

2023. 4. 13



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

Buy

적정주가 (12개월) **37,000 원**

현재주가 (4.12) **27,700 원**

상승여력 **33.6%**

KOSPI 2,550.64pt

시가총액 25,571억원

발행주식수 9,231만주

유동주식비율 44.01%

외국인비중 8.34%

52주 최고/최저가 48,100원/25,500원

평균거래대금 99.3억원

주요주주(%)

대한민국정부(기획재정부) 외 1 인 46.63

국민연금공단 7.85

주가상승률(%)

1개월 3.7 6개월 -19.8 12개월 -26.8

절대주가 -2.6 -30.8 -23.5

상대주가

주가그래프

(천원) 한국가스공사 (pt) 코스피지수(우)

22.4 22.8 22.12 23.4

0 16 32 48 64

2,000 2,500 3,000

한국가스공사 036460

1Q23 Preview: 미수금 정점 확인 필요

- ✓ 1Q23 연결 영업이익은 1,06조원을 기록하며 컨센서스(1,12조원)에 부합할 전망
- ✓ 적정투자보수 상승, Prelude의 생산 확대(두 카고 인도)가 증익 요인
- ✓ 미수금 상승세 멈추기 위해 2Q23~3Q23에 걸쳐 가스요금 15~20% 인상이 필요
- ✓ 저평가 매력은 분명하지만, 미수금 정점을 확인하고 접근 필요
- ✓ 투자이건 Buy를 유지, 적정주가는 37,000원으로 -18% 하향

1Q23, Prelude의 분전에 힘입어 기대치 부합 예상

1Q23 연결 영업이익은 1,06조원(+16.0% YoY)을 기록하며 컨센서스(1,12조원)에 부합할 전망이다. 높은 기저에도 불구하고(1Q22 별도 영업이익에는 소송금액 1,230억원 반영) 적정투자보수 상승으로 인해 별도 영업이익은 전년 동기 대비 비슷한 수준을 유지할 것으로 예상된다. 반면 해외자원개발이익은 전년 동기 대비 1,230억원 늘어날 전망이다. 호주 Prelude가 두 카고 인도에 성공했던 점이 주요 요인이다. 4월 말~5월 초 발표가 기대되는 적정투자보수는 1.36조원(+19.5% YoY)을 예상한다. 금리 인상으로 인한 적정투자보수율 상승 덕분이다.

요금 인상하더라도 인상 폭이 더 중요: 가스요금 15~20% 인상이 필요

턴어라운드 필요조건인 미수금 정점 확인까지는 아직 시간이 필요하다. 연말 11.9조원(민수용 8.6조원)에 달했던 미수금 규모는 1분기에도 민수용 기준 2조원 이상 증가했을 것으로 추정한다. 원료비 하락으로 4월 발전용-민수용 요금의 괴리는 6.26원/MJ까지 줄어들며 3월(15.2원/MJ) 대비 크게 나아졌다. 그러나 하반기 추가 원료비 하락을 감안해도 +4~5원/MJ(+15~20%) 수준의 가스 요금 인상은 이뤄져야 미수금 상승이 멈출 것으로 보인다. 회수를 위해선 그 이상의 인상이 필요하다.

저평가 매력은 분명하지만, 미수금 정점을 확인하고 접근 필요

투자이건 Buy를 유지, 적정주가는 37,000원으로 -18% 하향한다. 역대 최고 수준의 미수금 규모를 감안하여 미수금 우려가 정점이던 시기(2012년)의 저점 밸류에이션인 0.31배를 적용했다. 반등을 위해서는 1)미수금 정점 확인, 2)신종자본증권 발행, 증자 등 주주가치 회복에 대한 불확실성 제거가 필요하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	27,520.8	1,239.7	950.8	10,299	흑전	96,077	3.8	0.4	10.7	11.6	378.9
2022	51,724.3	2,463.4	1,493.1	16,174	55.2	110,354	2.2	0.3	11.5	15.7	499.6
2023E	43,280.5	2,259.3	871.3	9,438	-41.2	119,792	2.9	0.2	13.0	8.2	485.5
2024E	43,605.9	1,964.1	670.6	7,265	-23.0	124,825	3.8	0.2	12.4	5.9	416.8
2025E	43,194.9	1,943.7	742.1	8,039	10.7	131,191	3.4	0.2	12.0	6.3	382.3

