

2022. 10. 12



▲ 유틸리티/건설

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 55,000 원

현재주가 (10.11) 34,500 원

상승여력 59.4%

KOSPI 2,192.07pt

시가총액 31,848억원

발행주식수 9,231만주

유동주식비율 43.83%

외국인비중 10.90%

52주 최고/최저가 48,900원/33,200원

평균거래대금 148.5억원

주요주주(%)

대한민국정부(기획재정부) 외 1인 46.63

국민연금공단 10.00

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -12.3 -8.7 -28.8

상대주가 -4.6 12.1 -4.0

주가그래프



한국가스공사 036460

3Q22 Preview: 잠시 비를 피해갈 때

- ✓ 3Q22 연결 영업이익은 -96억원을 기록하며 컨센서스(317억원)를 하회할 전망
- ✓ 호주 Prelude에서의 배상 비용이 원인. 4Q22에도 Prelude 실적 전망치 하향
- ✓ 환율 급등에 따른 별도 환차손 확대로 DPS 전망치도 하향(1,500원→800원)
- ✓ 현 PBR 0.31배는 역사적 최저점. 상승 모멘텀 모자라지만 하방 위험도 크지 않음
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 55,000원을 유지

한번 더 늦어진 호주 Prelude 정상화

3Q22 연결 영업이익은 -96억원(적전 YoY)을 기록하며 컨센서스(317억원)를 하회할 전망이다. 호주 Prelude에서 파업으로 인해 고객사에게 예정된 물량을 인도하지 못하면서, 관련 배상비용이 일부 발생하기 때문이다. 다른 사업장 및 도매 판매 사업에서는 특이 사항이 없다. 4Q22 연결 영업이익 역시 호주 Prelude에서 카고 인도가 어렵다는 판단 하에 추정치를 하향한다(6,354억원→5,289억원). 생산은 재개되었으나 현장에서 동사로의 인도가 늦어지고 있다.

환차손으로 인해 낮아진 배당 여력

연말 1,400원의 환율을 가정할 경우 2022년 별도 기준 환차손은 6,000억원 이상을 기록하며 영업이익의 절반 가까이를 깎아 내릴 예정이다. 동사의 배당은 별도 순이익의 40%를 기준으로 산정되고 있기 때문에 2022년 DPS 전망치도 하향한다(1,500원→800원). 다만 2023년 환율이 안정화된다면 환차익이 늘어나면서 2023년 배당 전망치는 상향될 수 있다. 한편, 10월부터 민수용 가스요금이 15.9%(16.99원/MJ→19.69원/MJ) 인상되었다. 유의미한 인상이지만 미수금 상상을 막기에는 역부족으로, 여전히 2022년 연말 9~10조원 수준의 미수금 규모가 예상된다.

밸류에이션 매력에 기댈 때

현 PBR 0.31배는 역사적 최저점이자, 2011년 미수금 우려가 극대화됐을 시기와 비슷하다. 실적 부진과 배당 악화를 감안 시 상승 모멘텀은 부족하지만, 추가적인 하방도 크지 않다. 미수금 정점이 확인되고, 배당이 회복되는 2023년까지 기다리는 중장기적인 투자 관점이 필요하다. 투자 의견 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	42,510.8	1,721.2	854.0	9,251	-10.8	104,201	3.7	0.3	9.1	9.2	373.0
2023E	39,414.7	1,909.4	1,487.6	16,114	74.6	119,572	2.1	0.3	8.0	14.4	309.1
2024E	35,721.6	1,717.9	1,516.6	16,429	2.0	133,026	2.1	0.3	8.0	13.0	272.2

표1 한국가스공사 3Q22 Preview

(십억원)	3Q22E	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	7,146.8	5,372.8	33.0	8,852.9	-19.3	8,895.6	-19.7
영업이익	-9.6	7.8	적전	289.4	적전	31.7	N/A
세전이익	-317.5	-105.9	적확	209.3	적전	-92.8	N/A
지배순이익	-227.9	-89.3	적확	147.0	적전	-46.3	N/A

