

(Analyst) 류제현 jay.ryu@miraeeasset.com

MIRAE ASSET  
미래에셋증권

036460 · 가스

## 한국가스공사

## 미수금 회수와 배당에 대한 불확실성 지속

(하향)

중립

목표주가

27,000원

상승여력

-8.9%

현재주가(24/2/27)

29,650원

KOSPI	2,625.05	시가총액(십억원)	2,737	발행주식수(백만주)	92	외국인 보유비중(%)	6.1
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	-----

## Report summary

## 4Q23 Review: 대규모 손상 차손으로 순이익 적자 시현

한국가스공사의 4Q23 매출액은 10조 6,092억원(-41.6% YoY)을 시현했다. 경기 침체, LNG 발전 부진에 따라 판매량이 감소했다. 4Q23 영업이익은 5,297억원(-52.6% YoY)으로 부진했다. 운전자금 정산에 따른 기저효과(약 4,000억원)와 도매 공급비용 총괄원가 정산(620억원) 등에 기인한다. 순이익은 6,600억원 적자로 크게 부진했다. 4Q23에만 총 8,271억원(해외 4,344억원, 국내 3,927억원)에 달하는 대규모 손상 차손을 시현했기 때문이다.

## 목표주가 27,000원 유지하나 투자의견 중립으로 하향

동사에 대한 목표주가를 27,000원으로 유지하나 투자의견은 Trading Buy에서 중립으로 하향한다. 목표주가는 2024년 예상 실적 대비 PBR 0.23배 수준이다. 현재 주가는 PBR 약 0.2배 수준으로 역사상 가장 낮은 밸류에이션에 가깝다. 하지만, 과도한 차입금으로 EV/EBITDA 기준으로는 글로벌 PEER 수준(9.0배) 대비 높다. 저점 매수를 위해서는 재무구조의 안정화 및 배당 재개에 대한 불확실성 완화가 필요하다.

## Key data

## Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	25.6	23.3	3.3
상대주가	18.6	18.3	-5.4

## Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액 (십억원)	27,521	51,724	44,556	38,197	36,558
영업이익 (십억원)	1,240	2,463	1,553	2,313	2,383
영업이익률 (%)	4.5	4.8	3.5	6.1	6.5
순이익 (십억원)	951	1,493	-750	796	864
EPS (원)	10,299	16,174	-8,121	8,625	9,359
ROE (%)	11.6	15.7	-7.5	7.9	8.0
P/E (배)	3.8	2.2	-	3.4	3.2
P/B (배)	0.4	0.3	0.2	0.3	0.2
배당수익률 (%)	7.0	0.0	0.0	8.4	8.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

## 4Q23 Review: 미수금 증가세 지속되는 가운데 대규모 손상 시현

한국가스공사의 4Q23 매출액은 10조 6,092억원(-41.6% YoY)을 시현했다. 연료비 하락에 따라 도시가스 판매 단가가 -20% YoY 이상 하락한 것으로 보인다. 발전용 단가 역시 -40% YoY 가까이 하락한 것으로 추정된다.

경기 침체 및 LNG 발전 부진에 따라 판매량 역시 감소했다. 도시가스(-2.4% YoY), 발전용(-24.6% YoY) 모두 하락했다. 특히 발전용은 3Q23 대비 판매량 감소폭이 크게 확대되었다. 한전항(-38% YoY) 및 민자 발전(-16% YoY) 모두 감소했는데, 원전 가동률 증가와 전반적인 전력 수요 부진에 기인한 것으로 보인다.

4Q23 영업이익은 5,297억원(-52.6% YoY)으로 부진했다. 이는 시장 기대치(3,873억원)를 소폭 상회하는 것이다. 전년동기비 영업이익 감소는 운전자금 정산에 따른 지저효과(약 4,000억원)와 도매 공급비용 총괄원가 정산(620억원) 등에 기인한다.

순이익은 6,600억원 적자로 크게 부진했다. 이자비용의 부담이 지속되는 가운데, 4Q23에만 총 8,271억원(해외 4,344억원, 국내 3,927억원)에 달하는 대규모 손상 차손을 시현했기 때문이다. 해외에서는 주바이르(추정 매장량 감소 1,994억원), 모잠비크(Area4 불가항력 1,636억원), 프렐류드(유가 하락 696억원)의 손상이 있었다. 국내에서는 KC0-1(3,246억원) 및 수소 사업(680억원)에서 손상을 시현하였다.

