



BUY(Maintain)

목표주가: 38,000원(하향)

주가(5/11): 27,100원

시가총액: 25,017억원



철강금속/유틸리티 Analyst 이종형 leejh@kiwoom.com

Stock Data

Table with 3 columns: Metric, Value, and Comparison. Includes KOSPI (5/11), 52 주 주가동향, and 수익률 (1M, 6M, 1Y).

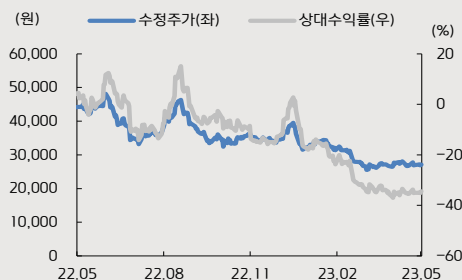
Company Data

Table with 2 columns: Metric and Value. Includes 발행주식수, 일평균 거래량(3M), and 주요 주주.

투자지표

Table with 5 columns: Metric, 2021, 2022A, 2023E, 2024E. Includes 매출액, 영업이익, EPS, PER, PBR, EV/EBITDA, ROE, and 순부채비율.

Price Trend



한국가스공사 (036460)

미수금 축소가 필요



1분기는 대규모 일회성 비용으로 영업이익은 예상치를 크게 하회했지만 현재 관건은 12조원 수준까지 급증한 민수용 미수금입니다. 2분기 중으로 민수용 도시가스 요금이 일부 인상되더라도 당장 미수금이 의미 있게 감소하기는 어려운 상황입니다. 다만, 올해부터 천연가스 가격이 급락하고 있어 미수금은 3분기를 전후해 정점을 통과할 것으로 예상됩니다. 부진했던 주가는 역사적 PBR밴드 최하단에 근접했습니다.

>>> 1분기는 대규모 일회성 비용으로 기대치 하회

1분기 영업이익은 0.6조원(-36%YoY)으로 키움증권 추정치 1.2조원과 컨센서스 1.1조원을 크게 하회했다.

가스공사 실적의 대부분을 차지하는 국내 가스도매사업(별도) 실적은 연간으로 정해진 세후적정투자보수를 분기별로 정해진 비율로 회수하는 구조이기 때문에 일단 연간 적정투자보수가 결정되면 분기 영업이익의 큰 의미는 없다. 올해 연간 적정투자보수는 1.46조원으로 전년대비 0.32조원 증가한 것으로 추정된다. 다만 이번 1분기는 적정투자보수가 전년동기대비 약 1,100억원 증가했음에도 전년도에 반영된 발전용 원료비 일회성 손익 차감 -2,300억원을 포함해 총 -5,000억원 이상의 일회성 비용이 발생했던 것으로 추정된다. 한편, 평균기온 상승에 따라 가스 판매량은 1,172만톤(-8%YoY)으로 감소했다.

주요 해외사업은 Prelude FLNG가 생산정상화와 함께 목표대로 2카고 인도에 성공해 영업이익이 +909억원으로 작년 4분기 -116억원에서 턱여라운드 성공했고, 호주 GLNG, 이라크 Zubair 실적도 견조해 5개 사업 단순합계가 작년 1분기보다 900억이상 개선되는 호조를 기록했다.

>>> 미수금 축소가 주가상승의 선행조건

천연가스 도입가격 상승에도 민수용(주택용, 일반용) 도시가스 요금인상 지연과 이에 따른 연료비 연동제와의 간극을 '미수금' 회계처리를 통해 재무제표에 반영하면서 작년부터 급증하고 있는 민수용 미수금은 작년 4분기 8.6조원에서 올해 1분기에는 11.6조원으로 급증세가 이어졌다. 당초 4월로 기대했던 2분기 민수용 도시가스 요금인상도 5/11 현재까지 지연된 상황인데, 2분기 중으로 요금이 일부 인상되더라도 당장 미수금이 의미 있게 감소하기는 어려운 상황이다. 다만, 2022년 폭등했던 천연가스가격이 올해 들어 급락하고 있어 민수용 미수금은 3분기를 전후해 정점을 통과할 것으로 예상된다.

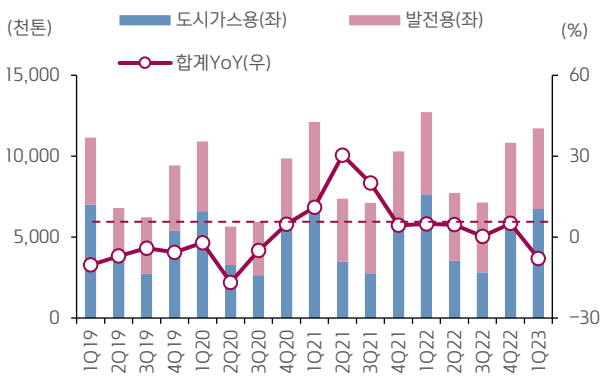
미수금 증가와 실적 추정치 하향을 반영해 목표주가를 38,000원(12mf PBR 0.3X 적용)으로 하향하지만 주가가 이미 역사적 PBR밴드 최저점 0.2X에 근접했음을 감안해 투자의견은 Buy를 유지한다.

