

한국가스공사

(036460)

하민호

minho.hur@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

51,000

상향

현재주가

41,100

(24.06.10)

유틸리티업종

KOSPI	2701.17
시가총액	3,794십억원
시가총액비중	0.18%
자본금(보통주)	462십억원
52주 최고/최저	43,700원 / 22,800원
120일 평균거래대금	355억원
외국인지분율	7.63%
주요주주	대한민국정부(기획재정부) 외 1인 46.63%
	국민연금공단 8.70%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	46.0	40.8	60.5	55.4
상대수익률	47.4	39.7	49.7	51.9

동해 광구 제외해도, 아직 매력적 요소 존재

- 동해 광구 수혜는 매장량 확인, 투자 계획 설립 이후 가치 추정 가능
- 7월 도시가스 요금 인상을 통한 미수금 회수 시작
- '24F DPS 2,170원(현재주가 대비 배당수익률 5.3%, 목표주가 대비 4.3%)

동해 8 광구, 6-1광구 탐사 시추 수혜에 따른 가치 개선은 아직 추정 불가능

한국가스공사 주가는 지난 6월 3일 동해 8 광구, 6-1광구(북쪽)에서 가스 및 석유 자원량 35 ~ 140억배럴 발견, 향후 탐사 시추 계획이 발표 이후 38% 상승했다. 이는 역사상 가장 낮은 밸류에이션(38% 상승에도 PBR 0.37배에 불과) 상황에서 동해 가스/유전의 가스 및 석유 개발 성공시 수혜 기대감이 저평가 해소 모멘텀으로 작용했기 때문으로 판단된다.

동해에서 경제성있는 가스/석유 매장량이 발견될 경우, 동사는 1) 국내 가스판매를 위한 해저 파이프라인 및 육상터미널 투자, 2) Upstream 사업에 직접 지분을 투자 하여 국내 가스 공급, 3) Upstream 사업의 지분투자 없이, 가스를 구매 후 수소로 전환, CCUS를 설치를 통한 블루수소 생산하는 투자 등의 동해 E&P 사업 참여 방식을 생각해 볼 수 있다. 3)의 경우가 가장 큰 수혜로 이어질 수 있는 경우가 될 것으로 생각된다. 그러나 우선 실제로 가스/석유 매장량 확인, 투자 계획 설립 등이 선행되어야 동해 광구를 통한 기업가치 개선 수준을 추정할 수 있다.

펀더멘털 매력: 실적 정상화, 7월 미수금 회수 시작, 배당매력, 저평가

최근 주가는 동해 가스/유전 이슈로 급등한 것은 사실이지만, 펀더멘털 측면에서 봤을 때도 1) 2024년 영업이익 2,433억원(+56.3% YoY)으로 실적 정상화, 2) 7월 도시가스 요금 인상을 통한 미수금 회수 본격화, 3) DPS 2,170원(현재주가 대비 배당수익률 5.3%)의 배당 매력과 함께 4) 2024년 예상 실적 기준 PBR 0.37배로 여전히 저평가 매력이 존재한다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 51,000원으로 상향(목표 배당수익률 4.3%)

동사의 목표주가는 51,000원으로 상향한다. 이는 2024년 예상 주당 배당금 상향 조정(예상 별도기준 순이익 5,004억원 대비 배당성향을 30%에서 40%로 상향)에 따른 배당매력 확대 등을 반영한 것이다. 목표주가는 목표 배당수익률 4.3%에 해당하며, 목표 PBR은 0.45배로 2007 ~ 23년 평균 PBR 0.56배 대비 20% 할인한 것이다. 향후 의미있는 미수금 회수가 본격화될 경우, 할인요소가 해소될 수 있다.

