

2025. 1. 16



▲ 유틸리티/건설

Analyst 문경원

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** **45,000 원****현재주가 (1.15)** **35,000 원****상승여력** **28.6%**

KOSPI 2,496.81pt

시가총액 32,310억원

발행주식수 9,231만주

유동주식비율 46.70%

외국인비중 10.57%

52주 최고/최저가 63,500원/22,900원

평균거래대금 455.7억원

주요주주(%)

대한민국정부(기획재정부) 외 1 인 46.63

국민연금공단 7.69

주가상승률(%)**1개월** **6개월** **12개월**

절대주가 7.2 -17.6 48.6

상대주가 7.1 -5.5 50.4

주가그래프

한국가스공사 036460

4Q24 Preview: 이익 변동성 확대, 하지만 싫지 않을지도

- ✓ 4Q24 연결 영업이익은 7,463억원을 기록하며 컨센서스(5,907억원)를 상회할 전망
- ✓ 요금 할인 비용이 공급비에 반영될 것으로 가정. 순이익은 기대치 충족할 듯
- ✓ 환손실 2024년 크게 확대. 2025년부터는 환 리스크 제한적
- ✓ 2025년 이후의 배당 기대감을 주가에 반영할 때
- ✓ 투자 의견을 Buy로 상향, 적정주가는 +5% 상향한 45,000원을 제시

이익 변동성이 커질 4분기. 전망 어렵지만 상회 가능성이 더 높음

4Q24 연결 영업이익은 7,463억원(+40.9% YoY)을 기록하며 컨센서스(5,907억원)를 상회할 전망이다. 4분기는 공급비에 운전자본 당해 정산분과 비정산 항목 등이 집중 반영되면서 이익 변동성이 심해지는 시기다. 이번에는 그동안 정산되지 않은 일부 요금 할인 비용이 공급비에 일시 반영될 것으로 가정하였다. 한편, 영업외손익에서는 4분기에 손상차손 반영 여부가 큰 변수로 작용한다. 할인을 상승 등의 이슈로 일부 손상차손이 반영될 것으로 가정하였다. 가스 가격 상승으로 인한 호주 Prelude 실적 개선도 기대 요인이다.

환 리스크 제거하고 맞는 2025년. 이제부터 정말 배당 기대해도 좋다

2024년 말 기준 환율이 1,470원으로 2023년 말 대비 180원 이상 상승했다. 이로 인해 별도 재무제표에서 연간 환차손은 5,000억원에 가까울 것으로 보이며, 4Q24에는 별도 순손실이 불가피하다(-1,970억원). 다만 거꾸로 생각하면 2025년에는 환 리스크가 감소했다는 의미로도 해석할 수 있다. 2024년에는 의미있는 배당이 어려우나(DPS 약 1,000원), 2025년부터는 2,500원 이상의 DPS를 기록할 수 있는 회사가 될 전망이다. 2024년 회계연도 배당 재개를 통해 배당에 대한 잠재력이 반영될 수 있을 것으로 본다.

펀더멘탈에 기인해서 투자할 수 있는 주가 수준. 투자 의견 Buy로 상향

투자 의견을 Buy로 상향, 적정주가는 +5% 상향한 45,000원을 제시한다(유가 상승으로 인한 PBR 상승 반영). 대와고래 가스전에 대한 기대감 소멸로 상승 여력이 생겼다. 이제는 2025년 배당만 놓고서도 충분히 투자 가능한 종목이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	51,724.3	2,463.4	1,493.1	16,174	55.2	110,354	2.2	0.3	11.5	15.7	499.6
2023	44,556.0	1,553.4	-761.2	-8,246	적전	104,286	-3.0	0.2	12.4	-7.7	482.7
2024E	40,055.3	2,573.3	1,039.6	11,261	흑전	116,071	3.1	0.3	8.6	10.2	406.8
2025E	39,821.4	2,242.0	713.6	7,730	-30.9	122,856	4.5	0.3	9.0	6.5	375.7
2026E	40,436.8	2,067.3	684.8	7,419	-4.0	127,533	4.7	0.3	9.1	5.9	338.5

표1 한국가스공사 4Q24 Preview

(십억원)	4Q24E	3Q24	(% YoY)	3Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	11,645.5	10,609.2	9.8	8,109.3	43.6	11,077.0	5.1
영업이익	746.3	529.6	40.9	439.7	69.7	590.7	26.3
세전이익	313.8	-774.7	흑전	191.6	63.8	222.9	40.8
지배순이익	225.2	-659.9	흑전	155.1	45.2	195.8	15.0

