

# 한국가스공사 (036460)

## 공급비용 확정과 환율 안정화 필요

### 목표주가 60,000원으로 하향, 투자의견 매수 유지

한국가스공사 목표주가를 60,000원으로 기존대비 12% 하향 하며 투자의견 매수를 유지한다. 목표주가는 2019년 BPS에 목표 PBR 0.6배를 적용했다. 1분기 실적은 컨센서스를 하회했다. 공급비 정산이 지연되면서 적정원가와 적정투자보수 변동분이 반영되지 않았기 때문이다. 1분기 인식하지 못한 회계상 손익은 도매 공급비용 확정 이후 영업실적으로 이연되어 반영된다. 조삼모사에 가까운 이벤트지만 정부의 규제 해소 시점이 명확해질 필요가 있다. 환율 약세는 별도 실적 훼손요인으로 배당매력을 축소하기 때문에 안정화되는 만큼 주가는 추세적으로 회복될 수 있다. 주가는 2019년 기준 PER 5.8배, PBR 0.42배로 절대적 저평가 구간이다.

### 1Q19 영업이익 8,695억원(YoY -9.8%)으로 컨센서스 하회

1분기 매출액은 전년대비 0.8% 감소한 8.7조원을 기록된다. 온화했던 겨울철 기온과 원전 이용률 회복에 가스판매량이 10.3% 감소했기 때문이다. 영업이익은 8,695억원으로 전년대비 9.8% 감소했다. 해외사업 이익기여도는 GLNG 이익 개선 등으로 전년대비 상승했다. 다만 국내사업 이익은 도매 요금 공급비 조정 지연으로 일시적 부진이 나타났다. 과거 사례에서 볼 수 있듯이 여름철 정산이 단행될 가능성이 높고 연간 규제이익 훼손 가능성은 낮다. 따라서 최근 급격하게 하락한 주가는 정산시점에 앞서 점진적으로 회복될 수 있다.

### 금리와 미수금은 그리 큰 걱정거리가 아니지만 환율은 문제

국고채 5년물 금리는 약세 흐름을 보이고 있고 이는 2020년 투자보수율에 부정적 요인이다. 반면 올해 연간 베타는 현재 0.92로 2014년보다 높아 금리 약세를 만회할 수 있다. 최근 연료비 상승에 누적되고 있는 미수금은 판매량 감소와 전년대비 낮은 유가로 증가폭이 제한된다. 미래 보장이익 감소와 금융비용 증가는 걱정할 만큼의 규모로 발현되기는 어렵다. 다만 원/달러 환율 약세에 따른 배당매력 약화는 부담이며 향후 환율이 하락하는 만큼 투자심리도 회복될 전망이다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 60,000원(하향) | CP(5월 13일): 39,850원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,079.01
52주 최고/최저(원)	64,500/39,850
시가총액(십억원)	3,678.7
시가총액비중(%)	0.31
발행주식수(천주)	92,313.0
60일 평균 거래량(천주)	268.2
60일 평균 거래대금(십억원)	12.6
19년 배당금(예상, 원)	1,500
19년 배당수익률(예상, %)	3.76
외국인지분율(%)	13.04
주요주주 지분율(%)	
기획재정부 외 1인	46.63
국민연금	8.25
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(13.6) (23.5) (29.3)
상대	(7.1) (23.8) (15.8)

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	26,075.2	26,014.9
영업이익(십억원)	1,352.5	1,443.3
순이익(십억원)	614.2	689.3
EPS(원)	6,500	7,373
BPS(원)	98,936	105,066

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	22,172.2	26,185.0	23,577.4	25,360.3	24,395.7
영업이익	십억원	1,035.2	1,276.9	1,338.0	1,489.9	1,438.5
세전이익	십억원	(1,249.0)	649.0	859.1	922.8	860.8
순이익	십억원	(1,205.1)	509.4	634.1	666.8	622.0
EPS	원	(13,055)	5,518	6,869	7,223	6,738
증감률	%	적지	흑전	24.5	5.2	(6.7)
PER	배	N/A	8.74	5.80	5.52	5.91
PBR	배	0.50	0.54	0.42	0.39	0.38
EV/EBITDA	배	10.25	10.00	8.89	8.23	7.99
ROE	%	(14.03)	6.36	7.50	7.43	6.60
BPS	원	85,749	89,860	95,438	101,237	105,031
DPS	원	0	1,360	1,500	1,600	1,520