한국가스공사 1Q23 잠정실적

(단위: 십억원)	1Q23P	기존추정	%차이	컨센서스	%차이	4Q22	%QoQ	1Q22	%YoY
매출액	17,929.9	21,464.6	-16.5	19,027.8	-5.8	18,157.6	-1.3	13,979.5	28.3
영업이익	588.4	1,237.6	-52.5	1,126.2	-47.8	1,118.0	-47.4	912.6	-35.5
영업이익률(%)	3.3	5.8		5.9		6.2		6.5	
세전이익	236.9	1,085.0	-78.2	886.1	-73.3	725.3	-67.3	1,029.5	-77.0
지분법손익	21.6	88.5	-75.6			162.6	-86.7	95.8	-77.4
순이익	139.4	792.1	-82.4	741.9	-81.2	887.7	-84.3	736.1	-81.1
지배주주순이익	133.3	798.7	-83.3	655.0	-79.7	893.9	-85.1	733.5	-81.8

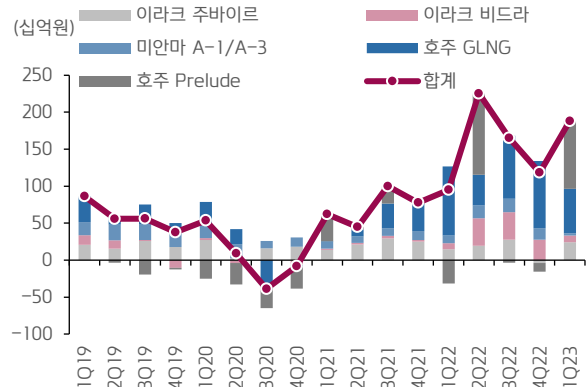
자료: 한국가스공사, 키움증권

분기별 가스 판매량



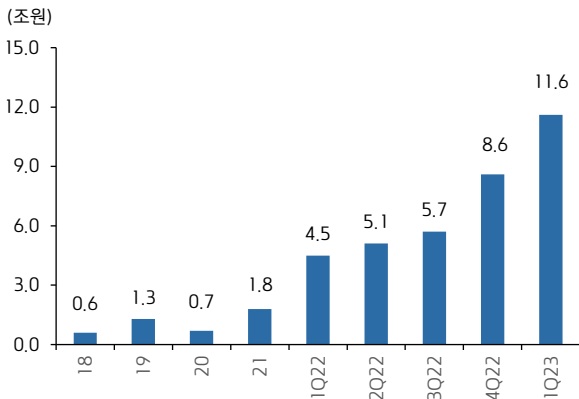
자료: 한국가스공사, 키움증권

주요 해외사업 영업이익



자료: 한국가스공사, 키움증권

한국가스공사 미수금(민수용)

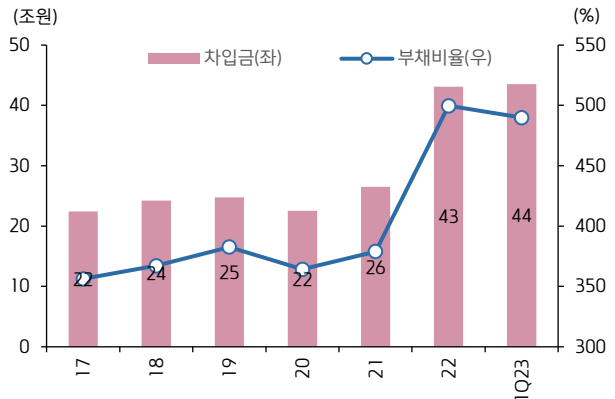


주1: 미수금은 원료비 연동제에 의거하여 원가보다 낮은 가격에 공급시 보장된 가격과 실제 공급가의 차이를 미수금으로 계상 후 추후 정산단가를 통해 회수