표1 한국가스공사 1Q23 Preview

(십억원)	1Q23E	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	15,839.0	13,979.5	13.3	18,157.6	-12.8	20,381.1	-22.3
영업이익	1,058.6	912.6	16.0	1,118.0	-5.3	1,118.5	-5.4
세전이익	680.0	1,029.5	-34.0	725.3	-6.2	929.8	-26.9
지배순이익	488.0	733.5	-33.5	893.9	-45.4	664.5	-26.6

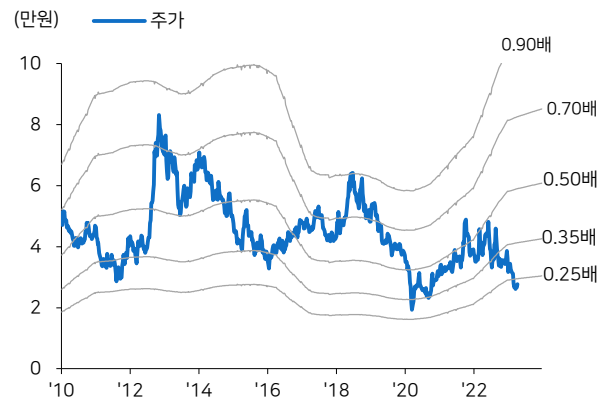
자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국가스공사 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	43,717.5	45,586.6	43,280.5	43,605.8	-1.0%	-4.3%
영업이익	2,313.2	2,189.1	2,259.3	1,964.1	-2.3%	-10.3%
영업이익률	5.3%	4.8%	5.2%	4.5%	-0.1%p	-0.3%p
당기순이익	985.6	955.1	880.1	677.4	-10.7%	-29.1%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 한국가스공사 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국가스공사 적정주가 산출 내역

