

2023. 8. 14



▲ 유틸리티/건설

Analyst **문경원, CFA**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA **윤동준**

02. 6454-4886

dongjun.yoon@meritz.co.kr

**Buy** (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

**적정주가 (12개월)** **32,000 원**

**현재주가 (8.11)** **25,900 원**

**상승여력** **23.6%**

KOSPI 2,591.26pt

시가총액 23,909억원

발행주식수 9,231만주

유동주식비율 44.02%

외국인비중 5.19%

52주 최고/최저가 46,350원/23,900원

평균거래대금 63.1억원

**주요주주(%)**

대한민국정부(기획재정부) 외 1 인 46.63

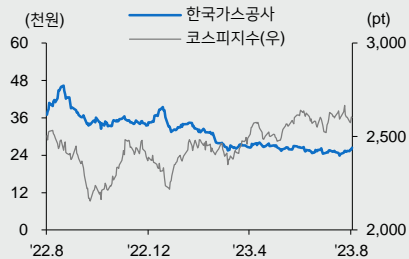
국민연금공단 7.56

**주가상승률(%)** **1개월** **6개월** **12개월**

절대주가 3.8 -18.2 -33.2

상대주가 2.7 -22.0 -35.0

**주가그래프**



# 한국가스공사 036460

## 2Q23 Review: 손익은 예상대로

- ✓ 2Q23 연결 영업이익은 2,050억원을 기록하며 컨센서스(2,123억원)에 부합
- ✓ 도매 판매 이익은 생각보다 부진했으나, 기타 자회사들의 이익 개선이 이를 만회
- ✓ 가스 가격 상승 시 자회사 이익 개선되지만 미수금 우려도 동시에 확대
- ✓ 미수금 정점 시기를 확실하기 어려운 상황. 저평가 해소는 방향성 잡힌 이후
- ✓ 투자의견 Buy를 유지, 적정주가는 32,000원으로 -14% 하향

### 예상을 벗어나지 않은 손익

2Q23 연결 영업이익은 2,050억원(-29.2% YoY)을 기록하며 컨센서스(2,123억원)에 부합했다. 주요 해외 사업은 예상에서 크게 벗어나지 않은 가운데, 도매판매 이익(427억원, -6.5% YoY)이 예상보다 부진했다. 자세한 손익이 공개되지 않은 16개 해외 자회사의 이익 호조가 이를 일부 만회한 것으로 추정한다. 도매판매 이익은 취약계층 요금 지원 확대와 전년도 발전용 원료비 차익 정산으로 생각보다 다소 부진했으나, 하반기로 갈수록 이러한 흐름은 안정화될 것으로 보인다. 민수용 미수금 규모는 12.2조원을 기록하며 전 분기 대비 6,292억원 증가했다.

### 가스 가격 상승의 두 이면

호주 LNG 수출 터미널 파업과, 러-우 전쟁 확전 우려로 인해 8월 11일 현재 유럽 가스 가격(TTF) 선물 가격이 36.9유로(MWh)까지 상승했다(vs 8월 1일 29.1유로/MWh). 동사의 자회사인 Prelude의 실적 개선 요인이다. 수출은 방해 받지 않으며 판가는 상승한다. 그러나 유가와 가스 가격이 동반 상승하는 국면은 한 편으로는 미수금 상승에 대한 우려를 키울 수 있다. 총선 이전까지 요금 인상을 기대하기 어려운 상황에서 미수금의 정점 시기를 예측하기가 점점 어려워지고 있다.

### 미수금 해소 방향성 잡히기 전까지 조금 기다려야 할 저평가 해소

투자의견 Buy를 유지, 적정주가는 32,000원으로 -14% 하향한다. 증가하는 미수금 불확실성을 반영하기 위해 밸류에이션 방법을 변경했다. 역사적 최저점 밸류에이션에 대한 매력은 있으나, 미수금 해소 방향성이 잡히기 전까지 반등을 기대하기는 이르다는 의견을 유지한다.

