

2023. 5. 12



▲ 유틸리티/건설

Analyst **문경원, CFA**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA **윤동준**

02. 6454-4886

dongjun.yoon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **37,000 원**

현재주가 (5.11) **27,100 원**

상승여력 **36.5%**

KOSPI 2,491.00pt

시가총액 25,017억원

발행주식수 9,231만주

유동주식비율 44.01%

외국인비중 7.49%

52주 최고/최저가 48,100원/25,500원

평균거래대금 84.8억원

주요주주(%)

대한민국정부(기획재정부) 외 1인 46.63

국민연금공단 7.56

주가상승률(%)

1개월 1.9 6개월 -23.8 12개월 -37.0

절대주가 4.2 -24.0 -34.4

주가그래프



한국가스공사 036460

1Q23 Review: 아직은 관찰해야 할 때

- ✓ 1Q23 연결 영업이익은 5,884억원을 기록하며 컨센서스 1.13조원을 크게 하회
- ✓ 일회성 손실 등이 1분기 집중 반영되며 도매판매 이익 크게 약화
- ✓ 미수금 11.6조원으로 예상보다 빠르게 증가 중. 요금 15% 증가해야 증가세 둔화
- ✓ 가스 요금 인상 폭 확인해야 하는 단계지만, 정상화 시 밸류에이션은 분명 매력적
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 37,000원을 유지한다.

별도 부문에서의 비용 증가가 예상을 뛰어넘었던 1분기

1Q23 연결 영업이익은 5,884억원(-35.5% YoY)을 기록하며 컨센서스 1.13조원을 크게 하회했다. 바드라 등 연결 자회사들 역시 감익 폭도 예상보다 컸으나, -43.8% YoY 감익한 도매판매 사업이 주요 하회 요인이었다. 1)4Q22 인식했던 발전용 요금에서의 일회성 이익(2,500억원) 중 대부분이 1Q23에 손실로 되돌아왔고, 2) 소송 관련 비용 반영(620억원) 등 기타 비용도 반영되었다. 적정투자보수 자체는 금리 상승 영향으로 소폭 상승한 것으로 추정된다.

15% 이상의 가스 요금 인상은 있어야 미수금 증가 추세 정지 가능

원료비 미수금은 2023년 14.3조원(민수용 11.6조원)을 기록하며 예상보다도 빠르게 악화되고 있다(2022년 말 대비 민수용 3.0조원 순증). 미수금 증가 추세는 현재 진행형이다. 5월 주택용 원료비는 15.63원/MJ, 발전용 원료비는 18.95원/MJ로 3.32원(21.2%)의 차이가 난다. 하반기 가스 수입 가격이 추가 하락하더라도 15%의 요금 인상은 있어야 미수금 증가 추세가 멈출 수 있다. 가스 요금 인상 폭을 확인하기 전까지 잠시 관찰이 필요한 단계다.

정상화 시 기대할 수 있는 Upside는 크다

그럼에도 긍정적으로 볼 수 있는 부분은 역대 최저의 밸류에이션이다. 가스 요금 인상 폭에 따라 미수금 상승만 멈출 수 있다면, 정상화 과정에서 기대할 수 있는 Upside가 크다. 3Q23까지는 해외 자회사들이 유가, 가스 가격 하락을 반영하며 감익하겠으나, 4Q23부터는 이익 흐름도 안정화될 수 있다. 투자의견 Buy, 적정주가 37,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	27,520.8	1,239.7	950.8	10,299	흑전	96,077	3.8	0.4	10.7	11.6	378.9
2022	51,724.3	2,463.4	1,493.1	16,174		110,354	2.2	0.3	11.5	15.7	499.6
2023E	43,287.8	2,087.6	752.1	8,147	-49.3	118,501	3.3	0.2	12.7	7.1	482.9
2024E	43,847.8	2,126.2	870.5	9,430	15.8	125,978	2.9	0.2	10.3	7.7	405.1
2025E	43,401.1	2,113.0	958.8	10,387	10.1	134,133	2.6	0.2	9.8	8.0	366.6