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	51,724	44,556	40,709	42,991	45,075
영업이익	2,463	1,553	2,428	2,452	2,458
세전순이익	1,945	-862	1,043	1,129	1,188
총당기순이익	1,497	-747	709	830	873
자배지분순이익	1,493	-761	700	821	862
EPS	16,174	-8,246	7,587	8,894	9,343
PER	2.2	NA	5.4	4.6	4.4
BPS	110,354	104,286	111,873	118,749	125,591
PBR	0.3	0.2	0.4	0.3	0.3
ROE	15.7	-7.7	7.0	7.7	7.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

동해 광구 시추 및 개발 참여는 비규제 수소 사업으로 연계할 경우 가장 큰 수혜

동해에서 경제성있는 가스/석유 매장량이 발견될 경우, 동사가 동해 E&P 사업에 참여할 수 있는 방법은 크게 3가지로 생각해 볼 수 있다. 이 중 셋째의 경우가 동사에게 가장 의미있는 수혜가 될 수 있지만, 우선 실제로 가스/석유 매장량 확인, 투자 계획 설립 등이 선행되어야 동해 광구를 통한 기업가치 개선 수준을 추정할 수 있다.

첫째, Upstream 사업의 지분투자 없이, 국내 가스판매를 위한 해저 파이프라인 및 육상터미널(Middle stream)을 투자하는 경우이다. 이 경우 투자규모는 몇 천억원 수준으로, 2024년 요금기저 24조원 대비 소규모에 불과해 동사의 요금기저 및 적정투자보수 개선에 미치는 영향은 크지 않을 수 있다.

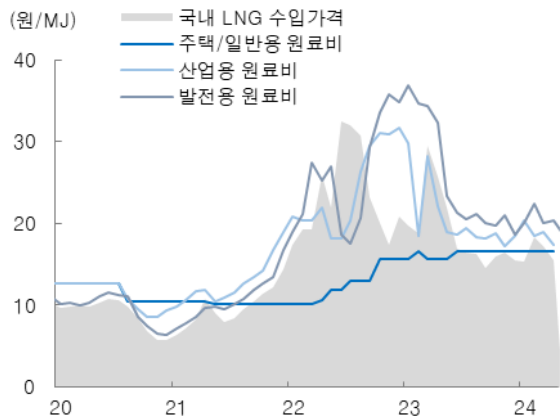
둘째, 탐사정 시추 이후 평가정 시추 또는 개발 단계에서, Upstream 사업에 직접 지분을 투자하여 가스를 국내에 공급하는 경우이다. 이 경우 대규모 투자금액이 필요하며, 어느 정도 의미있는 요금기저 및 적정투자보수 증가로 이어질 수 있다. 다만, 규제사업에 속하게 되므로, 관련 E&P 이익은 장기적으로 가스가격에서 제외된다. 제한적인 장기 성장동력으로 작용할 수 있다.

셋째, Upstream 사업의 지분투자 없이, 가스를 구매 후 수소로 전환, CCUS를 설치를 통한 블루수소 생산하는 투자를 하는 경우이다. 이는 외에서 청정 액화수소 또는 암모니아를 수입하는 것보다 가격 경쟁력을 확보할 수 있어, 향후 수소시대를 대비한 동사의 성장동력이 될 수 있다. 수소사업이 규제 사업이 될 지, 비규제 사업이 될지는 아직 명확하게 정해지지 않았다. 다만, 수소 유통(배관망) 부문은 규제 사업으로, 민간 사업자와 경쟁하는 수소 구매 및 생산 부문은 비규제 사업으로 결정될 가능성이 높다.

