

2022. 4. 19



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

Buy

적정주가 (12개월)	55,000 원
현재주가 (4.18)	40,200 원
상승여력	36.8%
KOSPI	2,693.21pt
시가총액	37,110억원
발행주식수	9,231만주
유동주식비율	43.38%
외국인비중	10.49%
52주 최고/최저가	49,100원/31,450원
평균거래대금	236.1억원
주요주주(%)	
대한민국정부(기획재정부) 외 1인	46.63
국민연금공단	8.92

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.1	-16.8	20.9
상대주가	1.7	-7.1	43.6

주가그래프



한국가스공사 036460

1Q22 Preview: 미수금 이슈보다 실적 개선에 주목

- ✓ 1Q22 연결 영업이익은 7,986억원을 기록하며 컨센서스(8,897억원) 소폭 하회 전망
- ✓ 호주 Prelude의 적자전환이 주요 원인. 화재로 인해 판매가 이루어지지 않음
- ✓ 4월부터 Prelude 생산 정상화. 2022년 세후적정투자보수 역시 +4.1% 상승 예상
- ✓ 저평가 주범인 미수금 이슈는 손익 영향 미미. 요금 인상이 인식 전환 트리거
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 55,000원을 유지

1Q22, 예상보다 뼈아픈 Prelude 화재 영향

1Q22 연결 영업이익은 7,986억원(+4.5% YoY)을 기록하며 컨센서스(8,897억원)를 소폭 하회할 전망이다. 호주 Prelude의 적자전환이 주요 원인이다. 화재로 인해 천연연가스는 물론 LPG, 컨덴세이트와 같은 부가 매출도 발생시키지 못했기 때문이다. 다만 4월 초부터는 생산이 정상화된 것으로 판단되며, 2022년 5월/8월 각각 한 카고의 판매가 가능할 전망이다. 5월 발표될 2022년 세후적정투자보수는 9,413억원(+4.1% YoY)으로 예상된다. 미수금 증가로 운전자금 및 요금기저는 증가하나, 타인 자본비율의 증가로 적정투자보수율은 전년 대비 감소할 가능성이 높다.

저평가 주범인 미수금 이슈: 인식 전환 위해서는 가스 요금 인상 필요

대표적인 유가 상승의 수혜주인 동사가 유가 상승에도 불구하고 밸류에이션이 역사적 하단에 위치해 있는 이유는 미수금에 대한 우려 때문이다. 2021년 말 2.2조원 수준이었던 미수금 규모는 1Q22 추가적으로 2조원 이상 증가했을 것으로 추정된다. 그러나 순이익 단에서 미수금 증가로 인한 영향은 미미하다는 점을 다시 상기해야 한다. 판매단가에 영향이 없는 것은 물론이고, 늘어나는 금융비용조차 요금기저의 상승으로 인해 상쇄된다. 역사적으로 미수금이 대손충당 경우도 없다. 단기적으로 인식 전환을 위해서는 5, 7, 10월 가스 요금 인상이 계획대로 진행되는 지를 지켜봐야 한다.

천연 가스 가격 상승 수혜에 주목

러-우크라 사태 이후 유럽의 LNG 수요 확대로 가스 가격은 높은 수준을 유지할 가능성이 높다. 미수금 이슈는 구조적이지 않다고 봤을 때, 결국 밸류에이션은 실적을 따라갈 가능성이 높다. 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 (%)
2020	20,833.7	898.9	-172.1	-1,864	-375.8	81,040	-16.6	0.4	10.7	-2.2	364.2
2021	27,520.8	1,239.7	950.8	10,299	-700.3	96,077	3.8	0.4	10.7	11.6	378.9
2022E	31,262.9	1,539.4	930.5	10,079	-2.6	103,620	4.0	0.4	9.0	10.1	345.7
2023E	29,823.5	1,748.3	1,141.4	12,365	22.7	114,125	3.3	0.4	8.2	11.4	296.3
2024E	27,613.4	1,588.4	1,131.0	12,252	-0.9	124,425	3.3	0.3	8.3	10.3	271.0

