

한국가스공사 (036460)

허민호

minho.hur@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

54,000

하향

현재주가

(24.11.12)

40,050

유틸리티업종

예상 배당수익률 5.4%로 주가 하방 지키기

- 한 3Q24 영업이익 4,397억원(+90.9% YoY)으로 컨센서스 상회
- 한편, 연간 실적 전망치 변동의 거의 없음. '25F 현금흐름 개선
- 현재주가 기준 배당수익률 5.4%, 주가트리거는 1H25 가스전 시추결과

3Q24 영업이익 4,397억원(+90.9% YoY)으로 컨센서스 상회

3Q24 매출액 8,11조원(+2.8%, 이하 YoY), 영업이익 4,397억원(+90.9%) 기록. 영업이익은 컨센서스 3,450억원(당사 추정치 3,980억원)을 상회. 이는 적정원가 정산, 정부보조금 사업 관련 경감비 제외 등 3분기, 4분기에 걸쳐 반영될 것으로 예상되었던 전년도 대비 기저효과 중 3분기에 더 반영되었기 때문. 가스도매 영업이익은 3,247억원(+142.8%), 자원개발 영업이익은 1,149억원(+31.5%)을 기록함

'24년 영업이익은 2.4조원(+52.8% YoY)으로 지난 추정치와 유사하게 예상함

'25년 LNG도입 유가 하락으로 세전이익 감소 < 현금흐름 개선

3Q24 발전용 미수금은 2Q24 대비 3,237억원 감소했으며, 도시가스용 미수금 74억원 증가에 그쳤음. 총 미수금은 15,05조원(도시가스용 14,38조원, 발전용 0,67조원)으로 전분기 대비 3,163억원 감소했음. 발전용 미수금은 1Q25까지 모두 회수될 것으로 예상됨. 도시가스 미수금도 2024년 8월 민수용 요금 인상, 2025년 1월 LNG 도입 유가(4~5개월 전 유가) 하락, 금리 인하에 따른 미수금 금융비용 감소, 기타부문의 미수금 회수 등으로 2025년 연간 0.7조원 감소가 기대됨. 유가 하락 등에 따른 자원개발 이익(영업이익+지분법이익)은 1,900억원 수준일 것으로 예상됨. 즉, 2025년 세전이익은 감소하지만, 현금흐름은 개선됨.

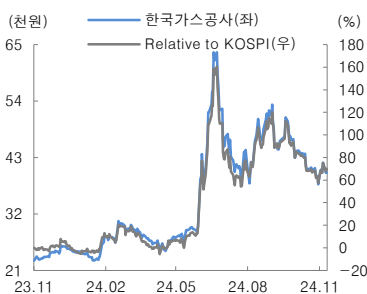
다만, 이는 2025년 LNG 도입 Brent 유가 76달러/bbl(-12달러/bbl YoY), 환율 1,375원/달러(+8원/달러), 평균 이자율 0.5%p 하락을 가정한 것으로, 유가, 환율에 따라 변동 가능함. 11월 12월 현재 기준 Brent 유가는 달러/bbl로 긍정적인이지만, 환율은 1,409원/달러로 부정적임. 가장 큰 우려는 환율 상승임

투자의견 매수 유지, 목표주가 54,000원으로 하향. 현재주가는 하방경직

목표주가는 기존 66,000원에서 54,000원으로 하향. 이는 원/달러 환율 상승으로 미수금 회수 속도가 기존 예상보다 더딜 수 있는 점, 동해 가스전 시추 결과가 나오기 전까지 당분간 큰 모멘텀은 적은 점 등을 반영했음. 다만, 1) 2024년 예상 별도기준 순이익은 7,000억원(3Q24 누계 6,811억원 기록), 배당성향은 28.5%, DPS 2,160원임. 현재주가 기준 배당수익률은 5.4%로 주가의 하방경직성이 마련될 것. 관건은 1H25 '알파(동해 가스전) 시추 결과

KOSPI	2482.57
시가총액	3,697십억원
시가총액비중	0.17%
자본금(보통주)	462십억원
52주 최고/최저	63,500원 / 22,900원
120일 평균거래대금	1,606억원
외국인지분율	7.98%
주요주주	대한민국정부(기획재정부) 외 1인 46.63%
	국민연금공단 7.69%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.7	-13.3	42.3	73.4
상대수익률	-4.5	-8.6	56.3	68.3



