

한국가스공사 (036460)

허민호

minho.hur@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월
목표주가

50,000
하향

현재주가
(25.02.21)

34,650

유틸리티업종

4Q24 일회성 서프라이즈. 관 건은 배당, 요금 인상

- 4Q24 영업이익 1,12조원(+122% YoY) 기록. 미수금 0,26조원 감소
- 관건1. 이번주 배당성향 결정, 배당성향 25%일 경우, 배당수익률 6%
- 관건 2. 하반기 가스요금 인상을 통한 민수용 미수금 회수속도 가속화

4Q24 영업이익 1.12조원(+122% YoY) 기록. 일회성 서프라이즈

3Q24 매출액 9,98조원(-6%, 이하 YoY), 영업이익 1,12조원(+122%) 기록. 영업 이익은 컨센서스 6,337억원을 상회. 1) 가스도매사업 영업이익은 9,739억원(+98%, +4,814억원)으로 서프라이즈 기록. 이는 추정이 불가능한 적정원가 정산, 기타 환입 등이 발생했기 때문. 2) 또한 해외 자원개발사업 영업이익도 1,995억원(+1,690억원)을 기록하며 서프라이즈의 또 다른 요인이었음. 모잠비크 KGM 프로젝트가 생산량의 정산제도 진입으로 예상보다 큰 이익 발생

2024년 연간 영업이익은 3.0조원 중 가스도매사업은 2.5조원(적정투자보수 1.40조원, 미수금 금융비용 0.62조원, 적정원가 정산 0.27조원, 기타 환입 0.21조원 등), 해외사업은 0.48조원임. 별도기준 순이익은 0.79조원 기록

한편, 전체 미수금은 14.79조원으로 3Q24 대비 0.26조원 감소(연간 0.98조원 감소)에 그침. 이는 발전용 및 기타부문 도시가스 미수금이 0.42억원 감소했음 에도 대부분의 미수금을 차지하고 있는 민수용 도시가스 미수금은 원/달러 환 율 상승, 미수금 금융비용의 미수금화 등으로 0.16조원 증가했기 때문

2025년 영업이익은 2.61조원(-13%, 이하 YoY)으로 정상 실적 예상

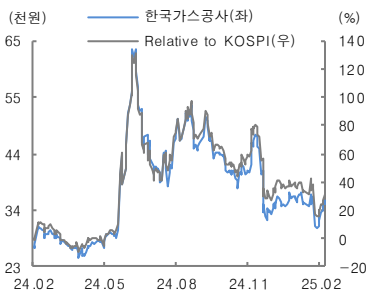
2025년 영업이익은 2,61조원(-13%, 이하 YoY) 전망. 주요 사업부문별로는 가스도매 2,04조원(-21%, 적정투자보수 1,40조원, 미수금 금융비용 0,55조원, 단, 적정원가 정산은 추정 불가능), 해외 자원개발 0.59조원(+25%) 등으로 추정됨. 적정투자보수는 요금기저 감소에도 베타 상승에 따른 자기자본비용 상승, 적정투자보수율 상승으로 전년과 유사할 것으로 기대되며, 2024년 및 2025년 평균 미수금 감소, 이자율 하락 등으로 미수금 금융비용 감소 등이 예상됨. 해외 자원개발사업도 가스가격 하락 등에도 모잠비크 KGM 프로젝트의 Lamp-up 효과 온기 반영 등으로 영업이익 개선 기대

투자의견 매수, 목표주가 50,000원 유지. 이번주 배당성향 결정 등

투자의견 매수 및 목표주가 50,000원 유지. 현재 주가는 동해 가스전 개발 기대감 이전 수준으로 하락. 2025년 예상 실적 기준 PBR 0.29배로 저평가. 관건 은 배당 매력과 민수용 미수금 회수 규모 확대 여부. 1) 2024년 별도기준 부채 비율 592%인 상황에서 배당성향 불확실성 존재. 이번주 공기업 배당 관련 정 부협의체에서 결정 예정임. 2024년 및 2025년 예상 별도기준 0.8조원 수준인 점 감안 시, 만일 배당성향이 25%로 결정될 경우 DPS 2,150 ~ 2,200원, 배 당수익률 6% 가능. 2) 발전용 및 도시가스 기타부문의 잔여 미수금 0.74조원 은 2025년 내 회수 가능. 다만, 환율 상승 및 유가 하락이 없다면, 민수용 미 수금의 의미있는 회수는 쉽지 않으므로, 가스요금 인상이 필요한 상황(2H25 기대)

