EBITDA Margin	ROE
Enbridge(캐나다)	-15.6	25.4	37.4	11.1	3.7	26.1	38.1	12.6
Snam(이탈리아)	11.4	45.3	73.1	14.6	6.6	45.1	72.5	16.7
Atmos Energy(미국)	11.1	35.0	50.7	9.3	10.1	36.3	52.2	9.2
Hong Kong & China Gas(홍콩)	2.9	15.8	22.5	10.3	3.4	16.1	23.2	10.9
NiSource(미국)	-1.0	29.9	50.0	9.7	5.1	31.2	52.7	9.8
Average	1.8	30.3	46.7	11.0	5.8	31.0	47.7	11.8
한국가스공사	-2.1	6.4	12.2	7.6	5.4	6.3	12.0	8.0
Global Peer 대비 우위/보합/열위 (%)	열위	-78.9	-74.0	-30.6	-5.7	-79.7	-74.8	-32.6

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림15 펀드멘털 지표 비교 (Global Peer vs 한국가스공사)



- ▶ 수익성 지표(영업이익률, EBITDA Margin 등): Global Peer 대비 대폭 열위
- ▶ 자본 성장성 지표(ROE): Global Peer 대비 상당수준 열위
- ▶ 매출 성장성 지표(매출 YoY): Global Peer 대비 열위. 다만, 매출 성장성은 핵심지표는 아님
- 한국가스공사는 철저한 원료비연동제에 따라 천연가스 가격 변동과 무관하게 회계적 영업이익은 안정적인 수준 지속 구조
- 다만, 2025년 이후 수익성 중심 펀드멘털 지표는 Global Peer 대비 열위

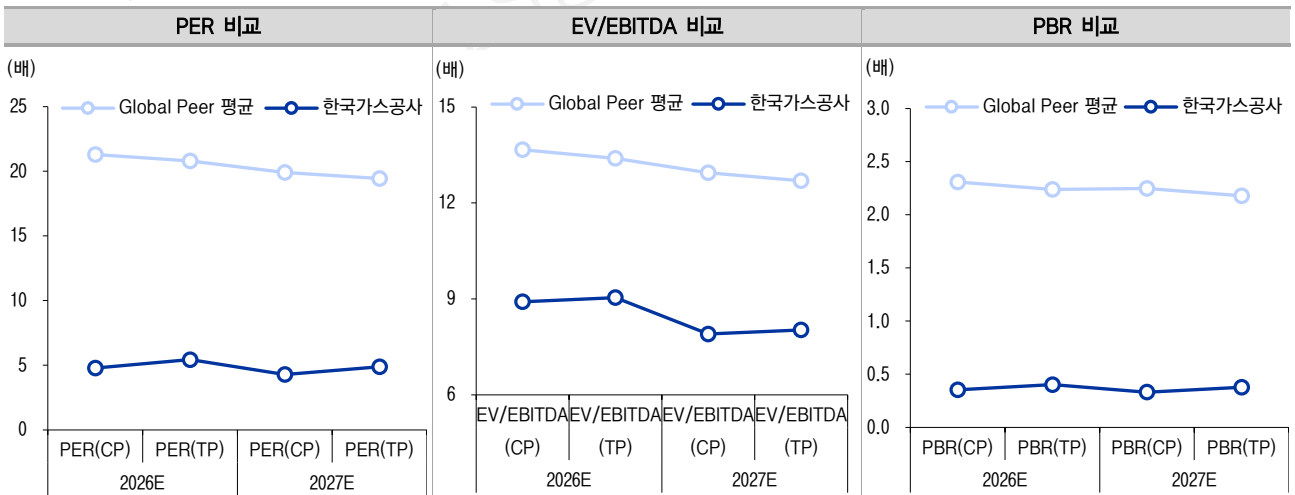
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

표14 상대평가 Valuation 지표 비교 (한국가스공사 vs Global Peer)

(각국 통화, 배, %)	2026E				2027E			
	PER		PBR		PER		PBR	
	(CP)	(TP)	(CP)	(TP)	(CP)	(TP)	(CP)	(TP)
Enbridge(캐나다)	23.7	24.2	2.7	2.8	21.9	22.4	2.8	2.8
Snam(이탈리아)	15.6	13.7	2.3	2.0	15.0	13.2	2.2	1.9
Atmos Energy(미국)	22.0	21.8	2.0	2.0	20.5	20.4	1.9	1.9
Hong Kong & China Gas(홍콩)	22.6	20.9	2.5	2.3	21.2	19.6	2.5	2.3
NiSource(미국)	22.7	23.3	2.0	2.1	21.0	21.6	1.9	1.9
Average	21.3	20.8	2.3	2.2	19.9	19.4	2.2	2.2
한국가스공사	4.8	5.4	0.4	0.4	4.3	4.9	0.3	0.4
Global Peer 대비 할증 or 할인 (%)	-77.6	-73.9	-84.7	-82.0	-78.5	-74.9	-85.3	-82.7