구분	적용값	내용
12개월 선행 순자산	10,931.8	12개월 선행 평균 순자산
적용 배수(배)	0.31	미수금 확대 시기(2011~2012, 2022~) 평균
적정 시가총액(십억원)	3,388.8	
발행 주식수(백만주)	92,313	발행주식수
적정 주가(원)	37,000	
현재 주가(원)	27,700	
상승 여력(%)	33.6	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 한국가스공사 연결 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	95.6	108.1	96.9	84.9	80.3	80.0	80.0	80.0	69.3	96.4	80.1	80.0
환율(원/달러)	1,204.6	1,259.9	1,434.8	1,362.3	1,274.6	1,305.0	1,260.0	1,230.0	1,144.0	1,315.4	1,267.4	1,177.5
JKM(달러/mmbtu)	30.0	28.8	47.9	29.2	20.7	12.6	12.6	12.6	18.1	34.0	14.7	12.6
실적 추정												
매출액	13,979.5	8,852.9	10,734.3	18,157.6	15,839.0	7,773.9	7,416.2	12,251.4	27,520.8	51,724.3	43,280.5	43,605.8
매출액 증가율(%)	81.3	82.9	99.8	89.2	13.3	-12.2	-30.9	-32.5	32.1	87.9	-16.3	0.8
가스도매판매	13,727.9	8,475.2	10,323.5	17,670.3	15,268.0	7,285.9	7,014.8	11,829.5	26,083.0	50,197.0	41,398.2	41,934.0
해외주요사업	400.5	552.4	503.7	595.8	686.3	542.9	455.1	511.1	1,489.3	2,052.4	2,195.4	2,023.3
기타 및 연결조정	-148.9	-174.7	-92.9	-108.5	-115.2	-54.9	-53.7	-89.2	-51.5	-525.1	-313.1	-351.4
매출원가	12,958.3	8,468.9	10,487.8	16,913.2	14,671.7	7,503.1	7,189.1	11,229.9	25,859.0	48,828.3	40,593.8	41,211.8
매출총이익	1,021.2	384.0	246.5	1,244.3	1,167.3	270.8	227.0	1,021.5	1,661.7	2,896.0	2,686.6	2,394.1
판매비	108.6	94.6	103.1	126.3	108.7	90.9	99.9	127.7	422.0	432.6	427.3	430.0
영업이익	912.6	289.4	143.4	1,118.0	1,058.6	179.9	127.1	893.8	1,239.7	2,463.4	2,259.3	1,964.1
영업이익 증가율(%)	19.4	433.3	1,737.7	170.7	16.0	-37.8	-11.4	-20.1	37.9	98.7	-8.3	-13.1
영업이익률(%)	6.5	3.3	1.3	6.2	6.7	2.3	1.7	7.3	4.5	4.8	5.2	4.5
가스도매판매	855.1	45.7	53.3	1,000.2	862.2	44.1	39.0	784.4	961.7	1,954.3	1,729.7	1,504.6
해외주요사업	94.9	225.2	164.9	105.8	217.9	139.6	90.3	126.1	284.5	590.8	573.8	506.5
미얀마A1/A3(별도)	10.7	17.3	18.2	15.3	15.3	17.3	17.9	16.6	40.1	61.5	67.0	58.4
이라크 주바이르	14.6	19.4	27.6	-4.1	16.4	21.2	19.5	20.6	89.0	57.5	77.7	82.2
이라크 바드라	8.1	37.0	37.1	27.7	17.5	10.5	10.5	10.5	9.9	109.9	49.0	42.0
호주 GLNG	93.0	41.7	85.4	90.9	74.3	56.7	50.5	47.6	80.5	311.0	229.0	171.1
호주 Prelude	-31.5	109.8	-3.4	-11.6	78.0	23.5	-18.0	21.1	65.0	63.3	104.7	115.7
모잠비크 Coral FLNG	0.0	0.0	0.0	-12.4	16.5	10.3	9.9	9.7	0.0	-12.4	46.4	37.1
기타 및 연결조정	-37.4	18.5	-74.8	12.0	-21.6	-3.8	-2.2	-16.7	-6.5	-81.7	-44.2	-47.0
금융손익	-131.5	-153.1	-164.1	-379.4	-451.8	-137.7	-314.4	-292.1	-591.0	-828.1	-1,195.9	-1,151.0
기타영업외손익	152.7	-19.6	-1.2	-175.9	6.2	5.9	6.2	6.1	538.3	-44.0	24.3	-6.3
관계기업 관련 손익	95.8	92.6	3.1	-11.2	67.0	64.8	2.1	-7.8	180.3	180.3	126.2	127.5
세전이익	1,029.5	209.3	-18.8	725.3	680.0	112.9	-179.0	600.0	1,367.3	1,945.2	1,213.9	934.4
별도	883.6	-248.2	-437.6	1,116.7	479.1	-49.9	-256.0	571.1	687.4	1,314.4	744.4	581.6
자회사 및 조정	145.9	457.5	418.8	-391.4	200.9	162.8	77.0	28.9	679.9	630.8	469.5	352.8
법인세비용	293.4	57.9	259.4	-162.5	187.0	31.1	-49.2	165.0	402.8	448.2	333.8	256.9
법인세율(%)	28.5	27.7	-1,380.0	-22.4	27.5	27.5	27.5	27.5	29.5	23.0	27.5	27.5
연결 당기순이익	736.1	151.4	-278.2	887.7	493.0	81.9	-129.8	435.0	964.5	1,497.0	880.1	677.4
별도	643.4	-174.0	-587.3	970.8	347.3	-36.2	-185.6	414.1	594.5	852.9	539.7	421.7
자회사 및 조정	92.7	325.4	309.1	-83.1	145.6	118.1	55.8	20.9	370.0	644.1	340.4	255.7
지배주주순이익	733.5	147.0	-281.3	893.9	488.0	81.1	-128.5	430.6	950.8	1,493.1	871.3	670.6

자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

한국가스공사 (036460)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	27,520.8	51,724.3	43,280.5	43,605.9	43,194.9
매출액증가율 (%)	32.1	87.9	-16.3	0.8	-0.9
매출원가	25,859.0	48,828.3	40,593.8	41,211.8	40,822.6
매출총이익	1,661.8	2,896.0	2,686.6	2,394.1	2,372.3
판매관리비	422.1	432.6	427.3	430.0	428.6
영업이익	1,239.7	2,463.4	2,259.3	1,964.1	1,943.7
영업이익률	4.5	4.8	5.2	4.5	4.5
금융손익	-591.0	-828.1	-1,195.9	-1,151.0	-1,038.9
중속/관계기업손익	180.3	354.0	126.2	127.5	128.8
기타영업외손익	538.3	-44.0	24.3	-6.3	0.5
세전계속사업이익	1,367.3	1,945.3	1,213.9	934.4	1,034.0
법인세비용	402.8	448.2	333.8	257.0	284.3
당기순이익	964.5	1,497.0	880.1	677.4	749.6
지배주주지분 순이익	950.8	1,493.1	871.3	670.6	742.1