KOSPI	2654.58
시가총액	3,199십억원
시가총액비중	0.15%
자본금(보통주)	462십억원
52주 최고/최저	63,500원 / 24,650원
120일 평균거래대금	595억원
외국인지분율	9.76%
주요주주	대한민국정부(기획재정부) 외 1인 46.63%
	국민연금공단 7.69%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.9	-25.4	-26.1	15.5
상대수익률	-9.8	-30.3	-24.8	15.4



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 삼역원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	51,724	44,556	38,389	38,758	36,825
영업이익	2,463	1,553	3,003	2,611	2,641
세전순이익	1,945	-862	1,589	1,359	1,428
총당기순이익	1,497	-747	1,115	954	1,002
자혜분순이익	1,493	-761	1,112	947	994
EPS	16,174	-8,246	12,046	10,254	10,765
PER	22	NA	29	34	32
BPS	110,35	104,28	116,25	124,47	133,18
PBR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
ROE	15.7	-7.7	10.9	8.5	8.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

(단위: 십억원, %)

구분	4Q23	3Q24	4Q24					1Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	10,609	8,109	9,979	9,979	-5.9	23.1	10,566	13,036	1.8	30.6
영업이익	530	440	1,176	1,176	122.1	167.5	634	810	-12.1	-31.1
순이익	-660	155	298	298	흑전	91.9	104	344	-15.4	15.5

자료: 한국가스공사, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	51,724	44,556	38,389	38,758	36,825
영업이익	2,463	1,553	3,003	2,611	2,641
세전순이익	1,945	-862	1,589	1,359	1,428
총당기순이익	1,497	-747	1,115	954	1,002
지배지분순이익	1,493	-761	1,112	947	994
EPS	16,174	-8,246	12,046	10,254	10,765
PER	2.2	NA	2.9	3.4	3.2
BPS	110,354	104,286	116,254	124,476	133,180
PBR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
ROE	15.7	-7.7	10.9	8.5	8.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
 자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

표 1. 한국가스공사의 실적 추정 가정

	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	2022	2023	2024	2025F	2026F
환율 (원/달러)	1,329	1,372	1,358	1,399	1,443	1,410	1,430	1,410	1,292	1,306	1,364	1,423	1,425
Brent 유가 (달러/bbl)	82	85	79	74	76	76	75	73	99	82	80	75	76
가스판매량 (백만톤)	88	79	85	83	77	74	76	76	94	84	84	76	75
발전용	1,200	1,051	1,012	1,163	1,089	1,063	1,118	1,097	1,561	1,405	1,103	1,093	1,090
도시가스용	993	971	1,008	1,064	1,025	979	1,018	1,000	1,030	1,052	1,012	1,008	1,003