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

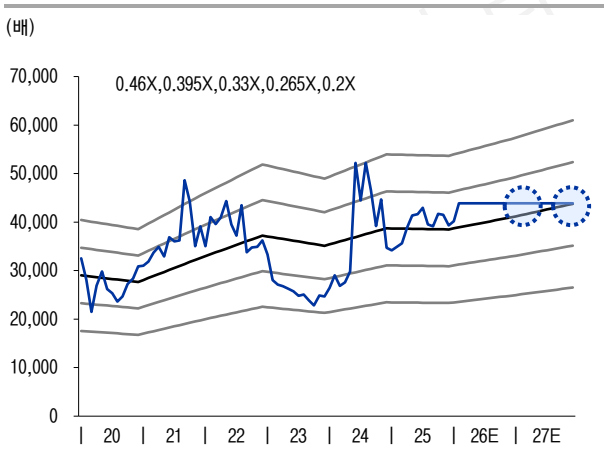
그림16 Multiple 지표 비교(한국가스공사 vs Global Peer)



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

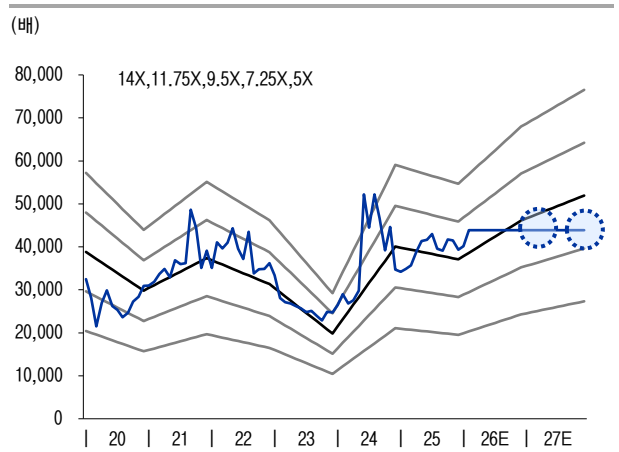
상대평가 With 자체 Multiple Band

그림17 한국가스공사 PBR Band



자료: LS증권 리서치센터

그림18 한국가스공사 EV/EBITDA Band



자료: LS증권 리서치센터

Valuation Table & 목표주가 변동내역

표15 한국가스공사 Valuation Table

구분	2026E	2027E
지배주주 BPS(원)	124,178	132,616
적용 PBR(배)	0.40	0.38
목표주가(원)	50,000	50,000
주식수(주)	92,313,000	92,313,000
목표시총(십억원)	46,157	46,157

■ Global Peer 대비 적용 Multiple 적정성 점검 통한 Valuation 유의성 점검

▶ 2026E BPS 대비 목표주가 산출 PBR 0.40배 → Global Peer 목표 PBR 대비 82.0% 할인

▷ Global Peer 대비 80% 이상 할인 적용 중

▷ 영업실적 측면 펀드멘털 지표가 Global Peer 대비 대폭 열위임을 감안해도 기본 밸류에이션 Multiple의 할인수준은 과도하다고 판단. 다만, 실질적 이익 지표인 미수금의 회수 속도가 더디다는 점에서 밸류에이션 할인 수준은 극복되지 못하고 있는 상황

- 발전용 미수금 회수 완료. 도시가스용 중 민수용 외 기타 미수금 대부분 회수: 발전용 미수금과 도시가스용 중 민수용 외 기타 미수금은 그 동안 분기별 미수금 회수(감소)를 견인했지만 2Q25를 기점으로 대부분 회수됨에 따라 3Q25부터는 미수금 회수 역할 하지 못함(오히려 증가세 전환)
- 따라서, 총미수금이 의미 있는 속도로 지속적으로 회수되기 위해선 미수금 잔액의 대부분을 차지하는 도시가스용 중 민수용 미수금이 회수국면에 진입해야 함
- 다만, 민수용 미수금은 현재의 요금구조 하에선 기본영업에서의 회수액이 이자수의 관련 미수금 증가액을 소폭 초과하는 수준에 그치고 있어 매 분기 회수액이 다소의 증감만 반복하는 등 한계를 보이고 있어 본격적인 회수국면 진입 위해선 요금인상 필요
- 그러나, 3분기는 가스 비수기라 통상적으로 요금인상 가능성이 높은 시기임에도(2024에도 8월에 민수용 요금인상 단행) 2025년 3분기는 대선 직후 민생경제 부진 등으로 인해 민수용 요금인상이 없었음

