2025. 11. 13

▲ 유틸리티/건설
Analyst **문경원**, CFA
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

한국가스공사 036460

3Q25 Review: 좋은 실적과 불안한 배당

- ✓ 3Q25 연결 영업이익은 3,890억원을 기록하며 컨센서스(3,248억원)를 상회
- ✓ 도매 판매 이익 예상 수준. 해외 가스전 수익성 개선이 돋보임
- ✓ 환율 상승, 유가 하락, 금리 상승으로 4Q25 영업 외 리스크 증가
- ✓ 저평가 매력 여전. 한전과의 PBR 밸류에이션 격차는 역대 최고 수준
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 54,000원을 유지

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	**54,000 원**
현재주가 (11.12)	**42,850 원**
상승여력	**26.0%**
KOSPI	4,150.39pt
시가총액	39,556억원
발행주식수	9,231만주
유동주식비율	46.88%
외국인비중	11.92%
52주 최고/최저가	47,650원/30,050원
평균거래대금	108.3억원
주요주주(%)	
대한민국정부(기획재정부) 외 1 인	46.63
국민연금공단	7.68

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.6	12.5	7.0
상대주가	-3.8	-29.3	-36.0

주가그래프

개선되는 해외 가스전 실적

3Q25 연결 영업이익은 3,890억원(-36.1% YoY)을 기록하며 컨센서스(3,248억원)를 상회했다. 도매판매 영업이익은 2,731억원(-16.2% YoY)을 기록하며 당사 예상치에 부합했으나, 저유가에도 불구하고 해외 주요 가스전 이익이 -1,059억원(-33.6% YoY)의 호조를 보인 것이 주요 원인이었다. 현장별 영업이익을 보면, GLNG는 호주 내수 가스 가격 상승으로 인한 원가 증가로 적자 전환한 반면(-24억원), Prelude(330억원)와 Coral FLNG(361억원)는 예상보다 좋은 이익을 기록했다. 생산량 증가 및 원가 구조 개선에 따른 구조적인 변화로 볼 수 있어 긍정적이다.

환율 상승, 유가 하락, 금리 상승 → 4Q25 영업 외 리스크 증가

4Q25 영업 외 손실은 단기적 리스크 요인으로 작용할 전망이다. 환율이 1,460원 이상을 유지한다면 연간 1,000~2,000억 규모를 기대했던 환차익은 사실상 소멸된다. 또한 2025년 내내 저유가가 유지, 금리는 상승한 만큼 해외 가스전에 대한 손상차손 가능성을 배제할 수 없다. 따라서 2025년 배당은 신뢰성 있는 추정이 어려워진 상황이다. 손상차손 1,000억원 가정할 경우 배당수익률 4.7%를 예상한다.

역대급으로 벌어진 한전과의 밸류에이션 갭

기존 주가 상승 트리거였던 배당, 자원개발에 대한 매력도가 약해졌으나 밸류에이션 매력은 여전히 남아있다. 선행 PBR 0.31배는 한국전력 대비 약 44% 할인된 수준인데, 이 정도의 밸류에이션 갭은 2000년 이후 최고 수준이다(최대 할인폭은 2023년 7월 약 49%). 2026년 지방선거 이후 요금 인상 등을 계기로 주가 반등이 가능할 전망이다. 투자의견 Buy, 적정주가 54,000원을 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	34,666.0	2,378.9	834.7	9,042	-27.2	123,254	4.7	0.3	8.3	7.5	339.4
2026E	30,469.6	2,293.2	885.0	9,587	6.0	130,950	4.5	0.3	8.1	7.5	293.8
2027E	29,844.7	2,304.4	938.8	10,170	6.1	139,041	4.2	0.3	7.8	7.5	268.9

표1 3Q25P Review 테이블

(십억원)	3Q25P	3Q24	(% YoY)	2Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**6,372.2**	8,109.3	-21.4	7,630.1	-16.5	7,901.3	-19.4	7,452.6	-14.5
영업이익	**389.0**	439.7	-11.5	404.6	-3.9	359.8	8.1	324.8	19.8
세전이익	**109.8**	191.6	-42.7	138.1	-20.5	42.6	157.9	67.3	63.3
당기순이익	**86.8**	155.2	-44.1	85.1	2.0	30.9	181.2	41.5	109.2
영업이익률(%)	**6.1**	5.4		5.3		4.6		4.4	
세전이익률(%)	**1.7**	2.4		1.8		0.5		0.9	
순이익률(%)	**1.4**	1.9		1.1		0.4		0.6	