(단위: 십억원, %)

구분	3Q23	2Q24	직전추정	3Q24			4Q24			
				잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	7,889	7,490	8,109	8,109	2.8	8.3	7,976	10,295	-3.0	27.0
영업이익	230	466	440	440	90.9	-5.6	295	547	3.2	24.3
순이익	-167	253	-431	155	흑전	-38.7	-15	87	흑전	-44.0

자료: 한국가스공사, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	51,724	44,556	38,705	36,178	37,775
영업이익	2,463	1,553	2,374	2,212	2,200
세전순이익	1,945	-862	1,167	939	974
총당기순이익	1,497	-747	904	727	754
지배지분순이익	1,493	-761	901	721	746
EPS	16,174	-8,246	9,762	7,806	8,085
PER	2.2	NA	4.1	5.1	5.0
BPS	110,354	104,286	113,970	119,733	125,540
PBR	0.3	0.2	0.4	0.3	0.3
ROE	15.7	-7.7	8.9	6.7	6.6

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

표 1. 한국가스공사의 실적 추정 가정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F	2026F
환율 (원/달러)	1,276	1,316	1,312	1,321	1,329	1,372	1,358	1,370	1,292	1,306	1,357	1,375	1,380
Brent 유가 (달러/bbl)	82	78	86	83	82	85	79	75	99	82	80	75	75
가스판매량 (백만톤)	11.7	6.7	6.7	9.4	88	79	85	83	94	84	84	76	75
발전용	5.0	3.5	4.0	3.8	1,200	1,051	1,121	1,098	1,561	1,405	1,090	1,020	1,020
도시가스용	6.7	3.2	2.7	5.7	993	971	1,025	1,004	1,030	1,052	995	942	937

자료: Bloomberg, 한국가스공사, 대신증권 Research Center

표 2. 한국가스공사의 실적 추정

(단위: 십억원, %)

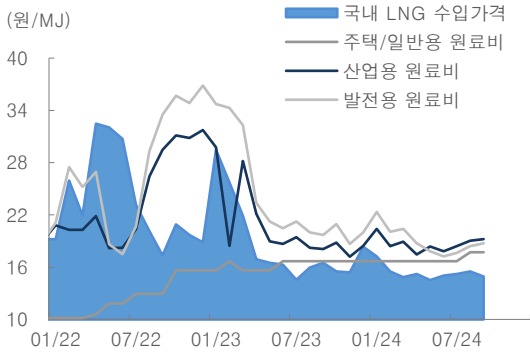
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	17,930	8,128	7,889	10,609	12,811	7,490	8,109	10,295	51,724	44,556	38,705	36,178	37,775
국내 가스	17,485	7,451	7,298	9,974	12,222	6,954	7,514	9,619	49,313	42,208	36,309	33,878	35,483
해외사업	641	561	548	481	627	549	587	532	2,022	2,217	2,295	2,154	2,143
기타	(196)	116	44	154	(39)	(13)	9	143	389	131	100	146	149
영업이익	588	205	230	530	922	466	440	547	2,463	1,553	2,374	2,212	2,200
국내 가스	471	52	134	493	801	402	325	481	1,954	1,150	2,008	2,000	2,002
해외사업	159	108	87	26	121	65	115	48	603	380	348	191	174
기타	(42)	45	9	11	(0)	(1)	0	18	(94)	23	17	20	24
기타손익	16	(14)	(134)	(795)	8	0	80	(33)	(44)	(927)	55	(58)	(58)
금융손익	(389)	(348)	(338)	(518)	(385)	(318)	(323)	(385)	(828)	(1,593)	(1,411)	(1,334)	(1,287)
지분법이익	22	39	35	9	88	49	(6)	19	354	105	150	120	119
세전이익	237	(117)	(207)	(775)	632	196	192	147	1,945	(862)	1,167	939	974
순이익	133	(68)	(167)	(660)	405	253	155	88	1,493	(761)	901	721	746
영업이익률	3.3	2.5	2.9	5.0	7.2	6.2	5.4	5.3	4.8	3.5	6.1	6.1	5.8
국내 가스	2.7	0.7	1.8	4.9	6.6	5.8	4.3	5.0	4.0	2.7	5.5	5.9	5.6
해외사업	24.8	19.3	16.0	5.4	19.3	11.8	19.6	8.9	29.8	17.2	15.2	8.9	8.1

