

2025. 2. 24



▲ 유틸리티/건설

Analyst **문경원**
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 50,000 원

현재주가 (2.24) 36,300 원

상승여력 37.7%

KOSPI	2,645.27pt
시가총액	33,510억원
발행주식수	9,231만주
유동주식비율	46.70%
외국인비중	9.76%
52주 최고/최저가	63,500원/24,650원
평균거래대금	429.0억원

주요주주(%)

대한민국정부(기획재정부) 외 1인	46.63
국민연금공단	7.69

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.6	-25.3	20.2
상대주가	-0.7	-23.7	21.2



(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
2024P	38,388.7	3,003.4	1,144.2	12,395	흑전	117,205	2.8	0.3	7.8	11.2	395.6
2025E	37,538.5	2,621.9	990.1	10,725	-12.9	126,322	3.4	0.3	8.1	8.8	357.7
2026E	36,417.4	2,427.5	954.2	10,337	-3.6	133,350	3.5	0.3	8.1	8.0	315.2
2027E	35,329.8	2,335.9	824.6	8,933	-13.6	138,879	4.1	0.3	5.0	6.6	272.8

한국가스공사 036460

4Q24 Review: 힘을 숨긴 알짜

- ✓ 4Q24 연결 영업이익은 1.18조원을 기록하며 컨센서스(6,337억원)를 크게 상회
- ✓ 사배자 할인 비용 관련 일회성 이익 + 당해년도 정산 금액 축소로 인한 증익
- ✓ 배당협의체 결과에 따른 재개 여부 주목. 미수금은 상승폭 축소 중
- ✓ 배당 재개 시 2025년 10% 배당 수익률 기대 + 진행 중인 대왕고래 시추 모멘텀
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가는 50,000원으로 +11% 상향, 유틸리티 최선호주 의견

별도 이익 체력이 저평가되었음을 확인

4Q24 연결 영업이익은 1.18조원(+122.1% YoY)을 기록하며 컨센서스(6,337억원)를 크게 상회했다. 1)2023년도 사배자 할인 비용이 2024년 공급비에 산입되며 2,100억원의 일회성 이익이 발생했다(2025년에는 소멸되는 이익), 2)운전자본, 적정 원가 정산분이 4Q23보다 4Q24에 상대적으로 잡게 잡히면서 증익 요인으로 작용했다. 동사는 매년 5월 경 예상치를 기준으로 적정투자보수를 산정하고, 연말에는 실제 사용한 운전자본, 적정원가의 차이를 정산한다. 4Q23에는 원자재 가격 급락 때문에 정산 과정에서 큰 폭의 감익이 있었으나, 원자재 가격이 안정화됐던 2024년에는 정산 폭이 크지 않았던 것이다. 다른 말로, 정산이 없을 시에 동사의 이익 체력을 시장이 과소 평가했다고도 볼 수 있다.

멀티플 리레이팅 분기점이 다가오는 중

이번 달 배당협의체를 통해 2024년 이익 배당 여부가 결정 된다. 배당 재개 시 배당 성향에 상관 없이 호재로 작용할 가능성이 높다. 2025년 이후의 배당을 기대할 수 있게 되기 때문이다. 30%의 배당 성향을 가정할 경우 2025년 예상 배당수익률은 10%에 달한다. 배당 재개 여부는 미수금에 대한 판단 여부가 핵심인데, 4Q24 민수용 미수금은 14.0조원(QoQ +1.1%)으로 증가폭이 상당히 완만해졌다.

풍부한 상승 여력과 플러스 알파

투자의견 Buy, 적정주가는 50,000원으로 +11% 상향, 유틸리티 업종 내 최선호주 의견을 제시한다. 석유공사에 따르면 동해 심해가스전 시추도 지속될 전망으로, 지속적인 멀티플의 상승 모멘텀으로 작용할 전망이다.