주2: 발전용 미수금 2.43조원 포함해 1Q23기준 미수금 총계는 14.3조원

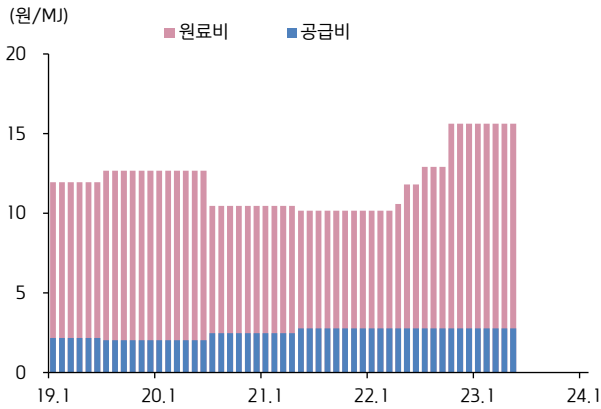
자료: 한국가스공사, 키움증권

한국가스공사 연결기준 차입금과 부채비율



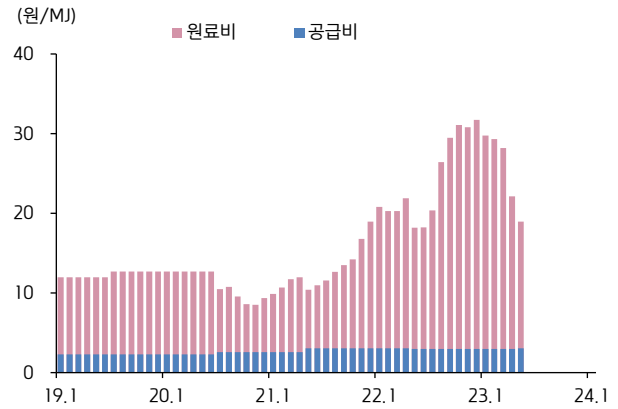
자료: 한국가스공사, 키움증권

민수용(주택용) 천연가스 요금



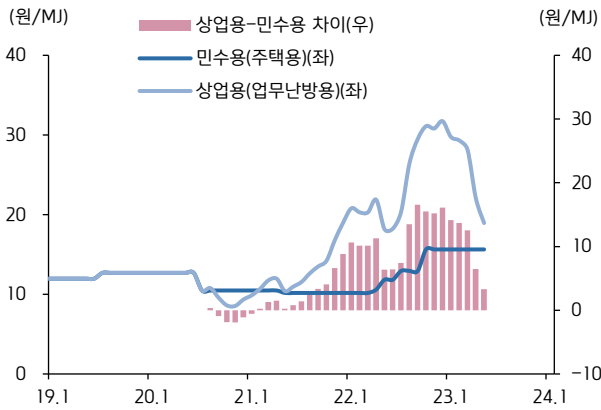
자료: 한국가스공사, 키움증권

상업용(업무난방용) 천연가스 요금



자료: 한국가스공사, 키움증권

상업용과 민수용 원료비 차이



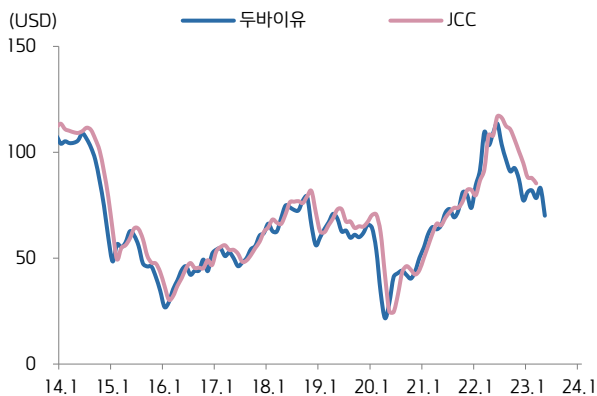
자료: 한국가스공사, 키움증권

한국 LNG수입가격과 발전용 천연가스 원료비



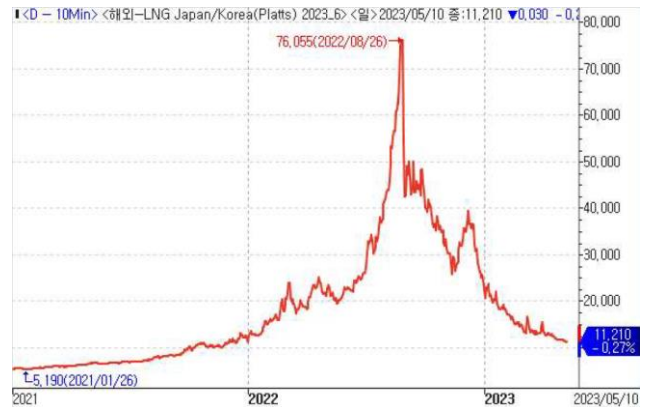
자료: 수출입무역통계, 한국가스공사, 키움증권

두바이유와 JCC(Japan Crude Cocktail) 가격



자료: Bloomberg, 키움증권

LNG가격(JKM 23년 6월물)