7월 민수용 요금의 원료비 15% 인상, 미수금은 연간 0.7조원 회수 가능

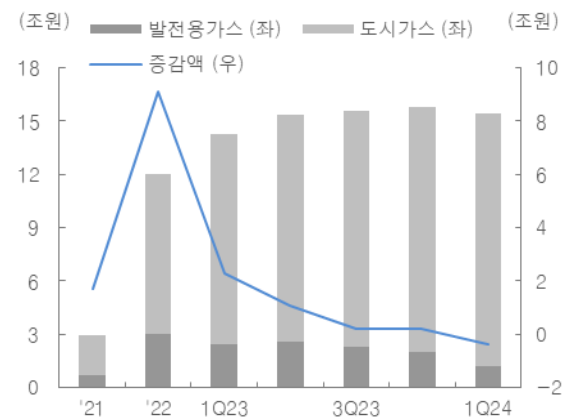
6월 민수용(주택용, 일반용) 도시가스 요금의 원료비는 16.67원/MJ로 원료비연동제가 정상 시행되고 있는 산업용 요금의 원료비 17.83원/MJ 대비 낮게 1.16원/MJ 낮게 책정되어 있다. 이에 따라 관련 미수금이 늘어나고 있는 상황이다. 7월에 민수용 도시가스 요금의 원료비가 유가 변동분을 제외하고 15% 인상(민수용 도시가스 전체 요금 기준 13% 인상)될 경우, 미수금은 연간 온기 기준 7,000억원 수준이 회수될 수 있다. 1Q24 기준 도시가스용 미수금이 14.2조원인 점을 감안하면, 20년이 필요하다. 미수금을 빠르게 회수하기 위해서는 지속적인 요금 인상이 필요하다.

그림 1. 국내 가스요금의 원료비, LNG 수입가격 추이



자료: KITA, 한국가스공사 대신증권 Research Center

그림 2. 한국가스공사의 미수금 추이



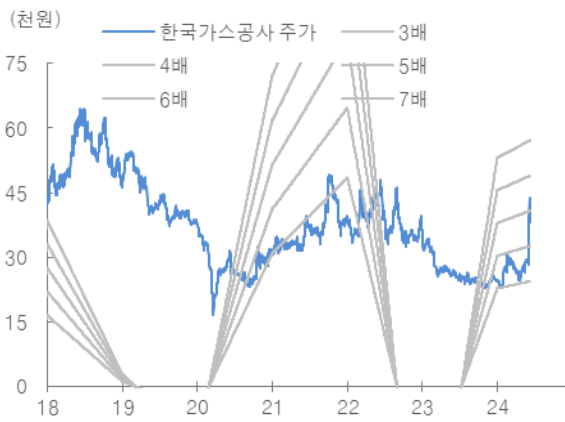
자료: 한국가스공사 대신증권 Research Center

표 1. 한국가스공사의 Valuation (단위: 배, %, 원)

	Value	비고
2012 ~ 23년 평균 PBR 할인율	0.56 20	유가의 변동성, 미수금의 증가/감소 사이클 등을 감안해 과거 장기 평균 PBR 이용, 아직 미수금 축소가 확정되지 않은 점을 반영해 할인율 적용
목표 PBR (1Q25F)	0.45	향후 원재료비 이상의 가스요금 인상 및 미수금 축소에 성공할 경우 할인율 축소 가능. 현재 실적 추정에는 미수금 회수 가능 수준의 요금 인상은 미반영
2024F BPS	116,689	
목표주가	51,000	
현재주가	41,100	2024F DPS DPS 2,170원 (현재주가 대비 배당수익률 5.3%, 목표주가 대비 4.3%)
상승여력	24.1	

자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 한국가스공사의 12MF PER 밴드



자료: WiseFn, 대신증권 Research Center

그림 4. 한국가스공사의 12MF PBR 밴드



자료: WiseFn, 대신증권 Research Center

표 2. 한국가스공사의 실적 추정 가점

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F	2026F
환율 (원/달러)	1,276	1,316	1,312	1,321	1,329	1,370	1,300	1,300	1,292	1,306	1,325	1,300	1,300
Brent 유가 (달러/bbl)	82	78	86	83	82	84	87	89	99	82	85	88	88
가스판매량 (백만톤)	11.7	6.7	6.7	9.4	11.4	6.5	6.7	9.8	38.3	34.6	34.4	34.8	36.5
발전용	5.0	3.5	4.0	3.8	4.3	3.3	4.1	3.6	18.5	16.3	15.3	15.4	16.8
도시가스용	6.7	3.2	2.7	5.7	7.1	3.1	2.6	6.2	19.8	18.3	19.1	19.4	19.7