Analyst 유재선

02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

표 1. 한국가스공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2018				2019F				1Q19 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
<b>매출액</b>	<b>87,715</b>	<b>50,566</b>	<b>47,277</b>	<b>76,293</b>	<b>87,013</b>	<b>40,126</b>	<b>38,267</b>	<b>70,369</b>	<b>(0.8)</b>	<b>14.1</b>
가스도입 및 판매	85,271	47,637	44,013	72,936	84,223	36,884	34,763	66,520	(1.2)	15.5
해외/기타	2,444	2,929	3,264	3,357	2,790	3,242	3,504	3,849	14.2	(16.9)
<b>영업이익</b>	<b>9,635</b>	<b>153</b>	<b>(1,721)</b>	<b>4,703</b>	<b>8,695</b>	<b>550</b>	<b>(1,537)</b>	<b>5,673</b>	<b>(9.8)</b>	<b>84.9</b>
가스도입 및 판매	9,254	(231)	(2,231)	4,295	8,158	293	(1,830)	5,211	(11.8)	89.9
해외/기타	381	384	510	408	537	257	292	462	41.0	31.8
<b>세전이익</b>	<b>8,871</b>	<b>(1,239)</b>	<b>(3,150)</b>	<b>2,008</b>	<b>7,157</b>	<b>(1,082)</b>	<b>(2,402)</b>	<b>4,918</b>	<b>(19.3)</b>	<b>256.4</b>
<b>순이익</b>	<b>7,742</b>	<b>(1,337)</b>	<b>(2,851)</b>	<b>1,539</b>	<b>5,305</b>	<b>(781)</b>	<b>(1,736)</b>	<b>3,553</b>	<b>(31.5)</b>	<b>244.7</b>
영업이익률(%)	10.6	(0.5)	(4.7)	5.6	9.4	0.7	(4.8)	7.4	-	-
세전이익률(%)	10.1	(2.5)	(6.7)	2.6	8.2	(2.7)	(6.3)	7.0	-	-
순이익률(%)	8.8	(2.6)	(6.0)	2.0	6.1	(1.9)	(4.5)	5.0	-	-
도시가스용(천톤)	7,510	3,526	2,864	5,913	7,016	3,455	2,835	5,854	(6.6)	18.7
발전용(천톤)	4,917	3,787	3,637	4,065	4,127	2,651	3,273	3,862	(16.1)	1.5

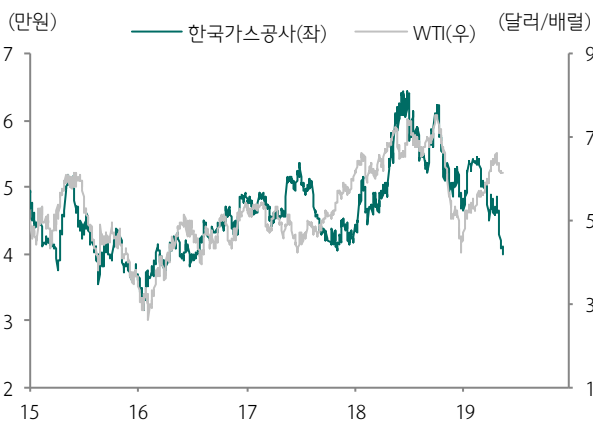
자료: 한국가스공사, 하나금융투자

표 2. 과거 5월이 아닌 다른 시기에 이뤄진 공급비용 조정내역

시기	내용	공급비	원료비
2012년 07월 02일	공급비/원료비 조정공시	인하	인상
2013년 07월 31일	공급비 조정공시	인상	-
2014년 06월 27일	공급비/원료비 조정공시	인하	동결

