

한국가스공사 (036460)

해외가 높은 이익 체력, 남은 건 미수금

Summary

한국가스공사에 대해 BUY, 목표주가 48,000원으로 커버리지를 개시한다. 핵심 투자포인트는 해외 자원개발이 한국가스공사의 정상 이익 수준을 한 단계 높이고 있다는 점이다. Canada LNG의 상업생산과 Coral FLNG의 생산 확대에 힘입어 2026년 해외사업 영업이익은 전년대비 약 90% 증가할 전망이다.

이번 변화는 단순한 에너지가격 상승보다 과거 투자한 해외 자산이 실제 이익을 창출하기 시작했다는 데 의미가 있다. Canada LNG는 1H26에만 1,430억원의 영업이익을 기록했고, Coral FLNG 역시 2026년부터 이익 규모가 크게 확대되고 있다. 국내 규제사업에 집중됐던 이익원이 해외 LNG·자원개발로 넓어지면서 이익의 지속성과 성장성이 과거보다 높아졌다고 판단한다.

남은 과제는 미수금이다. 2Q26 말 총 원료비 미수금은 14조원을 웃돌며 아직 재무구조 정상화를 제약하고 있다. 다만 이는 동시에 향후 Re-rating의 여지다. 해외사업이 EPS를 높인다면, 미수금 회수와 차입금 감소는 Multiple을 높이는 변수다. 현재 목표주가는 해외 이익의 구조적 개선은 반영하되 빠른 미수금 정상화는 전제하지 않았다. 향후 미수금의 순감소와 차입금·금융비용 축소가 확인될 경우 추가적인 할인 축소가 가능하다.

여기에 현재 수립 중인 12차 전기본에서 발전용 LNG 수요의 감소 경로가 완화된 경우 국내 도매사업의 장기 성장성에 대한 우려도 낮아질 수 있다. 반면 에너지자원공사 통합 과정에서 한국석유공사의 부실자산이나 관련 부채가 한국가스공사에 이전될 경우 재무구조 개선 속도가 늦어질 수 있어 관련 구조는 추가 확인이 필요하다.



손현정 유틸리티/음식료
hyunjeong.son@yuantakorea.com

김고은 Research Assistant
koeun2.kim@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 48,000원 (I)

직전 목표주가 -원

현재주가 (9/9) 36,150원

상승여력 33%

시가총액 33,371억원

총발행주식수 92,313,000주

60일 평균 거래대금 58억원

60일 평균 거래량 168,636주

52주 고/저 45,600원 / 31,700원

외인지분율 13.10%

배당수익률 2.94%

주요주주 대한민국정부(기획재정부) 외 1인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 1.1 6.3 (9.3)

상대 (10.3) 22.1 (58.1)

절대 (달러환산) 7.2 20.3 (5.8)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	7,982	25.3	6.3	7,397	7.9
영업이익	359	-7.7	-46.8	439	-18.3
세전계속사업이익	218	98.7	-55.5	177	23.4
지배순이익	163	87.7	-51.8	163	0.3
영업이익률 (%)	4.5	-1.6 %pt	-4.5 %pt	5.9	-1.4 %pt
지배순이익률 (%)	2.0	+0.6 %pt	-2.5 %pt	2.2	-0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	38,389	35,727	37,782	40,455
영업이익	3,003	2,101	2,404	2,201
지배순이익	1,147	133	1,197	950
PER	3.0	27.2	2.8	3.5
PBR	0.3	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	8.5	9.6	8.4	8.1
ROE	11.2	1.2	10.6	7.7

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

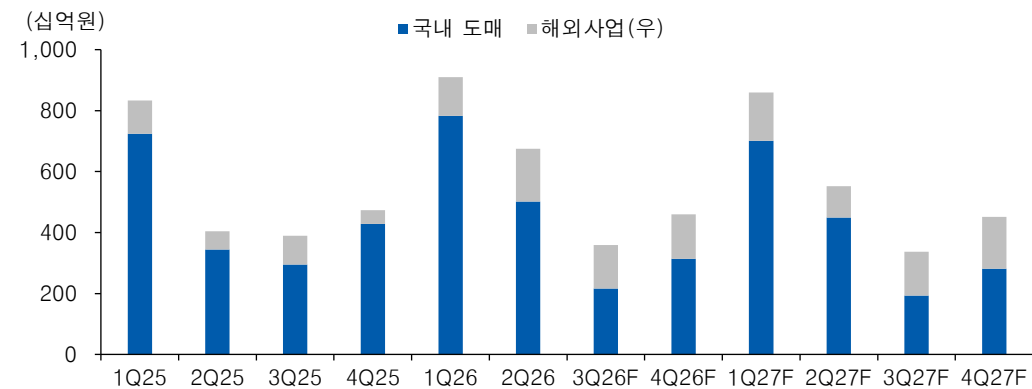
1. 국내는 정상화, 해외가 이익을 채운다

1) 3Q26 Preview: 국내 비수기를 해외사업이 상쇄

3Q26 연결 매출액은 7조 9,820억원(YoY +25.3%), 영업이익은 3,590억원(YoY -7.7%, OPM 4.5%)으로 전망한다. 3분기는 도시가스 판매량이 감소하는 계절적 비수기로 국내 도매사업의 이익 기여도가 낮아지는 시기다. 당사는 국내 도매 영업이익을 2,163억원, 해외사업 영업이익을 1,427억원으로 추정한다. 해외사업이 연결 영업이익의 약 40%를 차지하며 국내사업의 계절적 감익을 상쇄할 것으로 전망한다.

해외사업의 이익 기여 확대는 상반기부터 확인됐다. Canada LNG 는 1Q26 707억원에 이어 2Q26에도 723억원의 영업이익을 기록했고, Coral FLNG 는 2Q26 판매량과 판매가격 상승에 힘입어 584억원의 영업이익을 기록했다. GLNG 역시 제3자 가스 구매비중 하락으로 2Q26 수익성이 크게 개선됐다. 해외사업은 개별 프로젝트의 생산량과 판매가격, cargo timing 등에 따라 분기 변동성이 존재하지만, Canada LNG 와 Coral 등 신규 생산자산의 기여가 확대되면서 전체 이익 기반은 과거보다 넓어지고 있다.