표1 한국가스공사 1Q23 실적 Review

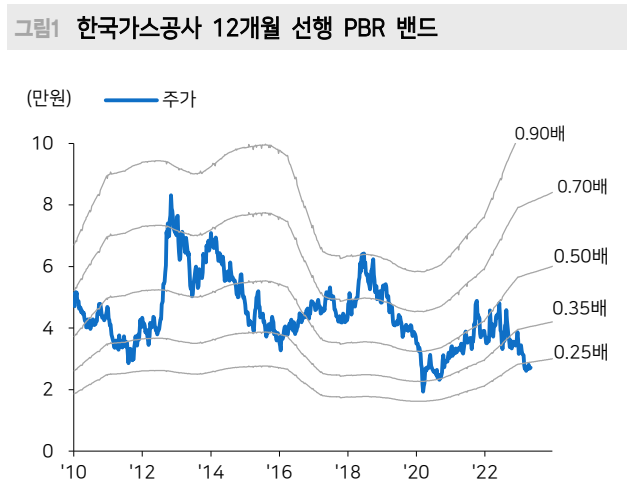
(십억원)	1Q23P	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	17,929.9	13,979.5	28.3	18,157.6	-1.3	19,027.8	-5.8	15,839.0	13.2
영업이익	588.4	912.6	-35.5	1,118.0	-47.4	1,126.2	-47.8	1,058.6	-44.4
세전이익	195.5	1,029.5	-81.0	725.3	-73.0	886.1	-77.9	680.0	-71.3
순이익	138.0	733.5	-81.2	893.9	-84.6	655.0	-78.9	493.0	-72.0

자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국가스공사 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	43,280.5	43,605.8	43,287.8	43,847.8	0.0%	0.6%
영업이익	2,259.3	1,964.1	2,087.6	2,126.2	-7.6%	8.3%
영업이익률	5.2%	4.5%	4.8%	4.8%	-0.4%p	0.3%p
당기순이익	880.1	677.4	759.6	879.3	-13.7%	29.8%

