

2022. 11. 11



▲ 유틸리티/건설

Analyst **문경원, CFA**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 55,000 원

현재주가 (11.10) 36,450 원

상승여력 50.9%

KOSPI 2,402.23pt

시가총액 33,648억원

발행주식수 9,231만주

유동주식비율 44.01%

외국인비중 10.80%

52주 최고/최저가 48,100원/32,450원

평균거래대금 142.1억원

주요주주(%)

대한민국정부(기획재정부) 외 1인 46.63

국민연금공단 10.00

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 1.1 -15.5 -15.6

상대주가 -6.0 -8.7 2.9

주가그래프



한국가스공사 036460

3Q22 Review: 행간을 읽어야할 때

- ✓ 3Q22 연결 영업이익은 1,434억원을 기록하며 컨센서스(-306억원)를 크게 상회
- ✓ 미수금 및 운전자금 증가 정산분 인식이 주요 요인
- ✓ 법인세비용 발생으로 별도 당기순이익 BEP 내외 전망, DPS 전망 0원으로 하향
- ✓ 2023년 배당 대폭 강화 전망, 다만 미수금 관련 규제 리스크 유의할 필요 있음
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 55,000원을 유지

내실이 부족했던 호실적

3Q22 연결 영업이익은 1,434억원(+1,738% YoY)을 기록하며 컨센서스(-306억원)를 크게 상회했다. 1)가스도매판매 사업에서 미수금 및 운전자금 증가로 인한 정산분이 약 900억원 인식된 것으로 추정되며, 2)해외 사업에서 호주 Prelude의 배상금 지급이 영업외 손익으로 인식되었기 때문이다. 이외에 호주 GLNG와 이라크 바드라의 실적 개선세 역시 예상보다 강했다. 미수금 정산분으로 별도 영업이익이 증가했으나, 이는 미수금 증가로 인한 이자비용 증가로 상쇄되므로 실질적 개선이라고 보기 힘들다. 한편, 세무조사로 인해 3Q22에만 2,724억원의 법인세비용이 발생했다. 따라서 최근 원화 강세에도 불구하고 2022년 별도 당기순이익은 BEP 내외에서 형성될 전망이다. DPS 전망도 800원에서 0원으로 하향한다.

예상보다 빠르게 진행되는 미수금 누적

3Q22 미수금은 1.5조원이 쌓여 전체 기준 약 8조원, 도시가스용 기준 약 7조원을 기록한 것으로 추정된다. 연말에는 도시가스용 기준 10조원을 상회할 전망이다. 역사적으로 미수금이 손익에 미치는 영향은 제한적이었지만, 10조원 이상의 미수금을 기록한 사례가 없었다는 점을 고려하면 과거 경험을 근거로 안심하기는 어렵다. 동절기 이후 적극적인 요금 인상을 통한 미수금 정점 확인이 필요하다.

2023년 하반기부터는 배당 매력에 부각될 것

그럼에도 중장기적으로 투자 매력도를 긍정적으로 평가할 수 있는 이유는 배당이다. 2022년에는 환손실로 배당이 어렵지만, 2023년에는 환손실 효과 제거와 금리 및 적정투보율 상승으로 배당 매력이 대폭 강화될 전망이다(환율 가정에 따라 변동이 있으나, DPS 2,500원 이상). 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	적전	81,040	-16.6	0.4	10.7	-2.2	364.2
2021	27,520.8	1,239.7	950.8	10,299	흑전	96,077	3.8	0.4	10.7	11.6	378.9
2022E	46,074.1	1,882.3	866.9	9,390	-8.8	104,341	3.9	0.3	10.0	9.4	432.8
2023E	39,529.5	2,198.3	1,555.1	16,846	78.6	121,280	2.2	0.3	9.0	14.9	357.8
2024E	35,997.4	1,980.4	1,626.7	17,622	4.6	135,927	2.1	0.3	8.9	13.7	288.5

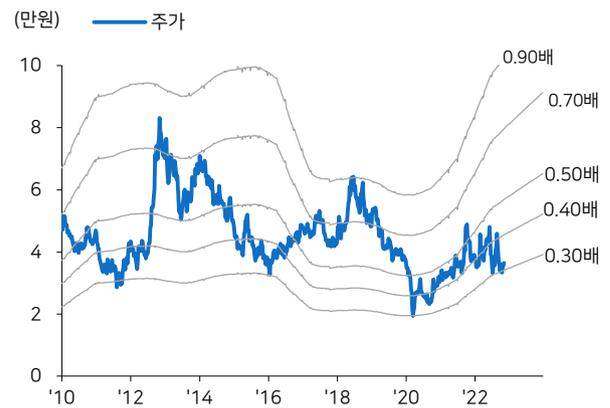
(십억원)	3Q22P	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	10,734.3	5,372.8	99.8	8,852.9	21.3	9,343.2	14.9	7,146.8	50.2
영업이익	143.4	7.8	1,737.7	289.4	-50.4	-30.6	N/A	-9.6	N/A
세전이익	-18.8	-105.9	적축	209.3	적전	-140.5	N/A	-317.5	N/A
순이익	-281.3	-89.3	적확	147.0	적전	-149.6	N/A	-227.9	N/A