분기 영업이익 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

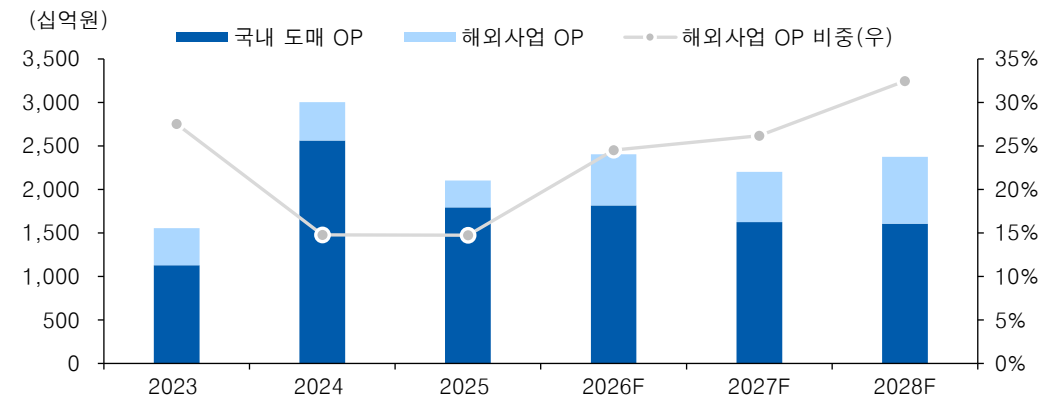
2) 2026년: 증익의 대부분은 해외에서 발생

2026년 연결 매출액은 37조 7,819억원(YoY +5.8%), 영업이익은 2조 4,042억원(YoY +14.4%, OPM 6.4%)으로 전망한다. 국내 도매 영업이익은 1조 8,153억원으로 전년 1조 7,919억원과 유사한 반면, **해외사업 영업이익은 3,093억원에서 5,890억원으로 90.4% 증가하며 전사 증익을 주도할 전망이다.**

국내 도매사업은 구조적인 성장보다 2026년 일시적으로 높아진 이익의 정상화 관점에서 볼 필요가 있다. 한국가스공사가 공개한 2026년 예산 기준 요금기저는 21.7조원, 적정투자보수율은 5.38%로, 이에 따른 적정투자보수는 약 1.17조원이다. 당사가 예상하는 국내 도매 영업이익 1.82조원에는 정산·예결산 효과가 추가로 반영돼 있어 이를 모두 반복 가능한 정상 이익으로 보기 어렵다.

반면 해외사업에서는 Canada LNG의 본격적인 실적 반영과 Coral FLNG의 생산 확대가 시작됐다. 2026년 전사 증익은 국내 규제이익 확대보다 기존 해외 투자자산이 실제 이익으로 전환되면서 발생한다는 점에 의미가 있다. 해외사업이 보조적인 이익원에서 전사 실적 방향을 결정하는 사업으로 올라서는 첫 해로 판단한다.

국내/해외 영업이익 및 해외 비중 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

3) 2027년: 국내 정상화에도 이익 체력은 유지

2027년 연결 매출액은 40조 4,547억원(YoY +7.1%), 영업이익은 2조 2,012억원(YoY -8.4%, OPM 5.4%)으로 전망한다. 전사 영업이익은 전년 대비 소폭 감소하지만, 이는 이익 체력의 훼손보다 국내 도매사업의 정상화 영향이 크다.

국내 도매사업에서는 2026년에 높았던 정산·예결산 효과가 축소되면서 영업이익이 낮아질 것으로 예상된다. 반면 적정투자보수에 기반한 규제사업의 기본적인 이익 기반은 유지될 전망이다. 즉 2027년 국내 이익은 정상 이익 수준으로 복귀하는 과정에 가깝다.

중요한 점은 국내 이익이 정상화되는 과정에서도 연결 영업이익이 2.2조원 안팎에서 유지된다는 것이다. Canada LNG와 Coral FLNG의 생산·판매 확대가 이어지고 기존 해외 프로젝트의 실적도 더해지면서 국내 정산이익 감소분을 상당 부분 보완할 전망이다. 해외사업의 연결 영업이익 비중은 2025년 14.7%에서 2026년 24.5%, 2027년 26.2%까지 높아질 전망이다.

한국가스공사 실적 전망 및 주요 가정

(단위: 십억원)