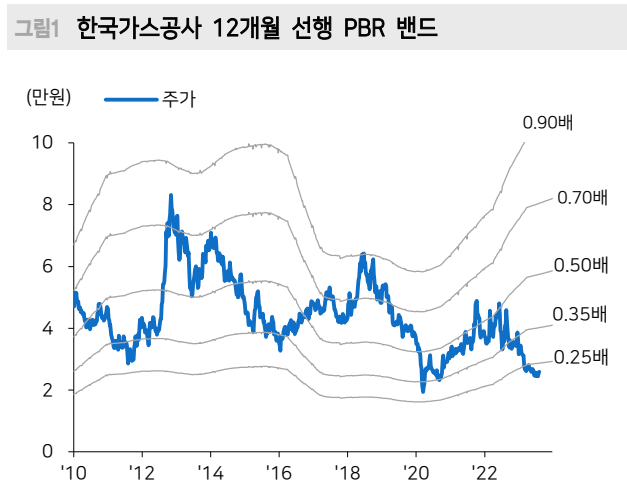
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	27,520.8	1,239.7	950.8	10,299	흑전	96,077	3.8	0.4	10.7	11.6	378.9
2022	51,724.3	2,463.4	1,493.1	16,174	55.2	110,354	2.2	0.3	11.5	15.7	499.6
2023E	45,258.1	1,860.6	304.6	3,300	-79.0	114,436	7.8	0.2	14.2	2.9	512.0
2024E	40,108.6	2,164.4	572.4	6,201	84.0	120,637	4.2	0.2	11.4	5.3	440.0
2025E	41,211.4	2,172.8	691.1	7,487	20.7	128,124	3.5	0.2	11.2	6.0	392.1

(십억원)	2Q23P	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	8,127.6	8,852.9	-8.2	17,929.9	-54.7	9,081.9	-10.5	8,081.00	0.6
영업이익	205.0	289.4	-29.2	588.4	-65.2	212.3	-3.4	182.5	12.3
세전이익	-117.3	209.3	적전	236.9	적전	-21.8	N/A	69.1	N/A
순이익	-67.7	147.0	적전	133.3	적전	-21.3	N/A	49.6	N/A

자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	45,197.8	39,933.4	45,258.1	40,108.6	0.1%	0.4%
영업이익	1,715.9	2,145.3	1,860.6	2,164.4	8.4%	0.9%
영업이익률	3.8%	5.4%	4.1%	5.4%	0.3%p	0.0%p
당기순이익	343.3	600.9	314.5	578.2	-8.4%	-3.8%