(십억원)	4Q24P	4Q23	(% YoY)	3Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	9,979.0	10,609.2	-5.9	8,109.3	23.1	10,566.0	-5.6	11,645.5	-14.3
영업이익	1,176.3	529.6	122.1	439.7	167.5	633.7	85.6	746.3	57.6
세전이익	617.7	-774.7	흑전	191.6	222.5	143.8	329.6	313.8	96.9
순이익	330.2	-659.9	흑전	155.1	112.9	104.3	216.6	225.2	46.6

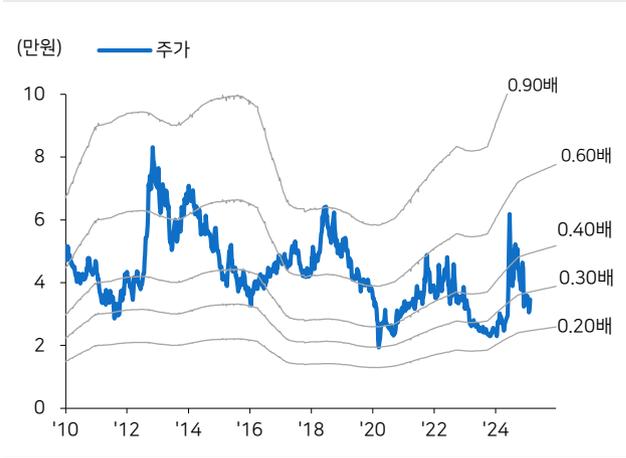
자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국가스공사 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	37,918.5	40,436.8	37,538.5	36,417.4	-1.0%	-9.9%
영업이익	2,442.5	2,067.3	2,621.9	2,427.5	7.3%	17.4%
영업이익률	6.4%	5.1%	7.0%	6.7%	0.5%p	1.6%p
당기순이익	872.5	691.7	1,000.0	963.8	14.6%	39.3%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 한국가스공사 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국가스공사 적정주가 산출 내역