표1 한국가스공사 1Q22 Preview

(십억원)	1Q22E	1Q21	(% YoY)	4Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	10,223.1	7,711.4	32.6	9,595.6	6.5	12,242.6	-16.5
영업이익	798.6	764.6	4.5	413.0	93.4	889.7	-10.2
세전이익	670.5	691.8	-3.1	845.0	-20.6	748.6	-10.4
지배순이익	481.3	513.0	-6.2	583.3	-17.5	620.7	-22.5

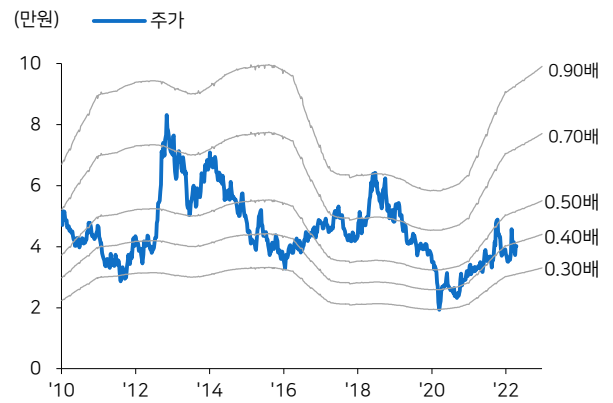
자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국가스공사 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	31,867.1	31,703.8	31,262.9	29,823.4	-1.9%	-5.9%
영업이익	1,590.1	1,684.8	1,539.4	1,748.3	-3.2%	3.8%
영업이익률	5.0%	5.3%	4.9%	5.9%	-0.1%p	0.5%p
당기순이익	929.9	1,050.0	939.8	1,153.0	1.1%	9.8%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 한국가스공사 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국가스공사 연결 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	60.0	67.0	71.7	78.5	95.6	100.0	95.0	90.0	42.2	69.3	95.1	81.3
환율(원/달러)	1,113.4	1,121.3	1,158.0	1,183.1	1,204.6	1,210.0	1,195.0	1,180.0	1,180.3	1,144.0	1,197.4	1,170.0
JKM(달러/mmbtu)	7.3	10.8	21.5	32.9	30.3	29.2	27.7	26.2	4.5	18.1	28.3	14.5
실적 추정												
매출액	7,711.4	4,840.9	5,372.8	9,595.6	10,223.1	5,501.6	5,853.4	9,684.8	20,833.7	27,520.8	31,262.9	29,823.4
매출액 증가율(%)	-3.2	18.2	58.5	78.3	32.6	13.6	8.9	0.9	-16.6	32.1	13.6	-4.6
가스도매판매	7,675.0	4,349.9	4,504.7	7,793.7	9,622.7	4,834.6	5,116.8	8,843.2	20,380.9	24,323.3	28,417.3	26,214.4
해외주요사업	294.4	318.6	413.6	462.7	365.7	498.8	528.5	467.8	1,050.6	1,489.3	1,860.8	2,057.5
기타 및 연결조정	-258.0	172.5	454.5	1,339.2	234.7	168.2	208.1	373.8	-597.8	1,708.1	984.8	1,551.6
매출원가	6,838.0	4,699.4	5,268.1	9,053.5	9,316.6	5,222.8	5,668.8	9,093.7	19,513.5	25,859.0	29,301.8	27,653.3
매출총이익	873.4	141.5	104.6	542.2	906.5	278.9	184.6	591.2	1,320.2	1,661.7	1,961.1	2,170.2
판관비	108.8	87.3	96.8	129.1	107.9	92.0	95.9	125.9	421.4	422.0	421.7	421.9
