

2022. 2. 28



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

Buy

적정주가 (12개월) **55,000 원**

현재주가 (2.25) **38,150 원**

상승여력 **44.2%**

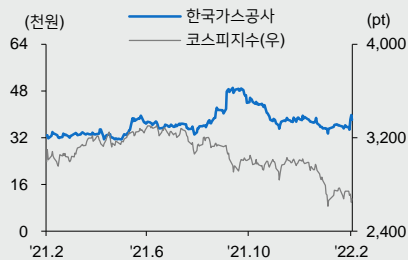
KOSPI	2,676.76pt
시가총액	35,217억원
발행주식수	9,231만주
유동주식비율	43.38%
외국인비중	10.08%
52주 최고/최저가	49,100원/31,450원
평균거래대금	137.4억원

주요주주(%)

대한민국정부(기획재정부) 외 1 인	46.63
국민연금공단	8.92

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.7	8.4	15.8
상대주가	10.5	27.4	34.1

주가그래프



한국가스공사 036460

4Q21 Review: 이젠 가스 광구 가치 재평가 구간

- ✓ 4Q21 연결 영업이익은 4,130억원을 기록하며 컨센서스(3,759억원)를 소폭 상회
- ✓ 호주 GLNG에서 5,513억원의 대규모 손상차손 환입. 2021년 배당수익률 7.0%
- ✓ 이제는 해외 프로젝트 수익성 재평가 국면. 2022년에도 추가적인 환입 기대 가능
- ✓ 원자재 가격 상승으로 실적 개선 명확. 반면 PBR은 0.39배(vs 역사적 저점 0.35배)
- ✓ 2022년에도 5.0% 이상 배당 수익률 전망. 투자의견 Buy, 적정주가 55,000원 유지

4Q21, 손상차손 환입 효과로 서프라이즈 기록

4Q21 연결 영업이익은 4,130억원(+58.7% YoY)을 기록하며 컨센서스(3,759억원) 및 당사 예상치(3,410억원)를 상회했다. 운전자금 증가에 따른 당기 정산 효과로 인해 별도 영업이익이 예상치를 웃돈 것이 주요 원인이었다. 보다 큰 서프라이즈는 순이익 단에서 발생했는데, 호주 GLNG에서 5,513억원의 대규모 손상차손 환입이 이뤄지면서 당사 추정치 1,491억원을 크게 웃도는 5,833억원을 기록했다. 이에 따라 2021년 DPS도 예상 수준(1,200원) 대비 크게 높은 2,728원으로 결정되었다.

환입이 의미하는 것은 비극의 마침표

동사는 2013년 이후 연간 수천억원 규모의 손상차손을 인식해왔다. 예상 대비 저조한 생산량 및 유가 하락 등이 주요 요인이었다. 이번 실적 발표를 통해 9년 만에 손상차손 환입이 이루어졌다는 것은 곧 해외 가스 광구의 중장기적인 수익성이 재평가 국면에 들어섰음을 의미한다. 한편, 호주 Prelude에서도 환입에 대한 검토가 있었으나 화재로 인한 생산 차질로 인해 이뤄지지 못했다. 만약 2022년 내 높은 가스 가격 및 생산 정상화가 이뤄진다면 추가적인 환입도 기대 가능하다.

가스 가격 상승 수혜는 명확. 밸류에이션은 편안

유가, 천연가스 가격, 금리 상승 등에 따라 2022년에도 실적 개선이 이뤄질 전망이다. 반면 12개월 선형 PBR은 0.39배로 역사적 저점이 0.35배 수준임을 감안하면 매력적인 구간이다. 환율이 추가 상승하지 않는다면 2,000원 이상의 DPS(배당수익률 5.2%)도 기대 가능하다. 추정치에는 반영하지 않았으나 올해 비경상적 배당 재원이 발생할 가능성도 충분하다. 투자의견 Buy, 적정주가 55,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	24,982.6	1,334.5	38.8	420	-88.9	85,073	90.1	0.4	9.9	0.5	382.6
2020	20,833.7	898.9	-172.1	-1,864	-375.8	81,040	-16.6	0.4	10.7	-2.2	364.2
2021E	27,520.8	1,239.7	953.2	10,326	-701.8	92,311	3.8	0.4	9.1	11.9	364.8
2022E	31,867.1	1,590.1	920.6	9,972	-3.8	99,747	3.8	0.4	7.6	10.4	329.8
2023E	31,703.8	1,684.8	1,039.5	11,261	12.9	109,149	3.4	0.3	7.1	10.8	284.7