표 1. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	23F	24F	23P	24F	23P	24F	
매출액	53,934	48,768	44,556	38,197	-17.4	-21.7	판매량, 단가
영업이익	1,750	2,155	1,553	2,313	-11.2	7.3	일회성 손실, 투보율, 미수금 이자
세전이익	375	1,054	-848	1,081	적전	2.5	지분법 및 기타 손익
순이익	261	729	-750	796	적전	9.2	
EPS (원)	2,831	7,895	-8,121	8,625	적전	9.2	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

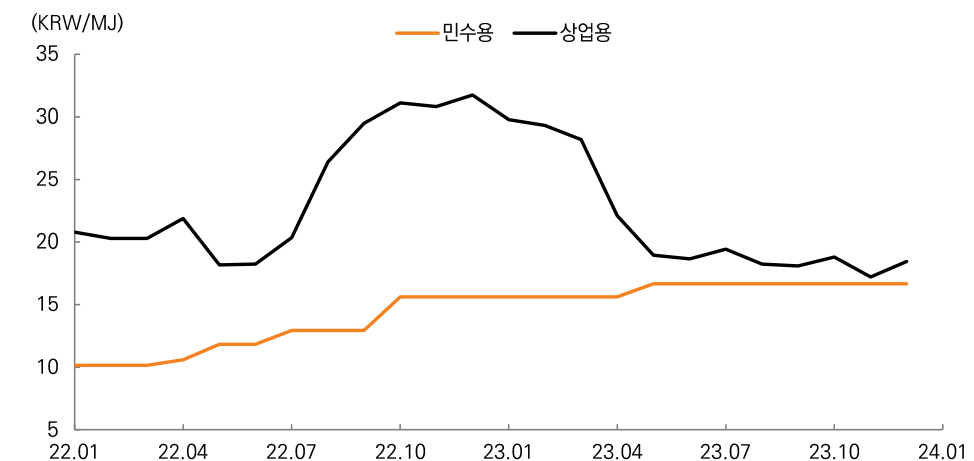
자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

## 24년 증익 가능하나 미수금 회수가 필요

4Q23 동사의 미수금 증가세는 지속되었다. 도시가스 민수용 미수금은 13조원을 기록했으며 이는 전분기 대비 4,908억원 증가한 것이다. 발전용 미수금은 3,418억원 감소한 2조원을 기록했다. 3Q23 누적 별도 순손실(-3742억원) 시현에 이어 4Q23 대규모 손상으로 별도 순이익 역시 8,812억원 적자가 확정되면서 배당 지급이 무산되었다. 동사의 회계처리 특성상 영업이익은 지속 발생했으나, 공급비 및 총괄원가 정산에 따른 이익 감소분이 발생하는 가운데, 금융 손실이 1조 6000억원이 발생했기 때문이다.

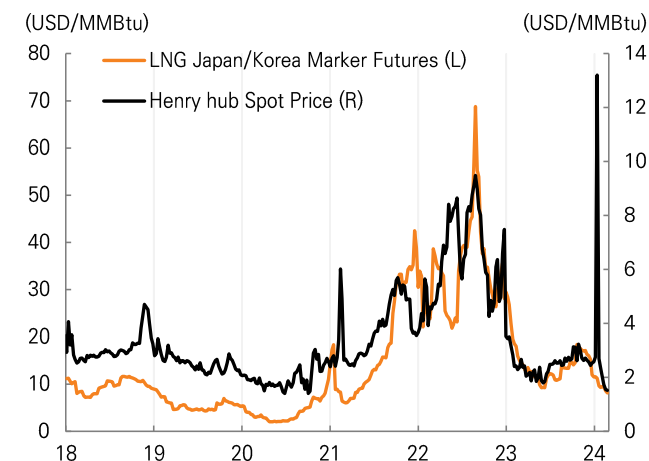
2024년에는 투자보수율 상승 등에 따라 투자보수 증가는 가능하다. 미수금에 따른 이자비용 증가를 감안하면 2조원 중반대의 영업이익이 가능하다. 별도 기준으로 약 6~7,000억원의 순이익이 발생하며 주당 약 2,500원의 배당금 지급이 예상된다. 최근 정부의 주주가치 제고 방안을 감안하면 가능성은 높아진다. 다만, 미수금 정산이 이루어지지 않으면서 지속적으로 재무구조가 악화될 수 있다는 점은 리스크 요인이다.

