

2023. 2. 27



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

Buy

적정주가 (12개월) **45,000 원**

현재주가 (2.24) **31,200 원**

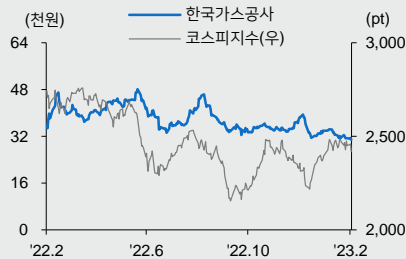
상승여력 **44.2%**

KOSPI	2,423.61pt
시가총액	28,802억원
발행주식수	9,231만주
유동주식비율	44.01%
외국인비중	9.10%
52주 최고/최저가	48,100원/30,700원
평균거래대금	128.5억원

주요주주(%)		
대한민국정부(기획재정부) 외 1인	46.63	
국민연금공단	8.90	

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.0	-30.4	-21.7
상대주가	-9.0	-29.7	-14.4

주가그래프



한국가스공사 036460

4Q22 Review: **뭔가 중요한 것이 빠진 호실적**

- ✓ 4Q22 연결 영업이익은 1,12조원을 기록하며 컨센서스(5,332억원)을 크게 상회
- ✓ 원료비 산정 기준 변경, 운전자금 정산 등 회계적인 요인에 의한 일회성 이익
- ✓ 건조한 영업이익에도 불구하고 금융비용 상승으로 2023년 순이익 -34% 감소 전망
- ✓ 미수금으로 인해 결국 무배당. 정점 관찰 이전까지 이익에 대한 가치 부여 어려움
- ✓ 적정주가를 55,000원에서 45,000원으로 -18% 하향, 투자의견은 Buy를 유지

복잡한 실적. 뜯어보면 호실적은 아님

4Q22 연결 영업이익은 1,12조원(+170.7% YoY)을 기록하며 컨센서스(5,332억원)을 크게 상회했다. 상회 요인은 별도 부문에서 발생했는데, 구조적 개선 요인은 아니다. 1)발전용 요금의 실적 원료비 산정 기준이 별도 산출 방식으로 변경되며 일회성 이익이 발생했고, 2)2022년 급증한 운전자금에 따른 정산손익이 발생했다. 두 요인의 4분기 이익 기여는 합산 5,000억원을 상회한다. 그러나 첫번째 요인은 추후 도 시가스 공급 시 이익의 차감 요인으로 작용하며, 두번째 요인은 늘어난 이자비용을 영업이익 단에서 보상한 것으로 세전이익 관점에서 보면 영향이 제한적이다. 이외에 해외 사업에서는 투자비 증가로 주바이르가 적자 전환했으며, 주바이르, 모잠비크, 사이프러스 등 해외 광구에서 약 2,000억원을 상회하는 손상차손이 있었다.

결국 무배당을 불러온 미수금. 정점 시기를 함부로 예측하기 어려움

2023년에는 건조한 별도, 해외 사업 실적에도 불구하고 늘어난 금융비용으로 인해 순이익 감소는 두드러질 전망이다(-34.2% YoY). 실적 보다 중요한 것은 미수금이다. 미수금은 연말 기준 12조(도시가스 9조원)까지 확대되었으며, 1Q23 14조원 수준까지 증가할 것으로 예상된다. 2022년 호실적에도 불구하고 미수금 영향으로 정부는 무배당을 결정했다. 미수금 안정화 이전까지는 회계상의 이익에 대한 가치를 부여하기 어려운데, 현 시점에서는 선불리 정점 시기를 예측할 수 없다. 다만 1)연내 요금 인상과 수입 가격 하락 등 미수금 증가 속도를 둔화시켜줄 수 있는 요소들이 있고, 2)0.26배의 PBR이 2000년 이후 최저점이라는 측면에서 추가 하방은 제한적이다. 미수금 확대 시기의 평균 PBR인 0.37배를 적용하여 적정주가를 55,000원에서 45,000원으로 -18% 하향, 투자의견은 Buy를 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	51,724.3	2,463.4	1,478.1	16,012	55.2	111,698	2.3	0.3	10.7	15.4	510.3
2023E	43,717.5	2,313.3	975.8	10,570	-34.2	122,268	3.0	0.3	11.6	9.0	469.4
2024E	45,586.6	2,189.1	945.5	10,243	-3.1	129,350	3.0	0.2	10.1	8.1	383.6

