

한국가스공사 (036460)

기다려왔던 규제 리스크 해소

목표주가 60,000원, 투자이견 매수 유지

한국가스공사의 목표주가 60,000원과 투자이견 매수를 유지한다. 7월 도시가스 도매요금은 원료비 인상으로 4.9% 증가했다. 도시가스 원료비는 미수금 정산단가 반영 등에 6.1% 인상되었다. 공급비용은 도시가스가 6.0%, 발전용은 25.4% 인하되었다. 적정투자보수와 적정원가 상승분이 발생했지만 2018년 실제 판매물량이 목표 판매물량을 상회하면서 총괄 원가 차감요인이 나타났기 때문이다. 목표와 실제 판매량의 차이로 발생하는 공급비용 정산은 현금회수 시점의 차이로 발생하는 자산과 부채 조정으로 나타난다. 따라서 공급비가 인하되더라도 손익계산서에 영향이 없는 중립적인 이슈다.

2019년 적정투자보수 9,833억원(YoY +10.0%)

2019년 산정된 요금기저는 22조 5,091억원으로 전년대비 12,117억원 증가했다. 2018년에 집행된 규제사업 투자비가 반영되었고 2019년 목표 판매물량 증가와 유가 상승에 따라 운전자금이 증가했기 때문이다. 투자보수율은 4.37%를 기록하며 전년대비 0.15%p 상승했다. 타인자본보수율 하락에도 무위험수익률과 베타의 상승으로 자기자본보수율이 0.42%p 상승했기 때문이다. 요금기저와 투자보수율 상승에 2019년 적정투자보수는 9,833억원으로 전년대비 10.0% 증가한다. 지난 5월 정산 미실시로 1분기에 인식하지 못했던 규제사업 이익은 나머지 3개 분기에 걸쳐 모두 반영될 전망이다.

최근 주가 약세 요인이었던 규제 리스크가 해소되는 이벤트

5월 1일 이후로 공급비용 산정이 지연되면서 규제 리스크에 대한 우려가 부각되었지만 이번 조정으로 모두 해소되었다. 조정 내용을 구체적으로 살펴보면 적정투자보수는 예정대로 산정되었고 원료비도 크게 인상되는 등 2018년 하반기부터 누적되어온 미수금에 대한 정부의 해소 의지도 반영되었다. 판매량에 따라 시점 차이가 발생하지만 적어도 2021년까지 미수금은 모두 해소될 것으로 전망된다. 최근 금리 약세로 향후 적정투자보수율 하락이 불가피하나 감가상각비 감소에 따른 영업비용 개선으로 2020년까지 증익이 가능하다.

Update

BUY

| TP(12M): 60,000원 | CP(7월 5일): 44,300원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,110.59
52주 최고/최저(원)	62,400/39,850
시가총액(십억원)	4,089.5
시가총액비중(%)	0.34
발행주식수(천주)	92,313.0
60일 평균 거래량(천주)	270.7
60일 평균 거래대금(십억원)	11.7
19년 배당금(예상, 원)	1,500
19년 배당수익률(예상, %)	3.39
외국인지분율(%)	12.47
주요주주 지분율(%)	
기획재정부 외 1인	46.63
국민연금공단	7.57
주가상승률	1M 6M 12M
절대	8.7 (8.3) (22.3)
상대	6.6 (12.6) (16.9)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	25,763.6	26,022.4
영업이익(십억원)	1,320.6	1,425.5
순이익(십억원)	566.8	649.0
EPS(원)	5,863	6,929
BPS(원)	97,616	103,288