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
주요 가정												
원/달러 환율		1,462.5	1,386.8	1,395.9	1,447.3	1,466.9	1,503.0	1,435.6	1,380.0	1,420.3	1,446.4	1,402.5
Dubai (\$/bbl)		77.8	65.0	71.7	64.5	86.3	96.0	81.8	69.0	69.4	83.3	70.5
JKM (\$/mmbtu)		14.0	12.4	11.8	10.9	13.2	17.7	20.1	20.0	12.0	17.7	16.4
가스 판매량 (천톤)		11,875.0	7,020.0	6,458.0	9,160.0	12,226.0	7,232.0	6,532.4	8,998.9	34,513.0	34,989.3	34,342.6
실적 추이 및 전망												
매출액		12,732.7	7,630.1	6,372.2	8,992.4	11,802.2	7,508.0	7,982.0	10,489.8	35,727.3	37,781.9	40,454.7
국내 도매		12,309.0	7,191.4	5,973.5	8,544.5	11,418.4	7,150.4	7,618.4	10,055.8	34,018.4	36,243.0	38,673.4
해외/기타		423.7	438.7	398.7	447.8	383.8	357.5	363.6	434.0	1,708.9	1,538.9	1,781.3
미얀마		25.0	33.5	25.4	23.6	26.2	35.2	28.0	31.0	107.5	120.4	108.6
GLNG		253.0	242.1	201.8	240.9	213.8	205.2	215.0	247.0	937.8	881.0	721.5
Prelude		83.0	71.1	72.3	123.0	64.8	19.7	50.0	65.0	349.4	199.5	290.0
주바이르		155.0	158.7	145.7	169.0	157.1	54.7	80.0	99.0	628.4	390.8	494.3
Coral FLNG		60.0	43.6	48.6	49.7	49.8	85.9	110.0	120.0	201.9	365.7	404.9
Canada LNG		0.0	0.0	40.0	45.0	131.1	92.5	120.0	135.0	85.0	478.6	503.4
영업이익		833.9	404.6	389.0	473.6	910.0	675.3	359.0	459.9	2,101.2	2,404.2	2,201.2
영업이익률		6.5%	5.3%	6.1%	5.3%	7.7%	9.0%	4.5%	4.4%	5.9%	6.4%	5.4%
국내 도매		724.2	344.4	294.9	428.3	783.4	501.4	216.3	314.2	1,791.9	1,815.3	1,625.2
해외/기타		109.7	60.3	94.1	45.3	126.6	173.9	142.7	145.8	309.4	589.0	576.0
미얀마		15.6	21.2	15.5	14.4	16.1	27.0	17.4	19.2	66.7	79.7	69.8
GLNG		9.0	2.3	-2.4	-0.5	-12.3	64.5	1.9	2.2	8.4	56.3	28.8
Prelude		26.6	19.4	33.0	26.5	5.4	-13.8	15.1	19.6	105.5	26.3	61.5
주바이르		29.9	18.9	13.7	6.2	28.1	-7.8	8.7	10.8	68.7	39.9	52.3
Coral FLNG		31.4	17.7	36.1	13.4	22.3	58.4	53.7	58.6	98.6	193.0	207.4
Canada LNG		-1.6	-1.7	9.5	-6.9	70.7	72.3	57.2	48.3	-0.7	248.5	209.1
자배주순이익		367.5	85.4	87.1	-406.9	548.7	339.1	163.4	145.5	133.0	1,196.6	949.9

자료: 유안타증권 리서치센터

2. 해외 자원개발, 정상 이익 레벨이 달라졌다

한국가스공사의 해외사업은 과거 대규모 투자와 손실 가능성, 프로젝트별 실적 변동성이 함께 부각돼 왔다. GLNG와 Prelude, 미얀마, 이라크 등 기존 생산자산의 실적이 유가와 생산량, 가동률에 따라 크게 움직이는 반면 신규 프로젝트의 이익 기여는 제한적이었다. **최근에는 이 구조가 달라지고 있다. Canada LNG가 상업생산 단계에 진입하고 Coral FLNG의 생산·판매가 확대되면서 신규 LNG 프로젝트가 실제 이익을 만드는 구간으로 들어섰기 때문이다.**

중요한 점은 이번 증익이 단순히 유가나 LNG 가격 상승에만 의존하지 않는다는 것이다. 기존에 없던 Canada LNG의 이익이 새로 더해지고 Coral의 생산량이 확대되면서 해외사업의 이익원 자체가 늘어나고 있다.

1) Canada LNG: 없던 이익이 새로 더해진다

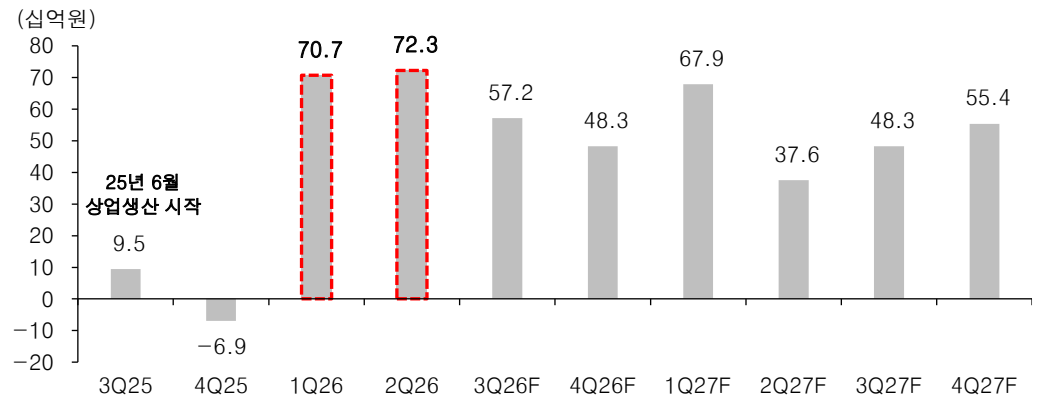
Canada LNG는 해외사업의 이익 체력이 달라졌음을 가장 분명하게 보여주는 프로젝트다. LNG Canada는 2025년 6월 상업생산을 시작했으며 한국가스공사는 프로젝트 지분 5%를 보유하고 있다. 상업생산 이후 1H26까지 한국가스공사가 인수한 LNG 물량은 37.4만톤이다.

실적 기여도 빠르게 확대됐다. Canada LNG 영업이익은 1Q26 707억원, 2Q26 723억원으로 상반기에만 1,430억원을 기록했다. 2025년에는 생산 초기 단계였던 만큼 이익 기여가 미미했으나, 2026년부터 두 개 Train의 생산이 본격화되면서 새로운 이익축으로 자리잡기 시작했다.

Canada LNG의 강점은 원가구조에 있다. 캐나다의 상대적으로 낮은 천연가스 가격을 기반으로 LNG를 생산해 아시아 시장에 판매하는 구조이기 때문에 LNG 판매가격과 현지 원료가스 가격 간 spread가 수익성의 핵심 변수다. 향후 LNG 가격과 feed gas 비용에 따라 분기 이익은 변동할 수 있으나, 2025년까지 존재하지 않았던 생산자산의 이익이 추가됐다는 점은 구조적인 변화다.

따라서 Canada LNG의 투자포인트는 2026년부터 연중 생산되는 신규 LNG 자산이 해외사업의 이익 기반에 추가됐다는 점에 의미가 있다. 가동 안정성이 확인될수록 Canada LNG는 해외사업의 주요 이익원으로 자리잡을 전망이다.

