

2024. 8. 12



▲ 유틸리티/건설

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA 윤동준

02. 6454-4886

dongjun.yoon@meritz.co.kr

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** **43,000 원****현재주가 (8.9)** **41,400 원****상승여력** **3.9%**

KOSPI 2,588.43pt

시가총액 38,218억원

발행주식수 9,231만주

유동주식비율 44.02%

외국인비중 6.79%

52주 최고/최저가 63,500원/22,800원

평균거래대금 2,288.5억원

주요주주(%)

대한민국정부(기획재정부) 외 1 인 46.63

국민연금공단 7.69

주가상승률(%) **1개월** **6개월** **12개월**

절대주가 -9.4 49.7 60.5

상대주가 0.4 51.6 61.5

주가그래프

한국가스공사 036460

2Q24 Review: 일회성 비용에서 벗어나다

- ✓ 2Q24 연결 영업이익은 4,657억원을 기록하며 컨센서스(2,563억원)을 크게 상회
- ✓ 사배자 할인 금액 공급비 반영 효과가 2Q24 집중. 그만큼 하반기 눈높이는 하향
- ✓ 미수금 상승폭 낮아졌지만 하반기에도 추가 인상 없다면 상승세는 지속
- ✓ 대왕고래 가스전 기대감에 근거한 높은 주가 변동성 내년 상반기까지 지속
- ✓ 투자의견 Hold, 적정주가 43,000원을 유지

사배자 할인 금액 공급비 반영으로 서프라이즈. 하반기 눈높이는 하향

2Q24 연결 영업이익은 4,657억원(+127.1% YoY)을 기록하며 컨센서스(2,563억원)을 크게 상회했다. 주요 원인은 사회적배려대상자 할인 금액이 2023년에는 공급비(요금)에 반영되지 않다가 2024년부터 반영되며 이익 개선 효과가 있었기 때문이다. 당사는 이 효과가 1,4분기에 집중 반영될 것으로 보았으나, 대부분의 이익 개선 효과가 2Q24에 집중된 것으로 보인다(약 1,600억원의 증익 효과). 이에 따라 하반기 이익 전망치는 다소 낮춰야 하지만 사배자 할인 비용이 공급비에 반영된 효과를 눈으로 확인했다는 점에서 긍정적인 실적이었다. 한편, 일부 현장에서의 감가상각비 증가 등에 기인해 해외 사업 이익(699억원)은 예상치를 소폭 하회했다. 영업외에서는 이라크 아카스 가스전 매각 이익(법인세 효과)이 약 1,060억원 인식됐다.

미수금 상승세는 하반기에도 지속 예상. 한 번의 요금 인상 더 필요

2Q24 민수용 미수금 규모는 13.75조원(+1.5% QoQ)을 기록하며 상승폭을 줄였다. 동북아 천연가스 가격 하락으로 인한 LNG 수입단가 하락 때문이다. 8월부터 민수용 가스요금 인상(+6.8%)이 적용되지만 유가 상승분을 뒤늦게 반영하는 LNG수입단가 때문에 하반기에도 미수금은 소폭의 상승세가 유지될 것으로 본다. 상승세를 멈추기 위해서는 최소 한 번의 요금 인상은 필요한데, 연내는 어렵다고 본다.

대왕고래 가스전 기대감에 근거한 높은 주가 변동성 내년 상반기까지 지속

투자의견 Hold, 적정주가 43,000원을 유지한다. 높아진 주가 변동성을 설명할 정도로 펀더멘탈에 큰 변화가 있지는 않다. 최소한 2025년 상반기까지는 펀더멘탈에 기반한 적정 가치보다는 대왕고래 가스전 기대감이 주가를 좌우할 가능성이 높다.

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
(십억원)											
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
2023	44,556.0	1,553.4	-761.2	-8,246	적전	104,286	-3.0	0.2	12.4	-7.7	482.7
2024E	39,593.7	2,298.5	799.5	8,661	흑전	114,296	4.8	0.4	10.0	7.9	439.4
2025E	39,900.2	2,453.1	791.3	8,572	-0.6	121,194	4.8	0.3	9.6	7.3	409.0
2026E	39,921.2	2,364.7	818.4	8,865	3.4	126,991	4.7	0.3	9.4	7.1	366.1