자료: Bloomberg, 한국가스공사, 대신증권 Research Center

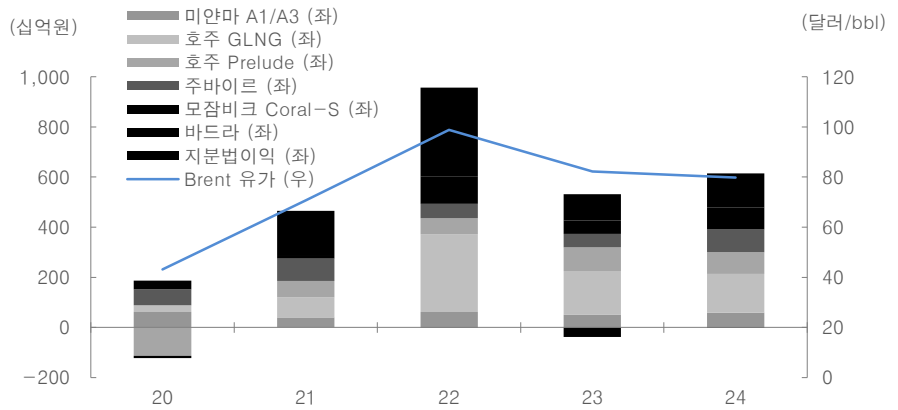
표 2. 한국가스공사의 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	12,811	7,490	8,109	9,979	13,036	7,557	8,718	9,446	51,724	44,556	38,389	38,758	36,825
국내 가스	12,222	6,954	7,514	9,331	12,495	7,022	8,075	8,923	49,313	42,208	36,021	36,514	34,605
해외사업	627	549	527	686	582	548	573	562	2,022	2,217	2,389	2,266	2,242
기타	(39)	(13)	9	(38)	(40)	(14)	9	(39)	389	131	(81)	(22)	(22)
영업이익	922	466	440	1,176	810	491	406	904	2,463	1,553	3,003	2,611	2,641
국내 가스	801	402	325	974	680	271	248	793	1,954	1,150	2,501	1,993	1,975
해외사업	95	18	163	200	135	174	177	106	603	380	476	593	640
기타	26	46	(48)	3	(6)	46	(20)	5	(94)	23	26	25	26
기타손익	8	0	80	(220)	3	3	5	(55)	(44)	(927)	(132)	(44)	(44)
금융손익	(385)	(318)	(323)	(345)	(352)	(299)	(294)	(393)	(828)	(1,593)	(1,371)	(1,338)	(1,298)
지분법이익	88	49	(6)	6	34	32	33	32	354	105	137	131	129
세전이익	632	196	192	618	495	226	150	488	1,945	(862)	1,637	1,352	1,428
순이익	405	253	155	332	344	157	103	343	1,493	(761)	1,146	942	994
영업이익률	7.2	6.2	5.4	11.8	6.2	6.5	4.7	9.6	4.8	3.5	7.8	6.7	7.2
국내 가스	6.6	5.8	4.3	10.4	5.4	3.9	3.1	8.9	4.0	2.7	6.9	5.5	5.7
해외사업	15.2	3.3	30.9	29.1	23.3	31.8	30.9	18.9	29.8	17.2	19.9	26.2	28.5

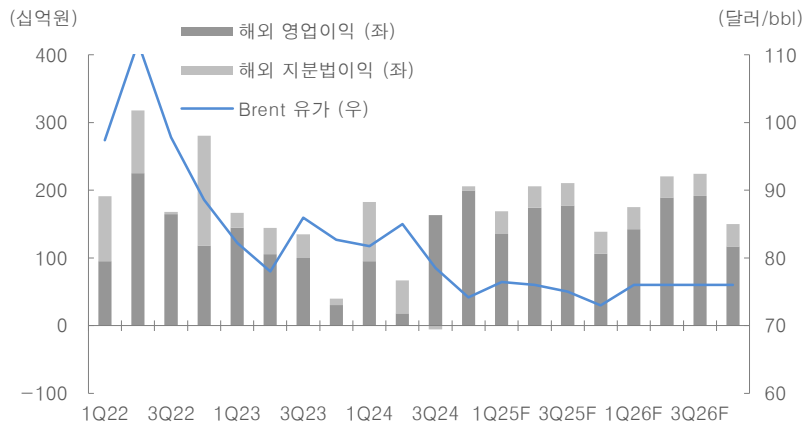
주1: 순이익은 지배지분 기준
 주2: 4Q23 자산 손상처리 8,271억원(해외 4,344억원, 국내 3,927억원) 발생
 자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

그림 1. 연간 해외 자원개발 프로젝트 이익 추이



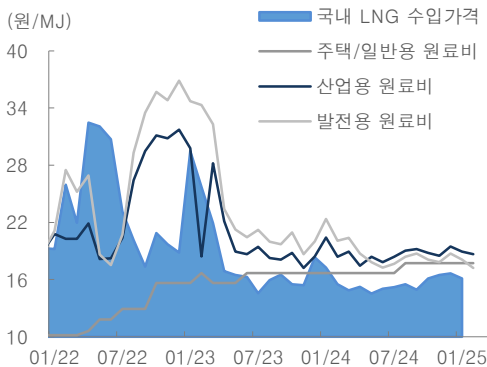
자료: Bloomberg, 한국가스공사, 대신증권 Research Center

그림 2. 분기별 해외 자원개발 이익 추이 및 전망



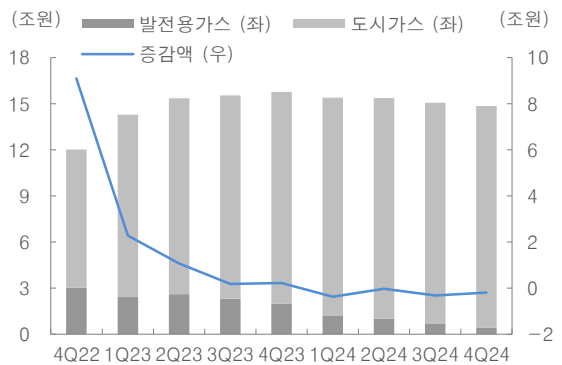
자료: Bloomberg, 한국가스공사, 대신증권 Research Center

