

2023. 1. 11



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

Buy

적정주가 (12개월) **55,000 원**

현재주가 (1.10) **32,100 원**

상승여력 **71.3%**

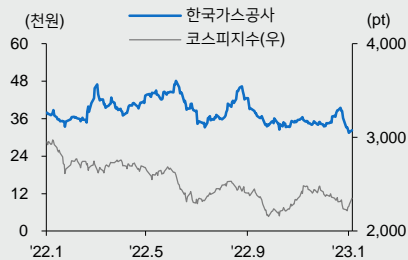
KOSPI	2,351.31pt
시가총액	29,632억원
발행주식수	9,231만주
유동주식비율	44.01%
외국인비중	9.71%
52주 최고/최저가	48,100원/31,500원
평균거래대금	121.6억원

주요주주(%)

대한민국정부(기획재정부) 외 1인	46.63
국민연금공단	8.90

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.1	-8.7	-13.6
상대주가	-5.6	-8.7	7.6

주가그래프



한국가스공사 036460

4Q22 Preview: 절대적인 저평가 국면에 진입

- ✓ 4Q22 연결 영업이익은 558억원을 기록하며 컨센서스(512억원) 소폭 상회 전망
- ✓ 해외 사업은 깜짝 요소 제한적. 별도에서 미수금 정산분 있을 수 있으나 소규모
- ✓ 연말 전체 미수금 10조원. 1Q23까지 14조원 예상. 규제 스탠스 확인 필요
- ✓ PBR 0.27배의 밸류에이션은 절대적인 매력. 동절기 이후 점진적 매수 전략 유효
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 55,000원을 유지

깜짝 요소가 적은 4Q22

4Q22 연결 영업이익은 558억원(+35.1% YoY)을 기록하며 컨센서스(512억원)를 소폭 상회할 전망이다. 예상대로 호주 Prelude의 카고 인도가 없었던 가운데, 호주 GLNG와 이라크 바드라는 유가 하락 효과로 인해 3Q22 감익할 전망이다. 3Q22에는 미수금 정산분으로 인해 별도 영업이익이 예상보다 900억원 가량 더 증가했는데, 4Q22에는 추가 정산이 되더라도 100~200억원 규모일 것으로 예상된다. 3Q22에 이미 상당 부분이 정산되었기 때문이다. 서프라이즈 요소가 있다면 호주 Prelude의 손상차손 환입 여부일 것이다. 회계적인 이슈는 예상이 어려우나, 당사는 최근 천연가스 가격, 유가 하락을 근거로 가능성을 낮게 평가한다.

미수금은 1Q23까지 급증세

연말까지 전체(발전용 포함) 미수금 규모는 약 10조원, 1Q23 이후 약 14조원까지 확대될 것으로 보인다. 아쉽게도 성수기인 1분기 가스요금 동결이 결정되면서 미수금이 여전히 급증세를 유지하고 있다. 미수금이 과거에 손익계산서에 영향을 미친 적은 없으나, 과거의 경험을 기반으로 그 위험도를 과소평가하기에는 지나치게 큰 규모다. 동절기 이후 정부의 규제 스탠스가 어떻게 변화할지 확인할 필요가 있다.

2023년, 저밸류와 실적개선, 배당의 3박자가 돋보일 것

모멘텀 부재에도 불구하고 PBR 0.27배의 밸류에이션은 절대적인 매력을 가지고 있는 것은 사실이다. 동절기 이후 규제 스탠스에 대한 재확인, 4월 말~5월 적정투자 보수 발표가 주가 트리거가 될 수 있다. 하반기로 갈수록 2023년 배당에 대한 기대감도 커질 것이다. 투자 의견 Buy, 적정주가 55,000원을 유지한다.