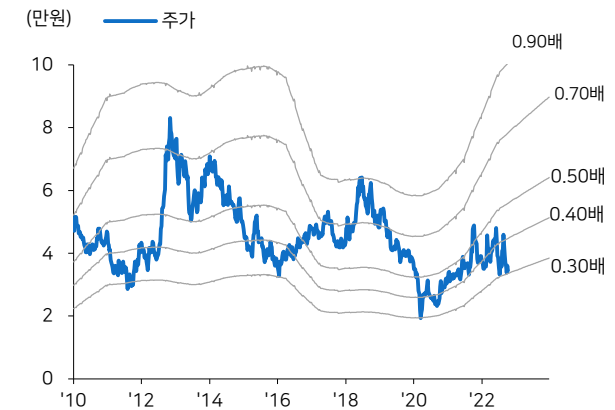
자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국가스공사 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	42,779.5	40,446.4	42,510.8	39,414.7	-0.6%	-2.6%
영업이익	1,857.3	1,996.1	1,721.2	1,909.3	-7.3%	-4.3%
영업이익률	4.3%	4.9%	4.0%	4.8%	-0.3%p	-0.1%p
당기순이익	1,226.9	1,605.5	860.7	1,502.6	-29.9%	-6.4%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 한국가스공사 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국가스공사 연결 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	60.0	67.0	71.7	78.4	95.6	108.1	96.9	88.0	42.2	69.3	97.1	82.0
환율(원/달러)	1,113.4	1,121.3	1,158.0	1,183.1	1,204.6	1,259.9	1,339.1	1,400.0	1,180.3	1,144.0	1,300.9	1,353.8
JKM(달러/mmbtu)	7.3	10.8	21.5	32.9	30.0	28.8	47.9	35.0	4.5	18.1	35.4	27.0
실적 추정												
매출액	7,711.4	4,840.9	5,372.8	9,595.6	13,979.5	8,852.9	7,146.8	12,531.6	20,833.7	27,520.8	42,510.8	39,414.7
매출액 증가율(%)	-3.2	18.2	58.5	78.3	81.3	82.9	33.0	30.6	-16.6	32.1	54.5	-7.3
가스도매판매	7,675.0	4,349.9	4,511.0	7,823.2	9,849.5	4,910.0	5,617.9	10,044.0	20,380.9	24,359.1	30,421.5	29,301.8
해외주요사업	294.4	318.6	413.6	462.7	400.5	552.4	497.8	573.0	1,050.6	1,489.3	2,023.7	2,743.9
기타 및 연결조정	-258.0	172.5	448.2	1,309.7	3,729.5	3,390.5	1,031.1	1,914.6	-597.8	1,672.4	10,065.7	7,368.9
매출원가	6,838.0	4,699.4	5,268.1	9,053.5	12,958.3	8,468.9	7,060.5	11,876.8	19,513.5	25,859.0	40,364.6	37,081.8
매출총이익	873.4	141.5	104.6	542.2	1,021.2	384.0	86.3	654.8	1,320.2	1,661.7	2,146.3	2,332.9
판매비	108.8	87.3	96.8	129.1	108.6	94.6	95.9	125.9	421.4	422.0	425.0	423.5
영업이익	764.6	54.3	7.8	413.0	912.6	289.4	-9.6	528.9	898.9	1,239.7	1,721.2	1,909.3
영업이익 증가율(%)	-20.3	흑전	흑전	58.7	19.4	433.3	적전	28.1	-32.6	37.9	38.8	10.9