자료: 연합인포맥스, 키움증권

한국가스공사 가스도매사업 세후 적정투자보수

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
요금기저	19,782	20,376	21,297	22,509	21,991	21,545	25,640	26,770	24,093
세후 적정투보율(WACC)	3.73	3.84	4.22	4.37	3.94	4.04	4.44	5.45	5.24
자기자본 비중	33.4	33.9	36.5	37.0	35.3	38.4	46.6	50.4	48.4
타인자본 비중	66.7	66.1	63.5	63.0	64.7	61.6	53.4	49.6	51.6
자기자본 비용	5.4	5.8	6.9	7.32	6.66	7.1	7.1	8.7	8.6
Rf(전년 국고채 5년 금리)	2.0	1.5	2.0	2.3	1.6	1.2	1.7	3.3	3.2
Market Risk Premium	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
베타(5년)	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8	1.0	0.9	0.9	0.9
타인자본 비용(세후)	2.9	2.8	2.7	2.6	2.5	2.2	2.1	2.2	2.1
세후 적정투자보수	738	783	898	983	866	870	1,139	1,460	1,261

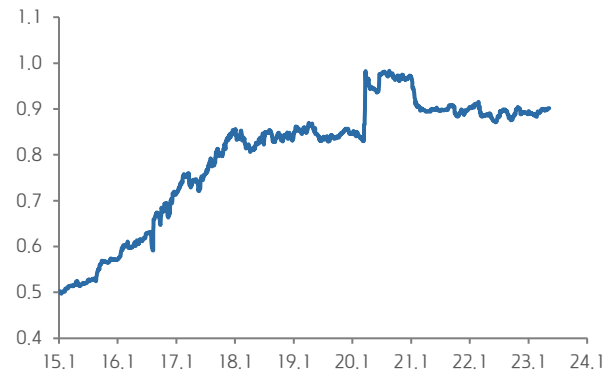
자료: 한국가스공사, 키움증권

국고채 5년물 금리



자료: Fn가이드, 키움증권

한국가스공사 베타



주: 일간, 5년평균
자료: Fn가이드, 키움증권

한국가스공사 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출액	13,979.5	8,852.9	10,734.3	18,157.6	17,929.9	10,688.1	8,933.4	12,365.3
별도	13,746.9	8,504.6	10,353.8	17,696.5	17,568.5	10,288.2	8,505.8	11,871.4
별도 외	232.6	348.3	380.6	461.1	361.5	399.9	427.6	493.9
영업이익	912.6	289.4	143.4	1,118.0	588.4	190.6	566.5	647.1
별도	865.8	63.0	71.5	1,015.5	483.9	80.8	473.1	539.1
별도 외	46.8	226.4	71.9	102.5	104.5	109.8	93.4	108.0
영업이익률(%)	6.5	3.3	1.3	6.2	3.3	1.8	6.3	5.2
별도	6.3	0.7	0.7	5.7	2.8	0.8	5.6	4.5
별도 외	20.1	65.0	18.9	22.2	28.9	27.5	21.9	21.9
세전이익	1,029.5	209.3	-18.8	725.3	236.9	-126.0	276.7	212.8
지분법손익	95.8	92.6	3.1	162.6	21.6	48.8	48.8	48.8
순이익	736.1	151.4	-278.2	887.7	139.4	-98.2	205.2	179.9
지배주주순이익	733.5	147.0	-281.3	893.9	133.3	-100.3	203.0	181.5

자료: 한국가스공사, 키움증권

한국가스공사 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	24,983	20,834	27,521	51,724	49,917	42,606	42,971
별도	23,904	20,004	26,157	50,302	48,234	40,756	40,947
별도 외	1,079	830	1,364	1,423	1,683	1,850	2,025
영업이익	1,335	899	1,240	2,463	1,993	2,641	2,734
별도	1,186	951	1,002	2,016	1,577	2,009	2,072
별도 외	149	-52	238	448	416	632	662
영업이익률(%)	5.3	4.3	4.5	4.8	4.0	6.2	6.4
별도	5.0	4.8	3.8	4.0	3.3	4.9	5.1
별도 외	13.8	-6.2	17.4	31.5	24.7	34.2	32.7
세전이익	116	-269	1,367	1,945	600	1,334	1,470
지분법손익	105	34	180	354	168	168	168
순이익	58	-161	965	1,497	426	974	1,073
지배순이익	39	-172	951	1,493	417	965	1,065
EPS(지배주주)	420	-1,864	10,299	16,174	4,522	10,453	11,532
BPS(지배주주)	85,073	81,040	96,077	110,354	113,831	122,773	132,702
ROE(지배주주)	0.5	-2.2	11.6	15.7	4.0	8.8	9.0

