

2025. 7. 17



▲ 유틸리티/건설

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** **54,000 원****현재주가 (7.17)** **44,600 원****상승여력** **21.1%**

KOSPI 3,192.29pt

시가총액 41,172억원

발행주식수 9,231만주

유동주식비율 46.70%

외국인비중 10.05%

52주 최고/최저가 53,300원/30,050원

평균거래대금 292.2억원

주요주주(%)

대한민국정부(기획재정부) 외 1 인 46.63

국민연금공단 7.69

주가상승률(%)**1개월** **6개월** **12개월**

절대주가 15.8 24.9 10.9

상대주가 7.1 -1.2 -1.2

주가그래프

한국가스공사 036460

2Q25 Preview: 북미 자원개발에 기대를 가질 때

- ✓ 2Q25 연결 영업이익은 4,349억원을 기록하며 컨센서스(4,045억원)를 소폭 상회
- ✓ 호주 GLNG 수익성 부진에도 불구하고 낮아진 시장 기대치는 충족 가능
- ✓ 한미 정상회담, 동해 가스전 해외 투자 유치 등 자원 개발 모멘텀 눈앞
- ✓ 전기 요금 인상과 함께 강화되는 가스 요금 인상 당위성
- ✓ 적정주가를 54,000원으로 8% 상향, 투자 의견은 Buy를 유지

해외 사업 수익성 부진에도 불구하고 견조한 2분기 실적

2Q25 연결 영업이익은 4,349억원(-6.6% YoY)을 기록하며 낮아진 시장 기대치(4,045억원)를 소폭 상회할 전망이다. 해외자원개발 이익이 888억원(-21.2% QoQ)으로 예상대비 부진할 전망이다. 이는 호주 GLNG의 수익성 부진이 이어지고 있기 때문이다. GLNG는 생산성 하락에 따른 외부 가스 조달 비중 상승으로 1Q25 이후 마진이 악화되었다. 도매판매사업 역시 적정투자보수 감소와 금융손익 개선에 따른 영업이익 감소가 예상된다(-13.7% YoY).

눈 앞에 다가온 알래스카 LNG. 플러스 알파로 주목

한미정상회담의 일정은 아직 구체적으로 정해진 게 없으나, 언론은 7~9월 내 추진을 점치고 있다. 트럼프 대통령의 특별 관심사로 알려져 있는 알래스카 LNG 역시 주요 논의 대상이 될 가능성이 높다. 동해 가스전 사업도 역시 해외기업의 지분 투자를 유치하고 있으며, 9월까지 입찰을 마감할 예정이다. 이 두가지는 대표 가스 기업인 동사의 주가에도 모멘텀으로 작용할 가능성이 높다. 한편, 동사가 5% 지분을 보유한 캐나다 LNG는 6월부터 상업 가동을 시작했다. 당장은 적자겠으나, 2027년 이후 동사의 해외 사업 이익 성장에 기여할 전망이다.

요금 인상 기대감 + 줄어 들고 있는 미수금

전력망 투자를 위한 전기 요금 인상과 더불어 가스 요금 인상 기대감도 덩달아 커지고 있다. 한편, 별개로 미수금은 줄어 들고 있다. 7월 기준 민수용 도매요금 원료비는 상업용 대비 10% 낮으며, 이 차이는 4Q25 더 확대될 전망이다. 미수금 하락세를 반영, 적정주가를 54,000원으로 8% 상향, 투자 의견은 Buy를 유지한다.

(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	-151.0	104,286	-3.0	0.2	12.4	-7.7	482.7
2024	38,388.7	3,003.4	1,146.8	12,422	-250.6	117,308	2.8	0.3	8.5	11.2	432.7
2025E	36,131.2	2,399.6	769.4	8,335	-32.9	122,773	5.4	0.4	8.9	6.9	369.4
2026E	32,932.5	2,380.6	931.8	10,094	21.1	130,503	4.4	0.3	8.4	8.0	323.0
2027E	33,376.8	2,358.4	955.1	10,346	2.5	138,297	4.3	0.3	8.3	7.7	296.7

표1 2Q25E Preview 테이블

(십억원)	2Q25E	2Q24	(% YoY)	1Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	7,286.1	7,489.8	-2.7	12,732.7	-42.8	7,285.3	0.0	7,456.5	-2.3
영업이익	434.9	465.7	-6.6	833.9	-47.8	510.3	-14.8	404.5	7.5
세전이익	140.0	196.3	-28.7	482.5	-71.0	189.4	-26.1	128.5	8.9
당기순이익	101.5	253.3	-59.9	367.2	-72.4	135.9	-25.3	76.8	32.1
영업이익률(%)	6.0	6.2		6.5		7.0		5.4	
세전이익률(%)	1.9	2.6		3.8		2.6		1.7	
순이익률(%)	1.4	3.4		2.9		1.9		1.0	