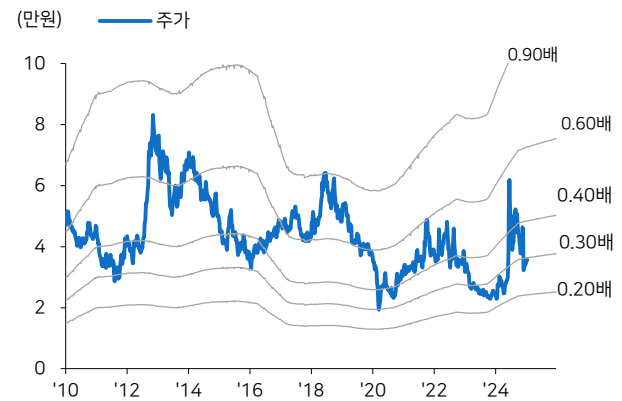
자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국가스공사 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	39,764.0	37,918.5	40,055.3	39,821.4	0.7%	5.0%
영업이익	2,362.3	2,442.5	2,573.3	2,242.0	8.9%	-8.2%
영업이익률	5.9%	6.4%	6.4%	5.6%	0.5%p	-0.8%p
당기순이익	980.3	872.5	1,042.9	720.8	6.4%	-17.4%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 한국가스공사 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantiverse, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국가스공사 적정주가 산출 내역