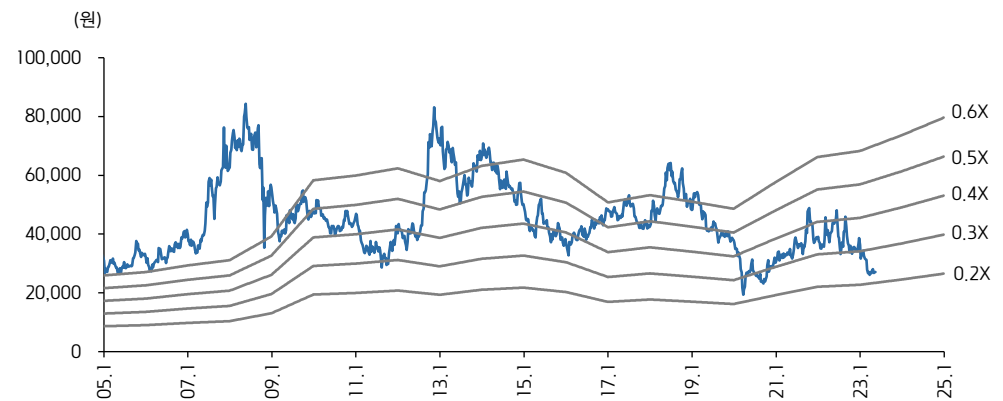
자료: 한국가스공사, 키움증권

한국가스공사 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	55,820	47,302	49,917	42,606	-10.6	-9.9
별도	54,653	45,993	48,234	40,756		
별도 외	1,167	1,309	1,683	1,850		
영업이익	2,989	2,922	1,993	2,641	-33.3	-9.6
별도	2,446	2,328	1,577	2,009	-35.5	-13.7
별도 외	543	594	416	632	-23.5	6.5
영업이익률(%)	5.4	6.2	4.0	6.2		
별도	4.5	5.1	3.3	4.9		
별도 외	46.5	45.4	24.7	34.2		
세전이익	2,318	2,334	600	1,334	-74.1	-42.9
지분법손익	354	354	168	168	-52.6	-52.6
순이익	1,692	1,704	426	974	-74.8	-42.9
지배순이익	1,689	1,700	417	965	-75.3	-43.2
EPS(지배주주)	18,292	18,417	4,522	10,453	-75.3	-43.2
BPS(지배주주)	131,175	148,514	113,831	122,773	-13.2	-17.3
ROE(지배주주)	15.0	13.2	4.0	8.8		