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국가스공사 연결 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	95.6	108.1	96.9	84.9	80.3	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	1,274.6	1,305.0	1,260.0	1,230.0	1,144.0	1,315.4	1,267.4	1,177.5
JKM(달러/mmbtu)	30.0	28.8	47.9	29.2	20.7	12.6	12.6	12.6	18.1	34.0	14.7	12.6
실적 추정												
매출액	13,979.5	8,852.9	10,734.3	18,157.6	17,929.9	8,514.7	7,600.2	9,243.0	27,520.8	51,724.3	43,287.8	43,847.8
매출액 증가율(%)	81.3	82.9	99.8	89.2	28.3	-3.8	-29.2	-49.1	32.1	87.9	-16.3	1.3
가스도매판매	13,727.9	8,475.2	10,323.5	17,670.3	17,546.1	8,048.6	7,215.9	8,818.9	26,083.0	50,197.0	41,629.5	42,302.2
해외주요사업	400.5	552.4	503.7	595.8	675.1	541.6	453.7	509.8	1,489.3	2,052.4	2,180.3	2,017.2
기타 및 연결조정	-148.9	-174.7	-92.9	-108.5	-291.3	-75.5	-69.4	-85.8	-51.5	-525.1	-522.0	-471.6
매출원가	12,958.3	8,468.9	10,487.8	16,913.2	17,219.0	8,226.3	7,360.2	7,953.5	25,859.0	48,828.3	40,759.0	41,284.7
매출총이익	1,021.2	384.0	246.5	1,244.3	710.9	288.4	240.0	1,289.4	1,661.7	2,896.0	2,528.7	2,563.1
판매비	108.6	94.6	103.1	126.3	122.5	90.9	99.9	127.7	422.0	432.6	441.1	436.9
영업이익	912.6	289.4	143.4	1,118.0	588.4	197.5	140.1	1,161.7	1,239.7	2,463.4	2,087.6	2,126.2
영업이익 증가율(%)	19.4	433.3	1,737.7	170.7	-35.5	-31.8	-2.4	3.9	37.9	98.7	-15.3	1.8
영업이익률(%)	6.5	3.3	1.3	6.2	3.3	2.3	1.8	12.6	4.5	4.8	4.8	4.8
가스도매판매	855.1	45.7	53.3	1,000.2	480.8	62.5	52.0	1,067.9	961.7	1,954.3	1,663.3	1,692.5
해외주요사업	94.9	225.2	164.9	127.2	147.2	141.4	92.0	127.8	284.5	612.2	508.4	512.4
미얀마A1/A3(별도)	10.7	17.3	18.2	15.3	3.1	16.6	17.1	15.9	40.1	61.5	52.7	55.9
이라크 주바이르	14.6	19.4	27.6	-4.1	24.1	21.2	19.5	20.6	89.0	57.5	85.4	81.3
이라크 바드라	8.1	37.0	37.1	27.7	9.0	10.5	10.5	10.5	9.9	109.9	40.5	42.0
호주 GLNG	93.0	41.7	85.4	90.9	60.1	56.7	50.5	47.6	80.5	311.0	214.8	171.1
호주 Prelude	-31.5	109.8	-3.4	-11.6	91.9	23.5	-18.0	21.1	65.0	63.3	118.6	115.7
모잠비크 Coral FLNG	0.0	0.0	0.0	9.0	-41.0	12.9	12.4	12.1	0.0	9.0	-3.6	46.4
기타 및 연결조정	-37.4	18.5	-74.8	-9.4	-39.6	-6.5	-3.9	-34.0	-6.5	-103.1	-84.0	-78.7
금융손익	-131.5	-153.1	-164.1	-379.4	-450.3	-136.1	-312.2	-272.7	-591.0	-828.1	-1,171.3	-1,018.5
기타영업외손익	152.7	-19.6	-1.2	-175.9	6.2	5.9	6.2	6.1	538.3	-44.0	24.3	-6.3
관계기업 관련 손익	95.8	92.6	3.1	-11.2	51.1	64.8	2.1	-7.8	180.3	180.3	110.3	111.4
세전이익	1,029.5	209.3	-18.8	725.3	195.5	132.1	-163.9	887.3	1,367.3	1,945.2	1,051.0	1,212.8
별도	883.6	-248.2	-437.6	1,116.7	85.5	-32.2	-246.1	851.7	687.4	1,314.4	658.9	761.1
자회사 및 조정	145.9	457.5	418.8	-391.4	110.0	164.3	82.3	35.6	679.9	630.8	392.1	451.7
법인세비용	293.4	57.9	259.4	-162.5	56.1	36.3	-45.1	244.0	402.8	448.2	291.3	333.5
법인세율(%)	28.5	27.7	-1,380.0	-22.4	28.7	27.5	27.5	27.5	29.5	23.0	27.7	27.5
연결 당기순이익	736.1	151.4	-278.2	887.7	139.4	95.8	-118.8	643.3	964.5	1,497.0	759.6	879.3
별도	643.4	-174.0	-587.3	970.8	45.4	-23.4	-178.4	617.5	594.5	852.9	461.1	551.8
자회사 및 조정	92.7	325.4	309.1	-83.1	94.0	119.1	59.6	25.8	370.0	644.1	298.6	327.5
지배주주순이익	733.5	147.0	-281.3	893.9	138.0	94.8	-117.6	636.9	950.8	1,493.1	752.1	870.5

자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

한국가스공사 (036460)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	27,520.8	51,724.3	43,287.8	43,847.8	43,401.1
매출액증가율 (%)	32.1	87.9	-16.3	1.3	-1.0
매출원가	25,859.0	48,828.3	40,759.0	41,284.7	40,849.1
매출총이익	1,661.8	2,896.0	2,528.7	2,563.1	2,552.0
판매관리비	422.1	432.6	441.1	436.9	439.0
영업이익	1,239.7	2,463.4	2,087.6	2,126.2	2,113.0
영업이익률	4.5	4.8	4.8	4.8	4.9
금융손익	-591.0	-828.1	-1,171.3	-1,018.6	-890.2
중속/관계기업손익	180.3	354.0	110.3	111.4	112.5
기타영업외손익	538.3	-44.0	24.3	-6.3	0.5
세전계속사업이익	1,367.3	1,945.3	1,051.0	1,212.8	1,335.9
법인세비용	402.8	448.2	291.3	333.5	367.4
당기순이익	964.5	1,497.0	759.7	879.3	968.5
지배주주지분 손이익	950.8	1,493.1	752.1	870.5	958.8