영업이익	764.6	54.3	7.8	413.0	798.6	186.8	88.7	465.3	898.9	1,239.7	1,539.4	1,748.3
영업이익 증가율(%)	-20.3	흑전	흑전	58.7	4.5	244.3	1,036.0	12.7	-32.6	37.9	24.2	13.6
영업이익률(%)	9.9	1.1	0.1	4.3	7.8	3.4	1.5	4.8	4.3	4.5	4.9	5.9
가스도매판매	710.2	12.4	-95.9	343.9	730.3	19.0	-94.3	364.0	888.9	961.7	1,018.9	1,105.3
해외주요사업	62.1	44.9	99.9	77.6	77.5	169.8	184.2	103.4	15.7	284.5	535.0	652.3
미안마A1/A3(별도)	8.8	8.7	10.3	12.3	12.9	15.1	15.8	16.2	61.7	40.1	60.1	97.5
이라크 주바이르	13.8	21.1	29.2	24.9	29.7	30.0	30.4	30.8	63.8	89.0	120.9	128.3
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	54.2	47.6	52.8	52.7	12.1	80.5	207.3	252.8
호주 Prelude	36.5	3.3	23.6	1.6	-21.0	75.3	83.3	-10.9	-113.7	65.0	126.7	124.1
모잠비크 Coral FLNG	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	12.9	0.0	0.0	12.9	42.4
기타 및 연결조정	-7.7	-3.1	3.8	-8.4	-9.1	-1.9	-1.3	-2.1	-5.7	-6.5	-14.5	-9.3
금융손익	-145.2	-147.5	-149.7	-148.5	-182.3	-54.6	-95.2	-112.7	-696.6	-591.0	-444.7	-349.4
기타영업외손익	30.1	-17.1	11.0	514.3	11.6	-8.2	17.0	5.5	-505.2	538.3	25.9	30.2
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	845.0	670.5	168.4	52.5	404.9	-268.9	1,367.3	1,296.3	1,590.3
별도	546.6	-75.7	-323.4	540.0	559.6	-49.2	-222.1	239.2	50.0	687.4	527.4	719.4
자회사 및 조정	145.2	12.2	217.5	305.0	110.9	217.7	274.6	165.7	-318.9	679.9	768.9	870.9
법인세비용	176.7	-10.9	-20.2	257.2	184.4	46.3	14.4	111.3	-108.2	402.8	356.5	437.3
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	587.8	486.1	122.1	38.1	293.6	-160.7	964.5	939.8	1,153.0
별도	415.1	-57.7	-237.9	474.9	405.7	-35.7	-161.1	173.4	-93.6	594.5	382.4	521.5
자회사 및 조정	99.9	5.1	152.1	112.9	80.4	157.8	199.1	120.1	-67.1	370.0	557.5	631.4
지배주주순이익	513.0	-56.2	-89.3	583.3	481.3	120.9	37.7	290.6	-172.1	950.8	930.5	1,141.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