영업이익률(%)	9.9	1.1	0.1	4.3	6.5	3.3	-0.1	4.2	4.3	4.5	4.0	4.8
가스도매판매	701.4	12.4	-95.9	343.9	855.1	45.7	-85.9	406.1	888.9	961.7	1,220.9	1,149.5
해외주요사업	62.1	44.9	99.9	77.6	94.9	225.2	76.2	126.1	15.7	284.5	522.3	774.2
미얀마A1/A3(별도)	8.8	8.7	10.3	12.3	10.7	17.3	18.7	20.2	61.7	40.1	66.9	108.3
이라크 주바이르	13.8	21.1	29.2	24.9	14.6	19.4	21.0	21.9	63.8	89.0	76.9	86.9
이라크 바드라	1.9	2.1	3.6	2.3	8.1	37.0	25.0	22.5	-8.2	9.9	92.6	28.0
호주 GLNG	1.1	9.7	33.2	36.5	93.0	41.7	65.5	65.0	12.1	80.5	265.2	201.6
호주 Prelude	36.5	3.3	23.6	1.6	-31.5	109.8	-54.0	-24.0	-113.7	65.0	0.3	258.2
모잠비크 Coral FLNG	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	20.4	0.0	0.0	20.4	91.2
기타 및 연결조정	1.1	-3.1	3.8	-8.4	-37.4	18.5	0.2	-3.2	-5.7	-6.5	-22.0	-14.4
금융손익	-145.2	-147.5	-149.7	-148.5	-131.5	-153.1	-388.6	-327.5	-696.6	-591.0	-1,000.7	-239.3
기타영업외손익	30.1	-17.1	11.0	514.3	152.7	-19.6	17.0	5.5	-505.2	538.3	155.6	73.5
관계기업 관련 손익	42.4	46.9	24.9	66.1	95.8	92.6	63.7	73.7	11.6	180.3	325.8	329.1
세전이익	691.8	-63.5	-105.9	845.0	1,029.5	209.3	-317.5	280.6	-268.9	1,367.3	1,201.8	2,072.5
별도	546.6	-75.7	-323.4	540.0	883.6	-248.2	-475.0	75.5	50.0	687.4	235.9	995.0
자회사 및 조정	145.2	12.2	217.5	305.0	145.9	457.5	157.5	205.1	-318.9	679.9	966.0	1,077.5
법인세비용	176.7	-10.9	-20.2	257.2	293.4	57.9	-87.3	77.2	-108.2	402.8	341.2	569.9
법인세율(%)	25.5	17.2	19.1	30.4	28.5	27.7	27.5	27.5	40.2	29.5	28.4	27.5
연결 당기순이익	515.1	-52.6	-85.7	587.8	736.1	151.4	-230.2	203.4	-160.7	964.5	860.7	1,502.6
별도	415.1	-57.7	-237.9	474.9	643.4	-174.0	-344.4	54.7	-93.6	594.5	179.7	721.4
자회사 및 조정	99.9	5.1	152.1	112.9	92.7	325.4	114.2	148.7	-67.1	370.0	680.9	781.2
지배주주순이익	513.0	-56.2	-89.3	583.3	733.5	147.0	-227.9	201.4	-172.1	950.8	854.0	1,487.6