주1: 순이익은 지배지분 기준

주2: 4Q23 자산 손상처리 8,271억원(해외 4,344억원, 국내 3,927억원) 발생

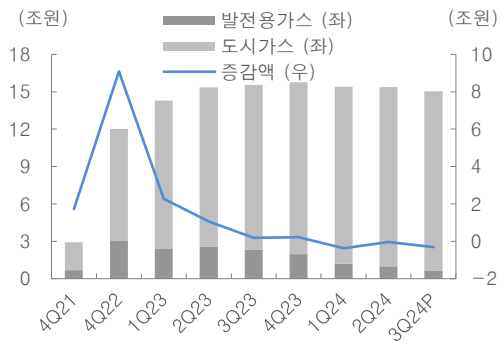
자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

그림 1. 국내 가스요금의 원료비, LNG 수입가격 추이



자료: KITA, 한국가스공사, 대신증권 Research Center

그림 2. 한국가스공사의 미수금 추이



자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

그림 3. 2025년 이자율, 환율, LNG 도입 유가 변동에 따른 미수금 민감도

(단위: 십억원)

	2024F	2025F	변동	유가 민감도	변동	환율 민감도	변동
미수금 이자율 (%)	4.1	3.6	-0.5	-	-	-	-
연평균 환율 (1개월 전, 원/\$)	1,357	1,375	18	-	-	1,347	-10
연평균 LNG 적용 유가(4~5개월 전, \$/bbl)	84	76	-8	83	-1	-	-
2024.08 기준 LNG 수입 적용 유가(\$/bbl)	88	76	-12	87	-1	-	-
민수용 도시가스 판매량 (천 t)	9,523	9,523	0	-	-	-	-
a) 민수용 도시가스 원재료 구입비	7,101	6,253	-848	7,021	-80	7,049	-53
b) 기타부문 미수금	366	0	-366	-	-	-	-
c) 미수금 이자비용(미수금 증가 요인)	619	512	-107	-	-	-	-
d) 미수금	14,429	14,093	-702	-	-	-	-
e) 유가/환율 변동에 따른 해외사업 이익	498	311	-187	498	-25	519	-4
f) 금리 변동에 따른 이익	518	501	-2	-	-	-	-
가스도매 영업이익	2,010	1,901	-107	-	-	-	-
이자손익	-1,492	-1,387	105	-	-	-	-
f) 세전이익 순효과 (f + g)	1,041	812	-189	-	-	-	-

주: 기타부문 미수금 3,660억원은 2025년 회수 마무리
 자료: 대신증권 Research Center

표 1. 한국가스공사의 PBR Valuation (히스토리컬 기준)

(단위: 배, %, 원, %)

	Value	비고
2007 ~ 2023년 평균 PBR 할인율	0.57 20	2007 ~ 2023년 유가의 변동성, 미수금의 증가/감소 사이클 등이 반영된 전체 시기의 PBR 할인율 적용:
목표 PBR	0.45	1) 2025년 이후 Brent 유가 77\$/bbl 유지 43년간 미수금 회수 + 해외사업 손익 반영
BPS (2025F)	119,767	2) 동해 가스전 기대감은 일부 반영되고 있음
목표주가	54,000	1차 탐사시추 및 지분투자 여부는 1H25에 확인할 수 있을 것으로 기대
현재주가	40,050	현재주가 기준 배당수익률 5.4%
상승여력	34.8	2024F DPS 2,160원

자료: 대신증권 리서치센터

표 1. 한국가스공사의 2025년 이후 미수금 회수 시나리오별 Valuation

(단위: 십억원, 년, %, 원)