Canada LNG 분기 영업이익 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

2) Coral FLNG: 생산 확대가 만드는 두 번째 성장축

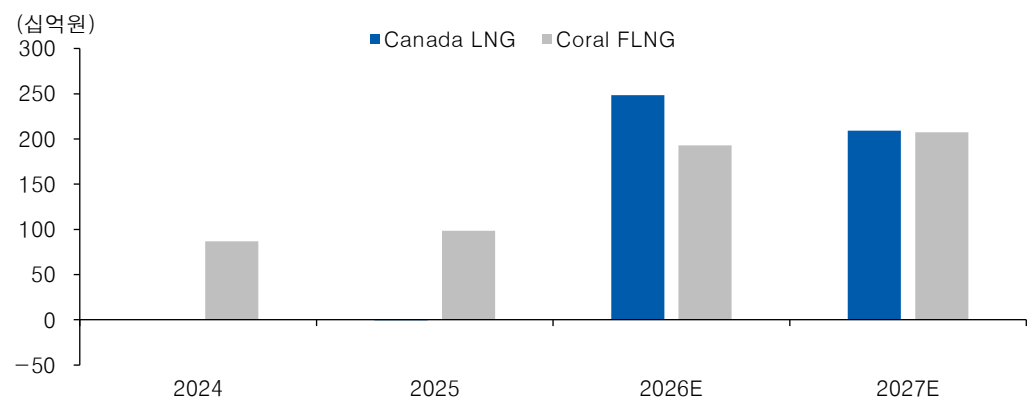
Coral FLNG 역시 해외사업의 정상 이익 수준을 높이는 핵심 프로젝트다. 한국가스공사는 모잠비크 Area 4에 10% 지분으로 참여하고 있으며, Coral FLNG는 해당 가스전을 기반으로 해상에서 천연가스를 생산·액화해 판매하는 사업이다.

Coral 영업이익은 2025년 986억원에서 2026년 1,930억원, 2027년 2,074억원으로 확대될 것으로 전망한다. 2Q26에는 판매량과 판매가격 상승에 힘입어 584억원의 영업이익을 기록했다.

Canada LNG와 달리 Coral의 핵심은 자체 가스전을 기반으로 생산물량을 늘리는 구조에 있다. 외부에서 원료가스를 대규모로 조달해야 하는 부담이 상대적으로 제한적이고, 생산량 증가가 곧 LNG 판매량 확대와 연결된다. 이에 따라 생산이 안정적으로 이어질 경우 가격 변동이 있더라도 일정 수준의 이익 기반을 유지할 수 있을 것으로 판단한다.

2025년까지 1천억원 수준에 머물렀던 Coral의 이익이 2027년부터 2천억원 이상으로 확대되면서 Canada LNG와 함께 해외사업의 새로운 성장축을 형성할 전망이다.

Canada LNG · Coral FLNG 영업이익 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

3) 기존 프로젝트의 변동성을 신규 LNG 자산이 보완

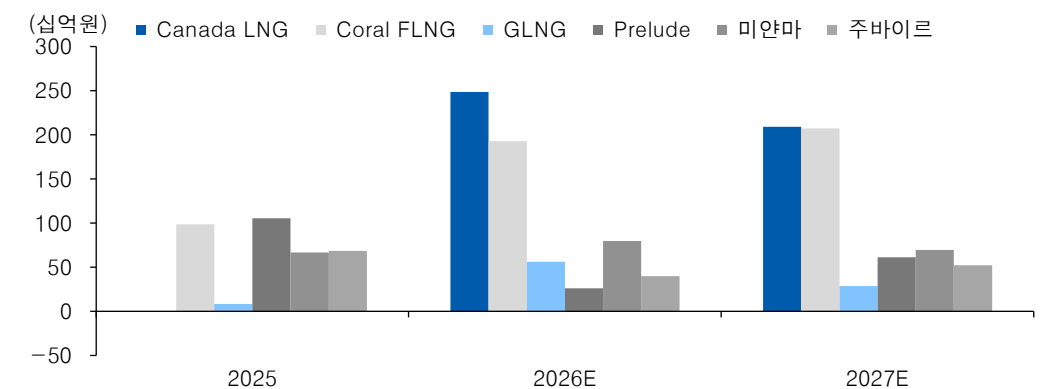
한국가스공사의 해외사업을 단순히 유가 상승의 수혜로 보기는 어렵다. 프로젝트마다 수익구조가 다르기 때문이다. GLNG 는 LNG 판매가격뿐 아니라 제3자 원료가스 조달비용이 중요하고, Prelude 는 LNG·LPG·Condensate 가격과 설비 가동률, cargo 수에 따라 실적 변동성이 크다. 미얀마는 생산량과 가스 판매, Zubair 는 원유 생산량과 기술서비스계약에 따른 보상수익이 핵심 변수다.

실제로 GLNG 는 제3자 가스 구매비중이 높아지면서 수익성이 악화된 적이 있었지만, 2Q26에 는 해당 비중이 낮아지면서 수익성이 개선됐다. Prelude 역시 생산설비의 정비와 가동 여부에 따라 분기 실적 변동성이 크다. 반면 Canada LNG 와 Coral 은 각각 신규 상업생산과 생산량 확대가 진행되는 단계라는 점에서 기존 프로젝트와 차이가 있다.

한국가스공사는 GLNG 15%, Prelude 10%, Canada LNG 5%, 모잠비크 Area 4 10%, 미얀마 A-1/A-3 8.5% 등 다양한 LNG·E&P 프로젝트에 참여하고 있다.

기존에는 GLNG 와 Prelude 등 일부 프로젝트의 부진이 해외사업 전체 실적을 크게 흔들었다면, 이제는 Canada LNG 와 Coral 의 이익이 추가되면서 사업 포트폴리오가 넓어지고 있다. 개별 프로젝트의 변동성은 여전히 존재하지만, 복수의 생산자산이 동시에 이익을 창출하면서 해외사업 전체의 이익 하단은 과거보다 높아질 수 있다.