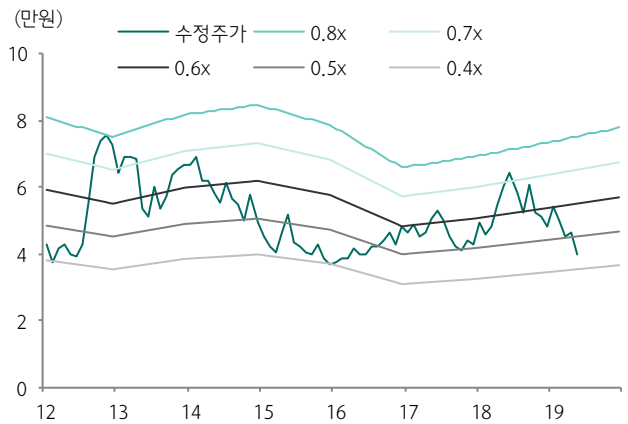
자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 1. 한국가스공사 주가와 유가 추이



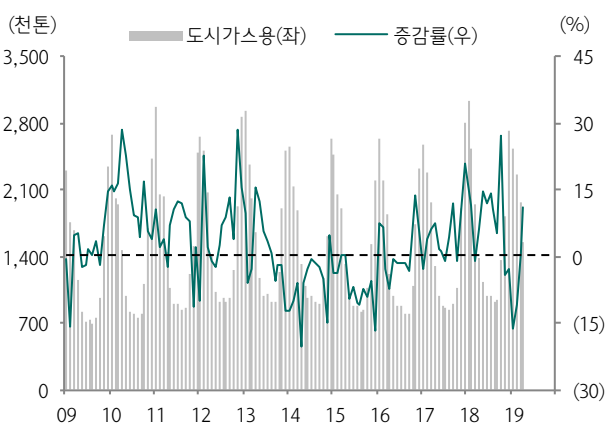
자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 2. 한국가스공사 12M Fwd PBR 추이



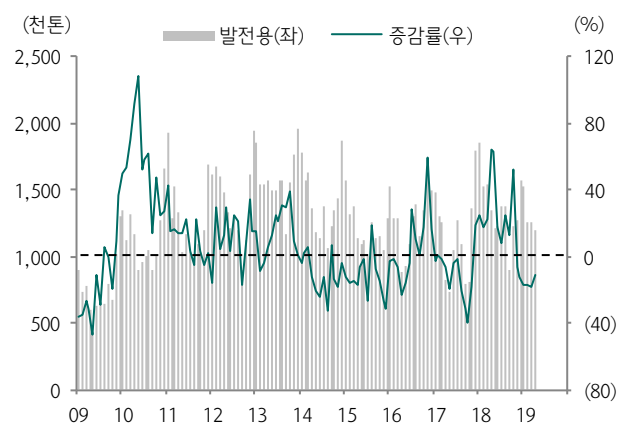
자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 3. 월별 도시가스 판매량 추이 (1Q19 -10.0%, 4월 +11.2%)



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 4. 월별 발전용 판매량 추이 (1Q19 -17.8%, 4월 -11.7%)



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>22,172.2</b>	<b>26,185.0</b>	<b>23,577.4</b>	<b>25,360.3</b>	<b>24,395.7</b>
매출원가	20,727.7	24,508.5	21,822.8	23,407.5	22,511.3
매출총이익	1,444.5	1,676.5	1,754.6	1,952.8	1,884.4
판매비	409.3	399.6	416.6	462.9	445.9
<b>영업이익</b>	<b>1,035.2</b>	<b>1,276.9</b>	<b>1,338.0</b>	<b>1,489.9</b>	<b>1,438.5</b>
금융손익	(709.2)	(743.3)	(750.3)	(757.5)	(769.3)
중속/관계기업손익	149.4	204.5	188.6	190.4	191.6
기타영업외손익	(1,724.3)	(89.1)	82.8	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>(1,249.0)</b>	<b>649.0</b>	<b>859.1</b>	<b>922.8</b>	<b>860.8</b>
법인세	(58.5)	95.5	222.8	253.8	236.7
계속사업이익	(1,190.5)	553.5	636.3	669.0	624.1
중단사업이익	(1.2)	(26.7)	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(1,191.7)</b>	<b>526.7</b>	<b>636.3</b>	<b>669.0</b>	<b>624.1</b>
비지배주주지분순이익	13.4	17.4	2.1	2.3	2.1
<b>지배주주순이익</b>	<b>(1,205.1)</b>	<b>509.4</b>	<b>634.1</b>	<b>666.8</b>	<b>622.0</b>
지배주주지분포괄이익	(1,542.5)	383.5	558.2	587.0	547.5
NOPAT	986.7	1,088.9	991.0	1,080.1	1,042.9
EBITDA	2,750.7	3,079.6	3,202.0	3,369.8	3,334.4
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	5.0	18.1	(10.0)	7.6	(3.8)
NOPAT증가율	24.1	10.4	(9.0)	9.0	(3.4)
EBITDA증가율	5.2	12.0	4.0	5.2	(1.1)
영업이익증가율	3.7	23.3	4.8	11.4	(3.4)
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	24.5	5.2	(6.7)
EPS증가율	적지	흑전	24.5	5.2	(6.7)
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	6.5	6.4	7.4	7.7	7.7
EBITDA이익률	12.4	11.8	13.6	13.3	13.7
영업이익률	4.7	4.9	5.7	5.9	5.9
계속사업이익률	(5.4)	2.1	2.7	2.6	2.6