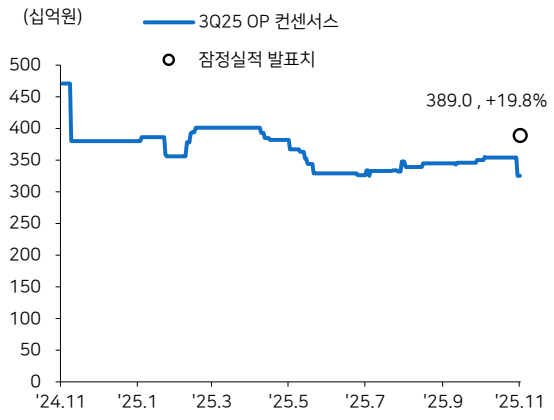
자료: Quantiwise, 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국가스공사, 2025년 · 2026년 연간 영업이익, 컨센서스 +3.2% 상회, -1.9% 하회 전망

	2025E			2026E		
(십억원)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	**34,666.0**	36,120.9	-4.0	**30,469.6**	31,821.9	-4.2
영업이익	**2,378.9**	2,304.1	3.2	**2,293.2**	2,338.7	-1.9
세전이익	**1,140.8**	1,022.0	11.6	**1,233.1**	1,298.4	-5.0
순이익	**834.5**	741.0	12.6	**885.0**	932.0	-5.0
영업이익률(%)	**6.9**	6.4		**7.5**	7.3	
세전이익률(%)	**3.3**	2.8		**4.0**	4.1	
순이익률(%)	**2.4**	2.1		**2.9**	2.9	

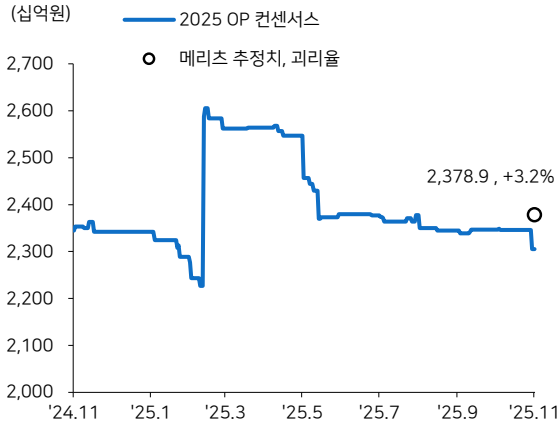
자료: Quantiwise, 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q25 영업이익, 컨센서스 +19.8% 상회