그림 1. 도시가스용 원료비 추이



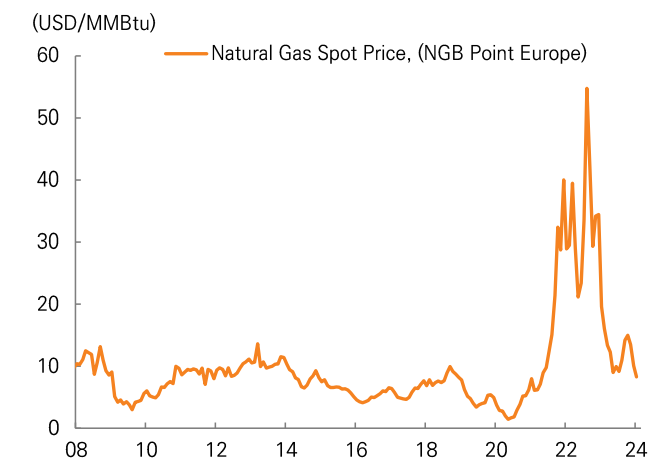
자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. Henry hub vs. 아시아 LNG 가격



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 천연가스 유럽 현물 가격



주: 월별 데이터

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

## 목표주가 27,000원으로 유지하나 투자 의견 중립으로 하향

동사에 대한 목표주가를 27,000원으로 유지하나 현주가(29,650원) 대비 -8.9%의 괴리율로 투자 의견은 Trading Buy에서 중립으로 하향한다. 목표주가는 2024년 예상 실적 대비 PBR 0.23배, PER 3배 수준이다.

현재 주가는 PBR 약 0.2배 수준으로 역대 가장 낮은 밸류에이션에 가깝다. 하지만, 과도한 차입금으로 EV/EBITDA 기준으로는 글로벌 PEER 수준(9.0배) 대비 높은 수준으로 적극적인 저점 매수에는 다소 부담스럽다. 하반기 미수금 정산 단가 상승에 따른 미수금 회수 본격화가 필수 과제이다. 재무구조의 안정화가 주주가치 제고와 배당 재개의 선결 조건일 것이다.

표 2. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

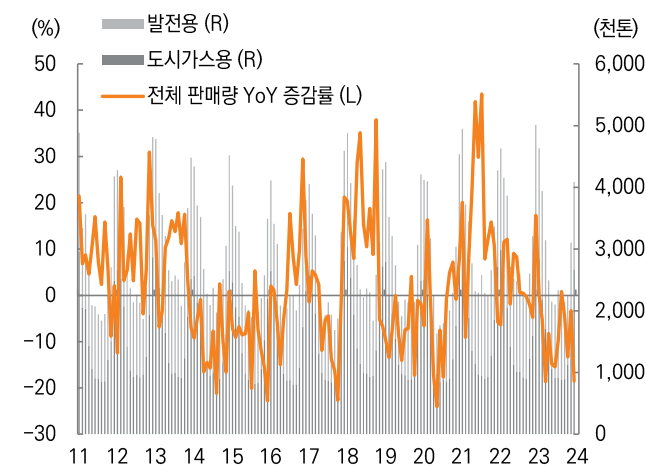
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023P	2024F	2025F
매출액	17,930	8,128	7,889	10,609	12,370	7,546	7,832	10,449	44,556	38,197	36,558
영업이익	588	205	230	530	782	351	427	753	1,553	2,313	2,383
도입부문	391	91	213	432	690	258	337	656	1,126	1,941	2,013
E&P	198	115	18	98	92	92	90	97	427	372	370
세전이익	237	-117	-207	-761	447	44	125	465	-848	1,081	1,156
순이익(지배)	133	-68	-167	-648	313	32	96	355	-750	796	864
영업이익률(%)	3.3	2.5	2.9	5.0	6.3	4.6	5.5	7.2	3.5	6.1	6.5
세전순이익률(%)	1.3	-1.4	-2.6	-7.2	3.6	0.6	1.6	4.5	-1.9	2.8	3.2
순이익률(지배, %)	0.8	-0.8	-2.1	-6.1	2.5	0.4	1.2	3.4	-1.7	2.1	2.4
가스 판매 증감률(%)	-7.9	-12.7	-5.6	-12.7	-7.5	-4.8	-1.5	-2.1	-9.8	-4.4	-4.6
평균환율	1,275	1,314	1,315	1,319	1,320	1,320	1,320	1,320	1,306	1,320	1,320
판매단가(천원/톤)	1,492	1,105	1,083	1,056	1,059	991	993	1,010	1,218	1,019	1,014