그림 3. 국내 가스요금의 원료비, LNG 수입가격 추이



자료: KTA, 한국가스공사, 대신증권 Research Center

그림 4. 한국가스공사의 미수금 추이



자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

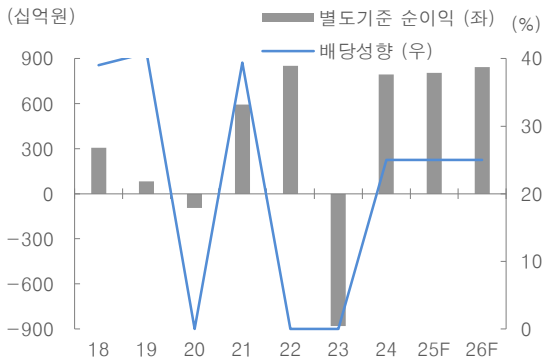
그림 5. 2025년 이자율, 환율, LNG 도입 유가 변동에 따른 미수금 민감도

(단위: 십억원)

	2024	2025F	변동	2025F 대비			
				유가 민감도	변동	환율 민감도	변동
미수금 이자율 (%)	4.1	3.6	(0.5)				
총 이자율 (%)	4.1	3.9	(0.2)				
연평균 환율 (1개월 전, 원/\$)	1,364	1,423	59	1,423	0	1,433	10
연평균 LNG 적용 유가(4~5개월 전, \$/bbl)	84	76	(8)	75	(1)	76	0
2024.08 기준 LNG 수입 적용 환율	1,350	1,423	73	1,423	0	1,433	10
2024.08 기준 LNG 수입 적용 유가(\$/bbl)	88	76	(12)	75	(1)	76	0
민수용 도시가스 판매량 (천 t)	9,330	9,330	0	-	-	-	-
a) 민수용 도시가스 원재료 구입비	6,957	6,340	(617)	6,257	(83)	6,385	45
b) 기타부문 미수금	357	0	(357)	-	-	-	-
c) 미수금 이자비용(미수금 증가 요인)	626	518	(108)	-	-	-	-
d) 도시가스 미수금	14,405	13,949	(456)	13,866	(83)	13,993	45
e) 해외사업 이익	613	724	111	714	(10)	729	5
해외사업 영업이익	476	593	117	585	(8)	597	4
해외사업 지분법이익	137	131	(6)	129	(2)	132	1
f) 금리 변동에 따른 이익	1,009	996	(13)	-	-	-	-
가스도매 영업이익	2,501	2,393	(108)	-	-	-	-
이자손익	(1,492)	(1,397)	95	-	-	-	-
f) 세전이익 순효과 (f + g)	1,622	1,720	99	1,711	(10)	1,725	5
현금흐름 개선 (c + f)			555		73		(39)

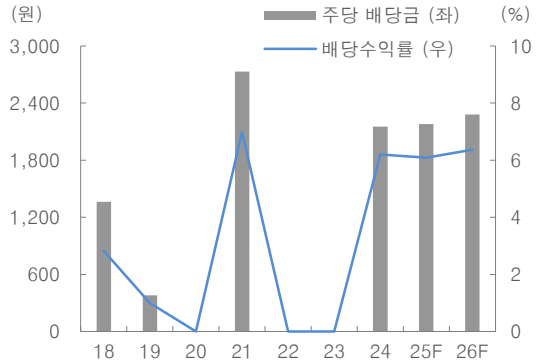
주: 4Q23 발전용 미수금 3,810억원은 2025년 회수 마무리
 자료: 대신증권 Research Center