자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	42,510.8	39,414.7	46,074.1	39,529.5	8.4%	0.3%
영업이익	1,721.2	1,909.3	1,882.3	2,198.3	9.4%	15.1%
영업이익률	4.0%	4.8%	4.1%	5.6%	0.0%p	0.7%p
당기순이익	860.7	1,502.6	879.6	1,570.8	2.2%	4.5%

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	3Q22P	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	1,370.0	1,180.3	1,144.0	1,293.4	1,351.3
JKM(달러/mmbtu)	7.3	10.8	21.5	32.9	30.0	28.8	47.9	27.3	4.5	18.1	33.5	19.8
실적 추정												
매출액	7,711.4	4,840.9	5,372.8	9,595.6	13,979.5	8,852.9	10,734.3	12,507.4	20,833.7	27,520.8	46,074.1	39,529.5
매출액 증가율(%)	-3.2	18.2	58.5	78.3	81.3	82.9	99.8	30.3	-16.6	32.1	67.4	-14.2
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	29,627.3
해외주요사업	294.4	318.6	413.6	462.7	400.5	552.4	503.7	552.5	1,050.6	1,489.3	2,009.1	2,507.8
기타 및 연결조정	-258.0	172.5	448.2	1,309.7	3,729.5	3,390.5	1,032.1	1,910.9	-597.8	1,672.4	10,063.0	7,394.3
매출원가	6,838.0	4,699.4	5,268.1	9,053.5	12,958.3	8,468.9	10,494.9	11,844.6	19,513.5	25,859.0	43,766.7	36,907.6
매출총이익	873.4	141.5	104.6	542.2	1,021.2	384.0	239.4	662.8	1,320.2	1,661.7	2,307.4	2,621.8
판관비	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	143.4	536.9	898.9	1,239.7	1,882.3	2,198.3
영업이익 증가율(%)	-20.3	흑전	흑전	58.7	19.4	433.3	1,737.7	30.0	-32.6	37.9	51.8	16.8
영업이익률(%)	9.9	1.1	0.1	4.3	6.5	3.3	1.3	4.3	4.3	4.5	4.1	5.6
가스도매판매	701.4	12.4	-95.9	343.9	855.1	45.7	53.3	406.1	888.9	961.7	1,360.2	1,497.7
해외주요사업	62.1	44.9	99.9	77.6	94.9	225.2	164.9	134.4	15.7	284.5	619.4	717.5
미얀마A1/A3(별도)	8.8	8.7	10.3	12.3	10.7	17.3	18.2	16.9	61.7	40.1	63.1	92.4
이라크 주바이르	13.8	21.1	29.2	24.9	14.6	19.4	27.6	25.3	63.8	89.0	86.9	103.2
이라크 바드라	1.9	2.1	3.6	2.3	8.1	37.0	37.1	22.5	-8.2	9.9	104.7	28.0
호주 GLNG	1.1	9.7	33.2	36.5	93.0	41.7	85.4	78.1	12.1	80.5	298.2	250.9
호주 Prelude	36.5	3.3	23.6	1.6	-31.5	109.8	-3.4	-24.0	-113.7	65.0	50.9	176.1
모잠비크 Coral FLNG	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	15.6	0.0	0.0	15.6	66.9
기타 및 연결조정	1.1	-3.1	3.8	-8.4	-37.4	18.5	-3.4	-3.6	-5.7	-6.5	-25.9	-16.9
금융손익	-145.2	-147.5	-149.7	-148.5	-131.5	-153.1	-381.1	-243.2	-696.6	-591.0	-908.9	-434.1
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	-18.8	372.9	-268.9	1,367.3	1,592.9	2,166.6
별도	546.6	-75.7	-323.4	540.0	883.6	-248.2	-381.7	115.1	50.0	687.4	368.8	970.9
자회사 및 조정	145.2	12.2	217.5	305.0	145.9	457.5	362.9	257.8	-318.9	679.9	1,224.1	1,195.7
법인세비용	176.7	-10.9	-20.2	257.2	293.4	57.9	259.4	102.6	-108.2	402.8	713.3	595.8
법인세율(%)	25.5	17.2	19.1	30.4	28.5	27.7	-1,379.9	27.5	40.2	29.5	44.8	27.5
연결 당기순이익	515.1	-52.6	-85.7	587.8	736.1	151.4	-278.2	270.4	-160.7	964.5	879.6	1,570.8
별도	415.1	-57.7	-237.9	474.9	643.4	-174.0	-587.3	83.4	-93.6	594.5	-34.5	703.9
자회사 및 조정	99.9	5.1	152.1	112.9	92.7	325.4	309.1	186.9	-67.1	370.0	914.1	866.9
지배주주순이익	513.0	-56.2	-89.3	583.3	733.5	147.0	-281.3	267.7	-172.1	950.8	866.9	1,555.1