표1 한국가스공사 4Q21 실적 Review

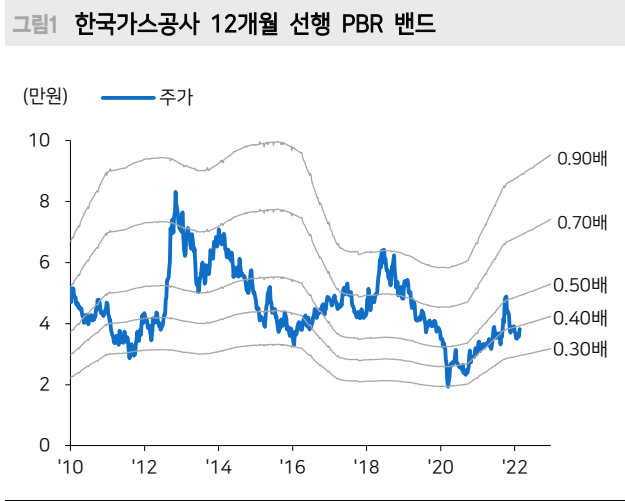
(십억원)	4Q21P	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	9,595.7	5,382.3	78.3	5,372.8	78.6	9,678.4	-0.9	8,183.9	17.3
영업이익	413.0	260.3	58.7	7.8	5,191.1	375.9	9.9	341.0	21.1
세전이익	844.9	69.8	1,109.9	-105.9	흑전	138.7	509.2	207.8	306.6
지배순이익	583.3	77.0	657.9	-89.3	흑전	142.2	310.2	149.1	291.2

자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국가스공사 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	26,109.0	30,466.5	27,520.8	31,886.5	5.4%	4.7%
영업이익	1,167.6	1,432.7	1,239.7	1,597.8	6.2%	11.5%
영업이익률	4.5%	4.7%	4.5%	5.0%	0.0%p	0.3%p
당기순이익	527.4	856.3	964.5	929.9	82.9%	8.6%