▶ 민수용 도시가스 요금인상 방향성 관련

- ▷ 한국가스공사의 도시가스용 중 민수용 미수금은 채권 상대방, 만기가 있는 일반 상거래에서의 외상매출금 성격의 미수금이 아니라 정부가 인정한 인정자산 또는 보증자산 성격이 강하며 사실상 정부부채임
- ▷ 따라서, 천연가스 가격 급등기에 급격하게 누적된 미수금은 천연가스 가격 안정기에 상대적으로 적절한 수준의 민수용 도시가스 요금 인상을 통한 회수로 정부부채를 축소해야 하는 것이 기본적인 방향성
- ▷ 그러나, 그 동안 몇 차례 인상이 있었으나 인상규모는 미수금 회수를 위한 적정수준에 미치지 못했으며 3Q25는 가스 비수기임에도 대선직후 민생경제 부진에 대한 부담 등으로 인상되지 못했음
 - 가스 요금인상 당위성은 전기 요금인상 당위성보다 약함
 - 한국가스공사 누적미수금 해소의 시기적 긴급성도 한국전력 누적영업적자 해소의 시기적 긴급성보다 약함
- ▷ 4Q는 가스 성수기라 인상 어려운 시기이고 1-2Q는 통상적인 인상시기가 아니라는 점에서 현시점에서 예측 또는 기대할 수 있는 민수용 도시가스 요금 인상 시기는 3Q26 정도
 - 다만, 투자의 관점에서 2026년에도 2025년과 마찬가지로 전기, 가스 모두 요금 동결 가능성을 감안하지 않을 수 없음

자료: LS증권 리서치센터

표16 한국가스공사 목표주가 변동

(억원, 원, 배, %)	목표주가 (원)	목표시총 (억원)	2026E			2027E		
			지배주주 BPS(원)	PBR (배)	ROE (%)	지배주주 BPS(원)	PBR (배)	ROE (%)
종전	50,000	46,157	131,569	0.38	7.8	139,780	0.36	8.1
신규	50,000	46,157	124,178	0.40	7.6	132,616	0.38	8.0
변경률(%)	0.0	0.0	-5.6	6.0	-1.9	-5.1	5.4	-1.2

자료: LS증권 리서치센터

한국가스공사 (036460)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	17,430	16,969	16,345	16,027	16,342
현금및현금성자산	781	929	1,046	1,161	1,272
유동금융자산	52	466	525	582	638
매출채권및기타채권	7,038	6,954	6,568	6,459	6,741
기타	9,560	8,620	8,206	7,825	7,691
비유동자산	39,824	40,701	39,923	38,087	36,002
유무형자산	23,904	24,679	24,364	23,262	21,920
금융/투자자산	2,758	2,572	2,593	2,743	2,932
기타	13,162	13,450	12,965	12,081	11,150
자산총계	57,255	57,670	56,268	54,113	52,344
유동부채	22,566	21,267	20,575	19,178	17,984
매입채무및기타채무	4,189	3,082	2,911	2,863	2,988
유동금융부채	17,933	17,731	17,252	15,924	14,615
기타	444	453	412	391	382
비유동부채	24,862	25,577	24,925	23,475	22,121
비유동금융부채	21,060	21,433	21,094	19,660	18,260
기타	3,802	4,144	3,831	3,815	3,861
부채총계	47,429	46,843	45,500	42,653	40,106
자배회지분	9,627	10,829	10,771	11,463	12,242
자본금	462	462	462	462	462
자본잉여금및기타	2,487	2,587	2,589	2,602	2,616
이익잉여금	6,679	7,780	7,720	8,400	9,164
비자배회사지분	199	-3	-3	-3	-4
자본총계	9,826	10,826	10,768	11,460	12,238