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	13,147.7	25,091.6	29,446.1	24,775.1	24,352.7
현금및현금성자산	564.5	813.3	4,043.7	7,144.3	7,693.7
매출채권	6,656.0	11,310.4	17,322.2	12,643.5	11,662.0
재고자산	3,582.8	7,622.6	4,715.4	2,875.4	2,880.3
비유동자산	30,522.2	37,333.4	35,671.7	35,183.1	34,583.6
유형자산	23,580.8	23,293.8	22,559.7	21,891.1	21,282.3
무형자산	1,745.8	1,705.9	1,705.9	1,705.9	1,705.9
투자자산	2,508.7	2,693.8	1,766.2	1,946.1	1,955.5
자산총계	43,669.9	62,425.0	65,117.8	59,958.2	58,936.3
유동부채	14,021.7	30,634.6	30,111.6	24,142.8	22,260.0
매입채무	2,815.2	2,682.4	1,365.5	1,608.6	1,611.4
단기차입금	7,832.5	23,601.1	24,001.1	20,209.1	18,555.1
유동성장기부채	1,933.8	1,957.8	1,957.8	1,957.8	1,957.8
비유동부채	20,528.9	21,379.7	23,835.7	23,946.0	24,044.4
사채	16,241.0	17,100.5	19,551.5	19,551.5	19,551.5
장기차입금	179.5	192.1	192.1	192.1	192.1
부채총계	34,550.6	52,014.2	53,947.4	48,088.7	46,304.4
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	21.9	48.8	48.8	48.8	48.8
이익잉여금	6,185.3	7,476.3	8,228.3	8,918.6	9,671.4
비지배주주지분	250.2	223.7	231.3	240.1	249.7
자본총계	9,119.3	10,410.7	11,170.4	11,869.5	12,632.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-2,070.5	-14,580.9	-696.2	10,650.0	3,512.2
당기순이익(손실)	964.5	1,497.0	759.7	879.3	968.5
유형자산상각비	1,722.3	1,751.4	1,697.1	1,631.5	1,571.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-4,570.1	-18,687.4	-3,053.4	8,240.7	1,075.8
투자활동 현금흐름	-1,170.3	-973.8	73.6	-1,032.9	-861.2
유형자산의증가(CAPEX)	-1,156.2	-1,178.5	-962.9	-962.9	-962.9
투자자산의감소(증가)	-363.9	-185.2	1,037.9	-68.5	103.2
재무활동 현금흐름	3,475.6	15,802.1	3,853.1	-6,516.5	-2,101.6
차입금의 증감	4,031.6	17,322.6	3,863.9	-6,326.3	-1,886.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	232.8	248.8	3,230.4	3,100.6	549.4
기초현금	331.8	564.5	813.3	4,043.7	7,144.3
기말현금	564.5	813.3	4,043.7	7,144.3	7,693.7

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	298,124	560,314	468,924	474,991	470,152
EPS(지배주주)	10,299	16,174	8,147	9,430	10,387
CFPS	33,250	52,709	44,211	42,700	41,983
EBITDAPS	32,087	45,658	40,999	40,706	39,916
BPS	96,077	110,354	118,501	125,978	134,133
DPS	2,728	0	2,100	2,400	2,400
배당수익률(%)	7.0	0.0	7.7	8.9	8.9
Valuation(Multiple)					
PER	3.8	2.2	3.3	2.9	2.6
PCR	1.2	0.7	0.6	0.6	0.6
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
EBITDA	2,962.0	4,214.8	3,784.7	3,757.7	3,684.8
EV/EBITDA	10.7	11.5	12.7	10.3	9.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.6	15.7	7.1	7.7	8.0
EBITDA 이익률	10.8	8.1	8.7	8.6	8.5
부채비율	378.9	499.6	482.9	405.1	366.6
금융비용부담률	2.3	1.9	4.1	3.7	3.3
이자보상배율(x)	1.9	2.6	1.2	1.3	1.5
매출채권회전율(x)	5.1	5.8	3.0	2.9	3.6
재고자산회전율(x)	11.1	9.2	7.0	11.6	15.1

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 추천 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)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한국가스공사 (036460) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