구분	적용값	내용
12개월 선행 순자산(십억원)	6,149.5	12개월 선행 평균 순자산에 1Q25 예상 미수금(15조원) 중 3분의 1 차감
적용 배수(배)	0.68	두바이유-PBR 간의 회귀분석 상의 멀티플(미수금 이슈가 없던 2015~2021년이 분석 대상)
적정 시가총액(십억원)	4,181.7	
발행 주식수(백만주)	92,313	발행주식수
적정 주가(원)	45,000	
현재 주가(원)	35,600	
상승 여력(%)	26.4	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 한국가스공사 연결 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	81.3	85.3	78.3	73.6	76.0	76.0	78.0	78.0	82.1	79.6	77.0	78.3
환율(원/달러)	1,328.7	1,371.1	1,357.4	1,396.3	1,350.0	1,350.0	1,340.0	1,340.0	1,305.7	1,363.4	1,345.0	1,340.0
JKM(달러/mmbtu)	9.9	11.8	13.4	14.5	15.0	15.0	15.4	15.4	13.4	12.3	15.2	15.4
실적 추정												
매출액	12,810.7	7,489.8	8,109.3	11,645.5	13,177.6	7,502.8	8,235.9	10,905.1	44,556.0	40,055.3	39,821.4	40,436.8
매출액 증가율(%)	-28.6	-7.8	2.8	9.8	2.9	0.2	1.6	-6.4	-13.9	-10.1	-0.6	1.5
가스도매판매	12,355.2	7,029.4	7,623.8	11,181.2	12,706.2	7,032.9	7,757.8	10,460.0	42,730.7	38,189.6	37,956.8	38,567.5
해외주요사업	616.3	540.4	568.8	569.5	599.1	533.0	549.4	541.8	2,217.2	2,293.7	2,223.5	2,252.8
기타 및 연결조정	-160.9	-80.0	-83.3	-105.2	-127.7	-63.1	-71.3	-96.7	-391.9	-428.0	-358.9	-383.5
매출원가	11,779.7	6,934.2	7,580.9	10,787.8	12,177.1	6,923.0	7,749.3	10,328.5	42,598.9	37,082.6	37,177.9	37,969.0
매출총이익	1,030.9	555.6	528.4	857.7	1,000.5	579.8	486.6	576.6	1,957.1	2,972.7	2,643.5	2,467.8
판관비	109.3	89.9	88.7	111.5	115.9	93.8	87.7	104.1	403.7	399.4	401.6	400.5
영업이익	921.6	465.7	439.7	746.3	884.6	486.0	398.8	472.5	1,553.4	2,573.3	2,242.0	2,067.3
영업이익 증가율(%)	56.6	127.1	90.9	40.9	-4.0	4.4	-9.3	-36.7	-36.9	65.7	-12.9	-7.8
영업이익률(%)	7.2	6.2	5.4	6.4	6.7	6.5	4.8	4.3	3.5	6.4	5.6	5.1
가스도매판매	800.7	401.6	294.4	633.7	751.6	393.2	296.1	374.7	1,149.8	2,130.4	1,815.6	1,625.9
해외주요사업	121.1	69.9	142.8	114.4	133.5	93.4	103.2	98.3	389.3	448.2	428.4	443.5
미얀마A1/A3(별도)	11.0	19.3	46.6	16.7	15.8	15.6	15.9	15.3	50.5	93.6	62.7	60.4
이라크 주바이르	18.0	20.2	21.3	24.0	21.8	21.1	21.9	23.0	53.1	83.5	87.9	87.6
이라크 바드라	2.3	-8.3	4.0	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	54.3	-0.3	7.0	7.0
호주 GLNG	51.2	25.1	30.7	35.7	20.7	23.1	23.2	25.3	174.3	142.7	92.3	105.6
호주 Prelude	36.6	8.6	28.9	23.7	60.8	19.1	27.6	20.0	95.2	97.8	127.5	131.3
모잠비크 Coral FLNG	2.0	5.0	11.3	12.6	12.6	12.6	12.9	12.9	-38.1	31.0	51.0	51.6
기타 및 연결조정	-0.3	-5.8	2.5	-1.8	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	14.3	-5.3	-2.0	-2.0
금융손익	-384.6	-318.4	-322.6	-355.5	-375.4	-361.9	-343.9	-340.3	-1,592.8	-1,381.0	-1,421.5	-1,331.2
기타영업외손익	7.5	0.3	80.1	-162.7	-12.5	-12.9	-12.9	-11.4	-927.1	-74.8	-49.6	-7.6
관계기업 관련 손익	87.5	48.7	-5.7	85.7	93.4	49.2	-5.7	86.6	180.3	216.2	223.4	225.6
세전이익	632.0	196.3	191.6	313.8	590.0	160.4	36.4	207.4	-861.9	1,333.7	994.2	954.1
별도	366.5	102.6	340.6	-271.7	567.4	324.6	118.2	211.5	-1,086.0	538.1	1,221.8	768.4
자회사 및 조정	265.4	93.7	-149.0	585.5	22.6	-164.2	-81.9	-4.1	224.2	795.6	-227.6	185.7
법인세비용	225.1	-57.0	36.4	86.3	162.2	44.1	10.0	57.0	-114.4	290.7	273.4	262.4
법인세율(%)	35.6	-29.0	19.0	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	13.3	21.8	27.5	27.5
연결 당기순이익	406.9	253.3	155.2	227.5	427.7	116.3	26.4	150.4	-747.4	1,042.9	720.8	691.7
별도	217.2	211.8	252.1	-197.0	411.4	235.4	85.7	153.4	-881.2	484.1	885.8	557.1
자회사 및 조정	189.7	41.5	-96.9	424.5	16.4	-119.1	-59.3	-3.0	133.8	558.8	-165.0	134.6
지배주주순이익	406.4	252.9	155.1	225.2	423.5	115.1	26.1	148.9	-761.2	1,039.6	713.6	684.8

자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

한국가스공사 (036460)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	51,724.3	44,556.0	40,055.3	39,821.4	40,436.8
매출액증가율(%)	87.9	-13.9	-10.1	-0.6	1.5
매출원가	48,828.3	42,598.9	37,082.6	37,177.9	37,969.0
매출총이익	2,896.0	1,957.1	2,972.7	2,643.5	2,467.8
판매관리비	432.6	403.7	399.4	401.6	400.5
영업이익	2,463.4	1,553.4	2,573.3	2,242.0	2,067.3
영업이익률(%)	4.8	3.5	6.4	5.6	5.1
금융손익	-828.1	-1,592.8	-1,381.0	-1,421.5	-1,331.2
종속/관계기업손익	354.0	104.7	216.2	223.4	225.6
기타영업외손익	-44.0	-927.1	-74.8	-49.6	-7.6
세전계속사업이익	1,945.3	-861.9	1,333.7	994.2	954.1
법인세비용	448.2	-114.5	290.7	273.4	262.4
당기순이익	1,497.0	-747.4	1,043.0	720.8	691.7
지배주주지분 순이익	1,493.1	-761.2	1,039.6	713.6	684.8