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	5,886	3,630	2,207	3,063	2,840
영업 창출 현금	7,352	4,931	3,644	4,506	4,386
당기순이익	-747	1,149	132	847	945
조정사항	4,519	4,262	3,320	3,676	4,150
D&A	1,887	1,983	1,914	2,014	2,110
법인세비용	-114	489	264	255	283
이자비용	1,676	1,506	1,258	1,278	1,360
이자수익	-115	-90	-98	-126	-153
기타	1,185	375	-18	256	550
자산,부채 증감	3,581	-479	192	-18	-708
법인세,이자,배당금	-1,467	-1,302	-1,436	-1,443	-1,546
투자활동 현금흐름	-1,334	-1,747	-1,118	-56	122
금융자산 증감	-16	-4	-71	-69	-67
유무형자산 증감	-1,363	-1,786	-1,600	-912	-768
기타	46	43	552	924	957
재무활동 현금흐름	-4,587	-1,837	-972	-2,892	-2,851
금융부채 증감	-4,625	-1,728	-817	-2,763	-2,709
신종자본증권 증감	-8	-26	-154	-130	-142
배당금 지급	117	0	0	0	0
기타	-71	-83	0	0	0
총현금흐름	-36	46	117	114	112
기초현금및현금성자산	813	781	929	1,046	1,161
외화현금 환율 효과	3	107	0	0	0
기말현금및현금성자산	781	933	1,046	1,161	1,272

자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	44,556	38,389	35,727	34,989	36,894
매출원가	42,599	34,976	33,167	32,216	33,987
매출총이익	1,957	3,413	2,560	2,773	2,907
판관비	404	409	459	533	588
영업이익	1,553	3,003	2,101	2,240	2,320
유무형자산상각비	1,864	1,976	1,914	2,014	2,110
EBITDA	3,418	4,979	4,015	4,254	4,430
기타수익	36	72	139	89	100
기타비용	196	252	233	217	238
기타손익	-766	48	-475	-37	-11
금융수익	1,438	2,070	1,693	1,901	2,034
금융비용	3,031	3,441	2,926	3,077	3,206
관계/공동기업손익	105	137	98	202	231
세전이익	-862	1,638	396	1,102	1,228
법인세비용	-114	489	264	255	283
당기순이익	-747	1,149	132	847	945
지배주주순이익	-761	1,147	133	848	946
Profitability(%)					
영업이익률	3.5	7.8	5.9	6.4	6.3
EBITDA Margin	7.7	13.0	11.2	12.2	12.0
당기순이익률	-1.7	3.0	0.4	2.4	2.6
ROA	-1.3	2.0	0.2	1.5	1.8
ROE	-7.5	11.1	1.2	7.6	8.0
ROIC	2.3	4.4	1.2	3.7	4.0

주요 투자지표

	2023	2024	2025P	2026E	2027E
Valuation(배)					
P/E(지배주주)	N/A	2.8	27.3	4.8	4.3
P/B	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3
EV/EBITDA	11.8	8.2	10.1	8.9	7.9
P/CF	0.6	0.6	1.1	0.9	0.8
Per Share Data(원)					
EPS(지배주주)	-8,246	12,422	1,441	9,189	10,245
BPS	104,286	117,308	116,676	124,178	132,616
CPS	40,855	58,615	37,393	49,002	55,185
DPS	0	1,455	1,154	1,279	1,472
Growth(%)					
매출액	-13.9	-13.8	-6.9	-2.1	5.4
영업이익	-36.9	93.3	-30.0	6.6	3.6
EPS(지배주주)	적전	흑전	-88.4	537.7	11.5
총자산	-8.3	0.7	-2.4	-3.8	-3.3
자기자본	-5.6	10.2	-0.5	6.4	6.8
Stability(%배)					
부채비율	482.7	432.7	422.6	372.2	327.7
유동비율	77.2	79.8	79.4	83.6	90.9
자기자본비율	17.2	18.8	19.1	21.2	23.4
영업이익/금융비용(x)	0.5	0.9	0.7	0.7	0.7
이자보상배율(x)	0.5	2.1	1.3	1.9	1.9
총차입금(십억원)	38,994	39,164	38,346	35,584	32,875
순차입금(십억원)	38,161	37,769	36,775	33,841	30,964

한국가스공사 목표주가 추이		투자이견 변동내역					
(원)		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
					최고 대비	최저 대비	평균 대비
		2023.05.12	신규	성중화			
		2023.05.12	Buy	34,000	-20.7	-25.7	
		2023.10.04	Buy	30,000	2.0	-18.3	
		2024.02.20	Buy	42,000	-28.1	-34.2	
		2024.04.26	Buy	38,000	67.1	6.4	
		2024.08.12	Hold	45,000	18.4	-0.1	
		2024.11.13	Buy	51,000	-8.9	-15.6	
		2024.11.22	Buy	62,000	-23.1	-41.1	
		2025.02.05	Buy	50,000	-5.3	-24.4	
		2025.07.16	Buy	54,000	-15.3	-24.5	
		2025.10.21	Buy	50,000			

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 성중화).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자이견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	88.7% 11.3%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자이견 비율은 2025.1.1~ 2025.12.31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)