	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	52,100.5	1,903.4	1,262.2	13,673	32.6	109,359	2.6	0.3	9.9	13.3	455.2
2023E	44,264.6	2,452.6	1,537.8	16,658	21.5	124,344	1.9	0.3	9.1	14.3	394.9
2024E	45,939.2	2,258.9	1,460.5	15,821	-5.0	136,911	2.0	0.2	8.1	12.1	301.4

표1 한국가스공사 4Q22 Preview

(십억원)	4Q22E	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	18,533.8	9,595.6	93.1	10,734.3	72.7	14,340.4	29.2
영업이익	558.0	413.0	35.1	143.4	289.0	511.6	9.1
세전이익	923.7	845.0	9.3	-18.8	흑전	414.8	122.7
지배순이익	663.0	583.3	13.7	-281.3	흑전	297.5	122.9

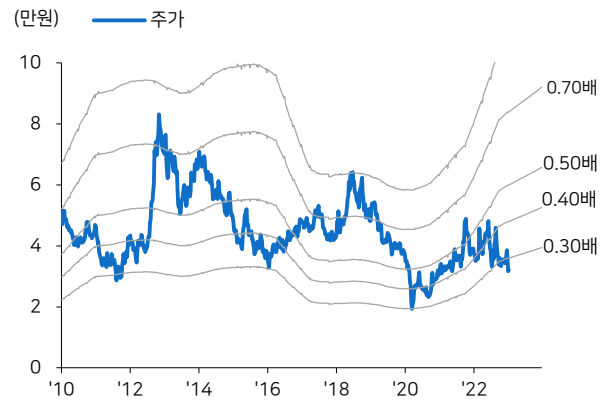
자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국가스공사 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	46,074.1	39,529.5	52,100.5	44,264.6	13.1%	12.0%
영업이익	1,882.3	2,198.3	1,903.4	2,452.6	1.1%	11.6%
영업이익률	4.1%	5.6%	3.7%	5.5%	-0.4%p	0.0%p
당기순이익	879.6	1,570.8	1,279.0	1,553.3	45.4%	-1.1%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 한국가스공사 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국가스공사 연결 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	95.6	108.1	96.9	84.9	84.0	83.0	81.0	80.0	42.2	69.3	96.4	82.0
환율(원/달러)	1,204.6	1,259.9	1,434.8	1,362.3	1,240.0	1,240.0	1,240.0	1,240.0	1,180.3	1,144.0	1,315.4	1,240.0
JKM(달러/mmbtu)	30.0	28.8	47.9	29.2	25.9	21.7	21.1	20.9	4.5	18.1	34.0	22.4
실적 추정												
매출액	13,979.5	8,852.9	10,734.3	18,533.8	15,892.7	7,992.1	7,479.6	12,900.3	20,833.7	27,520.8	52,100.5	44,264.6
매출액 증가율(%)	81.3	82.9	99.8	93.1	13.7	-9.7	-30.3	-30.4	-16.6	32.1	89.3	-15.0
가스도매판매	13,727.9	8,475.2	10,323.5	18,129.5	15,299.4	7,485.9	7,079.4	12,448.3	19,904.0	26,083.0	50,656.2	42,313.0
해외주요사업	400.5	552.4	503.7	534.0	712.6	564.6	456.4	549.5	1,050.6	1,489.3	1,990.6	2,283.2
기타 및 연결조정	-148.9	-174.7	-92.9	-129.7	-119.3	-58.5	-56.2	-97.5	-120.9	-51.5	-546.3	-331.5
매출원가	12,958.3	8,468.9	10,487.8	17,849.9	14,504.0	7,639.2	7,195.9	12,045.9	19,513.5	25,859.0	49,764.9	41,384.9
매출총이익	1,021.2	384.0	246.5	683.9	1,388.7	352.9	283.8	854.3	1,320.2	1,661.7	2,335.6	2,879.7