주요 해외 프로젝트 영업이익



자료: 유안타증권 리서치센터

한국가스공사 주요 글로벌 프로젝트

프로젝트	지분	핵심 변수	현재 판단	지역
Canada LNG	5%	LNG 가격 - 현지 가스 · 액화 · 수송비	신규 성장	Canada
Coral FLNG	10%	생산량 · LNG 판매가격	신규 성장	Mozambique
GLNG	15%	LNG 가격 · 제3자 가스 조달비	회복	Australia
Prelude	10%	가동률 · Cargo · 제품가격	변동성 높음	Australia
Myanmar	8.5%	생산량 · 가스 판매	안정적	Myanmar
Zubair	23.8%	원유 생산량 · 보상수익	생산량 변수	Iraq

자료: 한국가스공사, 유안타증권 리서치센터

아직 반영하지 않은 해외 Upside

현재 당사 실적 전망은 이미 상업생산에 진입한 프로젝트를 중심으로 산정했다. 후속 개발 프로젝트의 가치는 현재 실적 및 목표주가에 별도로 반영하지 않았다.

LNG Canada는 Phase 2와 관련한 전력공급시설 등의 후속 절차가 진행되고 있으나 투자규모와 최종 개발일정이 확정되지 않았다. 모잠비크에서도 기존 Coral FLNG 외에 Rovuma LNG 개발 가능성이 남아 있다. 향후 투자규모, 생산 일정이 구체화될 경우 2030년 이후 해외사업의 추가 성장 여력으로 평가할 수 있다.

3. 이익은 먼저 회복됐다, 이제 미수금의 현금화를 볼 때

2021년 이후 한국가스공사의 가장 큰 밸류에이션 할인 요인은 미수금이었다. LNG 도입원가 급등을 민수용 요금에 충분히 따라가지 못하면서 민수용 미수금은 2021년 1.8조원에서 2024년 14.0조원까지 증가했다. 2Q26 말에도 민수용 미수금은 13.5조원, 총 원료비 미수금은 14.2조원에 달한다. 특히 총 원료비 미수금은 1Q26 13.7조원에서 2Q26 14.2조원으로 다시 증가세로 돌아섰다.

중요한 것은 영업이익의 회복이 곧바로 미수금 회수로 이어지는 것은 아니라는 점이다. 원료비가 요금에 충분히 반영되지 않더라도 미회수분을 정산자산으로 인식하면서 당기 손익은 일정 부분 보호된다. 반면 LNG 구매대금은 이미 현금으로 지급된 만큼 미수금이 누적되는 동안 차입금과 금융비용 부담은 남는다. 기존 미수금을 줄이기 위해서는 향후 요금에서 당기 원료비뿐 아니라 과거 미회수분까지 추가로 회수해야 한다.

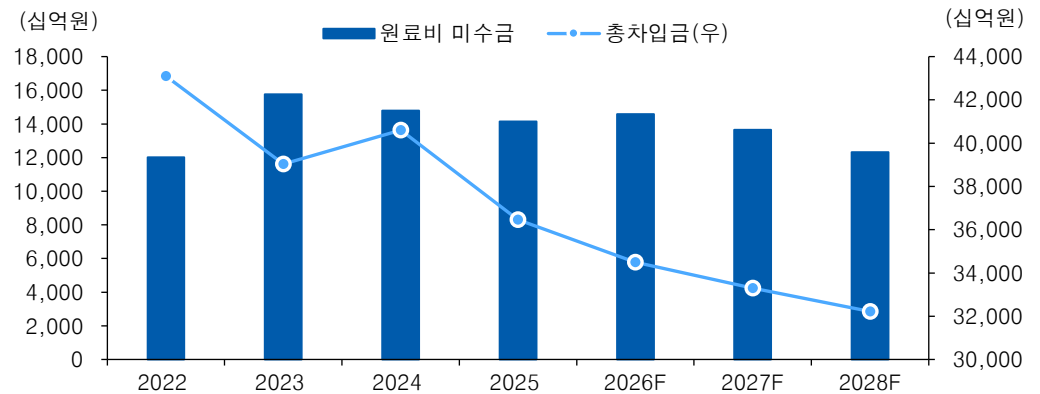
따라서 미수금 회수의 효과는 영업이익보다 재무구조에서 먼저 나타난다.

미수금 감소 → 영업현금흐름 개선 → 차입금 감소 → 이자비용 감소 → 배당여력 확대 → PBR 할인 축소

2026년은 이익 회복에도 미수금 부담이 지속되고, 2027년 이후에야 완전한 순회수가 시작될 것으로 전망한다. 미수금이 여러 분기에 걸쳐 실제 감소하기 시작한다면 현재 예상보다 재무구조 개선 속도는 빨라질 수 있다. 총차입금은 2024년 40.6조원에서 2025년 36.5조원으로 감소했으며, 2026년 34.5조원, 2027년 33.3조원, 2028년 32.2조원으로 추가 하락할 것으로 전망한다. 다만 미수금이 14조원 이상 남아 있는 만큼 현재의 차입금 감소만으로 재무 정상화가 완료됐다고 보기는 어렵다. 향후 미수금 회수가 동반될 경우 부채 감소와 금융비용 축소가 빨라지면서 세전이익과 배당여력도 함께 개선될 수 있다.

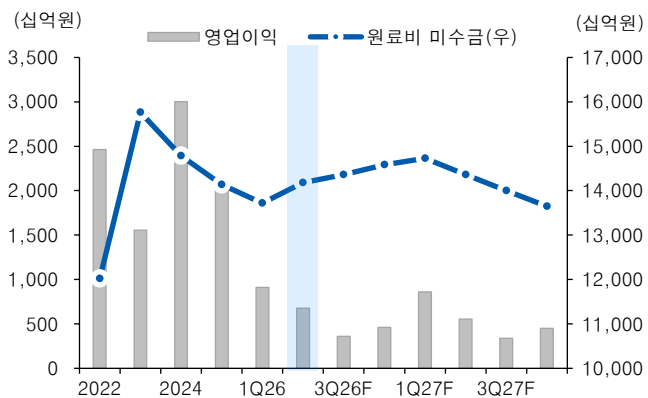
결국 해외사업이 EPS를 높인다면, 미수금의 현금화는 Multiple을 높이는 변수다. 손익 정상화 이후 주가의 다음 재평가를 위해서는 영업이익보다 미수금과 차입금이 함께 감소하는지를 확인할 필요가 있다.

