

2023. 11. 14



▲ 유틸리티/건설

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

RA **윤동준**
02. 6454-4886
dongjun.yoon@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **32,000 원**

현재주가 (11.13) **23,400 원**

상승여력 **36.8%**

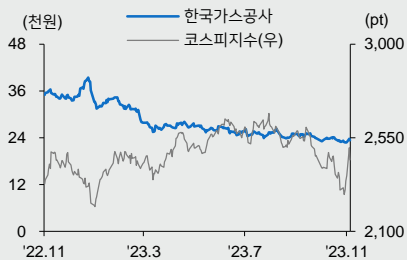
KOSPI	2,403.76pt
시가총액	21,601억원
발행주식수	9,231만주
유통주식비율	44.02%
외국인비중	5.11%
52주 최고/최저가	39,500원/22,800원
평균거래대금	44.6억원

주요주주(%)

대한민국정부(기획재정부) 외 1인	46.63
국민연금공단	7.56

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.7	-11.7	-34.2
상대주가	0.5	-9.1	-32.0

주가그래프



한국가스공사 036460

3Q23 Review: 참고 견디는 시기

- ✓ 3Q23 연결 영업이익은 2,304억원을 기록하며 컨센서스(2,030억원)를 상회
- ✓ 미수금 확대에 인한 이자 비용 증가가 영업이익 단에서 보상이 이루어짐
- ✓ 이번 Prelude, GLNG의 부진이 고정비 증가 때문이라면, 또 하나의 걱정 거리
- ✓ 4Q23 줄어든 요금 차이는 위안. 1Q24에는 미수금 재차 크게 증가 예상
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 32,000원을 유지

뜯어보면 어두운 면이 많았던 호실적

3Q23 연결 영업이익은 2,304억원(+60.6% YoY)을 기록하며 컨센서스(2,030억원)를 상회했다. 미수금 확대에 인한 이자 비용 증가가 영업이익 단에서 보상이 이루어지고 있는데, 미수금 규모가 커지면서 별도 영업이익의 서프라이즈 요인이 되고 있다. 그러나 순이익 단에서 이자 비용 증가로 상쇄되므로 큰 의미가 없다. 해외 사업은 주바이르가 좋았고, Prelude, GLNG가 생각보다 부진했다. 주바이르 호조의 원인은 투자 회수 매출의 증가, Prelude, GLNG의 부진 원인은 고정비 상승으로 추정한다. 파업 등이 영향을 미쳤을 것으로 추정하는데, 4Q23에도 비슷한 트렌드가 이어진다면 추정치 하향 요인이 될 수 있다.

두려운 1Q24 미수금 증가

민수용 미수금은 12.5조원(+2,800억 QoQ)을 기록했다. 이제 본격적으로 동절기에 접어들기 시작하는데, 11월 기준 민수용 가스 요금과 산업용 가스 요금의 원료비 차이가 3%로 줄어들었다는 점은 고무적이다. 즉, 4Q23 미수금 증가세는 생각보다 크지 않을 수 있다. 그러나 당사는 1Q24 다시 요금(원료비) 차이가 10% 이상으로 벌어지며 미수금 규모가 14조원 내외에 이를 것으로 보고 있다. 미수금 증가세를 멈추기 위해서는 한 번 이상의 요금 이상이 필요한데, 총선 이후 가능하다.

2023년이 가고 있다. 2024년 하반기부터는 반등의 근거가 마련

투자의견 Buy, 적정주가 32,000원을 유지한다. 2024년 상반기까지 별다른 모멘텀이 없을 것으로 예상되지만, 미수금 불확실성 외에 큰 악재도 없다. 전기 요금 인상 및 한국전력 정상화가 유틸리티 섹터에 대한 관심을 환기시킬 것으로 기대한다.