판매비	108.6	94.6	103.1	125.9	108.7	90.9	99.9	127.5	421.4	422.0	432.2	427.1
영업이익	912.6	289.4	143.4	558.0	1,280.0	262.0	183.8	726.8	898.9	1,239.7	1,903.4	2,452.6
영업이익 증가율(%)	19.4	433.3	1,737.7	35.1	40.3	-9.5	28.1	30.2	-32.6	37.9	53.5	28.9
영업이익률(%)	6.5	3.3	1.3	3.0	8.1	3.3	2.5	5.6	4.3	4.5	3.7	5.5
가스도매판매	855.1	45.7	53.3	460.7	1,084.7	120.5	103.2	605.5	888.9	961.7	1,414.8	1,913.9
해외주요사업	94.9	225.2	164.9	111.3	233.3	150.0	85.7	142.5	15.7	284.5	596.3	611.5
미얀마A1/A3(별도)	10.7	17.3	18.2	15.7	17.9	19.9	21.2	20.1	61.7	40.1	61.9	79.1
이라크 주바이르	14.6	19.4	27.6	25.2	24.0	24.2	23.2	23.2	63.8	89.0	86.8	94.7
이라크 바드라	8.1	37.0	37.1	13.5	7.0	7.0	7.0	7.0	-8.2	9.9	95.7	28.0
호주 GLNG	93.0	41.7	85.4	68.6	42.5	37.3	35.9	33.5	12.1	80.5	288.7	149.2
호주 Prelude	-31.5	109.8	-3.4	-24.0	121.8	44.8	-18.0	42.5	-113.7	65.0	50.9	191.1
모잠비크 Coral FLNG	0.0	0.0	0.0	12.4	20.0	16.8	16.4	16.2	0.0	0.0	12.4	69.3
기타 및 연결조정	-37.4	18.5	-74.8	-14.0	-38.0	-8.5	-5.1	-21.2	-5.7	-6.5	-107.7	-72.8
금융손익	-131.5	-153.1	-164.1	286.5	-101.5	-192.5	-231.3	-181.4	-696.6	-591.0	-162.3	-706.6
기타영업외손익	152.7	-19.6	-1.2	5.5	61.6	-11.9	-4.8	22.6	-505.2	538.3	137.4	67.4
관계기업 관련 손익	95.8	92.6	3.1	73.7	96.7	93.6	64.4	74.4	11.6	180.3	265.1	329.1
세전이익	1,029.5	209.3	-18.8	923.7	1,336.8	151.1	12.1	642.4	-268.9	1,367.3	2,143.7	2,142.5
별도	883.6	-248.2	-437.6	740.6	938.7	-119.3	-143.9	407.7	50.0	687.4	938.3	1,083.1
자회사 및 조정	145.9	457.5	418.8	183.1	398.1	270.5	156.0	234.7	-318.9	679.9	1,205.4	1,059.4
법인세비용	293.4	57.9	259.4	254.0	367.6	41.6	3.3	176.7	-108.2	402.8	864.7	589.2
법인세율(%)	28.5	27.7	-1,380.0	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	40.2	29.5	40.3	27.5
연결 당기순이익	736.1	151.4	-278.2	669.7	969.2	109.6	8.8	465.8	-160.7	964.5	1,279.0	1,553.3
별도	643.4	-174.0	-587.3	536.9	680.5	-86.5	-104.3	295.6	-93.6	594.5	419.0	785.3
자회사 및 조정	92.7	325.4	309.1	132.8	288.7	196.1	113.1	170.2	-67.1	370.0	860.0	768.1
지배주주순이익	733.5	147.0	-281.3	663.0	959.5	108.5	8.7	461.1	-172.1	950.8	1,262.2	1,537.8