자료: Bloomberg, 한국가스공사, 대신증권 Research Center

표 3. 한국가스공사의 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	17,930	8,128	7,889	10,609	12,811	8,148	8,138	11,613	51,724	44,556	40,709	42,991	45,075
국내 가스	17,485	7,451	7,298	9,974	12,222	7,447	7,501	10,806	49,313	42,208	37,976	40,000	42,295
해외사업	641	561	548	481	645	583	592	649	2,050	2,231	2,470	2,723	2,506
기타	(196)	116	44	154	(57)	118	45	157	361	118	263	268	274
영업이익	588	205	230	530	922	223	360	923	2,463	1,553	2,428	2,452	2,458
국내 가스	471	52	134	493	801	122	283	820	1,954	1,150	2,026	1,935	1,897
해외사업	159	108	87	26	121	77	83	90	603	380	372	489	528
기타	(42)	45	9	11	(0)	24	(6)	13	(94)	23	31	29	33

기타손익	16	(14)	(134)	(795)	8	(17)	(24)	(21)	(44)	(927)	(54)	(55)	(63)
금융손익	(389)	(348)	(338)	(518)	(385)	(359)	(358)	(467)	(828)	(1,593)	(1,568)	(1,475)	(1,414)
지분법이익	22	39	35	9	88	51	49	50	354	105	237	207	207
세전이익	237	(117)	(207)	(775)	632	(102)	27	486	1,945	(862)	1,043	1,129	1,188
순이익	133	(68)	(167)	(660)	405	(78)	16	357	1,493	(761)	700	821	862
영업이익률	3.3	2.5	2.9	5.0	7.2	2.7	4.4	8.0	4.8	3.5	6.0	5.7	5.5
국내 가스	2.7	0.7	1.8	4.9	6.6	1.6	3.8	7.6	4.0	2.7	5.3	4.8	4.5
해외사업	24.8	19.3	16.0	5.4	18.8	13.3	14.0	13.9	29.4	17.1	15.0	18.0	21.1

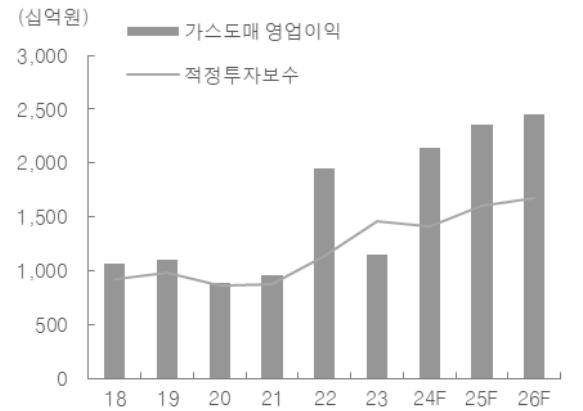
주1: 순이익은 지배지분 기준
주2: 4Q23 자산 손상처리 8,271억원(해외 4,344억원, 국내 3,927억원) 발생
자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

표 4. 한국가스공사의 해외사업별 영업이익 추정 (단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F	2026F
해외 영업이익	180	147	122	35	209	129	132	140	957	485	609	696	735
미안바 A1/A3	159	108	87	26	121	77	83	90	603	380	372	489	528
GLNG	13	16	17	6	11	8	12	13	62	51	44	60	80
Prelude	60	36	43	35	51	29	28	41	311	174	149	183	183
Coral S	92	37	(7)	(27)	37	13	12	15	63	95	77	88	95
BC LNG	(37)	(4)	(8)	11	2	1	2	(1)	(1)	(38)	5	48	60
주바이르	(2)	(2)	(2)	(2)	0	0	0	0	1	(9)	0	0	0
바드라	25	24	44	(39)	18	25	28	21	58	53	91	99	98