(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	44,902.5	1,626.9	173.7	1,882	-87.5	113,682	12.4	0.2	12.6	1.7	456.6
2024E	42,583.2	2,107.1	641.5	6,949	245.4	120,631	3.4	0.2	10.0	5.9	388.6
2025E	44,184.2	2,174.8	747.0	8,091	16.4	128,723	2.9	0.2	9.5	6.5	341.1

표1 한국가스공사 3Q23 실적 Review

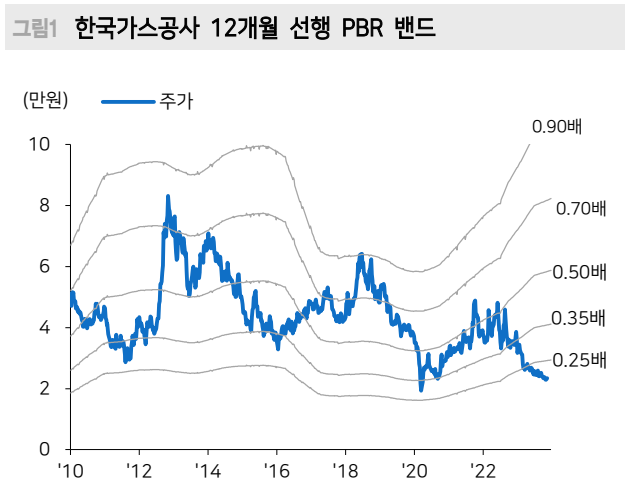
(십억원)	3Q23P	3Q22	(% YoY)	2Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	7,889.3	10,734.3	-26.5	8,127.6	-2.9	8,144.4	-3.1	8184.3	0.6
영업이익	230.4	143.4	60.6	205.0	12.4	203.0	13.5	191.8	12.3
세전이익	-206.8	-18.8	적확	-117.3	적확	-87.4	N/A	179.1	N/A
순이익	-166.8	-281.3	적축	-67.7	적확	-90.7	N/A	128.5	N/A

자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국가스공사 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	45,257.2	40,096.6	44,902.5	42,583.2	-0.8%	6.2%
영업이익	1,657.1	1,968.0	1,626.9	2,107.1	-1.8%	7.1%
영업이익률	3.7%	4.9%	3.6%	4.9%	0.0%p	0.0%p
당기순이익	471.8	571.9	187.6	648.0	-60.2%	13.3%