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(13,055)	5,518	6,869	7,223	6,738
BPS	85,749	89,860	95,438	101,237	105,031
CFPS	31,540	34,883	35,629	36,463	35,411
EBITDAPS	29,797	33,360	34,686	36,504	36,121
SPS	240,185	283,655	255,407	274,721	264,272
DPS	0	1,360	1,500	1,600	1,520
<b>주기지표(배)</b>					
PER	N/A	8.7	5.8	5.5	5.9
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
PCFR	1.3	1.4	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	10.3	10.0	8.9	8.2	8.0
PSR	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	(14.0)	6.4	7.5	7.4	6.6
ROA	(3.1)	1.3	1.6	1.7	1.6
ROIC	3.0	3.3	3.0	3.4	3.3
부채비율	356.2	367.0	325.8	302.0	279.1
순부채비율	294.2	306.5	271.4	248.6	228.7
이자보상배율(배)	1.2	1.6	1.6	1.9	1.9

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>7,582.2</b>	<b>9,924.9</b>	<b>9,323.4</b>	<b>9,755.2</b>	<b>9,475.2</b>
금융자산	496.1	292.0	427.7	369.0	450.1
현금성자산	441.3	239.8	379.5	318.1	401.2
매출채권 등	5,294.7	5,424.0	5,002.8	5,283.0	5,076.7
재고자산	1,542.2	3,168.6	2,922.5	3,086.2	2,965.7
기타유동자산	249.2	1,040.3	970.4	1,017.0	982.7
<b>비유동자산</b>	<b>29,557.2</b>	<b>29,764.7</b>	<b>29,066.5</b>	<b>28,649.6</b>	<b>28,077.9</b>
투자자산	1,986.2	2,053.5	1,839.2	1,942.2	1,866.4
금융자산	521.1	376.0	346.8	366.3	352.0
유형자산	24,723.3	24,764.1	24,280.2	23,760.2	23,264.3
무형자산	<b>1,813.9</b>	<b>1,771.9</b>	<b>1,771.9</b>	<b>1,771.9</b>	<b>1,771.9</b>
기타비유동자산	<b>1,033.8</b>	<b>1,175.2</b>	<b>1,175.2</b>	<b>1,175.3</b>	<b>1,175.3</b>
<b>자산총계</b>	<b>37,139.4</b>	<b>39,689.7</b>	<b>38,390.0</b>	<b>38,404.8</b>	<b>37,553.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>6,590.4</b>	<b>9,871.2</b>	<b>8,197.9</b>	<b>7,579.7</b>	<b>6,445.9</b>
금융부채	3,822.8	6,864.5	5,418.9	4,649.2	3,626.9
매입채무 등	1,874.4	2,130.9	1,965.5	2,075.5	1,994.5
기타유동부채	893.2	875.8	813.5	855.0	824.5
<b>비유동부채</b>	<b>22,408.6</b>	<b>21,320.5</b>	<b>21,177.0</b>	<b>21,272.5</b>	<b>21,202.2</b>
금융부채	<b>20,624.4</b>	<b>19,472.2</b>	<b>19,472.2</b>	<b>19,472.2</b>	<b>19,472.2</b>
기타비유동부채	1,784.2	1,848.3	1,704.8	1,800.3	1,730.0
<b>부채총계</b>	<b>28,999.0</b>	<b>31,191.7</b>	<b>29,374.9</b>	<b>28,852.2</b>	<b>27,648.1</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>7,813.3</b>	<b>8,192.8</b>	<b>8,707.8</b>	<b>9,243.0</b>	<b>9,593.3</b>
자본금	461.6	461.6	461.6	461.6	461.6
자본잉여금	2,018.8	2,018.8	2,018.8	2,018.8	2,018.8
자본조정	205.7	205.7	205.7	205.7	205.7
기타포괄이익누계액	526.1	8.8	8.8	8.8	8.8
이익잉여금	4,601.2	5,497.9	6,012.8	6,548.1	6,898.4
<b>비지배주주지분</b>	<b>327.1</b>	<b>305.2</b>	<b>307.3</b>	<b>309.6</b>	<b>311.7</b>
<b>자본총계</b>	<b>8,140.4</b>	<b>8,498.0</b>	<b>9,015.1</b>	<b>9,552.6</b>	<b>9,905.0</b>
순금융부채	23,951.1	26,044.6	24,463.4	23,752.4	22,649.0