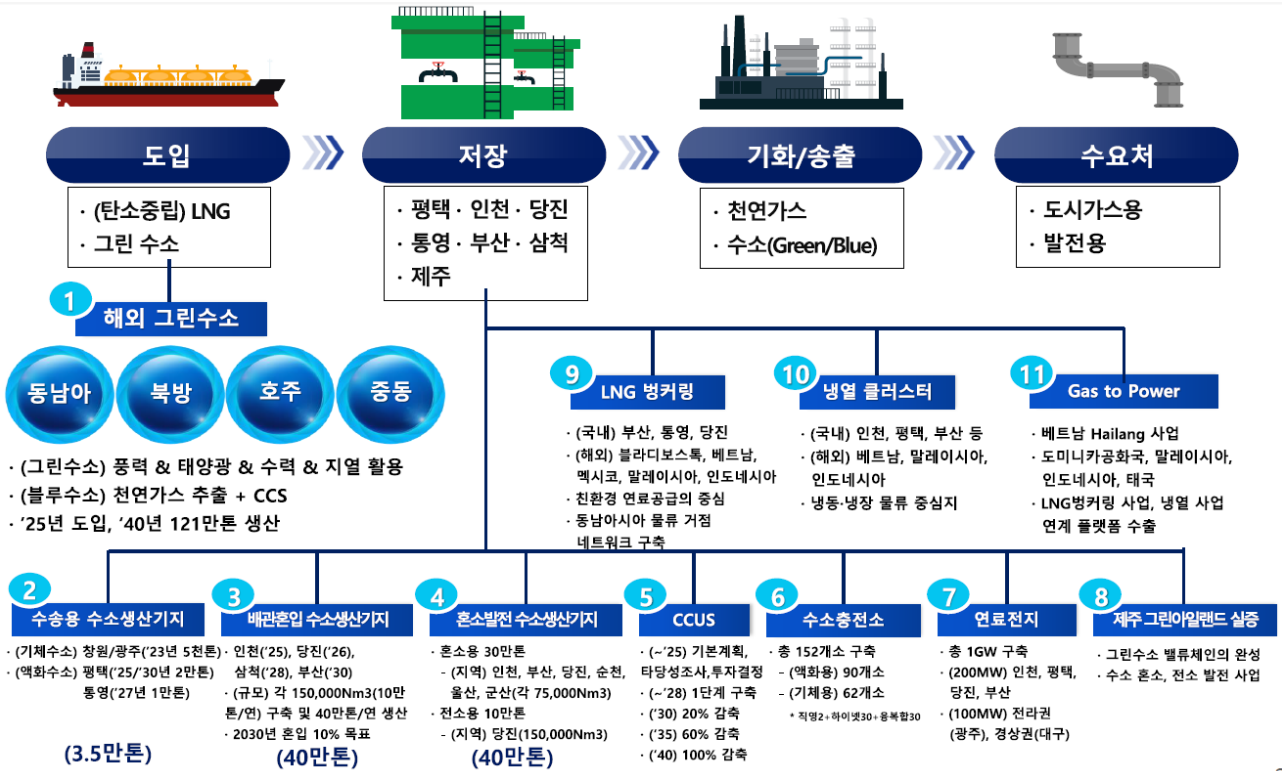
자료: 한국가스공사, 키움증권

한국가스공사 12mf PBR 밴드



자료: 한국가스공사, 키움증권

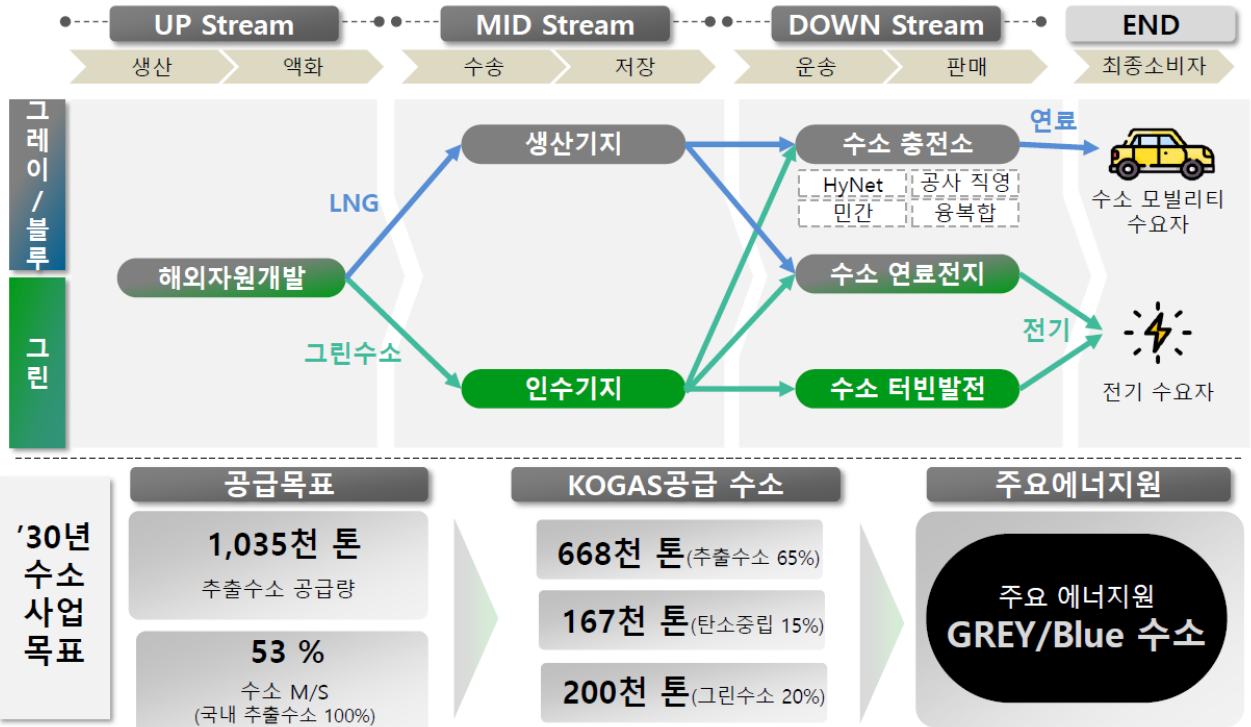
한국가스공사 수소사업 및 신사업 Overview



자료: 한국가스공사, 키움증권

한국가스공사 수소사업의 방향성

① '30년 그레이/블루 수소 네트워크를 기반으로 '40년 그린 수소 생태계 구축을 선도합니다.