그림 6. 한국가스공사의 별도기준 순이익, 배당성향



자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

그림 7. 한국가스공사의 별도기준 DPS, 배당수익률



자료: WiseFn, 한국가스공사, 대신증권 Research Center

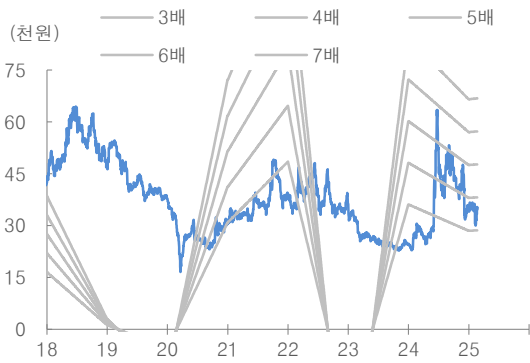
표 1. 한국가스공사의 PBR Valuation (히스토리컬 기준)

(단위: 배, %, 원, %)

	Value	비고
2007 ~ 2023년 평균 PBR 할인율	0.57 30	2007 ~ 2023년 유가의 변동성, 미수금의 증가/감소 사이클 등이 반영된 전체 시기의 PBR 할인율 적용: 1) 배당 불확실성, 2) 더딘 미수금 회수 속도, 4Q24 미수금 14.8조원
목표 PBR	0.40	
BPS (2025F)	124,476	
목표주가	50,000	
현재주가	34,650	현재주가 기준 배당수익률 6%
상승여력	44.3	DPS는 2024F 2,150원, 2025F 2,180원

자료: 대신증권 리서치센터

그림 1. 한국가스공사의 12MF PER 밴드



자료: WiseFn, 대신증권 Research Center

그림 2. 한국가스공사의 12MF PBR 밴드



자료: WiseFn, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	38,389	39,416	38,389	38,758	0.0	-1.7
판매비와 관리비	409	420	409	412	0.0	-1.9
영업이익	3,003	2,502	3,003	2,611	0.0	4.3
영업이익률	7.8	6.3	7.8	6.7	0.0	0.4
영업외손익	-1,414	-1,257	-1,414	-1,251	적자유지	적자유지
세전순이익	1,589	1,245	1,589	1,359	0.0	9.2
지배지분순이익	1,112	866	1,112	947	0.0	9.3
순이익률	2.9	2.2	2.9	2.5	0.0	0.2
EPS(지배지분순이익)	12,046	9,384	12,046	10,254	0.0	9.3

자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

재무제표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	51,724	44,556	38,389	38,758	36,825
매출원가	48,828	42,599	34,976	35,735	33,791
매출총이익	2,896	1,957	3,413	3,023	3,033
판매비와관리비	433	404	409	412	393
영업이익	2,463	1,553	3,003	2,611	2,641
영업이익률	4.8	3.5	7.8	6.7	7.2
EBITDA	4,215	3,441	4,895	4,511	4,553
영업외손익	-518	-2,415	-1,414	-1,251	-1,213
관계기업손익	354	105	137	131	129
금융수익	2,675	1,438	934	1,683	1,343
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-3,503	-3,031	-2,353	-3,021	-2,641
외환관련손실	1,420	933	933	933	933
기타	-44	-927	-132	-44	-44
법인세비용차감전순이익	1,945	-862	1,589	1,359	1,428
법인세비용	-448	114	-474	-406	-426
계속사업순이익	1,497	-747	1,115	954	1,002
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,497	-747	1,115	954	1,002
당기순이익률	2.9	-1.7	2.9	2.5	2.7
비배지분순이익	4	14	3	7	8
지배지분순이익	1,493	-761	1,112	947	994
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	8	21	59	164	458
포괄순이익	1,572	-537	1,702	2,594	5,587
비배지분포괄이익	13	16	5	19	44
지배지분포괄이익	1,559	-553	1,697	2,575	5,542

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	16,174	-8,246	12,046	10,254	10,765
PER	2.2	NA	2.9	3.4	3.2
BPS	110,354	104,286	116,254	124,476	133,180
PBR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
EBITDAPS	45,657	37,270	53,031	48,869	49,319
EV/EBITDA	11.5	12.4	8.0	8.4	7.8
SPS	560,314	482,662	415,853	419,858	398,911
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	52,709	40,855	70,442	67,024	67,308
DPS	0	0	2,150	2,180	2,280

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	87.9	-13.9	-13.8	1.0	-5.0
영업이익 증가율	98.7	-36.9	93.3	-13.1	1.1
순이익 증가율	55.2	적전	흑전	-14.5	5.1
수익성					
ROC	4.8	3.3	5.9	5.3	5.5
ROA	4.6	2.6	5.2	4.5	4.6
ROE	15.7	-7.7	10.9	8.5	8.4
안정성					
부채비율	499.6	482.7	427.1	391.6	361.0
순차입금비율	429.4	407.4	328.0	292.7	256.5
이자보상배율	2.6	0.9	2.0	1.9	2.0