구분	적용값	내용
12개월 선행 순자산	6,620.7	12개월 선행 평균 순자산에 1Q25 예상 미수금(14.5조원) 중 3분의 1 차감
적용 배수(배)	0.70	두바이유-PBR 간의 회귀분석 상의 멀티플 (미수금 이슈가 없던 2015~2021년이 분석 대상)
적정 시가총액(십억원)	4,634.5	
발행 주식수(백만주)	92,313	발행주식수
적정 주가(원)	50,000	
현재 주가(원)	36,300	
상승 여력(%)	37.7	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 한국가스공사 연결 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E	2026E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	81.3	85.3	78.3	73.6	76.0	75.0	74.0	73.0	82.1	79.6	74.5	74.5
환율(원/달러)	1,328.7	1,371.1	1,357.4	1,396.3	1,440.0	1,410.0	1,390.0	1,360.0	1,305.7	1,363.4	1,400.0	1,360.0
JKM(달러/mmbtu)	9.4	11.8	13.4	14.5	14.6	14.4	14.2	14.0	13.4	12.3	14.3	14.3
실적 추정												
매출액	12,810.7	7,489.8	8,109.3	9,979.0	13,172.0	7,416.2	7,960.1	8,990.2	44,556.0	38,388.7	37,538.5	36,417.4
매출액 증가율(%)	-28.6	-7.8	2.8	-5.9	2.8	-1.0	-1.8	-9.9	-13.9	-13.8	-2.2	-3.0
가스도매판매	12,355.2	7,029.4	7,623.8	9,442.5	12,708.8	6,967.3	7,507.5	8,581.2	42,730.7	36,450.9	35,764.8	34,739.7
해외주요사업	626.4	554.7	585.0	691.2	611.6	524.8	537.0	507.5	2,240.2	2,457.2	2,181.0	2,116.2
기타 및 연결조정	-170.9	-94.3	-99.5	-154.7	-148.4	-75.9	-84.5	-98.5	-414.9	-519.4	-407.3	-438.5
매출원가	11,779.7	6,934.2	7,580.9	8,691.1	12,114.6	6,811.8	7,524.0	8,064.7	42,598.9	34,986.0	34,515.0	33,589.4
매출총이익	1,030.9	555.6	528.4	1,287.8	1,057.5	604.4	436.1	925.5	1,957.1	3,402.8	3,023.5	2,828.0
판매비	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	1,176.3	941.6	510.6	348.3	821.4	1,553.4	3,003.4	2,621.9	2,427.5
영업이익 증가율(%)	56.6	127.1	90.9	122.1	2.2	9.6	-20.8	-30.2	-36.9	93.3	-12.7	-7.4
영업이익률(%)	7.2	6.2	5.4	11.8	7.1	6.9	4.4	9.1	3.5	7.8	7.0	6.7
가스도매판매	800.7	401.6	324.7	973.9	758.9	393.6	225.9	717.9	1,149.8	2,500.9	2,096.2	1,945.9
해외주요사업	121.0	17.1	159.6	201.1	183.1	117.6	123.0	104.0	389.3	498.8	527.7	483.6
미얀마A1/A3(별도)	11.0	19.3	16.3	12.3	14.4	14.0	14.1	13.3	50.5	58.9	55.8	52.0
이라크 주바이르	18.0	20.2	21.3	24.9	23.3	22.1	22.7	21.4	53.1	84.4	89.5	86.9
호주 GLNG	51.2	25.1	30.7	47.8	37.0	33.8	35.1	31.0	174.3	154.8	136.8	122.3
호주 Prelude	36.6	8.6	28.9	39.8	85.7	25.9	34.0	21.8	95.2	113.9	167.4	155.2
모잠비크 Coral FLNG	1.9	-47.8	58.4	74.5	22.7	21.9	17.1	16.5	-38.1	87.0	78.1	67.2
기타 및 연결조정	-0.1	47.0	-44.5	-7.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	14.3	-5.2	-2.0	-2.0
금융손익	-384.6	-318.4	-322.6	-353.4	-361.4	-364.6	-343.8	-339.9	-1,592.8	-1,378.9	-1,409.7	-1,309.2
기타영업외손익	7.5	0.3	80.1	-291.6	-14.1	-14.5	-14.5	-13.0	-927.1	-203.7	-56.2	-14.5
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	617.7	659.4	180.7	-15.7	555.0	-861.9	1,637.6	1,379.4	1,329.4
별도	366.5	102.6	340.6	164.2	573.4	326.1	48.9	555.4	-1,086.0	973.9	1,503.8	1,095.0
자회사 및 조정	265.4	93.7	-149.0	453.6	86.0	-145.4	-64.6	-0.4	224.2	663.7	-124.4	234.5
법인세비용	225.1	-57.0	36.4	284.2	181.3	49.7	-4.3	152.6	-114.4	488.6	379.3	365.6
법인세율(%)	35.6	-29.0	19.0	46.0	27.5	27.5	27.5	27.5	13.3	29.8	27.5	27.5
연결 당기순이익	406.9	253.3	155.2	333.5	478.1	131.0	-11.4	402.4	-747.4	1,149.0	1,000.0	963.8
별도	217.2	211.8	252.1	112.3	415.7	236.4	35.5	402.7	-881.2	793.4	1,090.3	793.8
자회사 및 조정	189.7	41.5	-96.9	221.2	62.4	-105.4	-46.9	-0.3	133.8	355.6	-90.2	170.0
지배주주순이익	406.4	252.9	155.1	330.2	473.3	129.7	-11.3	398.3	-761.2	1,144.5	990.0	954.2

자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

한국가스공사 (036460)

Income Statement

(십억원)	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
매출액	44,556.0	38,388.7	37,538.5	36,417.4	35,329.8
매출액증가율(%)	-13.9	-13.8	-2.2	-3.0	-3.0
매출원가	42,598.9	34,986.0	34,515.0	33,589.4	32,586.2
매출총이익	1,957.1	3,402.8	3,023.5	2,828.0	2,743.6
판매관리비	403.7	399.4	401.6	400.5	407.7
영업이익	1,553.4	3,003.4	2,621.9	2,427.5	2,335.9
영업이익률(%)	3.5	7.8	7.0	6.7	6.6
금융손익	-1,592.8	-1,378.9	-1,409.7	-1,309.2	-1,174.5
중속/관계기업손익	104.7	216.2	223.4	225.6	0.0
기타영업외손익	-927.1	-203.7	-56.2	-14.5	0.0
세전계속사업이익	-861.9	1,637.0	1,379.4	1,329.4	1,161.4
법인세비용	-114.5	488.3	379.3	365.6	328.4
당기순이익	-747.4	1,148.7	1,000.1	963.8	833.0
지배주주지분 손이익	-761.2	1,144.2	990.1	954.2	824.6