표1 한국가스공사 4Q22 실적 Review

(십억원)	4Q22P	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	18,157.6	9,595.6	89.2	10,734.3	69.2	17,660.7	2.8	18,533.8	-2.0
영업이익	1,118.0	413.0	170.7	143.4	679.4	533.2	109.7	558.0	100.4
세전이익	725.3	845.0	-14.2	-18.8	흑전	612.0	18.5	923.7	-21.5
순이익	878.8	583.3	50.7	-281.3	흑전	559.1	57.2	663.0	32.6

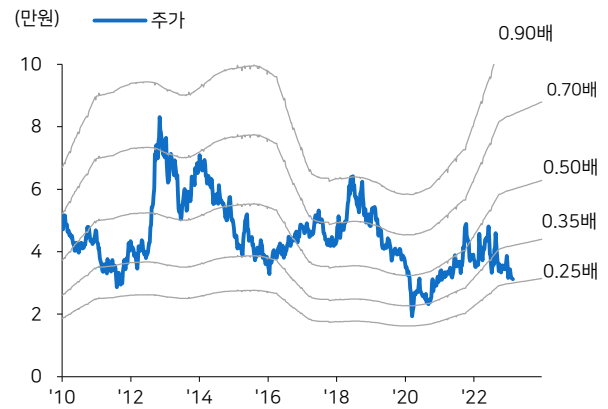
자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국가스공사 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	52,100.5	44,264.6	51,724.3	43,717.5	-0.7%	-1.2%
영업이익	1,903.4	2,452.6	2,463.4	2,313.2	29.4%	-5.7%
영업이익률	3.7%	5.5%	4.8%	5.3%	1.1%p	-0.2%p
당기순이익	1,279.0	1,553.3	1,497.0	985.6	17.0%	-36.5%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 한국가스공사 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국가스공사 적정주가 산출 내역