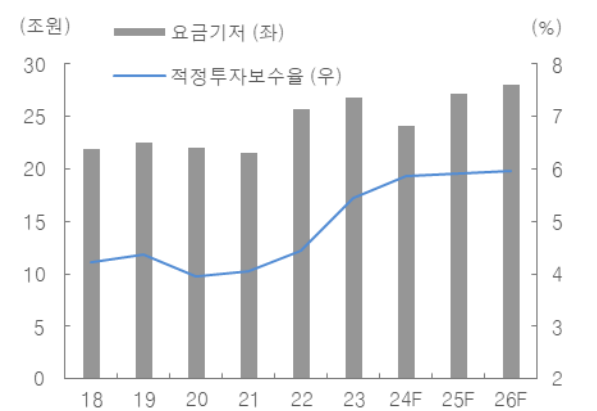
한국가스공사, 대신증권 Research Center

그림 5. 한국가스공사의 가스도매 사업
적정투자보수, 영업이익 추이 및 전망



자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

그림 6. 한국가스공사의 가스도매 사업
요금기저, 적정투자보수를 추이 및 전망



자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	51,724	44,556	40,709	42,991	45,075
매출원가	48,828	42,599	37,879	40,114	42,172
매출총이익	2,896	1,957	2,831	2,877	2,903
판매비와관리비	433	404	403	424	445
영업이익	2,463	1,553	2,428	2,452	2,458
영업외수익	48	35	60	57	55
EBITDA	4,215	3,441	4,320	4,353	4,370
영업외손익	-518	-2,415	-1,385	-1,323	-1,270
관계기업손익	354	105	237	207	207
금융수익	2,675	1,438	1,691	1,935	1,679
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-3,503	-3,031	-3,260	-3,411	-3,094
외환관련손실	1,420	933	933	933	933
기타	-44	-927	-54	-55	-63
법인세비용차감전순이익	1,945	-862	1,043	1,129	1,188
법인세비용	-448	114	-334	-299	-315
계속사업순이익	1,497	-747	709	830	873
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,497	-747	709	830	873
당기순이익률	2.9	-1.7	1.7	1.9	1.9
비재계분순이익	4	14	9	9	10
재계분순이익	1,493	-761	700	821	862
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	8	21	59	164	458
포괄순이익	1,572	-537	1,296	2,470	5,458
비재계분포괄이익	13	16	16	26	65
재계분포괄이익	1,559	-553	1,280	2,444	5,393

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	16,174	-8,246	7,587	8,894	9,343
PER	22	NA	5.4	4.6	4.4
BPS	110,354	104,286	111,873	118,749	125,591
PBR	0.3	0.2	0.4	0.3	0.3
EBITDAPS	45,657	37,270	46,800	47,155	47,344
EV/EBITDA	11.5	12.4	9.4	9.3	9.1
SPS	560,314	482,662	440,994	465,707	488,281
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	52,709	40,855	65,948	66,031	65,985
DPS	0	0	2,170	2,690	2,870

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감률	87.9	-13.9	-8.6	5.6	4.8
영업이익 증/감률	98.7	-36.9	56.3	1.0	0.2
순이익 증/감률	55.2	작전	흑전	17.0	5.2
수익성					
ROIC	4.8	3.3	4.6	5.1	5.0
ROA	4.6	2.6	4.3	4.3	4.2
ROE	15.7	-7.7	7.0	7.7	7.6
안정성					
부채비율	499.6	482.7	439.6	413.4	392.6
순차입금비율	429.4	407.4	349.3	325.1	302.5
이자보상비율	2.6	0.9	1.5	1.6	1.7