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
유동자산	17,430.3	14,413.8	14,997.0	13,335.8	13,796.9
현금및현금성자산	780.6	1,118.9	2,631.9	1,852.6	2,656.5
매출채권	6,563.1	4,392.0	4,120.4	3,602.8	3,495.2
재고자산	5,043.2	4,457.7	4,016.0	3,975.1	3,856.4
비유동자산	39,824.4	39,532.2	38,714.7	38,126.7	34,345.6
유형자산	22,351.5	22,195.7	21,542.1	20,962.4	17,250.4
무형자산	1,552.9	1,543.9	1,543.9	1,543.9	1,543.9
투자자산	2,757.6	2,747.5	2,583.5	2,575.3	2,506.2
자산총계	57,254.7	53,945.9	53,711.7	51,462.5	48,142.6
유동부채	22,566.4	19,904.1	19,353.4	16,301.0	12,535.6
매입채무	3,114.3	2,929.3	2,639.1	2,612.2	2,534.2
단기차입금	14,705.1	11,501.3	11,547.3	8,685.3	8,685.3
유동성장기부채	3,129.7	3,952.2	3,796.4	3,646.8	0.0
비유동부채	24,862.3	23,157.6	22,622.4	22,767.2	22,693.9
사채	20,743.0	19,374.5	18,777.5	18,836.5	18,836.5
장기차입금	278.9	291.4	291.4	291.4	291.4
부채총계	47,428.6	43,061.7	41,975.8	39,068.2	35,229.5
자본금	461.6	461.6	461.6	461.6	461.6
자본잉여금	2,018.3	2,073.2	2,073.2	2,073.2	2,073.2
기타포괄이익누계액	286.4	327.8	327.8	327.8	327.8
이익잉여금	6,678.6	7,815.6	8,657.2	9,306.0	9,816.4
비지배주주지분	199.1	64.7	74.7	84.4	92.7
자본총계	9,826.0	10,884.3	11,735.9	12,394.3	12,913.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	5,885.6	5,935.3	3,282.5	3,510.0	4,708.8
당기순이익(손실)	-747.4	1,148.7	1,000.1	963.8	833.0
유형자산상각비	1,887.1	1,966.2	1,910.3	1,836.5	3,712.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	3,581.0	2,633.4	591.1	931.1	160.2
투자활동 현금흐름	-1,334.0	-1,434.1	-870.0	-1,023.5	70.6
유형자산의증가(CAPEX)	-1,331.1	-1,496.4	-1,256.8	-1,256.8	0.0
투자자산의감소(증가)	-63.8	95.9	387.3	233.8	69.1
재무활동 현금흐름	-4,587.1	-4,169.2	-899.6	-3,265.9	-3,975.5
차입금의 증감	-4,799.2	-4,155.2	-746.8	-2,956.3	-3,657.6
자본의 증가	0.0	54.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-32.7	338.3	1,513.0	-779.4	803.9
기초현금	813.3	780.6	1,118.9	2,631.9	1,852.6
기말현금	780.6	1,118.9	2,631.9	1,852.6	2,656.5

Key Financial Data

	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	482,662	415,854	406,644	394,499	382,717
EPS(지배주주)	-8,246	12,395	10,725	10,337	8,933
CFPS	40,855	54,778	48,438	46,034	65,514
EBITDAPS	37,270	53,833	49,096	46,191	65,514
BPS	104,286	117,205	126,322	133,350	138,879
DPS	0	1,700	3,500	3,600	3,600
배당수익률(%)	0.0	4.9	9.6	9.9	9.9
Valuation(Multiple)					
PER	-3.0	2.8	3.4	3.5	4.1
PCR	0.6	0.6	0.7	0.8	0.6
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	4,969.5	4,532.2	4,264.1	6,047.8
EV/EBITDA	12.4	7.8	8.1	8.1	5.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-7.7	11.2	8.8	8.0	6.6
EBITDA 이익률	7.7	12.9	12.1	11.7	17.1
부채비율	482.7	395.6	357.7	315.2	272.8
금융비용부담률	3.8	3.9	4.0	3.8	3.6
이자보상배율(x)	0.9	2.0	1.7	1.7	1.8
매출채권회전율(x)	5.0	7.0	8.8	9.4	10.0
재고자산회전율(x)	7.0	8.1	8.9	9.1	9.0

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 하시기를 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

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