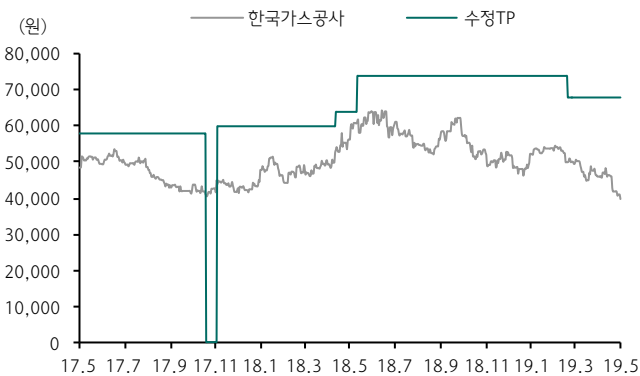
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>2,507.6</b>	<b>57.1</b>	<b>2,872.9</b>	<b>2,312.0</b>	<b>2,705.4</b>
당기순이익	(1,191.7)	526.7	636.3	669.0	624.1
조정	2,737.1	1,643.1	1,870.7	1,886.4	1,902.1
감가상각비	1,715.5	1,802.7	1,863.9	1,879.9	1,895.9
외환거래손익	156.4	(57.9)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	865.2	(101.7)	6.8	6.5	6.2
영업활동자산부채변동	962.2	(2,112.7)	365.9	(243.4)	179.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(1,225.9)</b>	<b>(1,275.2)</b>	<b>(1,161.7)</b>	<b>(1,465.7)</b>	<b>(1,322.2)</b>
투자자산감소(증가)	308.3	(67.2)	214.3	(103.0)	75.8
유형자산감소(증가)	(1,346.4)	(1,147.1)	(1,380.0)	(1,360.0)	(1,400.0)
기타	(187.8)	(60.9)	4.0	(2.7)	2.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(1,266.1)</b>	<b>994.2</b>	<b>(1,571.5)</b>	<b>(907.6)</b>	<b>(1,300.2)</b>
금융부채증가(감소)	(1,811.0)	1,889.5	(1,445.5)	(769.7)	(1,022.3)
자본증가(감소)	693.9	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(141.9)	(886.5)	(6.8)	(6.4)	(6.2)
배당지급	(7.1)	(8.8)	(119.2)	(131.5)	(271.7)
<b>현금의 증감</b>	<b>(42.2)</b>	<b>(201.5)</b>	<b>139.7</b>	<b>(61.3)</b>	<b>83.0</b>
Unlevered CFO	2,911.6	3,220.1	3,289.0	3,366.0	3,268.9
Free Cash Flow	1,156.0	(1,136.7)	1,492.9	952.0	1,305.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국가스공사



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.3.4	BUY	68,000		
18.5.24	BUY	74,000	-25.33%	-12.84%
18.4.25	BUY	64,000	-11.18%	-4.69%
17.11.16	BUY	60,000	-22.24%	-12.00%
17.11.1	Analyst Change	0	-	-
17.5.20	BUY	58,000	-18.01%	-7.41%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
 BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
 Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.7%	7.7%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 5월 12일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 05월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2019년 05월 14일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.