	LNG 도입 유가 +2\$/bbl	LNG 도입 유가 +1\$/bbl	2025F Base	LNG 도입 유가 -1\$/bbl	LNG 도입 유가 -2\$/bbl	
2025F 이후 민수용 도시가스 원료비(24.08, 원/MJ)	17.71	17.71	17.71	17.71	17.71	
2025F 이후 LNG 적용 유가(4~5개월 후행, \$/bbl)	78	77	76	75	74	
2025F 이후 연간 회수금액 (십억원)	196	266	337	407	478	
회수 기간 (년)	73.5	54.0	42.7	35.3	30.1	
회수비율 (%)	100%	100%	100%	100%	100%	
미수금 회수금액 (십억원)	14,379	14,379	14,379	14,379	14,379	
잔존 미수금 (십억원)	0	0	0	0	0	
a) 도시가스 미수금 미발생/미회수 가치	2,315	2,315	2,315	2,315	2,315	
b) 2025F 이후 미수금 회수가치 (십억원)	3,874	5,023	5,981	6,777	7,441	
c) 2024년 대비 해외사업 가치 변동	(2,774)	(3,083)	(3,317)	(3,495)	(3,634)	
주주가치 (a+b+c)	3,415	4,254	4,979	5,597	6,122	
목표주가 (원)	37,000	46,000	54,000	61,000	66,000	
목표 Forward PBR (2025F, 배)	0.31	0.38	0.45	0.51	0.55	
상승여력 (%)	(7.6)	14.9	34.8	52.3	64.8	
미수금 회수가치 DCF 산정 시 할인율 (%)	5.0	증장기 유가 변동에 대한 불확실성 감안하여 할인율은 5% 적용				
2024F DPS (원)	2,160	2024년 예상 별도기준 순이익 7,003억원, 배당성향 28.5%				
Forward BPS (2025F, 원)	119,767	PBR 밸류에이션 시 미수금 회수는 이익 개선은 없어도 차입금은 감소				
현재 주가 (원)	40,050	미수금 관련 이자비용은 손익계산서에 미반영				

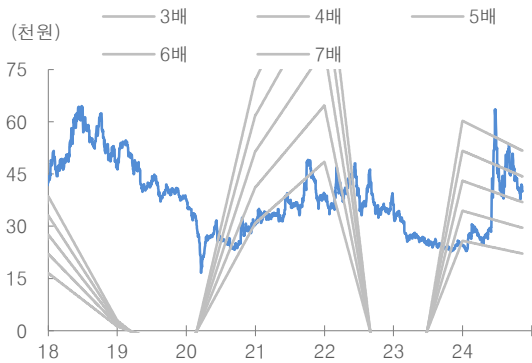
주1: a) 도시가스 미수금 미발생/미회수 가치는 2023년 최저 PBR 0.22배

주2: b) 유가 1\$/bbl 당 미수금 회수금액 710억원(2025년 평균 환율 1,375원 기준, 2024.08 요금 결정 시 환율은 1,350원)

주3: c) 미수금 회수기간과 동일 기간 동안 유가 1\$/bbl 당 250억원 손실분에 대한 가치

자료: 대신증권 리서치센터

그림 4. 한국가스공사의 12MF PER 밴드



자료: WiseFn, 대신증권 Research Center

그림 5. 한국가스공사의 12MF PBR 밴드



자료: WiseFn, 대신증권 Research Center

재무제표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	51,724	44,556	38,705	36,178	37,775
매출원가	48,828	42,599	35,949	33,610	35,202
매출총이익	2,896	1,957	2,756	2,568	2,573
판매비와관리비	433	404	382	357	373
영업이익	2,463	1,553	2,374	2,212	2,200
영업이익률	4.8	3.5	6.1	6.1	5.8
EBITDA	4,215	3,441	4,266	4,112	4,112
영업외손익	-518	-2,415	-1,206	-1,273	-1,226
관계기업손익	354	105	150	120	119
금융수익	2,675	1,438	1,893	2,002	1,769
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-3,503	-3,031	-3,304	-3,337	-3,056
외환관련손실	1,420	933	933	933	933
기타	-44	-927	55	-58	-58
법인세비용차감전순손익	1,945	-862	1,167	939	974
법인세비용	-448	114	-263	-212	-220
계속사업순손익	1,497	-747	904	727	754
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,497	-747	904	727	754
당기순이익률	2.9	-1.7	2.3	2.0	2.0
비배지분순이익	4	14	3	7	8
지배지분순이익	1,493	-761	901	721	746
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	8	21	59	164	458
포괄순이익	1,572	-537	1,491	2,368	5,339
비배지분포괄이익	13	16	4	22	55
지배지분포괄이익	1,559	-553	1,486	2,346	5,284