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국가스공사 연결 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	60.0	67.0	71.7	78.5	85.0	90.0	90.0	90.0	42.2	69.3	88.8	80.0
환율(원/달러)	1,113.4	1,121.3	1,158.0	1,183.1	1,194.4	1,190.0	1,170.0	1,160.0	1,180.3	1,144.0	1,178.6	1,150.0
JKM(달러/mmbtu)	7.3	10.8	21.5	32.9	27.9	29.5	29.5	29.5	4.5	18.1	29.1	16.6
실적 추정												
매출액	7,711.4	4,840.9	5,372.8	9,595.7	10,940.3	6,154.6	5,339.7	9,432.5	20,833.7	27,520.8	31,867.1	31,703.8
매출액 증가율(%)	-3.2	18.2	58.5	78.3	41.9	27.1	-0.6	-1.7	-16.6	32.1	15.8	-0.5
가스도매판매	7,675.0	4,535.5	3,788.7	7,780.1	10,486.8	5,577.3	4,873.0	8,663.3	20,380.9	23,779.3	29,600.3	28,867.5
해외주요사업	294.4	318.6	413.6	462.7	373.7	500.4	381.0	600.4	1,050.6	1,489.3	1,855.5	2,062.0
기타 및 연결조정	-258.0	-13.2	1,170.5	41.6	79.8	76.9	85.7	168.8	-597.8	941.0	411.2	774.4
매출원가	6,838.0	4,699.4	5,268.1	9,060.1	9,981.1	5,868.6	5,224.9	8,783.9	19,513.5	25,865.6	29,858.6	29,602.0
매출총이익	873.4	141.5	104.6	535.6	959.1	286.0	114.8	648.6	1,320.2	1,655.2	2,008.5	2,101.8
판관비	108.8	87.3	96.8	122.6	107.9	92.0	95.9	122.6	421.4	415.5	418.4	417.0
영업이익	764.6	54.3	7.8	413.0	851.3	193.9	18.9	526.0	898.9	1,239.7	1,590.1	1,684.8
영업이익 증가율(%)	-20.3	흑전	흑전	58.7	11.3	257.4	141.8	27.4	-32.6	37.9	28.3	6.0
영업이익률(%)	9.9	1.1	0.1	4.3	7.8	3.2	0.4	5.6	4.3	4.5	5.0	5.3
가스도매판매	710.2	12.4	-95.9	343.8	763.3	23.9	-84.5	327.7	888.9	961.7	1,030.4	1,046.3
해외주요사업	62.1	44.9	99.9	77.6	97.7	172.0	103.6	200.7	15.7	284.5	574.0	647.4
미안마A1/A3(별도)	8.8	8.7	10.3	12.3	12.7	14.9	15.5	15.9	61.7	40.1	59.1	92.2
이라크 주바이르	13.8	21.1	29.2	24.9	29.4	29.5	29.8	30.2	63.8	89.0	119.0	126.1
이라크 바드라	1.9	2.1	3.6	2.3	1.8	1.8	1.8	1.8	-8.2	9.9	7.2	7.2
호주 GLNG	1.1	9.7	33.2	36.5	51.1	52.3	53.5	60.1	12.1	80.5	217.0	230.7
호주 Prelude	36.5	3.3	23.6	1.6	2.7	73.6	3.0	71.2	-113.7	65.0	150.4	143.4
모잠비크 Coral FLNG	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	21.4	0.0	0.0	21.4	47.7
기타 및 연결조정	-7.7	-3.1	3.8	-8.4	-9.8	-2.0	-0.3	-2.4	-5.7	-6.5	-14.4	-8.9
금융손익	-145.2	-147.5	-149.7	-148.6	-146.8	-81.7	-113.2	-127.4	-696.6	-591.0	-469.1	-374.5
기타영업외손익	30.1	-17.1	11.0	514.3	11.6	-8.2	17.0	-34.5	-505.2	538.3	-14.1	-23.1
관계기업 관련 손익	42.4	46.9	24.9	66.1	42.5	44.4	42.0	46.8	11.6	180.3	175.7	161.1
세전이익	691.8	-63.5	-105.9	844.9	758.6	148.4	-35.3	410.9	-268.9	1,367.3	1,282.6	1,448.3
별도	546.6	-75.7	-323.4	773.3	631.9	-49.7	-195.5	210.6	50.0	920.8	597.3	712.1
자회사 및 조정	145.2	12.2	217.5	71.6	126.7	198.1	160.1	200.3	-318.9	446.5	685.2	736.2
법인세비용	176.7	-10.9	-20.2	257.2	208.6	40.8	-9.7	113.0	-108.2	402.8	352.7	398.3
법인세율(%)	25.5	17.2	19.1	30.4	27.5	27.5	27.5	27.5	40.2	29.5	27.5	27.5
연결 당기순이익	515.1	-52.6	-85.7	587.7	550.0	107.6	-25.6	297.9	-160.7	964.5	929.9	1,050.0
별도	415.1	-57.7	-237.9	474.9	458.1	-36.0	-141.7	152.7	-93.6	594.5	433.1	516.3
자회사 및 조정	99.9	5.1	152.1	112.8	91.9	143.6	116.1	145.2	-67.1	370.0	496.8	533.8
지배주주순이익	513.0	-56.2	-89.3	583.3	544.5	106.5	-25.3	294.9	-172.1	950.8	920.6	1,039.5

자료: 메리츠증권 리서치센터

한국가스공사 (036460)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	24,982.6	20,833.7	27,520.8	31,867.1	31,703.8
매출액증가율 (%)	-4.6	-16.6	32.1	15.8	-0.5
매출원가	23,227.1	19,513.5	25,865.6	29,858.6	29,602.0
매출총이익	1,755.5	1,320.2	1,655.2	2,008.5	2,101.8
판매관리비	421.0	421.4	415.5	418.4	417.0
영업이익	1,334.5	898.9	1,239.7	1,590.1	1,684.8
영업이익률	5.3	4.3	4.5	5.0	5.3
금융손익	-802.1	-696.6	-587.7	-469.1	-374.5
중속/관계기업손익	104.7	34.1	180.3	175.7	161.1
기타영업외손익	-520.8	-505.2	538.5	-14.1	-23.1
세전계속사업이익	116.4	-268.9	1,370.8	1,282.6	1,448.3
법인세비용	58.1	-108.2	403.9	352.7	398.3
당기순이익	58.3	-160.7	966.9	929.9	1,050.0
지배주주지분 손이익	38.8	-172.1	953.2	920.6	1,039.5