자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

한국가스공사 (036460)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	20,833.7	27,520.8	42,510.8	39,414.7	35,721.6
매출액증가율 (%)	-16.6	32.1	54.5	-7.3	-9.4
매출원가	19,513.5	25,859.0	40,364.6	37,081.8	33,579.5
매출총이익	1,320.2	1,661.8	2,146.3	2,332.9	2,142.2
판매관리비	421.4	422.1	425.1	423.6	424.3
영업이익	898.9	1,239.7	1,721.2	1,909.4	1,717.9
영업이익률	4.3	4.5	4.0	4.8	4.8
금융손익	-696.6	-591.0	-1,000.7	-239.3	-49.6
중속/관계기업손익	34.1	180.3	325.8	329.1	332.4
기타영업외손익	-505.2	538.3	155.6	73.5	112.5
세전계속사업이익	-268.9	1,367.3	1,201.8	2,072.5	2,113.0
법인세비용	-108.2	402.8	341.2	570.0	581.1
당기순이익	-160.7	964.5	860.7	1,502.6	1,531.9
지배주주지분 순이익	-172.1	950.8	854.0	1,487.6	1,516.6

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	7,527.9	13,147.7	12,733.8	13,255.9	14,682.3
현금및현금성자산	331.8	564.5	636.8	1,739.4	3,811.4
매출채권	4,093.9	6,656.0	5,731.2	5,275.0	4,774.7
재고자산	1,390.3	3,582.8	3,856.9	3,780.1	3,690.5
비유동자산	28,381.9	30,522.2	33,937.6	32,975.2	32,066.6
유형자산	23,134.1	23,580.8	23,379.2	22,588.4	21,868.7
무형자산	1,594.7	1,745.8	1,844.1	1,844.1	1,844.1
투자자산	2,144.8	2,508.7	2,969.4	2,797.8	2,609.0
자산총계	35,909.8	43,669.9	46,671.4	46,231.0	46,748.9
유동부채	7,212.8	14,021.7	14,873.6	13,231.2	12,746.1
매입채무	977.7	2,815.2	3,676.6	3,383.9	3,063.0
단기차입금	1,877.3	5,841.5	7,739.1	6,539.1	6,539.1
유동성장기부채	2,003.7	1,933.8	1,577.1	1,577.1	1,577.1
비유동부채	20,961.8	20,528.9	21,929.7	21,697.8	21,443.6
사채	16,285.1	16,241.0	16,850.2	16,850.2	16,850.2
장기차입금	761.0	179.5	194.5	194.5	194.5
부채총계	28,174.6	34,550.6	36,803.4	34,929.1	34,189.7
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	143.3	143.3	143.3
이익잉여금	5,190.8	6,185.3	6,813.9	8,232.8	9,474.8
비지배주주지분	254.1	250.2	248.9	263.9	279.3
자본총계	7,735.2	9,119.3	9,868.0	11,302.0	12,559.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	3,251.0	-2,070.5	1,941.7	2,828.8	2,786.0
당기순이익(손실)	-160.7	964.5	860.7	1,502.6	1,531.9
유형자산상각비	1,636.7	1,722.3	1,749.0	1,709.2	1,638.1
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	1,279.5	-4,570.1	-945.9	-64.4	-61.7
투자활동 현금흐름	-971.9	-1,170.3	-764.9	-418.5	-398.1
유형자산의증가(CAPEX)	-912.1	-1,156.2	-1,003.4	-918.4	-918.4
투자자산의감소(증가)	171.5	-363.9	-135.0	500.7	521.1
재무활동 현금흐름	-2,190.0	3,475.6	-1,155.7	-1,307.7	-316.0
차입금의 증감	-2,499.3	4,031.6	352.5	-1,228.6	-31.3
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	74.7	232.8	72.3	1,102.6	2,072.0
기초현금	257.1	331.8	564.5	636.8	1,739.4
기말현금	331.8	564.5	636.8	1,739.4	3,811.4

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	225,686	298,124	460,508	426,968	386,962
EPS(지배주주)	-1,864	10,299	9,251	16,114	16,429
CFPS	29,048	33,250	37,128	44,173	43,051
EBITDAPS	27,467	32,087	37,592	39,199	36,354
BPS	81,040	96,077	104,201	119,572	133,026
DPS	0	2,728	800	3,200	3,600
배당수익률(%)	0.0	7.0	2.3	9.3	10.4
Valuation(Multiple)					
PER	-16.6	3.8	3.7	2.1	2.1
PCR	1.1	1.2	0.9	0.8	0.8
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
EBITDA	2,535.6	2,962.0	3,470.2	3,618.5	3,356.0
EV/EBITDA	10.7	10.7	9.1	8.0	8.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.2	11.6	9.2	14.4	13.0
EBITDA 이익률	12.2	10.8	8.2	9.2	9.4
부채비율	364.2	378.9	373.0	309.1	272.2
금융비용부담률	3.4	2.3	1.8	1.8	1.9
이자보상배율(x)	1.3	1.9	2.3	2.6	2.5
매출채권회전율(x)	4.6	5.1	6.9	7.2	7.1
재고자산회전율(x)	10.3	11.1	11.4	10.3	9.6

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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한국가스공사 (036460) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.09.25	산업브리프	Buy	33,000	문경원	-21.1	-4.7	
2020.10.20	기업브리프	Buy	37,000	문경원	-18.3	-5.4	
2021.01.21	기업브리프	Buy	42,000	문경원	-18.8	-5.8	
2021.07.27	기업브리프	Buy	46,000	문경원	-19.7	-7.9	
2021.09.28	기업브리프	Buy	51,000	문경원	-9.1	-3.7	
2021.11.09	산업분석	Buy	55,000	문경원	-	-	