구분	적용값	내용
12개월 선행 순자산	11,186.1	12개월 선행 평균 순자산
적용 배수(배)	0.37	미수금 확대 시기(2011~2012, 2022~) 평균
적정 시가총액(십억원)	4,138.9	
발행 주식수(백만주)	92,313	발행주식수
적정 주가(원)	45,000	
현재 주가(원)	31,200	
상승 여력(%)	44.2	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 한국가스공사 연결 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E	2024E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	95.6	108.1	96.9	84.9	80.4	80.0	80.0	80.0	69.3	96.4	80.1	80.0
환율(원/달러)	1,204.6	1,259.9	1,434.8	1,362.3	1,270.0	1,250.0	1,240.0	1,240.0	1,144.0	1,315.4	1,250.0	1,240.0
JKM(달러/mmbtu)	30.0	28.8	47.9	29.2	16.1	16.0	16.0	16.0	18.1	34.0	16.0	16.0
실적 추정												
매출액	13,979.5	8,852.9	10,734.3	18,157.6	16,189.2	7,864.7	7,322.6	12,341.0	27,520.8	51,724.3	43,717.5	45,586.6
매출액 증가율(%)	81.3	82.9	99.8	89.2	15.8	-11.2	-31.8	-32.0	32.1	87.9	-15.5	4.3
가스도매판매	13,727.9	8,475.2	10,323.5	17,670.3	15,643.3	7,375.3	6,918.5	11,894.4	26,083.0	50,197.0	41,831.5	43,734.5
해외주요사업	400.5	552.4	503.7	595.8	667.5	547.0	459.1	540.0	1,489.3	2,052.4	2,213.6	2,236.3
기타 및 연결조정	-148.9	-174.7	-92.9	-127.0	-121.6	-57.6	-55.0	-93.4	-51.5	-543.5	-327.5	-384.2
매출원가	12,958.3	8,468.9	10,487.8	16,913.3	14,891.0	7,535.9	7,048.3	11,501.8	25,859.0	48,828.3	40,976.9	42,967.6
매출총이익	1,021.2	384.0	246.5	1,244.3	1,298.2	328.9	274.3	839.2	1,661.7	2,896.0	2,740.6	2,619.0
판매비	108.6	94.6	103.1	126.3	108.7	90.9	99.9	127.7	422.0	432.6	427.3	430.0
영업이익	912.6	289.4	143.4	1,118.0	1,189.5	237.9	174.3	711.5	1,239.7	2,463.4	2,313.2	2,189.1
영업이익 증가율(%)	19.4	433.3	1,737.7	170.7	30.3	-17.8	21.5	-36.4	37.9	98.7	-6.1	-5.4
영업이익률(%)	6.5	3.3	1.3	6.2	7.3	3.0	2.4	5.8	4.5	4.8	5.3	4.8
가스도매판매	855.1	45.7	53.3	1,000.2	1,002.3	93.9	80.0	578.8	961.7	1,954.3	1,755.0	1,610.7
해외주요사업	94.9	225.2	164.9	105.8	211.5	149.1	97.3	146.0	284.5	590.8	603.9	630.3
미얀마A1/A3(별도)	10.7	17.3	18.2	15.3	15.2	16.6	17.6	16.7	40.1	61.5	66.1	61.5
이라크 주바이르	14.6	19.4	27.6	-4.1	16.4	20.3	19.2	20.7	89.0	57.5	76.6	86.6
이라크 바드라	8.1	37.0	37.1	27.7	17.5	17.5	17.5	17.5	9.9	109.9	70.0	70.0
호주 GLNG	93.0	41.7	85.4	90.9	76.0	51.6	48.7	48.5	80.5	311.0	224.8	194.0
호주 Prelude	-31.5	109.8	-3.4	-11.6	73.7	30.5	-18.0	30.1	65.0	63.3	116.3	168.6
모잠비크 Coral FLNG	0.0	0.0	0.0	-12.4	12.8	12.5	12.4	12.4	0.0	-12.4	50.1	49.6
기타 및 연결조정	-37.4	18.5	-74.8	12.0	-24.3	-5.0	-3.0	-13.3	-6.5	-81.7	-45.6	-51.9
금융손익	-131.5	-153.1	-164.1	-379.4	-363.2	-256.1	-319.2	-287.5	-591.0	-828.2	-1,225.9	-1,115.7
기타영업외손익	152.7	-19.6	-1.2	-175.8	6.2	5.9	6.2	6.1	538.3	-43.9	24.3	-6.3
관계기업 관련 손익	95.8	92.6	3.1	162.5	67.0	64.8	2.1	113.8	180.3	354.0	247.8	250.3
세전이익	1,029.5	209.3	-18.8	725.3	899.5	52.6	-136.6	543.9	1,367.3	1,945.2	1,359.5	1,317.3
별도	883.6	-248.2	-437.6	1,332.0	724.1	-97.7	-209.7	620.2	687.4	1,529.8	1,036.9	540.8
자회사 및 조정	145.9	457.5	418.8	-606.7	175.4	150.3	73.1	-76.3	679.9	415.5	322.6	776.6
법인세비용	293.4	57.9	259.4	-162.5	247.4	14.5	-37.6	149.6	402.8	448.2	373.9	362.3
법인세율(%)	28.5	27.7	-1,380.0	-22.4	27.5	27.5	27.5	27.5	29.5	23.0	27.5	27.5
연결 당기순이익	736.1	151.4	-278.2	887.7	652.2	38.1	-99.0	394.3	964.5	1,497.0	985.6	955.1
별도	643.4	-174.0	-587.3	970.8	525.0	-70.9	-152.0	449.6	594.5	852.9	751.7	392.1
자회사 및 조정	92.7	325.4	309.1	-83.1	127.2	109.0	53.0	-55.3	370.0	644.1	233.9	563.0
지배주주순이익	733.5	147.0	-281.3	878.8	645.6	37.7	-98.0	390.4	950.8	1,478.0	975.8	945.5

자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

한국가스공사 (036460)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	20,833.7	27,520.8	51,724.3	43,717.5	45,586.6
매출액증가율 (%)	-16.6	32.1	87.9	-15.5	4.3
매출원가	19,513.5	25,859.0	48,828.3	40,976.9	42,967.6
매출총이익	1,320.2	1,661.8	2,896.0	2,740.6	2,619.0
판매관리비	421.4	422.1	432.6	427.3	430.0
영업이익	898.9	1,239.7	2,463.4	2,313.3	2,189.1
영업이익률	4.3	4.5	4.8	5.3	4.8
금융손익	-696.6	-591.0	-828.2	-1,225.9	-1,115.7
중속/관계기업손익	34.1	180.3	354.0	247.8	250.3
기타영업외손익	-505.2	538.3	-43.9	24.3	-6.3
세전계속사업이익	-268.9	1,367.3	1,945.3	1,359.5	1,317.3
법인세비용	-108.2	402.8	448.2	373.9	362.3
당기순이익	-160.7	964.5	1,497.1	985.6	955.1
지배주주지분 손이익	-172.1	950.8	1,478.1	975.8	945.5