표1 한국가스공사 2Q24 실적 Review

(십억원)	2Q24P	2Q23	(% YoY)	1Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	7,489.8	8,127.6	-7.8	12,810.7	-41.5	7,628.6	-1.8	7,448.40	0.6
영업이익	465.7	205.0	127.1	921.6	-49.5	256.3	81.7	235.8	97.5
세전이익	196.3	-117.3	흑전	632.0	-68.9	-67.7	N/A	-143.9	N/A
순이익	250.7	-67.7	흑전	406.4	-38.3	-33.3	N/A	-103.3	N/A

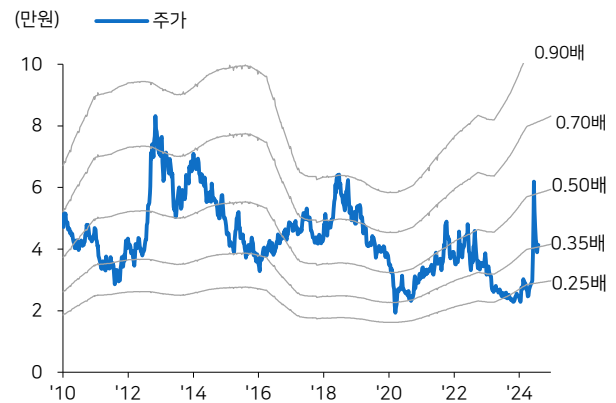
자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국가스공사 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	39,546.2	39,607.8	39,593.7	39,900.2	0.1%	0.7%
영업이익	2,243.4	2,343.2	2,298.5	2,453.1	2.5%	4.7%
영업이익률	5.7%	5.9%	5.8%	6.1%	0.1%p	0.2%p
당기순이익	566.8	709.1	804.1	799.3	41.9%	12.7%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 한국가스공사 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantiverse, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국가스공사 연결 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	80.3	77.8	86.6	83.5	81.3	85.3	80.0	83.0	96.4	82.1	82.4	83.0
환율(원/달러)	1,274.6	1,315.0	1,311.4	1,321.7	1,328.7	1,371.1	1,374.3	1,375.0	1,315.4	1,305.7	1,362.3	1,362.5
JKM(달러/mmbtu)	15.7	11.0	12.4	14.4	9.9	11.8	11.8	12.2	34.0	13.4	11.4	12.2
실적 추정												
매출액	17,929.9	8,127.6	7,889.3	10,609.2	12,810.7	7,489.8	8,073.3	11,219.9	51,724.3	44,556.0	39,593.7	39,900.2
매출액 증가율(%)	28.3	-8.2	-26.5	-41.6	-28.6	-7.8	2.3	5.8	87.9	-13.9	-11.1	0.8
가스도매판매	17,546.1	7,631.1	7,411.2	10,142.3	12,355.2	7,009.4	7,594.3	10,770.6	50,197.0	42,730.7	37,729.5	37,997.3
해외주요사업	659.5	545.7	529.5	482.5	616.3	560.4	550.9	549.4	2,052.4	2,217.2	2,277.0	2,255.3
기타 및 연결조정	-275.7	-49.2	-51.4	-15.7	-160.9	-79.9	-71.8	-100.2	-525.1	-391.9	-412.8	-352.4
매출원가	17,219.1	7,824.9	7,572.1	9,982.8	11,779.7	6,934.3	7,657.8	10,517.8	48,828.3	42,598.9	36,889.6	37,042.4
매출총이익	710.9	302.8	317.2	626.3	1,030.9	555.6	415.5	702.1	2,896.0	1,957.1	2,704.1	2,857.8
판관비	122.5	97.7	86.8	96.7	109.3	89.9	94.9	111.5	432.6	403.7	405.6	404.7