한국가스공사 (036460)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	20,833.7	27,520.8	31,262.9	29,823.5	27,613.4
매출액증가율 (%)	-16.6	32.1	13.6	-4.6	-7.4
매출원가	19,513.5	25,859.0	29,301.8	27,653.3	25,603.3
매출총이익	1,320.2	1,661.8	1,961.1	2,170.2	2,010.2
판매관리비	421.4	422.1	421.7	421.9	421.8
영업이익	898.9	1,239.7	1,539.4	1,748.3	1,588.4
영업이익률	4.3	4.5	4.9	5.9	5.8
금융손익	-696.6	-591.0	-444.7	-349.4	-235.0
중속/관계기업손익	34.1	180.3	175.7	161.1	167.6
기타영업외손익	-505.2	538.3	25.9	30.2	54.8
세전계속사업이익	-268.9	1,367.3	1,296.3	1,590.3	1,575.8
법인세비용	-108.2	402.8	356.5	437.3	433.3
당기순이익	-160.7	964.5	939.9	1,153.0	1,142.5
지배주주지분 손이익	-172.1	950.8	930.5	1,141.4	1,131.0

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	7,527.9	13,147.7	14,016.6	13,930.7	15,418.0
현금및현금성자산	331.8	564.5	2,084.7	2,333.5	3,882.3
매출채권	4,093.9	6,656.0	5,990.4	5,820.7	5,789.2
재고자산	1,390.3	3,582.8	3,591.2	3,489.4	3,470.5
비유동자산	28,381.9	30,522.2	29,771.3	28,896.5	28,245.8
유형자산	23,134.1	23,580.8	22,806.7	22,121.5	21,496.8
무형자산	1,594.7	1,745.8	1,745.8	1,745.8	1,745.8
투자자산	2,144.8	2,508.7	2,531.8	2,342.3	2,316.2
자산총계	35,909.8	43,669.9	43,787.9	42,827.2	43,663.8
유동부채	7,212.8	14,021.7	13,913.2	12,226.4	12,143.9
매입채무	977.7	2,815.2	2,841.4	2,519.3	2,464.8
단기차입금	1,877.3	5,841.5	5,893.5	4,693.5	4,693.5
유동성장기부채	2,003.7	1,933.8	1,733.8	1,733.8	1,733.8
비유동부채	20,961.8	20,528.9	20,049.6	19,794.5	19,751.3
사채	16,285.1	16,241.0	15,741.0	15,741.0	15,741.0
장기차입금	761.0	179.5	179.5	179.5	179.5
부채총계	28,174.6	34,550.6	33,962.8	32,020.9	31,895.2
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	-37.2	21.9	21.9	21.9	21.9
이익잉여금	5,190.8	6,185.3	6,881.6	7,851.4	8,802.2
비지배주주지분	254.1	250.2	259.6	271.1	282.6
자본총계	7,735.2	9,119.3	9,825.1	10,806.4	11,768.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	3,251.0	-2,070.5	3,204.9	2,280.7	2,520.2
당기순이익(손실)	-160.7	964.5	939.9	1,153.0	1,142.5
유형자산상각비	1,636.7	1,722.3	1,731.0	1,663.9	1,603.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	1,279.5	-4,570.1	709.8	-375.0	-58.1
투자활동 현금흐름	-971.9	-1,170.3	-805.2	-628.8	-785.8
유형자산의증가(CAPEX)	-912.1	-1,156.2	-957.0	-978.7	-978.7
투자자산의감소(증가)	171.5	-363.9	152.6	350.7	193.7
재무활동 현금흐름	-2,190.0	3,475.6	-879.6	-1,403.1	-185.6
차입금의 증감	-2,499.3	4,031.6	-645.5	-1,231.4	-5.3
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	74.7	232.8	1,520.1	248.9	1,548.8
기초현금	257.1	331.8	564.5	2,084.7	2,333.5
기말현금	331.8	564.5	2,084.7	2,333.5	3,882.3

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	225,686	298,124	338,662	323,069	299,128
EPS(지배주주)	-1,864	10,299	10,079	12,365	12,252
CFPS	29,048	33,250	36,648	38,748	37,277
EBITDAPS	27,467	32,087	35,428	36,963	34,575
BPS	81,040	96,077	103,620	114,125	124,425
DPS	0	2,728	2,000	2,100	2,100
배당수익률(%)	0.0	7.0	5.0	5.2	5.2
Valuation(Multiple)					
PER	-16.6	3.8	4.0	3.3	3.3
PCR	1.1	1.2	1.1	1.0	1.1
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
EBITDA	2,535.6	2,962.0	3,270.5	3,412.1	3,191.8
EV/EBITDA	10.7	10.7	9.0	8.2	8.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.2	11.6	10.1	11.4	10.3
EBITDA 이익률	12.2	10.8	10.5	11.4	11.6
부채비율	364.2	378.9	345.7	296.3	271.0
금융비용부담률	3.4	2.3	2.2	2.3	2.3
이자보상배율(x)	1.3	1.9	2.2	2.6	2.5
매출채권회전율(x)	4.6	5.1	4.9	5.1	4.8
재고자산회전율(x)	10.3	11.1	8.7	8.4	7.9

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	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2022년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한국가스공사 (036460) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