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	7,527.9	13,147.7	27,735.2	30,837.0	24,347.3
현금및현금성자산	331.8	564.5	1,829.2	1,862.0	1,453.9
매출채권	4,093.9	6,656.0	9,630.6	14,079.1	8,667.1
재고자산	1,390.3	3,582.8	10,612.6	9,708.0	9,268.6
비유동자산	28,381.9	30,522.2	36,796.2	34,981.6	34,758.7
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	4,050.0	3,014.5	3,500.9
자산총계	35,909.8	43,669.9	64,531.4	65,818.5	59,106.0
유동부채	7,212.8	14,021.7	28,878.6	26,768.2	19,230.2
매입채무	977.7	2,815.2	5,327.2	3,620.7	4,404.7
단기차입금	1,877.3	5,841.5	12,531.9	12,931.9	9,139.9
유동성장기부채	2,003.7	1,933.8	1,523.4	1,523.4	1,523.4
비유동부채	20,961.8	20,528.9	25,079.5	27,491.4	27,653.6
사채	16,285.1	16,241.0	20,041.1	22,492.1	22,492.1
장기차입금	761.0	179.5	217.1	217.1	217.1
부채총계	28,174.6	34,550.6	53,958.1	54,259.6	46,883.8
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	213.2	213.2	213.2
이익잉여금	5,190.8	6,185.3	7,435.9	8,411.7	9,065.4
비지배주주지분	254.1	250.2	262.1	272.0	281.6
자본총계	7,735.2	9,119.3	10,573.3	11,558.9	12,222.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	3,251.0	-2,070.5	-9,464.5	-2,997.2	9,772.1
당기순이익(손실)	-160.7	964.5	1,497.1	985.6	955.1
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	-13,366.3	-5,520.2	7,353.1
투자활동 현금흐름	-971.9	-1,170.3	-1,539.7	287.5	-1,231.8
유형자산의증가(CAPEX)	-912.1	-1,156.2	-1,142.3	-994.9	-994.9
투자자산의감소(증가)	171.5	-363.9	-1,378.8	1,283.2	-236.1
재무활동 현금흐름	-2,190.0	3,475.6	12,126.2	2,742.4	-8,948.4
차입금의 증감	-2,499.3	4,031.6	15,296.5	2,753.4	-8,646.5
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	74.7	232.8	1,264.7	32.8	-408.1
기초현금	257.1	331.8	564.5	1,829.2	1,862.0
기말현금	331.8	564.5	1,829.2	1,862.0	1,453.9

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	225,686	298,124	560,314	473,579	493,827
EPS(지배주주)	-1,864	10,299	16,012	10,570	10,243
CFPS	29,048	33,250	49,719	47,490	44,167
EBITDAPS	27,467	32,087	45,763	44,277	42,174
BPS	81,040	96,077	111,698	122,268	129,350
DPS	0	2,728	0	3,400	1,700
배당수익률(%)	0.0	7.0	0.0	10.9	5.4
Valuation(Multiple)					
PER	-16.6	3.8	2.3	3.0	3.0
PCR	1.1	1.2	0.7	0.7	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	4,224.6	4,087.4	3,893.2
EV/EBITDA	10.7	10.7	10.7	11.6	10.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.2	11.6	15.4	9.0	8.1
EBITDA 이익률	12.2	10.8	8.2	9.3	8.5
부채비율	364.2	378.9	510.3	469.4	383.6
금융비용부담률	3.4	2.3	1.9	4.1	3.6
이자보상배율(x)	1.3	1.9	2.5	1.3	1.3
매출채권회전율(x)	4.6	5.1	6.4	3.7	4.0
재고자산회전율(x)	10.3	11.1	7.3	4.3	4.8

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)	

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