영업이익	588.4	205.0	230.4	529.6	921.6	465.7	320.6	590.6	2,463.4	1,553.4	2,298.5	2,453.1
영업이익 증가율(%)	-35.5	-29.1	60.6	-52.6	56.6	127.1	39.2	11.5	98.7	-36.9	48.0	6.7
영업이익률(%)	3.3	2.5	2.9	5.0	7.2	6.2	4.0	5.3	4.8	3.5	5.8	6.1
가스도매판매	480.8	42.7	133.6	492.6	800.7	401.6	218.1	488.2	1,954.3	1,149.8	1,908.5	2,022.8
해외주요사업	147.1	119.8	89.5	32.9	121.1	69.9	102.9	102.3	612.2	389.3	396.3	445.7
미얀마A1/A3(별도)	3.1	25.1	16.8	5.5	11.0	19.3	18.7	19.8	61.5	50.5	68.8	76.8
이라크 주바이르	24.1	24.1	44.0	-39.1	18.0	20.2	23.1	23.6	57.5	53.1	84.9	89.6
이라크 바드라	9.0	1.1	1.2	43.0	2.3	-8.3	1.8	1.8	109.9	54.3	-2.5	7.0
호주 GLNG	60.1	36.4	43.5	34.3	51.2	25.1	38.1	33.8	311.0	174.3	148.2	138.5
호주 Prelude	91.9	37.2	-7.1	-26.8	36.6	8.6	11.3	12.8	63.3	95.2	69.3	92.3
모잠비크 Coral FLNG	-41.1	-4.1	-8.9	16.0	2.0	5.0	10.1	10.5	9.0	-38.1	27.6	41.5
기타 및 연결조정	-39.5	42.5	7.2	4.1	-0.3	-5.8	-0.4	0.2	-103.1	14.3	-6.3	-15.3
금융손익	-388.6	-347.6	-338.5	-518.2	-384.6	-318.3	-400.0	-392.1	-828.1	-1,592.8	-1,494.9	-1,532.8
기타영업외손익	15.5	-13.6	-133.7	-795.3	7.5	0.3	-13.7	-13.9	-44.0	-927.1	-19.8	-46.8
관계기업 관련 손익	21.6	38.8	35.0	84.9	87.5	48.6	27.6	79.3	180.3	180.3	242.9	228.9
세전이익	236.9	-117.3	-206.8	-774.7	632.0	196.3	-65.5	264.0	1,945.2	-861.9	1,026.8	1,102.4
별도	64.9	-235.7	-355.3	-559.8	366.5	20.5	35.1	189.6	1,314.4	-1,086.0	611.8	1,001.1
자회사 및 조정	172.0	118.5	148.5	-214.8	265.4	175.8	-100.6	74.3	630.8	224.2	415.0	101.3
법인세비용	97.5	-50.6	-44.0	-117.4	225.1	-57.0	-18.0	72.6	448.2	-114.4	222.7	303.2
법인세율(%)	41.2	43.1	21.3	15.2	35.6	-29.0	27.5	27.5	23.0	13.3	21.7	27.5
연결 당기순이익	139.4	-66.7	-162.8	-657.3	406.9	253.3	-47.5	191.4	1,497.0	-747.4	804.1	799.3
별도	45.4	-150.3	-269.4	-507.0	217.2	14.9	25.4	137.5	852.9	-881.2	395.0	725.8
자회사 및 조정	94.0	83.6	106.5	-150.3	189.7	238.4	-72.9	53.9	644.1	133.8	409.1	73.5
지배주주순이익	133.3	-67.7	-166.8	-659.9	406.4	250.7	-47.0	189.5	1,493.1	-761.2	799.6	791.3