미수금 및 총차입금 추이 및 전망



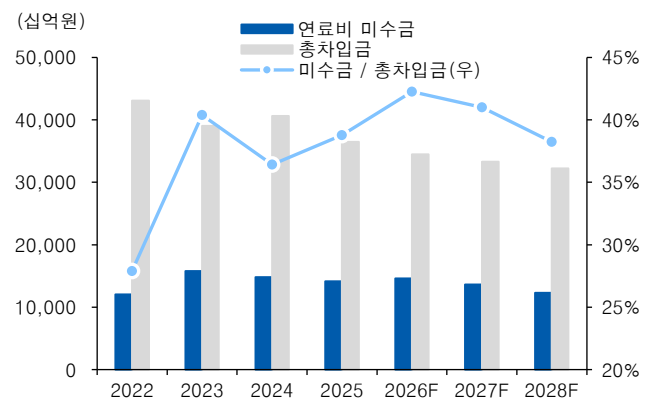
자료: 유안타증권 리서치센터

영업이익 vs 원료비 미수금



자료: 유안타증권 리서치센터

원료비 미수금 vs 총차입금



자료: 유안타증권 리서치센터

12차 전기본, 발전용 LNG 의 감소 속도를 다시 본다

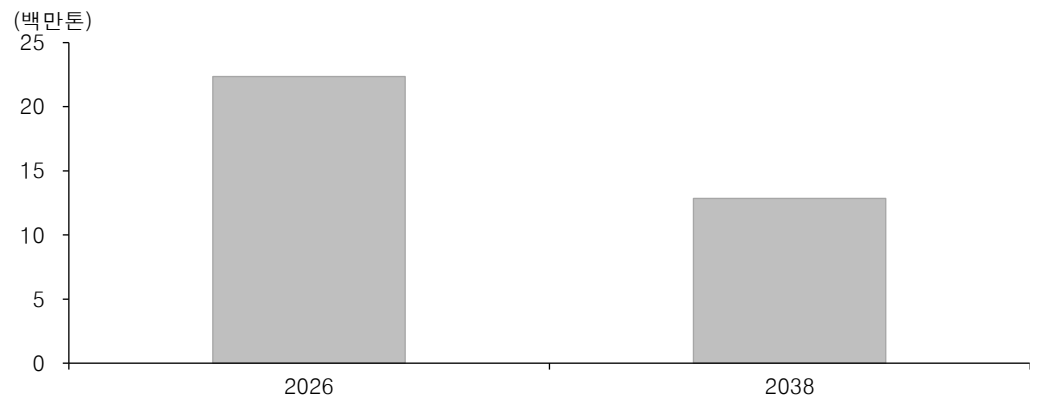
국내 도매사업의 장기 전망에는 발전용 LNG 수요 감소라는 부담이 존재한다. 제16차 장기 천연가스 공급계획은 제11차 전기본의 전원구성을 전제로 발전용 천연가스 수요가 2026년 2,235만톤에서 2038년 1,284만톤으로 감소할 것으로 전망한다.

다만 이 전망에는 현재 수립 중인 12차 전기본에서 논의되는 신규 전력수요가 반영되지 않았다. AI 데이터센터와 반도체 클러스터 등을 추가 반영하면서 2040년 최대전력 전망은 기존 잠정 전망 대비 26.6~26.8GW 상향됐다. 향후 전원믹스 확정 과정에서 LNG 발전의 역할이 기존 계획보다 확대될 경우 발전용 가스수요의 감소 속도 역시 완화될 가능성이 있다.

투자포인트는 발전용 LNG 수요가 다시 증가한다고 단정하는 데 있지 않다. 기존 계획이 전제한 가파른 수요 감소 경로가 완화될 가능성에 있다. 당사는 현재 실적 전망에 기존 발전용 판매량 감소 추세를 적용했으며, 12차 전기본 확정 이후 가스수급계획이 상향 조정될 경우 추가적인 Upside가 가능하다고 판단한다.

다만 발전용 LNG 수요 증가분이 모두 한국가스공사의 판매량으로 연결되는 것은 아니다. 직수입과 민간 LNG 터미널 확대를 감안하면 실제 수혜 폭은 제한될 수 있다. 따라서 12차 전기본은 단기 EPS보다 국내 사업의 장기 수요 감소 우려를 완화할 수 있는 옵션으로 평가한다.

발전용 천연가스 수요 전망



자료: 유안타증권 리서치센터
주: 제16차 장기 천연가스 공급계획 기준

에너지자원공사, 시너지보다 부담의 배분을 먼저 본다

정부는 한국가스공사와 한국석유공사를 통합해 가치 에너지자원공사를 출범시키는 방향을 제시했다. 석유와 가스를 아우르는 국가 에너지안보 전략을 구축하고 해외 자원개발 역량과 협상력을 높이는 것이 목적이다.

다만 현재 주주가치 판단에서는 사업 시너지보다 한국석유공사 부실의 처리 방식이 더 중요하다. 한국석유공사는 완전자본잠식 상태가 지속되고 있으며, 미수금과 높은 차입 부담을 이미 보유한 한국가스공사가 부실자산과 관련 부채를 직접 승계할 경우 재무구조 정상화 속도가 늦어질 수 있다.

따라서 통합에 따른 시너지는 현재 실적과 목표주가에 반영하지 않는다. 향후 확인할 변수는 존속·상장법인, 부실자산의 분리 여부, 관련 부채의 승계 범위, 정부 자본지원, 기존 한국가스공사 주주의 권리다.