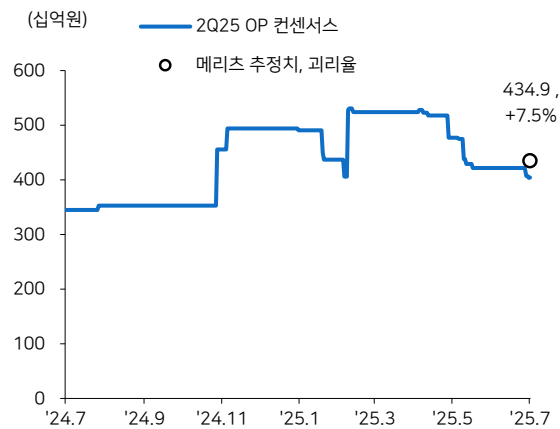
자료: Quantiwise, 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

표2 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(%diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	36,131.2	38,388.7	-5.9	36,064.9	0.2	37,108.0	-2.6
영업이익	2,399.6	3,003.4	-20.1	2,478.7	-3.2	2,372.0	1.2
세전이익	1,042.6	1,637.6	-36.3	1,060.7	-1.7	1,168.0	-10.7
지배주주 순이익	769.4	1,146.7	-32.9	782.4	-1.7	863.0	-10.8
영업이익률(%)	6.6	7.8		6.9		6.4	
세전이익률(%)	2.9	4.3		2.9		3.1	
순이익률(%)	2.1	3.0		2.2		2.3	

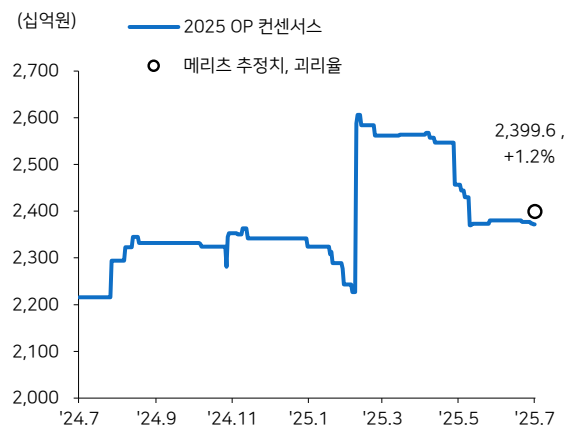
자료: Quantiwise, 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q25 영업이익, 컨센서스 +7.5% 상회 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 +1.2% 상회 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국가스공사 적정주가 산출 내역

