

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	462 십억원
발행주식수	9,231 만주
자사주	468 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,896 십억원
주요주주	
기획재정부(외1)	46.62%
국민연금공단	8.17%
외국인지분률	12.70%
배당수익률	3.20%

Stock Data

주가(19/06/28)	42,200 원
KOSPI	2130.62 pt
52주 Beta	0.82
52주 최고가	64,200 원
52주 최저가	39,850 원
60일 평균 거래대금	12 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.0%	1.0%
6개월	-12.5%	-16.1%
12개월	-32.7%	-26.9%

한국가스공사 (036460/KS | 매수(유지) | T.P 55,000 원(하향))

이모저모 감안했을 때 매력 있는 valuation

2Q19 영업이익 추정치는 537 억원으로서 컨센서스와 유사할 것으로 판단함. 2 분기는 계절적 비수기임과 동시에 가스판매량 감소, 유가하락 등이 반영된 결과물임. 공급비 조정 이슈는 단기간 내 해결될 요소이기에 큰 문제 되지 않음. 최근 주가 약세의 원인으로 는 정부 정책리스크, 유가하락, 금리인하 가능성이 꼽히고 있지만, 중장기적인 가스시대의 도래와 현재 역사적 저점인 valuation 은 오히려 주가의 매력을 높이는 요인으로 판단함

2Q19 영업이익 537 억원(QoQ -93.8% / YoY +251.3%) 추정

6/28 기준 영업이익 컨센서스 539 억원과 크게 다르지 않은 실적 수준 예상되고 있음. 계절적 비수기에 더해 원전 이용률 상승여파로 4~5 월 발전용 가스판매량도 전년동월대비 각각 -11.7% / -15.4% 하회하였음. 또한 지난 해 10 월 한 때 \$70/bbl 을 넘어서기도 했던 Dubai 유가가 2 분기 중 유가가 \$60/bbl 내외 영역까지 꾸준하게 하락세를 보인 것도 E&P 실적에 영향을 미치기 시작할 것으로 판단함. 공급비 조정 이슈는 크게 문제될 것이 없다는 판단임. 빠른 시일 내에 결정될 경우 오히려 2 분기 실적의 upside 가 될 수 있고, 흑여 생각보다 늦어지더라도 연내 소급 적용되는 부분이기 때문임.

어지럽게 혼재된 지표들, 바닥권의 valuation

최근 동사의 주가약세에 큰 몫을 담당했던 공급비 조정 지연, 유가하락에 따른 E&P 수익우려, 그리고 세계적인 금리인하 가능성 대두에 따른 투자보수율 하락 가능성은 여전히 부담요인이라 할 수 있음. 다만 중장기적으로 본다면 전력 및 산업에서의 가스이용률 증대는 분명한 호재임. 여러 가지 주가를 해석할 수 있는 지표들이 이와 같이 호재와 악재로 나뉘어있지만, 현재 역사적 저점에 근접한 0.5x 수준의 PBR valuation 에서는 긍정적으로 해석할 수 있는 여지를 좀 더 높게 보여줌

목표주가 65,000 원 → 55,000 원 하향 / 투자 의견 매수 유지

공급비 조정 지연, 유가하락에 따른 이익추정치 하향분을 반영하여 목표주가 역시 하향 조정함. 다만, 중장기적인 가스시대의 매력과 역사적 저점의 valuation 은 매수매력을 부각시키는 요인으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	21,108.1	22,172.2	26,185.0	26,138.9	23,394.2	24,731.6
yoy	%	(19.0)	5.0	18.1	(0.2)	(10.5)	5.7
영업이익	십억원	998.2	1,035.2	1,276.9	1,200.3	1,196.1	1,268.9
yoy	%	(1.0)	3.7	23.3	(6.0)	(0.3)	6.1
EBITDA	십억원	2,615.4	2,750.7	3,079.6	2,884.9	2,880.7	2,953.6
세전이익	십억원	(769.0)	(1,249.0)	649.0	557.2	630.4	787.4
순이익(지배주주)	십억원	(613.0)	(1,205.1)	509.4	408.1	486.9	608.2
영업이익률%	%	4.7	4.7	4.9	4.6	5.1	5.1
EBITDA%	%	12.4	12.4	11.8	11.0	12.3	11.9
순이익률	%	(3.6)	(5.6)	2.5	2.1	2.7	3.2
EPS	원	(6,641)	(13,055)	5,518	4,421	5,275	6,588
PER	배	(7.3)	(3.3)	8.7	9.5	8.0	6.4
PBR	배	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	10.3	8.9	8.9	8.4	7.9	7.5
ROE	%	(6.3)	(14.0)	6.4	5.0	5.9	7.0
순차입금	십억원	22,427	20,631	22,853	20,262	18,825	18,361
부채비율	%	322.7	356.2	367.0	359.4	343.4	326.0