자료: 한국가스공사, 키움증권

한국가스공사 해외그린수소 생산 및 도입 계획

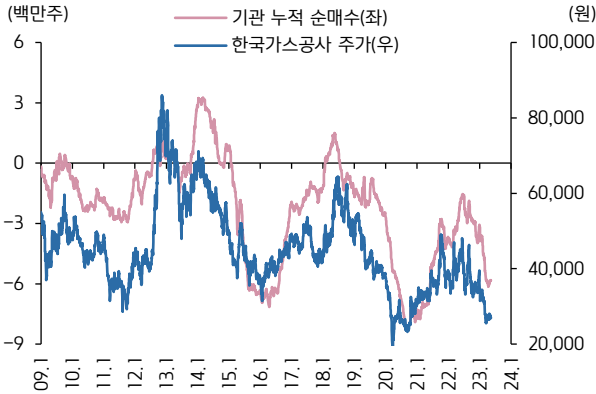
❶ '30년까지 신재생설비 17.1GW 구축 및 '40년 그린수소 121만톤을 도입합니다.

'25년 10만톤, '30년 20만톤, '40년 121만톤의 해외 그린수소 생산 및 도입



자료: 한국가스공사, 키움증권

한국가스공사 기관 순매수 추이



자료: Fn가이드, 키움증권

한국가스공사 외국인 순매수 추이



자료: Fn가이드, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	27,521	51,724	49,917	42,606	42,971
매출원가	25,859	48,828	47,478	39,496	39,745
매출총이익	1,662	2,896	2,439	3,110	3,226
판관비	422	433	446	469	492
영업이익	1,240	2,463	1,993	2,641	2,734
EBITDA	2,962	4,215	3,686	4,289	4,341
영업외손익	128	-518	-1,392	-1,307	-1,263
이자수익	24	71	79	98	75
이자비용	642	965	1,481	1,415	1,349
외환관련이익	596	1,642	0	0	0
외환관련손실	692	1,420	0	0	0
종속 및 관계기업손익	180	354	168	168	168
기타	662	-200	-158	-158	-157
법인세차감전이익	1,367	1,945	600	1,334	1,470
법인세비용	403	448	174	360	397
계속사업손손익	965	1,497	426	974	1,073
당기순이익	965	1,497	426	974	1,073
지배주주순이익	951	1,493	417	965	1,065
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	32.1	87.9	-3.5	-14.6	0.9
영업이익 증감율	38.0	98.6	-19.1	32.5	3.5
EBITDA 증감율	16.8	42.3	-12.6	16.4	1.2
지배주주순이익 증감율	흑전	57.0	-72.1	131.4	10.4
EPS 증감율	흑전	57.0	-72.0	131.1	10.3
매출총이익율(%)	6.0	5.6	4.9	7.3	7.5
영업이익율(%)	4.5	4.8	4.0	6.2	6.4
EBITDA Margin(%)	10.8	8.1	7.4	10.1	10.1
지배주주순이익율(%)	3.5	2.9	0.8	2.3	2.5

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
유동자산	13,148	25,092	25,821	24,724	24,075
현금 및 현금성자산	565	813	2,233	3,926	3,138
단기금융자산	62	27	27	27	27
매출채권 및 기타채권	6,979	12,122	11,698	9,985	10,071
재고자산	3,583	7,623	7,356	6,279	6,333
기타유동자산	1,959.0	4,507.0	4,507.0	4,507.0	4,506.0
비유동자산	30,522	37,333	36,840	36,392	35,986
투자자산	2,418	2,644	2,644	2,644	2,644
유형자산	23,581	23,294	22,801	22,353	21,946
무형자산	1,746	1,706	1,706	1,706	1,706
기타비유동자산	2,777	9,689	9,689	9,689	9,690
자산총계	43,670	62,425	62,661	61,116	60,061
유동부채	14,022	30,635	30,541	30,162	30,181
매입채무 및 기타채무	3,330	3,367	3,273	2,894	2,913
단기금융부채	10,035.1	25,937.8	25,937.8	25,937.8	25,937.8
기타유동부채	657	1,330	1,330	1,330	1,330
비유동부채	20,529	21,380	21,380	19,380	17,380
장기금융부채	18,198.0	18,945.2	18,945.2	16,945.2	14,945.2
기타비유동부채	2,331	2,435	2,435	2,435	2,435
부채총계	34,551	52,014	51,921	49,541	47,560
지배지분	8,869	10,187	10,508	11,334	12,250
자본금	462	462	462	462	462
자본잉여금	2,018	2,018	2,018	2,018	2,018
기타자본	-152	-152	-152	-152	-152
기타포괄손익누계액	22	49	124	199	274
이익잉여금	6,185	7,476	7,722	8,472	9,314
비지배지분	250	224	232	241	250
자본총계	9,119	10,411	10,741	11,575	12,500