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

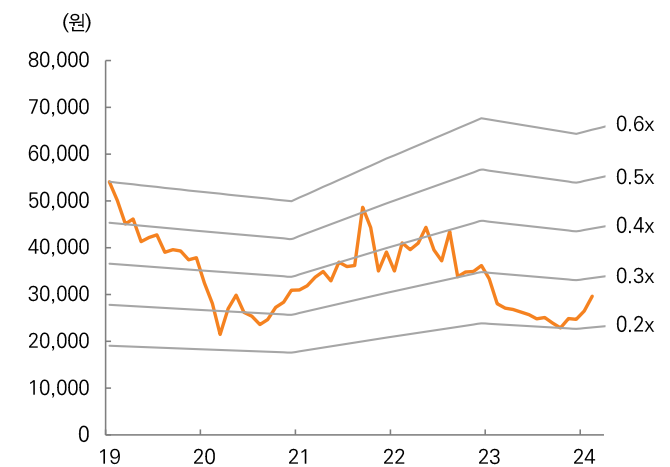
자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 가스 판매량 추이

그림 5. PBR 밴드

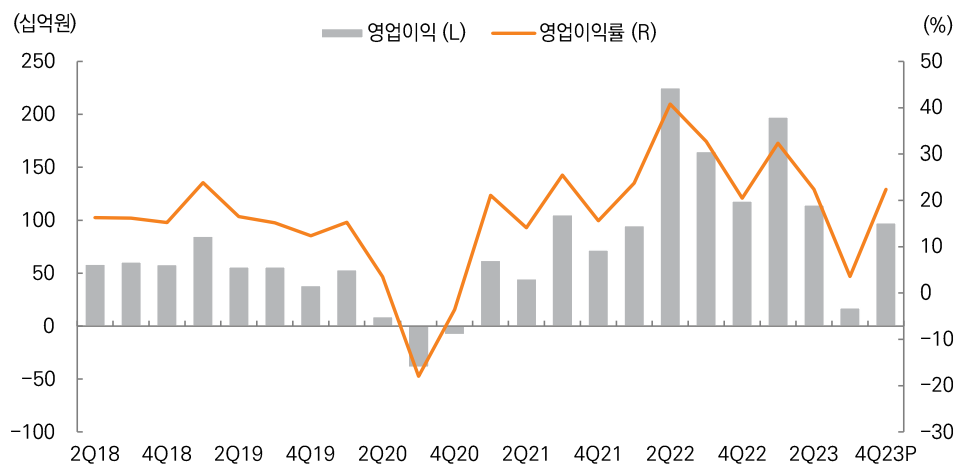


자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 한국가스공사 5대 해외 자원개발 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

## 한국가스공사 (036460)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	51,724	44,556	38,197	36,558
매출원가	48,828	42,599	35,382	33,691
매출총이익	2,896	1,957	2,815	2,867
판매비와관리비	433	404	503	484
조정영업이익	2,463	1,553	2,313	2,383
영업이익	2,463	1,553	2,313	2,383
비영업손익	-518	-2,401	-1,232	-1,227
금융손익	-894	-1,505	-1,315	-1,267
관계기업등 투자손익	354	95	120	120
세전계속사업손익	1,945	-848	1,081	1,156
계속사업법인세비용	448	-112	288	296
계속사업이익	1,497	-736	793	860
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,497	-736	793	860
지배주주	1,493	-750	796	864
비지배주주	4	14	-3	-4
총포괄이익	1,572	-560	793	860
지배주주	1,559	-619	841	913
비지배주주	13	59	-48	-52
EBITDA	4,215	3,433	4,177	4,221
FCF	-15,759	5,134	1,124	1,338
EBITDA 마진율 (%)	8.1	7.7	10.9	11.5
영업이익률 (%)	4.8	3.5	6.1	6.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.9	-1.7	2.1	2.4

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023P	2024F	2025F
유동자산	25,092	15,531	15,711	15,192
현금 및 현금성자산	813	1,344	1,739	1,743
매출채권 및 기타채권	12,116	7,079	6,973	6,712
재고자산	7,623	4,454	4,387	4,222
기타유동자산	4,540	2,654	2,612	2,515
비유동자산	37,333	40,185	40,120	40,094
관계기업투자등	1,904	1,685	1,490	1,318
유형자산	23,294	23,273	23,009	22,771
무형자산	1,706	1,847	2,247	2,647
자산총계	62,425	55,715	55,830	55,286
유동부채	30,635	22,334	21,677	20,539
매입채무 및 기타채무	3,005	2,536	2,498	2,405
단기금융부채	26,692	19,250	18,640	17,615
기타유동부채	938	548	539	519
비유동부채	21,380	23,492	23,471	23,419
장기금융부채	18,971	22,084	22,084	22,084
기타비유동부채	2,409	1,408	1,387	1,335
부채총계	52,014	45,826	45,148	43,958
지배주주지분	10,187	9,680	10,476	11,125
자본금	462	462	462	462
자본잉여금	2,018	2,018	2,018	2,018
이익잉여금	7,476	6,723	7,519	8,168
비지배주주지분	224	209	206	203
자본총계	10,411	9,889	10,682	11,328