구분	적용값	내용
12개월 선행 순자산	7,669.2	12개월 선행 평균 순자산에 1Q26 예상 미수금(11.5조원) 중 3분의 1 차감
적용 배수(배)	0.64	두바이유-PBR 간의 회귀분석 상의 멀티플 (미수금 이슈가 없던 2015~2021년이 분석 대상)
적정 시가총액(십억원)	4,942.4	
발행 주식수(백만주)	92,313	발행주식수
적정 주가(원)	54,000	
현재 주가(원)	44,600	
상승 여력(%)	21.1	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 한국가스공사 연결 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	81.3	85.3	78.3	73.6	76.9	66.9	70.0	70.0	82.1	79.6	71.0	70.0
환율(원/달러)	1,328.7	1,371.1	1,357.4	1,396.3	1,452.8	1,401.9	1,380.0	1,380.0	1,305.7	1,363.4	1,403.7	1,380.0
JKM(달러/mmbtu)	9.4	11.8	13.4	14.5	13.8	11.9	12.2	12.0	13.4	12.3	12.5	12.0
실적 추정												
매출액	12,810.7	7,489.8	8,109.3	9,979.0	12,732.7	7,286.1	7,914.5	8,197.9	44,556.0	38,388.7	36,131.2	32,932.5
매출액 증가율(%)	-28.6	-7.8	2.8	-5.9	-0.6	-2.7	-2.4	-17.8	-13.9	-13.8	-5.9	-8.9
가스도매판매	12,355.2	7,029.4	7,623.8	9,442.4	12,284.0	6,843.7	7,496.1	7,813.4	42,730.7	36,450.9	34,437.2	31,337.2
해외주요사업	626.4	554.7	585.0	691.2	575.6	515.4	500.5	472.2	2,240.2	2,457.2	2,063.7	1,980.5
기타 및 연결조정	-170.9	-94.3	-99.5	-154.7	-126.9	-73.0	-82.1	-87.7	-414.9	-519.4	-369.7	-385.2
매출원가	11,779.7	6,934.2	7,580.9	8,681.2	11,790.5	6,757.3	7,449.5	7,335.5	42,598.9	34,976.1	33,332.7	30,147.7
매출총이익	1,030.9	555.6	528.4	1,297.7	942.2	528.8	465.0	862.4	1,957.1	3,412.7	2,798.5	2,784.7
판관비	109.3	89.9	88.7	121.4	108.3	93.8	87.7	109.0	403.7	409.3	398.9	404.1
영업이익	921.6	465.7	439.7	1,176.3	833.9	434.9	377.3	753.4	1,553.4	3,003.4	2,399.6	2,380.6
영업이익 증가율(%)	56.6	127.1	90.9	122.1	-9.5	-6.6	-14.2	-36.0	-36.9	93.3	-20.1	-0.8
영업이익률(%)	7.2	6.2	5.4	11.8	6.5	6.0	4.8	9.2	3.5	7.8	6.6	7.2
가스도매판매	800.7	401.6	324.7	974.0	708.6	346.7	276.1	659.9	1,149.8	2,500.9	1,991.3	1,942.0
해외주요사업	121.0	17.1	159.6	201.1	112.5	88.8	101.6	94.0	389.3	498.8	396.9	440.6
미얀마A1/A3(별도)	11.0	19.3	16.3	12.3	15.6	18.7	16.4	14.6	50.5	58.9	65.3	60.5
이라크 주바이르	18.0	20.2	21.3	24.9	29.9	21.9	22.5	21.7	53.1	84.4	96.1	74.1
호주 GLNG	51.2	25.1	30.7	47.8	9.0	11.7	16.0	21.3	174.3	154.8	58.0	105.9
호주 Prelude	36.6	8.6	28.9	39.8	26.6	14.8	24.9	14.8	95.2	113.9	81.2	114.1
모잠비크 Coral FLNG	1.9	-47.8	58.4	74.5	31.4	21.6	21.8	21.5	-38.1	87.0	96.4	86.0
기타 및 연결조정	-0.1	47.0	-44.5	1.3	12.8	-0.5	-0.5	-0.5	14.3	3.7	11.3	-2.0
금융손익	-384.6	-318.4	-322.6	-345.1	-332.7	-330.4	-319.5	-309.9	-1,592.8	-1,370.6	-1,292.6	-1,162.4
기타영업외손익	7.5	0.3	80.1	-219.6	-20.1	-13.7	-13.7	-112.2	-927.1	-131.8	-159.6	-16.1
관계기업 관련 손익	87.5	48.7	-5.7	49.8	1.4	49.2	-5.7	50.3	180.3	180.3	95.2	96.1
세전이익	632.0	196.3	191.6	617.7	482.5	140.0	38.3	381.7	-861.9	1,637.6	1,042.6	1,298.2
별도	366.5	102.6	340.6	273.3	432.4	489.3	-65.0	370.3	-1,086.0	1,083.1	1,227.0	1,144.3
자회사 및 조정	265.4	93.7	-149.0	344.4	50.2	-349.3	103.3	11.4	224.2	554.5	-184.4	153.9
법인세비용	225.1	-57.0	36.4	284.2	115.4	38.5	10.5	105.0	-114.4	488.6	269.4	357.0
법인세율(%)	35.6	-29.0	19.0	46.0	23.9	27.5	27.5	27.5	13.3	29.8	25.8	27.5
연결 당기순이익	406.9	253.3	155.2	333.5	367.2	101.5	27.8	276.7	-747.4	1,149.0	773.2	941.2
별도	217.2	211.8	252.1	112.3	330.7	354.7	-47.1	268.5	-881.2	793.4	906.8	829.6
자회사 및 조정	189.7	41.5	-96.9	221.2	36.5	-253.2	74.9	8.2	133.8	355.6	-133.6	111.6
지배주주순이익	406.4	252.9	155.1	332.4	367.5	100.5	27.5	273.9	-761.2	1,146.7	769.4	931.8

자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

한국가스공사 (036460)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	44,556.0	38,388.7	36,131.2	32,932.5	33,376.8
매출액증가율(%)	-13.9	-13.8	-5.9	-8.9	1.3
매출원가	42,598.9	34,976.1	33,332.7	30,147.8	30,616.9
매출총이익	1,957.1	3,412.7	2,798.5	2,784.7	2,759.9
판매관리비	403.7	409.3	398.9	404.1	401.5
영업이익	1,553.4	3,003.4	2,399.6	2,380.6	2,358.4
영업이익률(%)	3.5	7.8	6.6	7.2	7.1
금융손익	-1,592.9	-1,370.6	-1,292.6	-1,162.4	-1,117.1
종속/관계기업손익	104.7	136.6	95.2	96.1	97.1
기타영업외손익	-927.1	-131.8	-159.6	-16.1	-7.7
세전계속사업이익	-861.9	1,637.6	1,042.6	1,298.2	1,330.7
법인세비용	-114.5	488.6	269.4	357.0	365.9
당기순이익	-747.4	1,149.0	773.2	941.2	964.7
지배주주지분 순이익	-761.2	1,146.8	769.4	931.8	955.1