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	13,147.7	25,091.6	30,120.9	25,267.4	24,675.1
현금및현금성자산	564.5	813.3	749.9	1,465.9	1,849.9
매출채권	6,656.0	11,310.4	17,322.2	12,643.5	11,662.0
재고자산	3,582.8	7,622.6	7,075.3	6,544.6	6,546.9
비유동자산	30,522.2	37,333.4	35,987.2	35,524.2	34,923.3
유형자산	23,580.8	23,293.8	22,559.7	21,891.1	21,282.3
무형자산	1,745.8	1,705.9	1,705.9	1,705.9	1,705.9
투자자산	2,508.7	2,693.8	2,081.7	2,287.3	2,295.2
자산총계	43,669.9	62,425.0	66,108.1	60,791.6	59,598.4
유동부채	14,021.7	30,634.6	30,952.6	25,052.1	23,165.5
매입채무	2,815.2	2,682.4	1,809.9	2,089.2	2,090.0
단기차입금	7,832.5	23,601.1	24,001.1	20,209.1	18,555.1
유동성장기부채	1,933.8	1,957.8	1,957.8	1,957.8	1,957.8
비유동부채	20,528.9	21,379.7	23,864.7	23,977.2	24,075.5
사채	16,241.0	17,100.5	19,551.5	19,551.5	19,551.5
장기차입금	179.5	192.1	192.1	192.1	192.1
부채총계	34,550.6	52,014.2	54,817.2	49,029.4	47,241.0
자본금	461.6	461.6	461.6	461.6	461.6
자본잉여금	2,018.3	2,018.3	2,018.3	2,018.3	2,018.3
기타포괄이익누계액	21.9	48.8	48.8	48.8	48.8
이익잉여금	6,185.3	7,476.3	8,347.5	8,812.2	9,399.8
비지배주주지분	250.2	223.7	232.5	239.2	246.7
자본총계	9,119.3	10,410.7	11,290.8	11,762.2	12,357.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-2,070.5	-14,580.9	-3,878.2	8,285.6	3,278.5
당기순이익(손실)	964.5	1,497.0	880.1	677.4	749.6
유형자산상각비	1,722.3	1,751.4	1,697.1	1,631.5	1,571.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-4,570.1	-18,687.4	-6,339.9	6,094.3	1,077.1
투자활동 현금흐름	-1,170.3	-973.8	-226.1	-1,042.6	-843.6
유형자산의증가(CAPEX)	-1,156.2	-1,178.5	-962.9	-962.9	-962.9
투자자산의감소(증가)	-363.9	-185.2	738.3	-78.1	120.9
재무활동 현금흐름	3,475.6	15,802.1	4,040.8	-6,527.0	-2,051.0
차입금의 증감	4,031.6	17,322.6	4,051.5	-6,311.0	-1,887.7
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	232.8	248.8	-63.4	716.1	384.0
기초현금	331.8	564.5	813.3	749.9	1,465.9
기말현금	564.5	813.3	749.9	1,465.9	1,849.9

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	298,124	560,314	468,845	472,370	467,918
EPS(지배주주)	10,299	16,174	9,438	7,265	8,039
CFPS	33,250	52,709	46,071	40,944	40,148
EBITDAPS	32,087	45,658	42,858	38,950	38,081
BPS	96,077	110,354	119,792	124,825	131,191
DPS	2,728	0	2,400	1,800	1,800
배당수익률(%)	7.0	0.0	8.7	6.5	6.5
Valuation(Multiple)					
PER	3.8	2.2	2.9	3.8	3.4
PCR	1.2	0.7	0.6	0.7	0.7
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
EBITDA	2,962.0	4,214.8	3,956.4	3,595.6	3,515.4
EV/EBITDA	10.7	11.5	13.0	12.4	12.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.6	15.7	8.2	5.9	6.3
EBITDA 이익률	10.8	8.1	9.1	8.2	8.1
부채비율	378.9	499.6	485.5	416.8	382.3
금융비용부담률	2.3	1.9	4.1	3.8	3.3
이자보상배율(x)	1.9	2.6	1.3	1.2	1.3
매출채권회전율(x)	5.1	5.8	3.0	2.9	3.6
재고자산회전율(x)	11.1	9.2	5.9	6.4	6.6

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 해당 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 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 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	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한국가스공사 (036460) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