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 +3.2% 상회 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국가스공사 연결 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	76.9	66.9	70.1	65.0	65.0	65.0	65.0	65.0	82.1	79.6	69.7	65.0
환율(원/달러)	1,452.8	1,401.9	1,385.6	1,450.0	1,420.0	1,390.0	1,390.0	1,390.0	1,305.7	1,363.4	1,422.6	1,397.5
JKM(달러/mmbtu)	13.8	11.9	11.3	11.1	11.1	11.1	11.1	11.1	13.4	12.3	12.0	11.1
실적 추정												
매출액	**12,732.7**	**7,630.1**	**6,372.2**	**7,931.0**	**10,732.1**	**6,706.4**	**5,495.4**	**7,535.8**	**44,556.0**	**38,388.7**	**34,666.0**	**30,469.6**
매출액 증가율(%)	-0.6	1.9	-21.4	-20.5	-15.7	-12.1	-13.8	-5.0	-13.9	-13.8	-9.7	-12.1
가스도매판매	12,284.0	7,157.9	5,948.1	7,462.1	10,341.6	6,325.5	5,095.2	7,169.2	42,730.7	36,450.9	32,852.0	28,931.5
해외주요사업	575.6	557.2	494.2	554.8	520.4	460.5	465.0	455.0	2,240.2	2,457.2	2,181.8	1,901.0
기타 및 연결조정	-126.9	-85.0	-66.8	-85.9	-129.8	-79.6	-64.8	-88.5	-414.9	-519.4	-364.6	-362.8
매출원가	11,790.5	7,120.9	5,895.4	7,070.6	9,811.5	6,183.3	5,050.8	6,721.4	42,598.9	34,976.1	31,877.4	27,766.9
매출총이익	942.2	509.2	476.7	860.4	920.7	523.0	444.6	814.4	1,957.1	3,412.7	2,788.6	2,702.7
판관비	108.3	104.6	87.7	109.0	108.8	97.2	88.2	115.2	403.7	409.3	409.6	409.5
영업이익	**833.9**	**404.6**	**389.0**	**751.4**	**811.9**	**425.8**	**356.3**	**699.2**	**1,553.4**	**3,003.4**	**2,378.9**	**2,293.2**
영업이익 증가율(%)	-9.5	-13.1	-11.5	-36.1	-2.6	5.2	-8.4	-6.9	-36.9	93.3	-20.8	-3.6
영업이익률(%)	6.5	5.3	6.1	9.5	7.6	6.3	6.5	9.3	3.5	7.8	6.9	7.5
가스도매판매	708.6	323.2	272.1	613.0	680.8	338.0	263.7	614.7	1,149.8	2,500.9	1,917.0	1,897.3
해외주요사업	112.5	79.5	105.9	138.9	131.6	88.3	93.1	84.9	389.3	498.8	436.8	397.9
미얀마A1/A3(별도)	15.6	21.2	22.8	11.8	10.7	14.9	11.8	10.9	50.5	58.9	71.4	48.2
이라크 주바이르	29.9	18.9	16.4	22.8	22.1	21.2	20.4	21.9	53.1	84.4	88.0	85.6
호주 GLNG	9.0	2.3	-2.4	3.2	9.6	8.0	8.0	8.0	174.3	154.8	12.1	33.5
호주 Prelude	26.6	19.4	33.0	66.3	55.2	11.0	19.7	11.0	95.2	113.9	145.3	96.8
모잠비크 Coral FLNG	31.4	17.7	36.1	34.7	34.0	33.3	33.3	33.3	-38.1	87.0	119.9	133.8
기타 및 연결조정	12.8	1.9	10.9	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	14.3	3.7	25.2	-2.0
금융손익	-332.7	-274.0	-296.9	-279.8	-285.2	-277.7	-268.3	-265.3	-1,592.8	-1,370.6	-1,183.4	-1,096.5
기타영업외손익	-20.1	-15.2	43.1	-111.5	-2.9	-3.1	-3.1	-4.2	-927.1	-131.8	-103.6	-13.3
관계기업 관련 손익	1.4	22.7	-25.2	50.3	1.4	22.9	-25.4	50.8	180.3	180.3	49.2	49.7
세전이익	**482.5**	**138.1**	**109.8**	**410.4**	**525.1**	**167.9**	**59.5**	**480.5**	**-861.9**	**1,637.6**	**1,140.8**	**1,233.1**
별도	432.4	426.2	-81.4	224.1	553.2	245.2	50.7	481.4	-1,086.0	1,083.1	1,001.3	1,330.6
자회사 및 조정	50.2	-288.2	191.3	186.3	-28.1	-77.3	8.8	-0.9	224.2	554.5	139.6	-97.5
법인세비용	115.4	53.0	23.0	112.9	144.4	46.2	16.4	132.1	-114.4	488.6	304.2	339.1
법인세율(%)	23.9	38.4	21.0	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	13.3	29.8	26.7	27.5
연결 당기순이익	**367.2**	**85.1**	**86.8**	**297.5**	**380.7**	**121.7**	**43.1**	**348.4**	**-747.4**	**1,149.0**	**836.6**	**894.0**
별도	330.7	297.3	67.7	162.5	401.1	177.8	36.8	349.0	-881.2	793.4	858.2	964.7
자회사 및 조정	36.5	-212.2	19.1	135.1	-20.4	-56.0	6.4	-0.6	133.8	355.6	-21.6	-70.7
지배주주순이익	367.5	85.4	87.0	294.6	376.9	120.5	42.7	344.9	-761.2	1,146.7	834.5	885.0

자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

한국가스공사 (036460)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**44,556.0**	**38,388.7**	**34,666.0**	**30,469.6**	**29,844.7**
매출액증가율(%)	-13.9	-13.8	-9.7	-12.1	-2.1
매출원가	42,598.9	34,976.1	31,877.4	27,767.0	27,130.7
매출총이익	1,957.1	3,412.7	2,788.6	2,702.7	2,713.9
판매관리비	403.7	409.3	409.6	409.5	409.6
영업이익	**1,553.4**	**3,003.4**	**2,378.9**	**2,293.2**	**2,304.4**
영업이익률(%)	3.5	7.8	6.9	7.5	7.7
금융손익	-1,592.9	-1,370.6	-1,183.4	-1,096.5	-1,041.2
종속/관계기업손익	104.7	136.6	49.2	49.7	50.2
기타영업외손익	-927.1	-131.8	-103.6	-13.3	-5.4
세전계속사업이익	-861.9	1,637.6	1,141.1	1,233.1	1,308.0
법인세비용	-114.5	488.6	304.3	339.1	359.7
당기순이익	**-747.4**	**1,149.0**	**836.8**	**894.0**	**948.3**
지배주주지분 순이익	-761.2	1,146.8	834.7	885.0	938.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**5,885.6**	**3,629.8**	**8,623.1**	**3,888.9**	**2,762.3**
당기순이익(손실)	-747.4	1,149.0	836.8	894.0	948.3
유형자산상각비	1,793.9	1,863.6	1,797.4	1,751.9	1,715.4
무형자산상각비	93.2	119.0	114.3	105.5	98.0
운전자본의 증감	3,581.0	-479.4	5,884.1	1,187.3	50.7
투자활동 현금흐름	**-1,334.0**	**-1,746.8**	**-2,031.3**	**-1,304.2**	**-1,376.6**
유형자산의증가(CAPEX)	-1,331.1	-1,666.2	-1,611.0	-1,413.6	-1,413.6
투자자산의감소(증가)	-63.8	185.1	302.3	114.1	41.8
재무활동 현금흐름	**-4,587.1**	**-1,837.1**	**-6,782.2**	**-3,178.5**	**-1,277.7**
차입금의 증감	-4,799.2	-256.1	-7,555.2	-3,004.0	-1,085.7
자본의 증가	0.0	30.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-32.7	148.5	-231.4	-593.8	107.9
기초현금	813.3	780.6	929.1	697.7	103.9
기말현금	780.6	929.1	697.7	103.9	211.8