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	17,430.3	16,968.5	13,169.2	11,437.1	11,585.8
현금및현금성자산	780.6	929.1	1,403.3	1,195.8	1,270.5
매출채권	6,563.1	6,867.3	7,524.6	6,579.3	6,632.1
재고자산	5,043.2	4,604.8	1,159.8	1,155.5	1,155.7
비유동자산	39,824.4	40,701.1	40,040.8	39,564.2	39,139.4
유형자산	22,351.5	23,008.3	22,706.8	22,332.7	21,997.6
무형자산	1,552.9	1,670.3	1,591.8	1,487.2	1,389.5
투자자산	2,757.6	2,572.5	2,255.7	2,257.8	2,265.8
자산총계	57,254.7	57,669.6	53,210.0	51,001.3	50,725.2
유동부채	22,566.4	21,266.5	17,409.9	14,332.0	14,105.3
매입채무	3,114.3	1,963.4	1,613.0	1,607.1	1,607.3
단기차입금	10,210.1	10,081.3	6,794.2	3,932.2	3,902.2
유동성장기부채	3,129.7	4,928.8	5,210.6	5,005.2	4,808.0
비유동부채	24,862.3	25,576.8	24,465.5	24,611.8	23,833.3
사채	20,743.0	21,055.0	19,999.2	20,058.2	19,186.2
장기차입금	278.9	330.7	331.8	331.8	331.8
부채총계	47,428.6	46,843.3	41,875.4	38,943.7	37,938.5
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	383.3	383.3	383.3
이익잉여금	6,678.6	7,780.2	8,293.3	9,006.9	9,726.3
비지배주주지분	199.1	-2.7	1.0	10.4	20.1
자본총계	9,826.0	10,826.4	11,334.6	12,057.6	12,786.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	5,885.6	3,629.8	6,364.6	4,311.5	2,706.1
당기순이익(손실)	-747.4	1,149.0	773.2	941.2	964.7
유형자산상각비	1,793.9	1,863.6	1,795.3	1,755.2	1,716.1
무형자산상각비	93.2	119.0	111.4	104.6	97.7
운전자본의 증감	3,581.0	-479.4	3,715.0	1,606.7	24.7
투자활동 현금흐름	-1,334.0	-1,746.8	-1,357.1	-1,291.7	-1,296.6
유형자산의증가(CAPEX)	-1,331.1	-1,666.2	-1,490.2	-1,381.1	-1,381.1
투자자산의감소(증가)	-63.8	185.1	410.6	94.0	89.2
재무활동 현금흐름	-4,587.1	-1,837.1	-4,542.4	-3,227.2	-1,334.8
차입금의 증감	-4,799.2	-256.1	-4,326.2	-3,009.1	-1,099.2
자본의 증가	0.0	30.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-32.7	148.5	474.2	-207.4	74.7
기초현금	813.3	780.6	929.1	1,403.3	1,195.8
기말현금	780.6	929.1	1,403.3	1,195.8	1,270.5

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	482,662	415,854	391,399	356,748	361,561
EPS(지배주주)	-8,246	12,422	8,335	10,094	10,346
CFPS	40,855	58,615	45,156	45,761	45,113
EBITDAPS	37,270	54,012	46,649	45,936	45,196
BPS	104,286	117,308	122,773	130,503	138,297
DPS	0	1,455	2,500	2,700	2,800
배당수익률(%)	0.0	4.2	5.6	6.1	6.3
Valuation(Multiple)					
PER	-3.0	2.8	5.4	4.4	4.3
PCR	0.6	0.6	1.0	1.0	1.0
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
EBITDA(십억원)	3,440.5	4,986.0	4,306.3	4,240.4	4,172.2
EV/EBITDA	12.4	8.5	8.9	8.4	8.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-7.7	11.2	6.9	8.0	7.7
EBITDA 이익률	7.7	13.0	11.9	12.9	12.5
부채비율	482.7	432.7	369.4	323.0	296.7
금융비용부담률	3.8	3.9	3.8	3.9	3.5
이자보상배율(x)	0.9	2.0	1.8	1.9	2.0
매출채권회전율(x)	5.0	5.7	5.0	4.7	5.1
재고자산회전율(x)	7.0	8.0	12.5	28.4	28.9

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	89.1%
중립	10.3%
매도	0.6%

2025년 6월 30일 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)	
2023.06.01	Indepth	Buy	37,000	문경원	-31.2	-27.2	
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	-23.0	-5.3	
2025.07.17	기업브리프	Buy	54,000	문경원	-	-	