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	25,092	17,430	19,342	20,559	21,659
현금및현금성자산	813	781	4,684	5,427	7,099
매출채권 및 기타채권	12,122	7,038	6,209	6,540	6,334
재고자산	7,623	5,043	4,412	4,560	4,332
기타유동자산	4,534	4,569	4,037	4,032	3,894
비유동자산	37,333	39,824	38,392	37,102	36,195
유형자산	23,294	22,352	21,839	21,324	20,810
관계기업투자금	1,904	1,840	1,843	1,846	1,849
기타비유동자산	12,135	15,633	14,711	13,932	13,536
자산총계	62,425	57,255	57,734	57,661	57,854
유동부채	30,635	22,566	22,134	22,159	22,023
매입채무 및 기타채무	3,350	3,858	3,427	3,453	3,318
차입금	23,601	14,705	14,695	14,685	14,675
유동성채무	1,958	3,130	3,130	3,130	3,130
기타유동부채	1,726	874	882	891	900
비유동부채	21,380	24,862	24,646	23,774	23,283
차입금	17,293	21,022	20,829	19,979	19,510
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	4,087	3,840	3,818	3,795	3,773
부채총계	52,014	47,429	46,781	45,933	45,306
지배지분	10,187	9,627	10,732	11,491	12,294
자본금	462	462	462	462	462
자본잉여금	2,018	2,018	2,018	2,018	2,018
이익잉여금	7,476	6,679	7,791	8,550	9,353
기타지분변동	231	468	461	461	461
비배지분	224	199	222	238	254
자본총계	10,411	9,826	10,954	11,728	12,548
순차입금	44,700	40,031	35,928	34,329	32,182

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-14,581	5,886	1,488	-146	665
당기순이익	1,497	-747	1,115	954	1,002
비현금항목의 가감	3,369	4,519	5,388	5,234	5,212
감가상각비	1,751	1,887	1,892	1,901	1,912
외환손익	-793	-81	355	355	355
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	2,410	2,712	3,141	2,979	2,945
자산부채의 증감	-18,687	3,581	-3,228	-4,709	-3,958
기타현금흐름	-759	-1,467	-1,786	-1,623	-1,530
투자활동 현금흐름	-974	-1,334	-1,469	-1,477	-1,490
투자자산	211	58	-27	-28	-28
유형자산	-1,177	-1,329	-1,379	-1,386	-1,398
기타	-7	-62	-63	-63	-63
재무활동 현금흐름	15,802	-4,587	-375	-1,227	-849
단기차입금	0	0	-10	-10	-10
사채	362	4,618	-180	-837	-456
장기차입금	15,879	-9,018	-13	-13	-13
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-240	-8	0	-188	-190
기타	-199	-180	-172	-180	-180
현금의 증감	249	-33	3,903	743	1,672
기초 현금	565	813	781	4,684	5,427
기말 현금	813	781	4,684	5,427	7,099
NOPLAT	1,896	1,347	2,107	1,832	1,852
FCF	2,446	1,869	2,586	2,312	2,332

자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

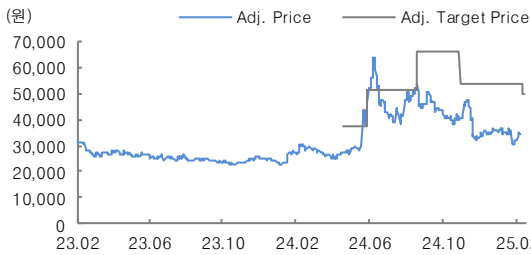
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:허민호)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한국가스공사(036460) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.02.25	25.01.20	24.11.16	24.11.13	24.09.02	24.08.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	50,000	54,000	54,000	54,000	66,000	51,000
과리율(평균%)		(32.55)	(20.54)	(24.77)	(33.93)	(7.27)
과리율(최대/최소%)		(11.76)	(14.81)	(24.44)	(19.24)	24.51
제시일자	24.06.11	24.05.06	24.05.03			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	51,000	37,000	37,000			
과리율(평균%)	(8.16)	(15.91)				
과리율(최대/최소%)	24.51	18.11	(100.00)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						
제시일자						00.06.29
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250221)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	93.2%	6.8%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상