자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

한국가스공사 (036460)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	51,724.3	44,556.0	39,593.7	39,900.2	39,921.2
매출액증가율(%)	87.9	-13.9	-11.1	0.8	0.1
매출원가	48,828.3	42,598.9	36,889.6	37,042.5	37,151.4
매출총이익	2,896.0	1,957.1	2,704.2	2,857.8	2,769.8
판매관리비	432.6	403.7	405.6	404.7	405.1
영업이익	2,463.4	1,553.4	2,298.5	2,453.1	2,364.7
영업이익률(%)	4.8	3.5	5.8	6.1	5.9
금융손익	-828.1	-1,592.8	-1,494.9	-1,532.8	-1,452.2
종속/관계기업손익	354.0	104.7	242.9	228.9	231.2
기타영업외손익	-44.0	-927.1	-19.8	-46.8	-3.5
세전계속사업이익	1,945.3	-861.9	1,026.8	1,102.4	1,140.2
법인세비용	448.2	-114.5	222.7	303.2	313.6
당기순이익	1,497.0	-747.4	804.1	799.3	826.6
지배주주지분 손이익	1,493.1	-761.2	799.5	791.3	818.4

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	25,091.6	17,430.3	17,371.7	18,022.9	16,253.4
현금및현금성자산	813.3	780.6	1,451.6	1,637.3	1,092.8
매출채권	11,310.4	6,563.1	8,689.3	9,200.6	8,044.8
재고자산	7,622.6	5,043.2	3,210.5	3,189.7	3,158.3
비유동자산	37,333.4	39,824.4	39,977.8	39,381.0	38,841.6
유형자산	23,293.8	22,351.5	22,102.6	21,510.9	20,982.8
무형자산	1,705.9	1,552.9	1,582.9	1,582.9	1,582.9
투자자산	2,693.8	2,757.6	2,952.1	2,947.0	2,935.6
자산총계	62,425.0	57,254.7	57,349.5	57,403.9	55,094.9
유동부채	30,634.6	22,566.4	21,411.4	21,329.8	18,327.5
매입채무	2,682.4	3,114.3	3,293.6	3,272.2	3,240.0
단기차입금	23,601.1	14,705.1	13,992.8	14,038.8	11,176.8
유동성장기부채	1,957.8	3,129.7	2,414.6	2,319.5	2,228.1
비유동부채	21,379.7	24,862.3	25,305.2	24,796.4	24,946.4
사채	17,100.5	20,743.0	20,927.5	20,330.5	20,389.5
장기차입금	192.1	278.9	290.3	290.3	290.3
부채총계	52,014.2	47,428.6	46,716.6	46,126.2	43,273.8
자본금	461.6	461.6	461.6	461.6	461.6
자본잉여금	2,018.3	2,018.3	2,039.4	2,039.4	2,039.4
기타포괄이익누계액	48.8	286.4	374.4	374.4	374.4
이익잉여금	7,476.3	6,678.6	7,493.5	8,130.3	8,665.4
비지배주주지분	223.7	199.1	81.9	89.9	98.2
자본총계	10,410.7	9,826.0	10,632.9	11,277.7	11,821.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-14,580.9	5,885.6	3,569.6	2,024.6	3,663.9
당기순이익(손실)	1,497.0	-747.4	804.1	799.3	826.6
유형자산상각비	1,751.4	1,887.1	1,916.1	1,854.8	1,791.1
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-18,687.4	3,581.0	824.5	-406.4	1,272.0
투자활동 현금흐름	-973.8	-1,334.0	-1,185.7	-1,029.5	-1,020.9
유형자산의증가(CAPEX)	-1,178.5	-1,331.1	-1,360.2	-1,263.0	-1,263.0
투자자산의감소(증가)	-185.2	-63.8	-39.0	234.0	242.6
재무활동 현금흐름	15,802.1	-4,587.1	-1,733.8	-809.4	-3,187.5
차입금의 증감	17,322.6	-4,799.2	-1,165.3	-649.1	-2,898.8
자본의 증가	0.0	0.0	21.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	248.8	-32.7	671.0	185.7	-544.5
기초현금	564.5	813.3	780.6	1,451.6	1,637.3
기말현금	813.3	780.6	1,451.6	1,637.3	1,092.8

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	560,314	482,662	428,907	432,228	432,454
EPS(지배주주)	16,174	-8,246	8,661	8,572	8,865
CFPS	52,709	40,855	47,230	46,139	44,980
EBITDAPS	45,658	37,270	45,656	46,667	45,018
BPS	110,354	104,286	114,296	121,194	126,991
DPS	0	0	1,800	3,300	3,100
배당수익률(%)	0.0	0.0	4.3	8.0	7.5
Valuation(Multiple)					
PER	2.2	-3.0	4.8	4.8	4.7
PCR	0.7	0.6	0.9	0.9	0.9
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.3	0.2	0.4	0.3	0.3
EBITDA(십억원)	4,214.8	3,440.5	4,214.6	4,307.9	4,155.7
EV/EBITDA	11.5	12.4	10.0	9.6	9.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.7	-7.7	7.9	7.3	7.1
EBITDA 이익률	8.1	7.7	10.6	10.8	10.4
부채비율	499.6	482.7	439.4	409.0	366.1
금융비용부담률	1.9	3.8	4.2	4.1	3.8
이자보상배율(x)	2.6	0.9	1.4	1.5	1.5
매출채권회전율(x)	5.8	5.0	5.2	4.5	4.6
재고자산회전율(x)	9.2	7.0	9.6	12.5	12.6

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 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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한국가스공사 (036460) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.08.12	기업브리프	Buy	55,000	문경원	-35.4	-15.7	
2023.02.27	기업브리프	Buy	45,000	문경원	-40.0	-36.2	
2023.04.13	기업브리프	Buy	37,000	문경원	-29.8	-24.1	
2023.08.14	기업브리프	Buy	32,000	문경원	-22.6	-4.4	
2024.02.28	기업브리프	Buy	35,000	문경원	-2.0	81.4	
2024.07.11	기업브리프	Hold	43,000	문경원	-	-	