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-2,071	-14,581	3,595	6,042	3,602
당기순이익	965	1,497	426	974	1,073
비현금항목의 가감	2,105	3,369	4,195	4,251	4,203
유형자산감가상각비	1,722	1,751	1,693	1,648	1,607
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	383	1,618	2,502	2,603	2,596
영업활동자산부채증감	-4,570	-18,687	425	2,369	-129
매출채권및기타채권의감소	-2,526	-4,608	424	1,713	-86
재고자산의감소	-2,202	-4,060	266	1,077	-54
매입채무및기타채무의증가	1,830	-136	-94	-379	19
기타	-1,672	-9,883	-171	-42	-8
기타현금흐름	-571	-760	-1,451	-1,552	-1,545
투자활동 현금흐름	-1,170	-974	-783	-783	-783
유형자산의 취득	-1,156	-1,179	-1,200	-1,200	-1,200
유형자산의 처분	8	1	0	0	0
무형자산의 순취득	-31	-23	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-319	-225	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-17	35	0	0	0
기타	345	417	417	417	417
재무활동 현금흐름	3,476	15,802	-199	-2,371	-2,414
차입금의 증가(감소)	3,314	16,241	0	-2,000	-2,000
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-8	-240	0	-172	-215
기타	170	-199	-199	-199	-199
기타현금흐름	-2	1	-1,194	-1,194	-1,194
현금 및 현금성자산의 순증가	233	249	1,419	1,694	-789
기초현금 및 현금성자산	332	565	813	2,233	3,926
기말현금 및 현금성자산	565	813	2,233	3,926	3,138

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
주당지표(원)					
EPS	10,299	16,174	4,522	10,453	11,532
BPS	96,077	110,354	113,831	122,773	132,702
CFPS	33,250	52,709	50,065	56,595	57,158
DPS	2,728	0	2,000	2,500	2,600
주가배수(배)					
PER	3.8	2.2	6.9	3.0	2.7
PER(최고)	5.0	3.0	7.8		
PER(최저)	2.9	2.0	5.6		
PBR	0.41	0.33	0.27	0.25	0.24
PBR(최고)	0.54	0.44	0.31		
PBR(최저)	0.31	0.29	0.22		
PSR	0.13	0.06	0.06	0.07	0.07
PCFR	1.2	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	10.6	11.3	12.3	9.7	9.3
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	24.3	0.0	40.3	22.0	20.8
배당수익률(% , 보통주, 현금)	7.0	0.0	7.4	9.3	9.6
ROA	2.4	2.8	0.7	1.6	1.8
ROE	11.6	15.7	4.0	8.8	9.0
ROIC	3.4	4.8	2.7	3.8	4.1
매출채권회전율	4.9	5.4	4.2	3.9	4.3
재고자산회전율	11.1	9.2	6.7	6.2	6.8
부채비율	378.9	499.6	483.4	428.0	380.5
순차입금비율	302.7	423.0	396.8	336.3	301.7
이자보상배율	1.9	2.6	1.3	1.9	2.0
총차입금	28,233	44,883	44,883	42,883	40,883
순차입금	27,607	44,043	42,624	38,930	37,718
NOPLAT	2,962	4,215	3,686	4,289	4,341
FCF	-2,893	-16,013	2,333	4,744	2,273

Compliance Notice

- 당사는 5월 11일 현재 ‘한국가스공사(036460)’ 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

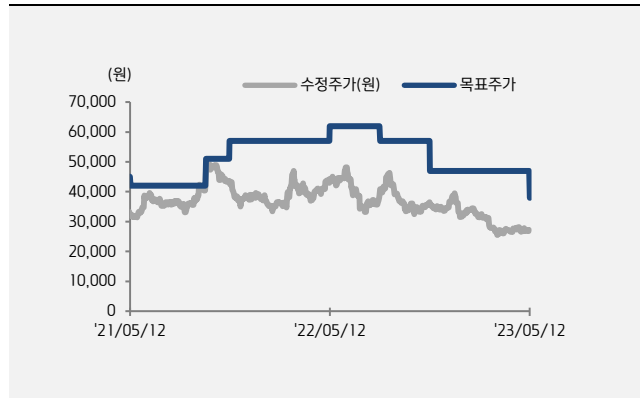
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가 가격 대상 사실	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한국가스공사 (036460)	2021/05/13	Buy(Maintain)	42,000원	6개월	-15.07	-5.83
	2021/08/17	Buy(Maintain)	42,000원	6개월	-13.64	0.83
	2021/09/28	Buy(Maintain)	51,000원	6개월	-9.22	-3.73
	2021/11/10	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-34.22	-24.21
	2022/02/28	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-31.87	-17.54
	2022/05/12	Buy(Maintain)	62,000원	6개월	-35.23	-22.42
	2022/08/12	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-34.09	-18.68
	2022/11/11	Buy(Maintain)	47,000원	6개월	-27.69	-15.96
	2023/02/27	Buy(Maintain)	47,000원	6개월	-33.60	-15.96
	2023/05/12	Buy(Maintain)	38,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2022/04/01~2023/03/31)

매수	중립	매도
95.43%	4.57%	0.00%