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	22,172.2	26,185.0	23,597.2	25,380.5	24,416.3
영업이익	십억원	1,035.2	1,276.9	1,348.7	1,489.4	1,438.2
세전이익	십억원	(1,249.0)	649.0	808.7	856.3	779.8
순이익	십억원	(1,205.1)	509.4	597.7	618.8	563.5
EPS	원	(13,055)	5,518	6,475	6,703	6,104
증감률	%	적지	흑전	17.3	3.5	(8.9)
PER	배	N/A	8.74	6.84	6.61	7.26
PBR	배	0.50	0.54	0.47	0.45	0.43
EV/EBITDA	배	10.25	10.00	9.67	9.04	8.87
ROE	%	(14.03)	6.36	7.14	7.04	6.14
BPS	원	85,749	89,860	93,650	98,929	102,090
DPS	원	0	1,360	1,500	1,600	1,520



Analyst 유재선
02-3771-8011
jaeseon.yoo@hanafn.com

표 1. 용도별 도매요금 조정내역

구분	내용	조정후	조정전	증감폭	증감률(%)
도시가스용	원료비	11.6541	11.9287	0.7254	6.1
	도매공급비용	1.2035	1.2797	(0.0762)	(6.0)
	평균 도매요금	13.8576	13.2084	0.6492	4.9
발전용	동절기	원료비+1.6180	원료비+2.1869	(0.5689)	(26.0)
	하절기	원료비+0.5151	원료비+0.6884	(0.1733)	(25.2)
	기타월	원료비+0.6372	원료비+0.8562	(0.2190)	(25.6)
	평균	원료비+0.9856	원료비+1.3214	(0.3357)	(25.4)

자료: 한국가스공사, 하나금융투자

표 2. 2019년 조정된 요금기저 및 투자보수율 세부내역

구분	2019년	2018년	증감폭	증감률(%)
요금기저(억원)	225,091	212,974	12,117	5.7
조정전 총괄원가(억원)	33,842	31,636	2,206	7.0
조정후 총괄원가(억원)	21,111	22,726	(1,615)	(7.1)
세후투자보수율(%)	4.37	4.22	0.15	-
자기자본비용(%)	7.32	6.90	0.42	-
타인자본비용(%)	2.64	2.68	(0.04)	-
세후투자보수(억원)	9,883	8,981	902	10.0
목표판매물량(천톤)	34,373	31,783	2,590	8.1

자료: 한국가스공사, 하나금융투자

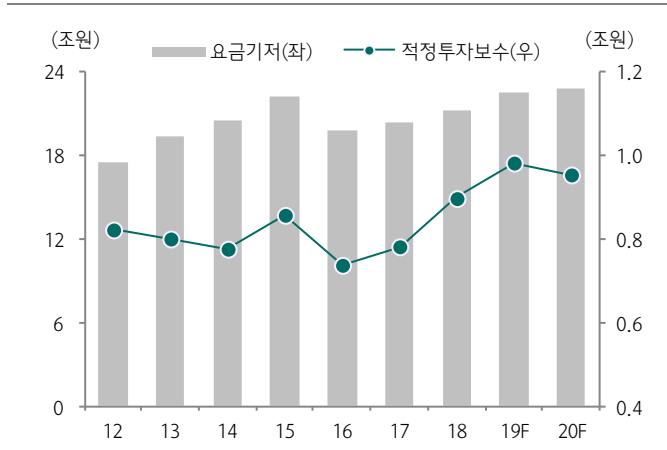
표 3. 한국가스공사 적정투자보수 추정

(단위: %, 억원)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
(1)국고채(5년) 금리 연간 평균	3.24	3.00	2.84	1.97	1.53	2.00	2.31	1.86	1.86
(2)5년 일평균 베타	0.57	0.53	0.50	0.57	0.71	0.84	0.83	0.85	0.79
(3)시장리스크프리미엄	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
자기자본비용(COE=(1)+(2)X(3))	6.68	6.21	5.82	5.38	5.81	7.05	7.32	6.94	6.60
타인자본비용(DOE)	3.17	3.04	3.02	2.90	2.83	2.68	2.64	2.54	2.44
세후적정투자보수율	4.12	3.79	3.86	3.73	3.84	4.22	4.37	4.19	4.02
요금기저	194,452	204,923	222,123	197,824	203,760	212,974	225,091	228,091	231,091
세후적정투자보수	8,011	7,767	8,580	7,380	7,825	8,981	9,833	9,548	9,283