2Q19 preview

(단위 % 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	5,056.6	4,727.7	7,629.3	8,701.3	5,710.8	12.9	(34.4)	5,220.6	9.4
영업이익	15.3	(172.2)	470.3	869.5	53.7	251.3	(93.8)	53.9	(0.4)
세전이익	(123.9)	(315.1)	200.8	715.7	(109.8)	(11.4)	(115.3)	(75.1)	46.2
지배순이익	(133.7)	(285.1)	153.9	530.5	(84.8)	(36.5)	(116.0)	(76.0)	11.6
영업이익률	0.3	(3.6)	6.2	10.0	0.9	0.6	(9.1)	1.0	(0.1)
세전이익률	(2.5)	(6.7)	2.6	8.2	(1.9)	0.5	(10.1)	(1.4)	(0.5)
지배주주순이익률	(2.6)	(6.0)	2.0	6.1	(1.5)	1.2	(7.6)	(1.5)	(0.0)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
ROE(지배주주지분)	5.3%	ROE(지배주주지분)	6.4%	4.7%	6.1%	5.8%
Terminal Growth	2.0%	weight	0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	5.3%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.67					
2Q20E BPS(지배주주지분)	83,232					
Target Price	55,543					

자료: 한국가스공사, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
EPS(지배주주지분)	(6,641)	4,412	5,943	5,981	6,259
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	5,217				
2Q20E EPS	4,412				
2Q21E EPS	5,943				

Multiple	6.0	7.0	8.0	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0
TP by weighted EPS	31,299	36,516	41,733	46,949	52,166	57,382	62,599	67,815	73,032	78,249
TP by 2Q20E EPS	26,471	30,883	35,295	39,707	44,118	48,530	52,942	57,354	61,766	66,178
TP by 2Q21E EPS	35,657	41,600	47,543	53,486	59,429	65,371	71,314	77,257	83,200	89,143

자료: 한국가스공사, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	26,185.0	35,435.5	32,737.5	26,185.0	26,138.9	23,394.2	0.0%	-26.2%	-28.5%
YoY %	18.1%	35.3%	-7.6%	18.1%	-0.2%	-10.5%			
영업이익	1,276.9	1,255.8	1,269.8	1,276.9	1,200.3	1,196.1	0.0%	-4.4%	-5.8%
YoY %	23.3%	-1.6%	1.1%	23.3%	-6.0%	-0.3%			
EBITDA	3,079.6	3,109.8	3,123.7	3,079.6	2,884.9	2,880.7	0.0%	-7.2%	-7.8%
YoY %	12.0%	1.0%	0.4%	12.0%	-6.3%	-0.1%			
순이익	509.4	403.2	552.4	509.4	408.1	486.9	0.0%	1.2%	-11.9%
YoY %	흑전	-20.8%	37.0%	흑전	-19.9%	19.3%			