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	16,174	-8,246	9,762	7,806	8,085
PER	22	NA	4.1	5.1	5.0
BPS	110,354	104,286	113,970	119,733	125,540
PBR	0.3	0.2	0.4	0.3	0.3
EBITDAPS	45,657	37,270	46,210	44,549	44,546
EV/EBITDA	11.5	12.4	9.3	9.2	8.9
SPS	560,314	482,662	419,278	391,908	409,207
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	52,709	40,855	65,867	62,372	62,188
DPS	0	0	2,160	2,410	2,570

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	87.9	-13.9	-13.1	-6.5	4.4
영업이익 증가율	98.7	-36.9	52.8	-6.8	-0.5
순이익 증가율	55.2	적전	흑전	-19.5	3.7
수익성					
ROC	4.8	3.3	5.2	5.0	5.0
ROA	4.6	2.6	4.1	3.9	3.9
ROE	15.7	-7.7	8.9	6.7	6.6
안정성					
부채비율	499.6	482.7	432.1	403.1	379.2
순차입금비율	429.4	407.4	333.4	301.2	275.4
이자보상배율	2.6	0.9	1.6	1.6	1.7

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	25,092	17,430	19,149	19,932	21,006
현금및현금성자산	813	781	4,407	5,506	6,183
매출채권 및 기타채권	12,122	7,038	6,256	6,137	6,485
재고자산	7,623	5,043	4,449	4,256	4,444
기타유동자산	4,534	4,569	4,037	4,032	3,894
비유동자산	37,333	39,824	37,986	36,830	35,676
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	14,304	13,660	13,018
자산총계	62,425	57,255	57,135	56,762	56,682
유동부채	30,635	22,566	22,156	21,979	22,069
매입채무 및 기타채무	3,350	3,858	3,449	3,272	3,384
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	24,240	23,502	22,764
차입금	17,293	21,022	20,422	19,707	18,991
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	4,087	3,840	3,818	3,795	3,773
부채총계	52,014	47,429	46,396	45,481	44,854
지배지분	10,187	9,627	10,521	11,053	11,589
자본금	462	462	462	462	462
자본잉여금	2,018	2,018	2,018	2,018	2,018
이익잉여금	7,476	6,679	7,580	8,112	8,648
기타지분변동	231	468	461	461	461
비배지분	224	199	218	229	240
자본총계	10,411	9,826	10,738	11,281	11,829
순차입금	44,700	40,031	35,799	33,978	32,580

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-14,581	5,886	1,216	216	-305
당기순이익	1,497	-747	904	727	754
비현금항목의 가감	3,369	4,519	5,177	5,030	4,987
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	2,930	2,775	2,720
자산부채의 증감	-18,687	3,581	-3,290	-4,122	-4,681
기타현금흐름	-759	-1,467	-1,575	-1,420	-1,365
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	-782	-1,094	-1,115
단기차입금	0	0	-10	-10	-10
사채	362	4,618	-587	-702	-702
장기차입금	15,879	-9,018	-13	-13	-13
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-240	-8	0	-189	-210
기타	-199	-180	-172	-180	-180
현금의 증감	249	-33	3,626	1,099	677
기초 현금	565	813	781	4,407	5,506
기말 현금	813	781	4,407	5,506	6,183
NOPLAT	1,896	1,347	1,838	1,713	1,704
FCF	2,446	1,869	2,317	2,193	2,184

자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

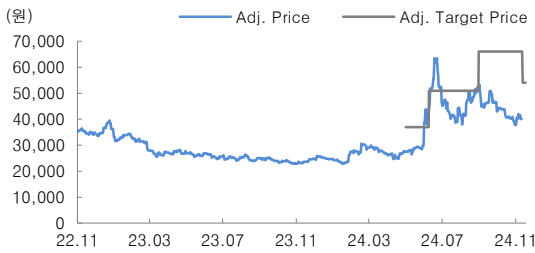
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	24.11.14	24.09.02	24.08.11	24.06.11	24.05.06	24.05.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	54,000	66,000	51,000	51,000	37,000	37,000
과리율(평균%)		(33.82)	(7.14)	(8.16)	(15.91)	
과리율(최대/최소%)		(19.24)	24.51	24.51	18.11	(100.00)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						
제시일자						00.06.29
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20241110)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	93.0%	7.0%	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