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	9,232.8	7,527.9	10,469.6	11,180.7	11,148.5
현금및현금성자산	257.1	331.8	1,857.1	2,604.1	2,736.7
매출채권	4,973.9	4,093.9	4,895.0	4,874.2	4,779.6
재고자산	2,645.3	1,390.3	1,662.4	1,655.3	1,623.2
비유동자산	30,079.1	28,381.9	30,314.2	29,524.1	28,665.6
유형자산	24,377.4	23,134.1	23,080.7	22,331.1	21,674.2
무형자산	1,746.6	1,594.7	1,663.7	1,663.7	1,663.7
투자자산	2,316.3	2,144.8	3,377.1	3,336.6	3,135.0
자산총계	39,311.9	35,909.8	40,783.8	40,704.8	39,814.1
유동부채	8,900.5	7,212.8	8,947.4	8,735.7	7,250.0
매입채무	1,483.2	977.7	1,743.1	1,713.5	1,580.4
단기차입금	3,800.3	3,110.3	3,362.1	3,414.1	2,214.1
유동성장기부채	2,346.9	2,003.7	1,843.4	1,643.4	1,643.4
비유동부채	22,264.8	20,961.8	23,062.0	22,498.9	22,215.6
사채	17,766.7	16,285.1	16,557.5	16,057.5	16,057.5
장기차입금	476.5	761.0	877.5	877.5	877.5
부채총계	31,165.3	28,174.6	32,009.3	31,234.6	29,465.5
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	78.2	-37.2	44.4	44.4	44.4
이익잉여금	5,397.7	5,190.8	6,149.7	6,836.1	7,704.0
비지배주주지분	293.2	254.1	252.9	262.2	272.7
자본총계	8,146.5	7,735.2	8,774.5	9,470.2	10,348.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,985.8	3,251.0	3,533.2	2,448.6	2,235.4
당기순이익(손실)	58.3	-160.7	966.9	929.9	1,050.0
유형자산상각비	1,735.3	1,636.7	1,749.6	1,775.4	1,707.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-671.2	1,279.5	888.8	-80.9	-361.2
투자활동 현금흐름	-1,397.0	-971.9	-1,995.5	-809.9	-688.5
유형자산의증가(CAPEX)	-1,223.2	-912.1	-1,146.0	-1,025.7	-1,050.8
투자자산의감소(증가)	-262.8	171.5	-1,166.2	216.2	362.7
재무활동 현금흐름	-581.9	-2,190.0	-46.4	-891.6	-1,414.3
차입금의 증감	470.6	-2,499.3	807.9	-657.5	-1,242.6
자본의 증가	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	17.3	74.7	1,525.3	747.0	132.7
기초현금	239.8	257.1	331.8	1,857.1	2,604.1
기말현금	257.1	331.8	1,857.1	2,604.1	2,736.7

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	270,630	225,686	298,125	345,207	343,438
EPS(지배주주)	420	-1,864	10,326	9,972	11,261
CFPS	35,066	29,048	39,017	37,124	37,839
EBITDAPS	33,254	27,467	32,382	36,457	36,750
BPS	85,073	81,040	92,311	99,747	109,149
DPS	380	0	2,728	2,000	2,100
배당수익률(%)	1.0	0.0	7.0	5.2	5.5
Valuation(Multiple)					
PER	90.1	-16.6	3.8	3.8	3.4
PCR	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
EBITDA	3,069.8	2,535.6	2,989.3	3,365.4	3,392.5
EV/EBITDA	9.9	10.7	9.1	7.6	7.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.5	-2.2	11.9	10.4	10.8
EBITDA 이익률	12.3	12.2	10.9	10.6	10.7
부채비율	382.6	364.2	364.8	329.8	284.7
금융비용부담률	3.2	3.4	2.3	2.1	2.0
이자보상배율(x)	1.7	1.3	1.9	2.4	2.6
매출채권회전율(x)	4.9	4.6	6.1	6.5	6.6
재고자산회전율(x)	8.6	10.3	18.0	19.2	19.3

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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한국가스공사 (036460) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