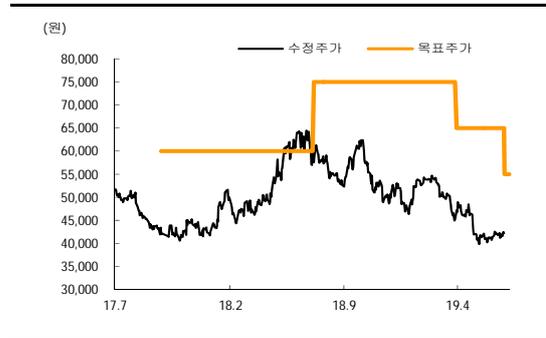
자료: 한국가스공사 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
매출액	7,153.0	6,204.4	9,279.1	11,012.7	5,710.8	4,670.2	7,056.5	7,335.9	-20.2%	-24.7%	-24.0%	-33.4%
YoY %	41.5%	31.2%	21.6%	-14.0%	12.9%	-1.2%	-7.5%	-15.7%				
QoQ %	-44.1%	-13.3%	49.6%	18.7%	-34.4%	-18.2%	51.1%	4.0%				
영업이익	(52.2)	(197.4)	519.3	1,010.2	53.7	(195.7)	472.9	987.9	-202.8%	-0.9%	-8.9%	-2.2%
YoY %	적전	적지	10.4%	24%	251.3%	적지	0.6%	13.6%				
QoQ %	적전	적지	흑전	94.5%	-93.8%	적전	흑전	108.9%				
EBITDA	411.3	266.0	982.8	1,473.6	474.8	225.4	894.1	1,409.0	15.4%	-15.3%	-9.0%	-4.4%
YoY %	-12.0%	-10.3%	5.3%	1.7%	1.5%	-24.0%	-4.3%	9.2%				
QoQ %	-71.6%	-35.3%	269.4%	49.9%	-63.2%	-52.5%	296.6%	57.6%				
순이익	(148.0)	(237.1)	263.0	637.7	(84.8)	(264.4)	226.9	644.9	-42.7%	11.5%	-13.7%	1.1%
YoY %	적지	적지	70.9%	21.4%	적지	적지	47.4%	21.6%				
QoQ %	적전	적지	흑전	142.5%	적전	적지	흑전	184.3%				

자료: 한국가스공사 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.02	매수	55,000원	6개월		
2019.04.01	매수	65,000원	6개월	-33.10%	-24.69%
2018.10.01	매수	75,000원	6개월	-28.72%	-16.80%
2018.07.09	매수	75,000원	6개월	-24.61%	-18.27%
2018.04.02	매수	60,000원	6개월	-17.66%	7.50%
2018.01.08	매수	60,000원	6개월	-24.72%	-14.00%
2017.12.04	매수	60,000원	6개월	-28.49%	-24.67%
2017.09.27	매수	60,000원	6개월	-28.55%	-24.67%



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 7월 2일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	7,582	9,925	8,908	9,846	10,995
현금및현금성자산	441	240	1,795	3,232	3,696
매출채권및기타채권	5,280	5,407	4,374	4,065	4,490
재고자산	1,542	3,169	1,402	1,303	1,439
비유동자산	29,557	29,765	29,413	28,781	28,210
장기금융자산	483	459	461	461	461
유형자산	24,723	24,764	24,370	23,738	23,167
무형자산	1,814	1,772	1,793	1,793	1,793
자산총계	37,139	39,690	38,321	38,627	39,205
유동부채	6,590	9,871	8,053	7,991	8,077
단기금융부채	3,823	6,864	5,967	5,967	5,967
매입채무 및 기타채무	1,648	1,897	893	830	917
단기충당부채	71	62	76	76	76
비유동부채	22,409	21,321	21,925	21,925	21,925
장기금융부채	20,624	19,472	19,882	19,882	19,882
장기매입채무 및 기타채무	10	1	1	1	1
장기충당부채	200	207	219	219	219
부채총계	28,999	31,192	29,979	29,916	30,003
지배주주지분	7,813	8,193	8,044	8,413	8,904
자본금	462	462	462	462	462
자본잉여금	2,019	2,019	2,019	2,019	2,019
기타자본구성요소	(102)	(102)	(102)	(102)	(102)
자기주식	(102)	(102)	(102)	(102)	(102)
이익잉여금	4,601	5,498	5,666	6,035	6,526
비지배주주지분	327	305	298	298	298
자본총계	8,140	8,498	8,342	8,711	9,202
부채외자본총계	37,139	39,690	38,321	38,627	39,205