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	25,091.6	17,430.3	14,800.3	15,238.8	13,455.2
현금및현금성자산	813.3	780.6	761.0	2,018.3	969.3
매출채권	11,310.4	6,563.1	4,392.0	4,120.4	3,602.8
재고자산	7,622.6	5,043.2	5,202.1	4,871.4	4,977.9
비유동자산	37,333.4	39,824.4	39,821.2	39,046.8	38,516.1
유형자산	23,293.8	22,351.5	22,195.7	21,542.1	20,962.4
무형자산	1,705.9	1,552.9	1,543.9	1,543.9	1,543.9
투자자산	2,693.8	2,757.6	3,036.5	2,915.7	2,964.6
자산총계	62,425.0	57,254.7	54,621.6	54,285.6	51,971.3
유동부채	30,634.6	22,566.4	20,647.3	20,207.4	17,302.1
매입채무	2,682.4	3,114.3	3,418.5	3,201.2	3,271.1
단기차입금	23,601.1	14,705.1	11,501.3	11,547.3	8,685.3
유동성장기부채	1,957.8	3,129.7	3,952.2	3,796.4	3,646.8
비유동부채	21,379.7	24,862.3	23,195.7	22,666.2	22,818.5
사채	17,100.5	20,743.0	19,374.5	18,777.5	18,836.5
장기차입금	192.1	278.9	291.4	291.4	291.4
부채총계	52,014.2	47,428.6	43,843.0	42,873.6	40,120.6
자본금	461.6	461.6	461.6	461.6	461.6
자본잉여금	2,018.3	2,018.3	2,073.2	2,073.2	2,073.2
기타포괄이익누계액	48.8	286.4	327.8	327.8	327.8
이익잉여금	7,476.3	6,678.6	7,710.9	8,337.2	8,769.0
비지배주주지분	223.7	199.1	63.7	70.9	77.8
자본총계	10,410.7	9,826.0	10,778.6	11,412.1	11,850.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-14,580.9	5,885.6	5,799.0	2,998.7	3,231.8
당기순이익(손실)	1,497.0	-747.4	1,043.0	720.8	691.7
유형자산상각비	1,751.4	1,887.1	1,966.2	1,910.3	1,836.5
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-18,687.4	3,581.0	2,602.8	586.5	925.0
투자활동 현금흐름	-973.8	-1,334.0	-1,723.1	-913.0	-1,080.7
유형자산의증가(CAPEX)	-1,178.5	-1,331.1	-1,496.4	-1,256.8	-1,256.8
투자자산의감소(증가)	-185.2	-63.8	-193.2	344.3	176.6
재무활동 현금흐름	15,802.1	-4,587.1	-4,101.7	-828.4	-3,200.1
차입금의 증감	17,322.6	-4,799.2	-4,087.7	-736.7	-2,942.9
자본의 증가	0.0	0.0	54.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	248.8	-32.7	-19.6	1,257.3	-1,049.0
기초현금	564.5	813.3	780.6	761.0	2,018.3
기말현금	813.3	780.6	761.0	2,018.3	969.3

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	560,314	482,662	433,907	431,374	438,040
EPS(지배주주)	16,174	-8,246	11,261	7,730	7,419
CFPS	52,709	40,855	51,515	44,366	42,207
EBITDAPS	45,658	37,270	49,174	44,980	42,290
BPS	110,354	104,286	116,071	122,856	127,533
DPS	0	0	1,000	2,900	2,500
배당수익률(%)	0.0	0.0	2.9	8.3	7.1
Valuation(Multiple)					
PER	2.2	-3.0	3.1	4.5	4.7
PCR	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
EBITDA(십억원)	4,214.8	3,440.5	4,539.4	4,152.3	3,903.9
EV/EBITDA	11.5	12.4	8.6	9.0	9.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.7	-7.7	10.2	6.5	5.9
EBITDA 이익률	8.1	7.7	11.3	10.4	9.7
부채비율	499.6	482.7	406.8	375.7	338.5
금융비용부담률	1.9	3.8	3.7	3.8	3.5
이자보상배율(x)	2.6	0.9	1.7	1.5	1.5
매출채권회전율(x)	5.8	5.0	7.3	9.4	10.5
재고자산회전율(x)	9.2	7.0	7.8	7.9	8.2

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	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

2024년 12월 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)	
2023.01.11	기업브리프	Buy	55,000	문경원	-40.9	-37.5	
2023.02.27	기업브리프	Buy	45,000	문경원	-40.0	-36.2	
2023.04.13	기업브리프	Buy	37,000	문경원	-29.8	-24.1	
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	-2.4	24.0	
2025.01.16	기업브리프	Buy	45,000	문경원	-	-	