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023P	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	-14,581	6,492	2,724	2,938
당기순이익	1,497	-736	793	860
비현금수익비용가감	3,369	4,243	3,338	3,234
유형자산감가상각비	1,751	1,880	1,864	1,838
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	1,618	2,363	1,474	1,396
영업활동으로인한자산및부채의변동	-18,687	4,385	145	354
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-4,608	4,712	100	244
재고자산 감소(증가)	-4,060	3,224	67	164
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-136	-789	-28	-70
법인세납부	0	73	-288	-296
투자활동으로 인한 현금흐름	-974	-842	-2,029	-1,981
유형자산처분(취득)	-1,177	-1,357	-1,600	-1,600
무형자산감소(증가)	-23	-133	-400	-400
장단기금융자산의 감소(증가)	-76	362	8	19
기타투자활동	302	286	-37	0
재무활동으로 인한 현금흐름	15,802	-4,664	-615	-1,244
장단기금융부채의 증가(감소)	17,323	-4,328	-610	-1,024
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-240	-8	0	-215
기타재무활동	-1,281	-328	-5	-5
현금의 증가	249	531	394	4
기초현금	565	813	1,344	1,739
기말현금	813	1,344	1,739	1,743

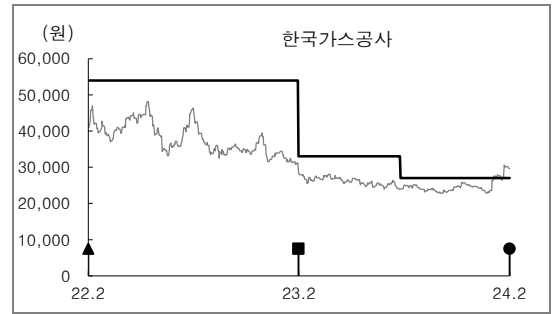
자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023P	2024F	2025F
P/E (x)	2.2	-	3.4	3.2
P/CF (x)	0.7	0.7	0.7	0.7
P/B (x)	0.3	0.2	0.3	0.2
EV/EBITDA (x)	11.5	12.3	10.0	9.7
EPS (원)	16,174	-8,121	8,625	9,359
CFPS (원)	52,709	37,989	44,750	44,358
BPS (원)	112,005	106,513	115,137	122,172
DPS (원)	0	0	2,500	2,500
배당성향 (%)	0.0	0.0	27.1	24.9
배당수익률 (%)	0.0	0.0	8.4	8.4
매출액증가율 (%)	87.9	-13.9	-14.3	-4.3
EBITDA증가율 (%)	42.3	-18.5	21.7	1.0
조정영업이익증가율 (%)	98.7	-36.9	48.9	3.0
EPS증가율 (%)	57.0	-	-	8.5
매출채권 회전율 (회)	5.8	5.0	5.8	5.7
재고자산 회전율 (회)	9.2	7.4	8.6	8.5
매입채무 회전율 (회)	17.8	18.6	18.9	18.5
ROA (%)	2.8	-1.2	1.4	1.5
ROE (%)	15.7	-7.5	7.9	8.0
ROIC (%)	4.2	0.8	3.5	3.6
부채비율 (%)	499.6	463.4	422.6	388.0
유동비율 (%)	81.9	69.5	72.5	74.0
순차입금/자기자본 (%)	429.4	403.5	364.1	334.3
조정영업이익/금융비용 (x)	2.6	1.0	1.7	1.8

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한국가스공사 (036460)				
2024.02.28	중립	27,000	-	-
2023.08.23	Trading Buy	27,000	-8.17	13.33
2023.02.27	Trading Buy	33,000	-20.79	-14.85
2022.11.09	1년 경과 이후	54,000	-36.81	-26.85
2021.11.09	매수	54,000	-25.95	-9.07



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

## 투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

## 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

\* 2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.