자료 : 한국노스콘사, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	25,092	17,430	19,092	20,315	21,521
현금및현금성자산	813	781	3,196	3,400	4,056
매출채권 및 기타채권	12,122	7,038	6,555	7,202	7,644
재고자산	7,623	5,043	4,679	5,058	5,303
기타유동자산	4,534	4,569	4,661	4,656	4,518
비유동자산	37,333	39,824	37,790	37,125	36,770
유형자산	23,294	22,352	21,839	21,324	20,810
관계기업투자금	1,904	1,840	1,843	1,846	1,849
기타비유동자산	12,135	15,633	14,108	13,956	14,111
자산총계	62,425	57,255	56,882	57,441	58,291
유동부채	30,635	22,566	22,297	22,455	22,599
매입채무 및 기타채무	3,350	3,858	3,589	3,749	3,894
차입금	23,601	14,705	14,695	14,685	14,675
유동상채무	1,968	3,130	3,130	3,130	3,130
기타유동부채	1,726	874	882	891	900
비유동부채	21,380	24,862	24,044	23,797	23,858
차입금	17,293	21,022	20,227	20,002	20,085
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	4,087	3,840	3,818	3,795	3,773
부채총계	52,014	47,429	46,341	46,252	46,458
자본부분	10,187	9,627	10,327	10,962	11,594
자본금	462	462	462	462	462
자본잉여금	2,018	2,018	2,018	2,018	2,018
이익잉여금	7,476	6,679	7,379	8,014	8,645
기타자본변동	231	468	468	468	468
비재계분	224	199	214	227	240
자본총계	10,411	9,826	10,541	11,189	11,833
순차입금	44,700	40,031	36,814	36,380	35,800

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-14,581	5,886	631	-682	-304
당기순이익	1,497	-747	709	830	873
비현금항목의 가감	3,369	4,519	5,379	5,266	5,218
감가상각비	1,751	1,887	1,892	1,901	1,912
외환손익	-793	-81	355	355	355
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	2,410	2,712	3,132	3,011	2,952
자산부채의 증감	-18,687	3,581	-3,679	-5,122	-4,798
기타현금흐름	-759	-1,467	-1,777	-1,655	-1,597
투자활동 현금흐름	-974	-1,334	-1,469	-1,477	-1,490
투자자산	211	58	-27	-28	-28
유형자산	-1,177	-1,329	-1,379	-1,386	-1,398
기타	-7	-62	-63	-63	-63
재무활동 현금흐름	15,802	-4,587	-985	-601	-337
단기차입금	0	0	-10	-10	-10
사채	362	4,618	-782	-212	96
장기차입금	15,879	-9,018	-13	-13	-13
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-240	-8	0	-186	-231
기타	-199	-180	-179	-180	-180
현금의 증감	249	-33	2,415	204	657
기초 현금	565	813	781	3,196	3,400
기말 현금	813	781	3,196	3,400	4,056
NOPLAT	1,896	1,347	1,650	1,802	1,807
FCF	2,446	1,869	2,129	2,283	2,287

[Compliance Notice]

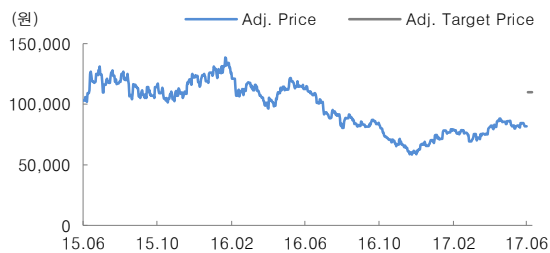
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:허민호)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한국가스공사(036460) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.06.11	24.06.06	24.05.03
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	51,000	37,000	37,000
과다율(평균%)		(15.91)	
과다율(최대/최소%)		18.11	(100.00)
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과다율(평균%)			
과다율(최대/최소%)			
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과다율(평균%)			
과다율(최대/최소%)			
제시일자			00.06.29
투자의견			
목표주가			
과다율(평균%)			
과다율(최대/최소%)			

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20240608)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	96.1%	3.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상