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

구분	적용값	내용
12개월 선행 순자산(십억원)	10,643.0	12개월 선행 평균 순자산
적용 배수(배)	0.28	유가와와 회귀 분석식 상 적정 PBR 0.51배에 45% 할인. 45%의 할인은 2023년 예상 미수금 규모 13.5조원 중 3분의 1인 4.5조원을 순자산에서 차감한다는 논리. 즉, 3분의 1 규모의 미수금을 회수하지 못할 가능성을 반영
<b>적정 시가총액(십억원)</b>	<b>2,985.4</b>	
발행 주식수(백만주)	92,313	발행주식수
<b>적정 주가(원)</b>	<b>32,000</b>	
현재 주가(원)	25,900	
<b>상승 여력(%)</b>	<b>23.6</b>	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 한국가스공사 연결 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
<b>주요 가정</b>												
두바이유(달러/배럴)	95.6	108.1	96.9	84.9	80.3	77.8	85.0	83.0	69.3	96.4	81.5	83.3
환율(원/달러)	1,204.6	1,259.9	1,434.8	1,362.3	1,274.6	1,315.0	1,283.0	1,260.0	1,144.0	1,315.4	1,283.1	1,236.3
JKM(달러/mmbtu)	30.0	28.8	47.9	29.2	15.7	11.0	12.1	11.8	18.1	34.0	12.7	11.8
<b>실적 추정</b>												
<b>매출액</b>	<b>13,979.5</b>	<b>8,852.9</b>	<b>10,734.3</b>	<b>18,157.6</b>	<b>17,929.9</b>	<b>8,127.6</b>	<b>8,184.8</b>	<b>11,015.8</b>	<b>27,520.8</b>	<b>51,724.3</b>	<b>45,258.1</b>	<b>40,108.6</b>
매출액 증가율(%)	81.3	82.9	99.8	89.2	28.3	-8.2	-23.8	-39.3	32.1	87.9	-12.5	-11.4
가스도매판매	13,727.9	8,475.2	10,323.5	17,670.3	17,546.1	7,626.2	7,723.1	10,578.6	26,083.0	50,197.0	43,474.0	38,365.4
해외주요사업	400.5	552.4	503.7	595.8	659.5	545.7	532.6	534.0	1,489.3	2,052.4	2,271.9	2,145.2
기타 및 연결조정	-148.9	-174.7	-92.9	-108.5	-275.7	-44.3	-71.0	-96.8	-51.5	-525.1	-487.7	-402.0
매출원가	12,958.3	8,468.9	10,487.8	16,913.2	17,219.1	7,824.8	7,859.0	10,046.7	25,859.0	48,828.3	42,949.6	37,503.9
매출총이익	1,021.2	384.0	246.5	1,244.3	710.9	302.7	325.8	969.1	1,661.7	2,896.0	2,308.5	2,604.6
판매비	108.6	94.6	103.1	126.3	122.5	97.7	99.9	127.7	422.0	432.6	447.9	440.2
<b>영업이익</b>	<b>912.6</b>	<b>289.4</b>	<b>143.4</b>	<b>1,118.0</b>	<b>588.4</b>	<b>205.0</b>	<b>225.9</b>	<b>841.4</b>	<b>1,239.7</b>	<b>2,463.4</b>	<b>1,860.6</b>	<b>2,164.4</b>
영업이익 증가율(%)	19.4	433.3	1,737.7	170.7	-35.5	-29.2	57.4	-24.7	37.9	98.7	-24.5	16.3
영업이익률(%)	6.5	3.3	1.3	6.2	3.3	2.5	2.8	7.6	4.5	4.8	4.1	5.4
가스도매판매	855.1	45.7	53.3	1,000.2	480.8	42.7	97.0	722.9	961.7	1,954.3	1,343.4	1,668.0
해외주요사업	94.9	225.2	164.9	127.2	147.1	119.8	132.7	134.3	284.5	612.2	534.0	550.3
미얀마A1/A3(별도)	10.7	17.3	18.2	15.3	3.1	25.1	22.8	21.2	40.1	61.5	72.2	77.0
이라크 주바이르	14.6	19.4	27.6	-4.1	24.1	24.1	19.9	21.1	89.0	57.5	89.1	83.2
이라크 바드라	8.1	37.0	37.1	27.7	9.0	1.1	5.3	5.3	9.9	109.9	20.6	21.0
호주 GLNG	93.0	41.7	85.4	90.9	60.1	36.4	50.9	55.0	80.5	311.0	202.4	208.2
호주 Prelude	-31.5	109.8	-3.4	-11.6	91.9	37.2	21.9	20.2	65.0	63.3	171.2	115.2
모잠비크 Coral FLNG	0.0	0.0	0.0	9.0	-41.1	-4.1	12.1	11.6	0.0	9.0	-21.5	45.6
기타 및 연결조정	-37.4	18.5	-74.8	-9.4	-39.5	42.5	-3.9	-15.9	-6.5	-103.1	-16.8	-54.0
금융손익	-131.5	-153.1	-164.1	-379.4	-388.6	-347.5	-385.9	-354.7	-591.0	-828.1	-1,476.7	-1,416.3
기타영업외손익	152.7	-19.6	-1.2	-175.9	15.5	-13.6	6.3	6.2	538.3	-44.0	14.4	-5.8
관계기업 관련 손익	95.8	92.6	3.1	-11.2	21.6	38.8	2.1	-7.8	180.3	180.3	54.7	55.3
<b>세전이익</b>	<b>1,029.5</b>	<b>209.3</b>	<b>-18.8</b>	<b>725.3</b>	<b>236.9</b>	<b>-117.3</b>	<b>-151.6</b>	<b>485.1</b>	<b>1,367.3</b>	<b>1,945.2</b>	<b>453.1</b>	<b>797.5</b>
별도	883.6	-248.2	-437.6	1,116.7	64.9	-51.8	-203.7	503.8	687.4	1,314.4	313.2	669.8
자회사 및 조정	145.9	457.5	418.8	-391.4	172.0	-65.5	52.1	-18.7	679.9	630.8	139.9	127.8
법인세비용	293.4	57.9	259.4	-162.5	97.5	-50.6	-41.7	133.4	402.8	448.2	138.6	219.3
법인세율(%)	28.5	27.7	-1,380.0	-22.4	41.2	43.1	27.5	27.5	29.5	23.0	30.6	27.5
<b>연결 당기순이익</b>	<b>736.1</b>	<b>151.4</b>	<b>-278.2</b>	<b>887.7</b>	<b>139.4</b>	<b>-66.7</b>	<b>-109.9</b>	<b>351.7</b>	<b>964.5</b>	<b>1,497.0</b>	<b>314.5</b>	<b>578.2</b>
별도	643.4	-174.0	-587.3	970.8	45.4	-37.5	-147.7	365.2	594.5	852.9	225.5	485.6
자회사 및 조정	92.7	325.4	309.1	-83.1	94.0	-29.1	37.7	-13.5	370.0	644.1	89.0	92.6
지배주주순이익	733.5	147.0	-281.3	893.9	133.3	-67.7	-108.8	348.2	950.8	1,493.1	304.9	572.4