에너지자원공사 통합 시나리오



자료: 유안타증권 리서치센터

4. 목표주가 48,000원, 이익의 질은 개선되고 재무 정상화는 남았다

한국가스공사에 대해 BUY 의견과 목표주가 48,000원을 제시한다. 목표주가는 2027년 예상 BPS 146,559원에 Target PBR 0.33배를 적용해 산출했다. 적용배수 0.33배는 해외사업의 이익 기여 확대를 긍정적으로 평가하되, 14조원 수준의 원료비 미수금과 에너지자원공사 통합 관련 불확실성을 함께 반영한 수준이다.

향후 0.5배 이상으로의 Re-rating 을 위해서는 실적 성장보다 재무구조 개선의 확인이 중요하다. 특히 민수용 미수금의 순감소가 여러 분기에 걸쳐 지속되고, 이를 통해 총차입금과 금융비용이 함께 감소하는지를 확인할 필요가 있다.

해외사업 역시 Canada LNG 와 Coral FLNG 를 중심으로 연간 6천억원 이상의 영업이익이 안정적으로 유지될 경우 정상 이익에 대한 신뢰도는 높아질 수 있다. 여기에 에너지자원공사 통합 과정에서 한국석유공사의 부실자산 및 부채가 기존 한국가스공사 주주에게 전가되지 않는다면 추가적인 할인 축소가 가능하다.

결국 Re-rating 의 조건은 세 가지다.

- ① 해외사업 이익의 지속성 확인
- ② 미수금 순회수와 차입금·금융비용 감소
- ③ 에너지자원공사 통합에 따른 재무부담 최소화

한국가스공사 목표주가 산정

구분	내용	비고
27F BPS(원)	146,559	(a) 2027년 추정 BPS
Target PBR(배)	0.33	(b) 과거 5개년 평균 PBR
주당가치(원)	48,365	(c) = (a) * (b)
목표주가(원)	48,000	
현재주가(원)	36,150	2026.09.09 종가
상승여력(%)	33	

자료: 유안타증권 리서치센터

한국가스공사 밸류에이션 Table

(단위: 십억원, 십억엔, 백만달러)

		한국가스공사	한국전력	포스코 인터내셔널	지역난방공사	삼천리	HK&CHINA GAS	TOKYO GAS	INDRAPRAST HA GAS LTD
시가총액		3,337	21,666	10,204	866	488	136,310	2,095	2,269
매출액	2025	35,727	97,429	32,374	3,998	5,275	54,326	2,835	1,831
	2026F	37,782	97,700	34,715	3,922	5,436	56,075	3,040	1,979
	2027F	40,455	98,963	37,323	3,938	5,486	56,794	3,022	2,083
	2028F	40,007	100,322	39,838	3,881	5,588	57,925	3,028	2,271
영업이익	2025	2,101	13,491	1,165	530	160	8,336	198	150
	2026F	2,404	6,650	1,453	511	184	8,225	174	162
	2027F	2,201	6,942	1,598	425	179	8,383	188	200
	2028F	2,374	10,424	1,697	409	186	8,599	196	221
영업이익률	2025	5.9%	13.8%	3.6%	13.2%	3.0%	15.3%	7.0%	8.2%
	2026F	6.4%	6.8%	4.2%	13.0%	3.4%	14.7%	5.7%	8.2%
	2027F	5.4%	7.0%	4.3%	10.8%	3.3%	14.8%	6.2%	9.6%
	2028F	5.9%	10.4%	4.3%	10.5%	3.3%	14.8%	6.5%	9.7%
당기순이익(지배)	2025	133	8,545	614	339	112	5,688	227	176
	2026F	1,197	3,647	924	326	155	6,287	127	178
	2027F	950	3,880	1,110	273	145	6,433	138	199
	2028F	1,090	5,598	1,258	254	148	6,656	142	220
PER	2025	27.3	3.6	14.2	3.3	4.7	21.3	11.3	13.2
	2026F	2.8	5.9	11.0	2.7	3.1	21.7	16.4	12.8
	2027F	3.5	5.6	9.2	3.2	3.4	21.2	15.1	11.4
	2028F	3.1	3.9	8.1	3.4	3.3	20.5	14.8	10.3
PBR	2025	0.3	0.6	1.3	0.5	0.3	2.3	1.4	1.8
	2026F	0.3	0.4	1.3	0.4	0.3	2.3	1.2	1.8
	2027F	0.2	0.4	1.2	0.3	0.2	2.3	1.1	1.7
	2028F	0.2	0.3	1.1	0.3	0.2	2.3	1.1	1.5

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주) 시가총액은 26.09.09 기준

한국가스공사 (036460) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	38,389	35,727	37,782	40,455	40,007
매출원가	34,976	33,167	34,899	37,699	37,088
매출총이익	3,413	2,560	2,883	2,756	2,920
판매비	409	459	479	555	546
영업이익	3,003	2,101	2,404	2,201	2,374
EBITDA	4,986	4,025	4,271	3,997	4,105
영업외손익	-1,366	-1,705	-574	-385	-404
외환관련손익	-761	114	415	368	373
이자손익	-1,416	-1,178	-1,055	-910	-714
관계기업관련손익	137	98	284	250	230
기타	674	-739	-218	-93	-293
법인세비용차감전순이익	1,638	396	1,830	1,816	1,970
법인세비용	489	264	641	872	887
계속사업순이익	1,149	132	1,190	944	1,084
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,149	132	1,190	944	1,084
지배지분순이익	1,147	133	1,197	950	1,090
포괄순이익	1,201	105	1,162	917	1,056
지배지분포괄이익	1,213	106	1,165	920	1,059