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국가스공사 연결 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	95.6	108.1	96.9	84.9	80.3	77.8	86.6	86.0	69.3	96.4	82.7	86.6
환율(원/달러)	1,204.6	1,259.9	1,434.8	1,362.3	1,274.6	1,315.0	1,311.4	1,320.0	1,144.0	1,315.4	1,305.2	1,302.5
JKM(달러/mmbtu)	30.0	28.8	47.9	29.2	15.7	11.0	12.1	17.8	18.1	34.0	14.1	17.9
실적 추정												
매출액	13,979.5	8,852.9	10,734.3	18,157.6	17,929.9	8,127.6	7,889.3	10,955.6	27,520.8	51,724.3	44,902.5	42,583.2
매출액 증가율(%)	81.3	82.9	99.8	89.2	28.3	-8.2	-26.5	-39.7	32.1	87.9	-13.2	-5.2
가스도매판매	13,727.9	8,475.2	10,323.5	17,670.3	17,546.1	7,631.1	7,411.2	10,582.4	26,083.0	50,197.0	43,170.8	40,685.6
해외주요사업	400.5	552.4	503.7	595.8	659.5	545.7	528.4	468.0	1,489.3	2,052.4	2,201.6	2,315.9
기타 및 연결조정	-148.9	-174.7	-92.9	-108.5	-275.7	-49.2	-50.4	-94.7	-51.5	-525.1	-469.9	-418.3
매출원가	12,958.3	8,468.9	10,487.8	16,913.2	17,219.1	7,824.9	7,558.9	10,224.7	25,859.0	48,828.3	42,827.6	40,035.9
매출총이익	1,021.2	384.0	246.5	1,244.3	710.9	302.8	330.3	730.9	1,661.7	2,896.0	2,074.8	2,547.3
판매비	108.6	94.6	103.1	126.3	122.5	97.7	99.9	127.7	422.0	432.6	447.9	440.2
영업이익	912.6	289.4	143.4	1,118.0	588.4	205.0	230.4	603.2	1,239.7	2,463.4	1,626.9	2,107.1
영업이익 증가율(%)	19.4	433.3	1,737.7	170.7	-35.5	-29.1	60.6	-46.1	37.9	98.7	-34.0	29.5
영업이익률(%)	6.5	3.3	1.3	6.2	3.3	2.5	2.9	5.5	4.5	4.8	3.6	4.9
가스도매판매	855.1	45.7	53.3	1,000.2	480.8	42.7	133.7	547.9	961.7	1,954.3	1,205.1	1,613.2
해외주요사업	94.9	225.2	164.9	127.2	147.1	119.8	89.4	65.2	284.5	612.2	421.5	541.3
미안마A1/A3(별도)	10.7	17.3	18.2	15.3	3.1	25.1	16.8	19.2	40.1	61.5	64.2	70.2
이라크 주바이르	14.6	19.4	27.6	-4.1	24.1	24.1	44.0	30.3	89.0	57.5	122.5	116.8
이라크 바드라	8.1	37.0	37.1	27.7	9.0	1.1	1.2	1.8	9.9	109.9	13.1	7.0
호주 GLNG	93.0	41.7	85.4	90.9	60.1	36.4	43.5	26.1	80.5	311.0	166.1	178.8
호주 Prelude	-31.5	109.8	-3.4	-11.6	91.9	37.2	-7.1	-15.8	65.0	63.3	106.2	128.6
모잠비크 Coral FLNG	0.0	0.0	0.0	9.0	-41.1	-4.1	-9.0	3.7	0.0	9.0	-50.5	40.0
기타 및 연결조정	-37.4	18.5	-74.8	-9.4	-39.5	42.5	7.3	-10.0	-6.5	-103.1	0.3	-47.5
금융손익	-131.5	-153.1	-164.1	-379.4	-388.6	-347.6	-335.3	-216.6	-591.0	-828.1	-1,288.1	-1,276.6
기타영업외손익	152.7	-19.6	-1.2	-175.9	15.5	-13.6	-125.4	4.3	538.3	-44.0	-119.1	-13.6
관계기업 관련 손익	95.8	92.6	3.1	-11.2	21.6	38.8	23.6	-7.8	180.3	180.3	76.2	76.9
세전이익	1,029.5	209.3	-18.8	725.3	236.9	-117.3	-206.8	383.1	1,367.3	1,945.2	295.9	893.8
별도	883.6	-248.2	-437.6	1,116.7	64.9	-235.7	-192.0	431.2	687.4	1,314.4	68.3	758.7
자회사 및 조정	145.9	457.5	418.8	-391.4	172.0	118.5	-14.8	-48.1	679.9	630.8	227.7	135.1
법인세비용	293.4	57.9	259.4	-162.5	97.5	-50.6	-44.0	105.4	402.8	448.2	108.3	245.8
법인세율(%)	28.5	27.7	-1,380.0	-22.4	41.2	43.1	21.3	27.5	29.5	23.0	36.6	27.5
연결 당기순이익	736.1	151.4	-278.2	887.7	139.4	-66.7	-162.8	277.8	964.5	1,497.0	187.6	648.0
별도	643.4	-174.0	-587.3	970.8	45.4	-150.3	-269.4	312.6	594.5	852.9	-61.6	550.0
자회사 및 조정	92.7	325.4	309.1	-83.1	94.0	83.6	106.5	-34.8	370.0	644.1	249.2	97.9
지배주주순이익	733.5	147.0	-281.3	893.9	133.3	-67.7	-166.8	275.0	950.8	1,493.1	173.7	641.5

자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

한국가스공사 (036460)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	27,520.8	51,724.3	44,902.5	42,583.2	44,184.2
매출액증가율(%)	32.1	87.9	-13.2	-5.2	3.8
매출원가	25,859.0	48,828.3	42,827.6	40,035.9	41,565.3
매출총이익	1,661.8	2,896.0	2,074.8	2,547.3	2,618.9
판매관리비	422.1	432.6	447.9	440.2	444.1
영업이익	1,239.7	2,463.4	1,626.9	2,107.1	2,174.8
영업이익률(%)	4.5	4.8	3.6	4.9	4.9
금융손익	-591.0	-828.1	-1,288.1	-1,276.6	-1,206.4
중속/관계기업손익	180.3	354.0	76.2	76.9	77.7
기타영업외손익	538.3	-44.0	-119.1	-13.6	-5.4
세전계속사업이익	1,367.3	1,945.3	295.9	893.8	1,040.7
법인세비용	402.8	448.2	108.3	245.8	286.2
당기순이익	964.5	1,497.0	187.6	648.0	754.5
지배주주지분 손이익	950.8	1,493.1	173.7	641.5	747.0