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	2,508	57	4,048	3,258	2,544
당기순이익(손실)	(1,192)	527	410	489	610
비현금성항목등	4,103	2,693	2,611	2,418	2,418
유형자산감가상각비	1,716	1,803	1,685	1,685	1,685
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(2,388)	(891)	(927)	(733)	(733)
운전자본감소(증가)	962	(2,113)	1,251	352	(484)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(540)	27	954	298	(410)
재고자산감소(증가)	(472)	(1,626)	1,766	99	(136)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	14	546	(987)	(45)	62
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	96	733	733	733
투자활동현금흐름	(1,226)	(1,275)	(1,114)	(1,053)	(1,113)
금융자산감소(증가)	118	3	6	0	0
유형자산감소(증가)	(1,346)	(1,147)	(1,050)	(1,053)	(1,113)
무형자산감소(증가)	(28)	(62)	(7)	0	0
기타	30	(69)	(63)	0	0
재무활동현금흐름	(1,266)	994	(872)	(119)	(119)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(1,468)	1,045	(731)	0	0
자본의증가(감소)	5	47	0	0	0
배당금의 지급	7	9	120	119	119
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(42)	(202)	1,555	1,436	464
기초현금	483	441	240	1,795	3,232
기말현금	441	240	1,795	3,232	3,696
FCF	2,687	(637)	3,758	1,994	956

자료 : 한국가스공사, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	22,172	26,185	26,139	23,394	24,732
매출원가	20,728	24,509	24,628	21,920	23,169
매출총이익	1,444	1,677	1,511	1,474	1,563
매출총이익률 (%)	6.5	6.4	5.8	6.3	6.3
판매비와관리비	409	400	311	278	294
영업이익	1,035	1,277	1,200	1,196	1,269
영업이익률 (%)	4.7	4.9	4.6	5.1	5.1
비영업손익	(2,284)	(628)	(643)	(566)	(482)
순금융비용	286	176	288	391	473
외환관련손익	(15)	17	12	0	0
관계기업투자등 관련손익	149	204	103	103	105
세전계속사업이익	(1,249)	649	557	630	787
세전계속사업이익률 (%)	(5.6)	2.5	2.1	2.7	3.2
계속사업법인세	(59)	96	148	142	177
계속사업이익	(1,190)	553	410	489	610
중단사업이익	(1)	(27)	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(1,192)	527	410	489	610
순이익률 (%)	(5.4)	2.0	1.6	2.1	2.5
지배주주	(1,205)	509	408	487	608
지배주주귀속 순이익률(%)	(5.4)	1.9	1.6	2.1	2.5
비지배주주	13	17	1	2	2
총포괄이익	(1,545)	408	403	489	610
지배주주	(1,543)	384	399	487	608
비지배주주	(2)	24	4	2	2
EBITDA	2,751	3,080	2,885	2,881	2,954

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	5.0	18.1	(0.2)	(10.5)	5.7
영업이익	3.7	23.3	(6.0)	(0.3)	6.1
세전계속사업이익	적지	흑전	(14.1)	13.1	24.9
EBITDA	5.2	12.0	(6.3)	(0.1)	2.5
EPS(계속사업)	적지	흑전	(19.9)	19.3	24.9
수익성 (%)					
ROE	(14.0)	6.4	5.0	5.9	7.0
ROA	(3.1)	1.4	1.0	1.3	1.6
EBITDA마진	12.4	11.8	11.0	12.3	11.9
안정성 (%)					
유동비율	115.0	100.5	110.6	123.2	136.1
부채비율	356.2	367.0	359.4	343.4	326.0
순차입금/자기자본	253.4	268.9	242.9	216.1	199.5
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(13,055)	5,518	4,421	5,275	6,588
BPS	73,063	78,366	78,397	82,398	87,718
CFPS	29,272	31,324	28,032	28,291	28,903
주당 현금배당금	n/a	1,360	1,360	1,360	1,360
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	(3.3)	8.7	9.5	8.0	6.4
PER(최저)					
PBR(최고)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
PBR(최저)					
PCR	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA(최고)	8.9	8.9	8.4	7.9	7.5
EV/EBITDA(최저)					