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	17,430.3	16,968.5	10,387.4	8,540.9	8,701.5
현금및현금성자산	780.6	929.1	697.7	103.9	211.8
매출채권	6,563.1	6,867.3	4,171.1	3,647.1	3,676.4
재고자산	5,043.2	4,604.8	2,233.3	2,122.0	2,123.2
비유동자산	39,824.4	40,701.1	39,608.0	39,099.8	38,708.4
유형자산	22,351.5	23,008.3	22,393.6	22,055.4	21,753.6
무형자산	1,552.9	1,670.3	1,491.2	1,385.7	1,287.7
투자자산	2,757.6	2,572.5	2,295.4	2,231.0	2,239.4
자산총계	**57,254.7**	**57,669.6**	**49,995.3**	**47,640.7**	**47,409.9**
유동부채	22,566.4	21,266.5	14,620.8	11,427.4	11,215.1
매입채무	3,114.3	1,963.4	1,560.4	1,482.7	1,483.5
단기차입금	10,210.1	10,081.3	3,503.3	641.3	611.3
유동성장기부채	3,129.7	4,928.8	4,856.9	4,665.5	4,481.7
비유동부채	24,862.3	25,576.8	23,997.2	24,116.5	23,341.7
사채	20,743.0	21,055.0	19,635.4	19,694.4	18,822.4
장기차입금	278.9	330.7	312.8	312.8	312.8
부채총계	**47,428.6**	**46,843.3**	**38,618.0**	**35,543.9**	**34,556.8**
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	235.7	235.7	235.7
이익잉여금	6,678.6	7,780.2	8,485.3	9,195.8	9,942.6
비지배주주지분	199.1	-2.7	-0.6	8.4	17.8
자본총계	**9,826.0**	**10,826.4**	**11,377.3**	**12,096.8**	**12,853.1**

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	482,662	415,854	375,527	330,069	323,299
EPS(지배주주)	-8,246	12,422	9,042	9,587	10,170
CFPS	40,855	58,615	44,960	44,735	44,563
EBITDAPS	37,270	54,012	46,479	44,962	44,607
BPS	104,286	117,308	123,254	130,950	139,041
DPS	0	1,455	2,000	2,200	1,900
배당수익률(%)	0.0	4.2	4.7	5.1	4.4
Valuation(Multiple)					
PER	-3.0	2.8	4.7	4.5	4.2
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	0.3	0.3	0.3
EBITDA(십억원)	3,440.5	4,986.0	4,290.7	4,150.6	4,117.8
EV/EBITDA	12.4	8.5	8.3	8.1	7.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-7.7	11.2	7.5	7.5	7.5
EBITDA 이익률	7.7	13.0	12.4	13.6	13.8
부채비율	482.7	432.7	339.4	293.8	268.9
금융비용부담률	3.8	3.9	3.6	3.8	3.6
이자보상배율(x)	0.9	2.0	1.9	2.0	2.2
매출채권회전율(x)	5.0	5.7	6.3	7.8	8.2
재고자산회전율(x)	7.0	8.0	10.1	14.0	14.1

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 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 (2023 년 8 월 4 일부터 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)	

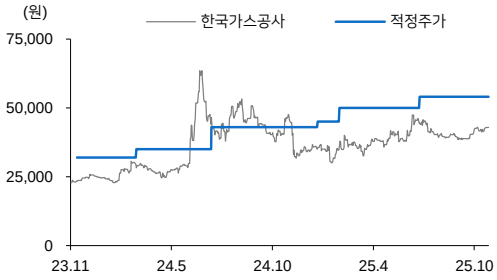
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	87.8%
중립	11.7%
매도	0.6%

2025년 9월 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	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2023.11.14	기업브리프	Buy	32,000	문경원	-20.7	-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	-	-

주가 및 적정주가 변동추이