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	13,147.7	25,091.6	20,811.0	17,203.2	15,785.6
현금및현금성자산	564.5	813.3	2,310.2	1,879.9	906.4
매출채권	6,656.0	11,310.4	6,519.7	4,758.8	4,389.3
재고자산	3,582.8	7,622.6	5,934.0	5,513.9	5,473.5
비유동자산	30,522.2	37,333.4	38,843.8	38,328.6	37,677.9
유형자산	23,580.8	23,293.8	22,964.5	22,243.9	21,595.7
무형자산	1,745.8	1,705.9	1,717.9	1,717.9	1,717.9
투자자산	2,508.7	2,693.8	2,013.9	2,219.3	2,216.9
자산총계	43,669.9	62,425.0	59,654.8	55,531.7	53,463.5
유동부채	14,021.7	30,634.6	27,483.7	22,604.7	19,689.4
매입채무	2,815.2	2,682.4	1,618.5	1,897.5	1,883.7
단기차입금	7,832.5	23,601.1	21,142.8	18,372.8	16,718.8
유동성장기부채	1,933.8	1,957.8	3,278.4	3,278.4	3,278.4
비유동부채	20,528.9	21,379.7	21,453.4	21,561.4	21,653.9
사채	16,241.0	17,100.5	17,264.7	17,264.7	17,264.7
장기차입금	179.5	192.1	233.9	233.9	233.9
부채총계	34,550.6	52,014.2	48,937.1	44,166.0	41,343.3
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	185.6	185.6	185.6
이익잉여금	6,185.3	7,476.3	7,646.8	8,288.3	9,035.2
비지배주주지분	250.2	223.7	223.4	229.9	237.4
자본총계	9,119.3	10,410.7	10,717.7	11,365.7	12,120.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-2,070.5	-14,580.9	3,314.3	6,118.5	2,971.3
당기순이익(손실)	964.5	1,497.0	187.6	648.0	754.5
유형자산상각비	1,722.3	1,751.4	1,889.7	1,841.3	1,768.9
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-4,570.1	-18,687.4	996.5	3,697.2	517.7
투자활동 현금흐름	-1,170.3	-973.8	-320.1	-1,250.7	-1,042.0
유형자산의증가(CAPEX)	-1,156.2	-1,178.5	-1,266.5	-1,120.7	-1,120.7
투자자산의감소(증가)	-363.9	-185.2	695.7	-128.5	80.2
재무활동 현금흐름	3,475.6	15,802.1	-1,509.6	-5,298.1	-2,902.8
차입금의 증감	4,031.6	17,322.6	-1,420.5	-5,289.2	-2,894.9
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	232.8	248.8	1,496.9	-430.3	-973.5
기초현금	331.8	564.5	813.3	2,310.2	1,879.9
기말현금	564.5	813.3	2,310.2	1,879.9	906.4

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	298,124	560,314	486,415	461,291	478,635
EPS(지배주주)	10,299	16,174	1,882	6,949	8,091
CFPS	33,250	52,709	41,389	45,070	44,459
EBITDAPS	32,087	45,658	38,095	42,772	42,722
BPS	96,077	110,354	113,682	120,631	128,723
DPS	2,728	0	0	0	2,200
배당수익률(%)	7.0	0.0	0.0	0.0	9.4
Valuation(Multiple)					
PER	3.8	2.2	12.4	3.4	2.9
PCR	1.2	0.7	0.6	0.5	0.5
PSR	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0
PBR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
EBITDA(십억원)	2,962.0	4,214.8	3,516.6	3,948.4	3,943.8
EV/EBITDA	10.7	11.5	12.6	10.0	9.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.6	15.7	1.7	5.9	6.5
EBITDA 이익률	10.8	8.1	7.8	9.3	8.9
부채비율	378.9	499.6	456.6	388.6	341.1
금융비용부담률	2.3	1.9	3.6	4.1	3.5
이자보상배율(x)	1.9	2.6	1.0	1.2	1.4
매출채권회전율(x)	5.1	5.8	5.0	7.6	9.7
재고자산회전율(x)	11.1	9.2	6.6	7.4	8.0

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 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 (2023년 8월 4일부터 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	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한국가스공사 (036460) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