자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

한국가스공사 (036460)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	20,833.7	27,520.8	46,074.1	39,529.5	35,997.4
매출액증가율 (%)	-16.6	32.1	67.4	-14.2	-8.9
매출원가	19,513.5	25,859.0	43,766.7	36,907.6	33,592.7
매출총이익	1,320.2	1,661.8	2,307.4	2,621.8	2,404.7
판매관리비	421.4	422.1	425.1	423.6	424.3
영업이익	898.9	1,239.7	1,882.3	2,198.3	1,980.4
영업이익률	4.3	4.5	4.1	5.6	5.5
금융손익	-696.6	-591.0	-908.9	-434.1	-158.8
중속/관계기업손익	34.1	180.3	463.9	329.1	332.4
기타영업외손익	-505.2	538.3	155.6	73.5	112.5
세전계속사업이익	-268.9	1,367.3	1,592.9	2,166.7	2,266.4
법인세비용	-108.2	402.8	713.3	595.8	623.3
당기순이익	-160.7	964.5	879.6	1,570.8	1,643.2
지배주주지분 손이익	-172.1	950.8	866.9	1,555.1	1,626.7

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	7,527.9	13,147.7	18,740.7	19,492.0	17,767.6
현금및현금성자산	331.8	564.5	1,751.1	1,981.7	1,464.0
매출채권	4,093.9	6,656.0	10,627.5	11,251.5	10,189.6
재고자산	1,390.3	3,582.8	3,854.6	3,790.8	3,701.3
비유동자산	28,381.9	30,522.2	33,933.2	33,001.1	32,091.1
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	2,965.1	2,823.7	2,633.5
자산총계	35,909.8	43,669.9	52,673.9	52,493.1	49,858.6
유동부채	7,212.8	14,021.7	20,862.9	19,295.3	15,548.5
매입채무	977.7	2,815.2	3,669.5	3,426.3	3,103.0
단기차입금	1,877.3	5,841.5	13,739.1	12,539.1	9,281.1
유동성장기부채	2,003.7	1,933.8	1,577.1	1,577.1	1,577.1
비유동부채	20,961.8	20,528.9	21,924.1	21,731.4	21,475.3
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	42,787.0	41,026.7	37,023.8
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	6,826.8	8,390.5	9,742.5
비지배주주지분	254.1	250.2	255.0	270.7	287.1
자본총계	7,735.2	9,119.3	9,887.0	11,466.4	12,834.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	3,251.0	-2,070.5	-2,946.8	1,907.2	3,454.9
당기순이익(손실)	-160.7	964.5	879.6	1,570.8	1,643.2
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	-5,854.2	-1,056.4	494.2
투자활동 현금흐름	-971.9	-1,170.3	-760.6	-448.8	-396.6
유형자산의증가(CAPEX)	-912.1	-1,156.2	-1,003.4	-918.4	-918.4
투자자산의감소(증가)	171.5	-363.9	-130.7	470.4	522.6
재무활동 현금흐름	-2,190.0	3,475.6	4,842.8	-1,227.8	-3,576.0
차입금의 증감	-2,499.3	4,031.6	6,351.8	-1,223.7	-3,289.6
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	74.7	232.8	1,186.6	230.6	-517.7
기초현금	257.1	331.8	564.5	1,751.2	1,981.8
기말현금	331.8	564.5	1,751.2	1,981.8	1,464.1

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	225,686	298,124	499,108	428,211	389,949
EPS(지배주주)	-1,864	10,299	9,390	16,846	17,622
CFPS	29,048	33,250	41,345	46,328	45,895
EBITDAPS	27,467	32,087	39,337	42,328	39,198
BPS	81,040	96,077	104,341	121,280	135,927
DPS	0	2,728	-100	3,200	3,800
배당수익률(%)	0.0	7.0	-0.3	8.8	10.4
Valuation(Multiple)					
PER	-16.6	3.8	3.9	2.2	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	3,631.3	3,907.5	3,618.5
EV/EBITDA	10.7	10.7	10.0	9.0	8.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.2	11.6	9.4	14.9	13.7
EBITDA 이익률	12.2	10.8	7.9	9.9	10.1
부채비율	364.2	378.9	432.8	357.8	288.5
금융비용부담률	3.4	2.3	1.7	2.2	2.3
이자보상배율(x)	1.3	1.9	2.3	2.5	2.4
매출채권회전율(x)	4.6	5.1	5.3	3.6	3.4
재고자산회전율(x)	10.3	11.1	12.4	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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	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	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