자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

## 한국가스공사 (036460)

### Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>27,520.8</b>	<b>51,724.3</b>	<b>45,258.1</b>	<b>40,108.6</b>	<b>41,211.4</b>
매출액증가율(%)	32.1	87.9	-12.5	-11.4	2.7
매출원가	25,859.0	48,828.3	42,949.6	37,503.9	38,594.6
매출총이익	1,661.8	2,896.0	2,308.5	2,604.6	2,616.9
판매관리비	422.1	432.6	447.9	440.2	444.1
<b>영업이익</b>	<b>1,239.7</b>	<b>2,463.4</b>	<b>1,860.6</b>	<b>2,164.4</b>	<b>2,172.8</b>
영업이익률(%)	4.5	4.8	4.1	5.4	5.3
금융손익	-591.0	-828.1	-1,496.9	-1,416.3	-1,266.4
중속/관계기업손익	180.3	354.0	54.7	55.3	55.8
기타영업외손익	538.3	-44.0	34.0	-5.8	0.6
세전계속사업이익	1,367.3	1,945.3	452.5	797.5	962.9
법인세비용	402.8	448.2	138.4	219.3	264.8
<b>당기순이익</b>	<b>964.5</b>	<b>1,497.0</b>	<b>314.2</b>	<b>578.2</b>	<b>698.1</b>
지배주주지분 손이익	950.8	1,493.1	304.6	572.4	691.1

### Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>13,147.7</b>	<b>25,091.6</b>	<b>27,883.8</b>	<b>23,995.5</b>	<b>22,663.9</b>
현금및현금성자산	564.5	813.3	554.0	2,701.5	1,619.3
매출채권	6,656.0	11,310.4	10,543.6	7,695.8	7,098.4
재고자산	3,582.8	7,622.6	8,296.2	6,455.8	6,622.2
<b>비유동자산</b>	<b>30,522.2</b>	<b>37,333.4</b>	<b>38,108.4</b>	<b>37,358.6</b>	<b>36,680.5</b>
유형자산	23,580.8	23,293.8	22,715.0	21,922.4	21,206.3
무형자산	1,745.8	1,705.9	1,726.0	1,726.0	1,726.0
투자자산	2,508.7	2,693.8	1,962.6	2,005.4	2,043.5
<b>자산총계</b>	<b>43,669.9</b>	<b>62,425.0</b>	<b>65,992.2</b>	<b>61,354.0</b>	<b>59,344.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>14,021.7</b>	<b>30,634.6</b>	<b>34,653.9</b>	<b>29,341.3</b>	<b>26,534.1</b>
매입채무	2,815.2	2,682.4	1,627.4	1,677.3	1,720.5
단기차입금	7,832.5	23,601.1	27,140.3	24,370.3	22,716.3
유동성장기부채	1,933.8	1,957.8	2,934.2	2,934.2	2,934.2
<b>비유동부채</b>	<b>20,528.9</b>	<b>21,379.7</b>	<b>20,555.5</b>	<b>20,651.6</b>	<b>20,751.1</b>
사채	16,241.0	17,100.5	16,282.2	16,282.2	16,282.2
장기차입금	179.5	192.1	198.5	198.5	198.5
<b>부채총계</b>	<b>34,550.6</b>	<b>52,014.2</b>	<b>55,209.3</b>	<b>49,992.9</b>	<b>47,285.2</b>
자본금	461.6	461.6	461.6	461.6	461.6
자본잉여금	2,018.3	2,018.3	1,324.5	1,324.5	1,324.5
기타포괄이익누계액	21.9	48.8	119.0	119.0	119.0
이익잉여금	6,185.3	7,476.3	7,783.0	8,355.4	9,046.5
비지배주주지분	250.2	223.7	218.9	224.7	231.7
<b>자본총계</b>	<b>9,119.3</b>	<b>10,410.7</b>	<b>10,782.9</b>	<b>11,361.1</b>	<b>12,059.2</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-2,070.5</b>	<b>-14,580.9</b>	<b>-4,811.9</b>	<b>8,496.7</b>	<b>2,746.0</b>
당기순이익(손실)	964.5	1,497.0	314.2	578.2	698.1
유형자산상각비	1,722.3	1,751.4	1,836.9	1,760.4	1,683.9
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-4,570.1	-18,687.4	-7,064.4	6,206.8	413.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,170.3</b>	<b>-973.8</b>	<b>-150.5</b>	<b>-956.8</b>	<b>-951.6</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-1,156.2	-1,178.5	-1,015.4	-967.8	-967.8
투자자산의감소(증가)	-363.9	-185.2	764.3	12.5	17.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>3,475.6</b>	<b>15,802.1</b>	<b>4,682.7</b>	<b>-5,392.5</b>	<b>-2,876.6</b>
차입금의 증감	4,031.6	17,322.6	4,761.0	-5,385.9	-2,870.7
자본의 증가	0.0	0.0	-693.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	232.8	248.8	-259.2	2,147.4	-1,082.2
기초현금	331.8	564.5	813.3	554.0	2,701.5
기말현금	564.5	813.3	554.0	2,701.5	1,619.3

### Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	298,124	560,314	490,268	434,485	446,431
EPS(지배주주)	10,299	16,174	3,300	6,201	7,487
CFPS	33,250	52,709	43,411	44,567	43,900
EBITDAPS	32,087	45,658	40,054	42,516	41,779
BPS	96,077	110,354	114,436	120,637	128,124
DPS	2,728	0	0	0	2,100
배당수익률(%)	7.0	0.0	0.0	0.0	8.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	3.8	2.2	7.8	4.2	3.5
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(십억원)	2,962.0	4,214.8	3,697.5	3,924.8	3,856.8
EV/EBITDA	10.7	11.5	14.2	11.4	11.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	11.6	15.7	2.9	5.3	6.0
EBITDA 이익률	10.8	8.1	8.2	9.8	9.4
부채비율	378.9	499.6	512.0	440.0	392.1
금융비용부담률	2.3	1.9	3.9	4.6	4.0
이자보상배율(x)	1.9	2.6	1.0	1.2	1.3
매출채권회전율(x)	5.1	5.8	4.1	4.4	5.6
재고자산회전율(x)	11.1	9.2	5.7	5.4	6.3

**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** (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 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	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**한국가스공사 (036460) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