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	3,630	6,539	4,003	3,824	4,438
당기순이익	1,149	132	1,190	944	1,084
감가상각비	1,864	1,803	1,755	1,693	1,637
외환손익	311	73	-415	-368	-373
중속, 관계기업관련손익	0	0	-284	-250	-230
자산부채의 증감	-479	3,588	1,101	972	1,623
기타현금흐름	785	943	656	833	699
투자활동 현금흐름	-1,747	-2,256	-3,246	-3,119	-2,943
투자자산	38	-21	-130	-169	28
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,666	-1,988	-1,300	-1,100	-1,100
유형자산 감소	6	4	0	0	0
기타현금흐름	-124	-251	-1,816	-1,850	-1,871
재무활동 현금흐름	-1,837	-4,056	27	36	-29
단기차입금	-316	-2,957	17	22	-4
사채 및 장기차입금	60	-1,195	0	0	0
자본	-664	0	0	0	0
현금배당	-26	-127	-101	-175	-192
기타현금흐름	-891	223	111	189	166
연결범위변동 등 기타	103	-9	60	1,443	1,548
현금의 증감	149	218	844	2,184	3,014
기초 현금	781	929	1,147	1,992	4,175
기말 현금	929	1,147	1,992	4,175	7,189
NOPLAT	3,003	2,101	2,404	2,201	2,374
FCF	1,964	4,552	2,703	2,724	3,338

자료: 유안타증권

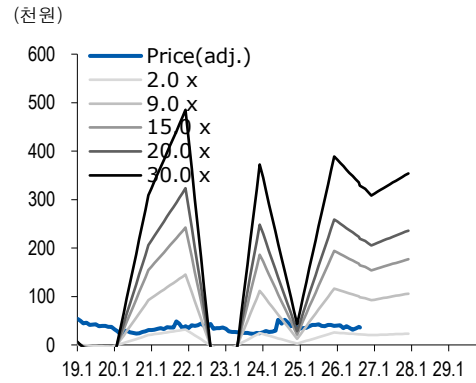
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	16,969	13,634	15,227	18,344	21,202
현금및현금성자산	929	1,147	1,992	4,175	7,189
매출채권 및 기타채권	6,954	6,086	6,467	6,925	6,848
재고자산	4,605	3,346	3,538	3,788	3,747
비유동자산	40,701	39,993	39,815	38,141	36,189
유형자산	23,008	22,834	22,378	21,785	21,249
관계기업 등 지분관련 자산	1,817	1,558	1,648	1,764	1,745
기타투자자산	755	710	750	803	794
자산총계	57,670	53,628	55,042	56,486	57,391
유동부채	21,267	17,237	17,463	17,756	17,707
매입채무 및 기타채무	2,857	2,691	2,846	3,047	3,013
단기차입금	10,081	7,078	7,078	7,078	7,078
유동성장기부채	4,929	5,149	5,149	5,149	5,149
비유동부채	25,577	25,592	25,749	25,955	25,920
장기차입금	331	348	348	348	348
사채	21,055	21,413	21,413	21,413	21,413
부채총계	46,843	42,829	43,212	43,711	43,627
지배지분	10,829	10,802	11,841	12,791	13,786
자본금	462	462	462	462	462
자본잉여금	1,355	1,355	1,355	1,355	1,355
이익잉여금	7,780	7,776	8,872	9,647	10,545
비지배지분	-3	-3	-10	-16	-22
자본총계	10,826	10,799	11,830	12,775	13,764
순차입금	39,212	35,156	32,350	28,949	24,861
총차입금	40,607	36,455	34,500	33,291	32,216

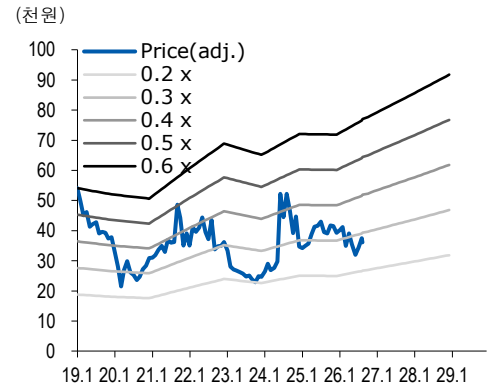
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	12,422	1,441	12,962	10,290	11,806
BPS	124,079	123,774	135,670	146,559	157,963
EBITDAPS	54,012	43,603	46,265	43,298	44,473
SPS	415,854	387,024	409,280	438,234	433,388
DPS	1,455	1,154	2,000	2,200	2,300
PER	3.0	27.2	2.8	3.5	3.1
PBR	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	8.5	9.6	8.4	8.1	6.9
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	-13.8	-6.9	5.8	7.1	-1.1
영업이익 증가율 (%)	93.3	-30.0	14.4	-8.4	7.9
지배순이익 증가율 (%)	흑전	-88.4	799.6	-20.6	14.7
매출총이익률 (%)	8.9	7.2	7.6	6.8	7.3
영업이익률 (%)	7.8	5.9	6.4	5.4	5.9
지배순이익률 (%)	3.0	0.4	3.2	2.3	2.7
EBITDA 마진 (%)	13.0	11.3	11.3	9.9	10.3
ROIC	5.8	2.0	5.1	4.0	3.9
ROA	2.0	0.2	2.2	1.7	1.9
ROE	11.2	1.2	10.6	7.7	8.2
부채비율 (%)	432.7	396.6	365.3	342.2	317.0
순차입금/자기자본 (%)	362.1	325.4	273.2	226.3	180.3
영업이익/금융비용 (배)	2.0	1.7	2.1	2.0	2.2

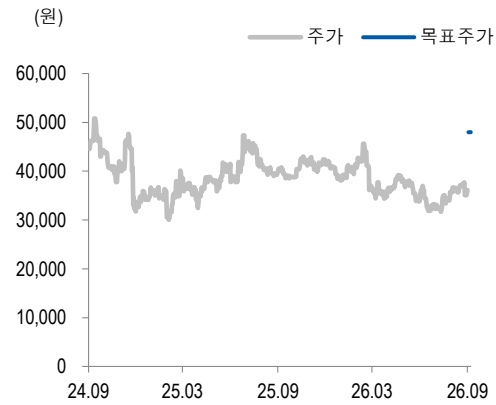
P/E band chart



P/B band chart



한국가스공사 (036460) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 최고(최저) 대비 주가 대비	
2026-09-10	BUY	48,000	1년		
2026-04-08	1년 경과 이후		1년		
2025-04-08	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	96.7
Hold(중립)	3.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-09-09

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **손현정**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.