자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

한국가스공사 (036460)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	20,833.7	27,520.8	52,100.5	44,264.6	45,939.2
매출액증가율 (%)	-16.6	32.1	89.3	-15.0	3.8
매출원가	19,513.5	25,859.0	49,764.9	41,384.9	43,250.6
매출총이익	1,320.2	1,661.8	2,335.6	2,879.7	2,688.5
판매관리비	421.4	422.1	432.2	427.1	429.6
영업이익	898.9	1,239.7	1,903.4	2,452.6	2,258.9
영업이익률	4.3	4.5	3.7	5.5	4.9
금융손익	-696.6	-591.0	-162.3	-706.6	-660.8
중속/관계기업손익	34.1	180.3	265.1	329.1	332.4
기타영업외손익	-505.2	538.3	137.4	67.4	104.4
세전계속사업이익	-268.9	1,367.3	2,143.7	2,142.5	2,034.9
법인세비용	-108.2	402.8	864.7	589.2	559.6
당기순이익	-160.7	964.5	1,279.0	1,553.3	1,475.3
지배주주지분 손이익	-172.1	950.8	1,262.2	1,537.8	1,460.5

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	7,527.9	13,147.7	20,625.2	23,083.9	17,061.9
현금및현금성자산	331.8	564.5	3,713.7	2,811.5	626.1
매출채권	4,093.9	6,656.0	9,630.6	13,537.6	9,375.5
재고자산	1,390.3	3,582.8	4,417.2	4,081.5	4,280.8
비유동자산	28,381.9	30,522.2	36,863.7	35,081.8	34,831.6
유형자산	23,134.1	23,580.8	24,188.6	23,409.4	22,700.2
무형자산	1,594.7	1,745.8	1,993.0	1,993.0	1,993.0
투자자산	2,144.8	2,508.7	4,117.4	3,114.8	3,573.8
자산총계	35,909.8	43,669.9	57,488.9	58,165.7	51,893.5
유동부채	7,212.8	14,021.7	24,045.5	23,358.2	15,752.6
매입채무	977.7	2,815.2	5,437.6	3,784.8	4,524.0
단기차입금	1,877.3	5,841.5	7,531.9	9,273.9	5,481.9
유동성장기부채	2,003.7	1,933.8	1,523.4	1,523.4	1,523.4
비유동부채	20,961.8	20,528.9	23,088.2	23,053.4	23,212.0
사채	16,285.1	16,241.0	18,041.1	18,041.1	18,041.1
장기차입금	761.0	179.5	217.1	217.1	217.1
부채총계	28,174.6	34,550.6	47,133.7	46,411.6	38,964.6
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	213.2	213.2	213.2
이익잉여금	5,190.8	6,185.3	7,220.0	8,603.3	9,763.5
비지배주주지분	254.1	250.2	260.0	275.5	290.3
자본총계	7,735.2	9,119.3	10,355.2	11,754.1	12,928.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	3,251.0	-2,070.5	-435.1	-2,726.4	7,894.8
당기순이익(손실)	-160.7	964.5	1,279.0	1,553.3	1,475.3
유형자산상각비	1,636.7	1,722.3	1,761.2	1,774.1	1,704.1
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	1,279.5	-4,570.1	-4,207.1	-5,731.8	5,041.2
투자활동 현금흐름	-971.9	-1,170.3	-1,696.0	336.0	-1,122.3
유형자산의증가(CAPEX)	-912.1	-1,156.2	-1,142.3	-994.9	-994.9
투자자산의감소(증가)	171.5	-363.9	-1,535.1	1,331.7	-126.6
재무활동 현금흐름	-2,190.0	3,475.6	5,137.6	1,488.2	-8,957.8
차입금의 증감	-2,499.3	4,031.6	8,307.2	1,649.7	-8,650.9
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	74.7	232.8	3,149.2	-902.2	-2,185.4
기초현금	257.1	331.8	564.5	3,713.7	2,811.5
기말현금	331.8	564.5	3,713.7	2,811.5	626.1

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	225,686	298,124	564,390	479,506	497,646
EPS(지배주주)	-1,864	10,299	13,673	16,658	15,821
CFPS	29,048	33,250	51,586	49,452	46,758
EBITDAPS	27,467	32,087	39,698	45,787	42,930
BPS	81,040	96,077	109,359	124,344	136,911
DPS	0	2,728	1,800	3,500	3,600
배당수익률(%)	0.0	7.0	5.0	10.9	11.2
Valuation(Multiple)					
PER	-16.6	3.8	2.6	1.9	2.0
PCR	1.1	1.2	0.7	0.6	0.7
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2
EBITDA	2,535.6	2,962.0	3,664.6	4,226.7	3,963.0
EV/EBITDA	10.7	10.7	9.9	9.1	8.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.2	11.6	13.3	14.3	12.1
EBITDA 이익률	12.2	10.8	7.0	9.5	8.6
부채비율	364.2	378.9	455.2	394.9	301.4
금융비용부담률	3.4	2.3	1.7	2.5	2.3
이자보상배율(x)	1.3	1.9	2.2	2.2	2.1
매출채권회전율(x)	4.6	5.1	6.4	3.8	4.0
재고자산회전율(x)	10.3	11.1	13.0	10.4	11.0

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 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	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한국가스공사 (036460) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