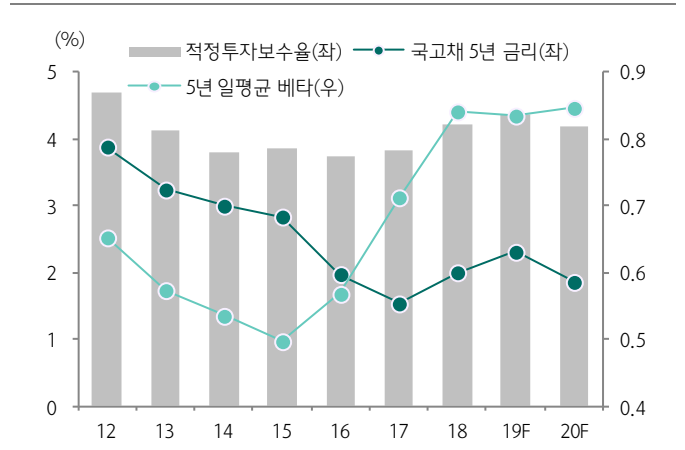
자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 1. 요금기저와 적정투자보수 추이 및 전망



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 2. 적정투자보수율과 금리 및 베타 추이



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	22,172.2	26,185.0	23,597.2	25,380.5	24,416.3
매출원가	20,727.7	24,508.5	21,831.5	23,427.7	22,531.7
매출총이익	1,444.5	1,676.5	1,765.7	1,952.8	1,884.6
판매비	409.3	399.6	417.0	463.3	446.4
영업이익	1,035.2	1,276.9	1,348.7	1,489.4	1,438.2
금융손익	(709.2)	(743.3)	(811.3)	(823.6)	(850.0)
중속/관계기업손익	149.4	204.5	188.6	190.4	191.6
기타영업외손익	(1,724.3)	(89.1)	82.8	0.0	0.0
세전이익	(1,249.0)	649.0	808.7	856.3	779.8
법인세	(58.5)	95.5	208.9	235.5	214.4
계속사업이익	(1,190.5)	553.5	599.8	620.8	565.3
중단사업이익	(1.2)	(26.7)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(1,191.7)	526.7	599.8	620.8	565.3
비지배주주지분순이익	13.4	17.4	2.0	2.0	1.9
지배주주순이익	(1,205.1)	509.4	597.7	618.8	563.5
지배주주지분포괄이익	(1,542.5)	383.5	588.7	615.7	560.7
NOPAT	986.7	1,088.9	1,000.2	1,079.8	1,042.7
EBITDA	2,750.7	3,079.6	3,039.3	3,196.1	3,160.9
성장성(%)					
매출액증가율	5.0	18.1	(9.9)	7.6	(3.8)
NOPAT증가율	24.1	10.4	(8.1)	8.0	(3.4)
EBITDA증가율	5.2	12.0	(1.3)	5.2	(1.1)
영업이익증가율	3.7	23.3	5.6	10.4	(3.4)
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	17.3	3.5	(8.9)
EPS증가율	적지	흑전	17.3	3.5	(8.9)
수익성(%)					
매출총이익률	6.5	6.4	7.5	7.7	7.7
EBITDA이익률	12.4	11.8	12.9	12.6	12.9
영업이익률	4.7	4.9	5.7	5.9	5.9
계속사업이익률	(5.4)	2.1	2.5	2.4	2.3

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(13,055)	5,518	6,475	6,703	6,104
BPS	85,749	89,860	93,650	98,929	102,090
CFPS	31,540	34,883	33,863	34,216	33,166
EBITDAPS	29,797	33,360	32,924	34,622	34,241
SPS	240,185	283,655	255,621	274,939	264,494
DPS	0	1,360	1,500	1,600	1,520
주기지표(배)					
PER	N/A	8.7	6.8	6.6	7.3
PBR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
PCFR	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA	10.3	10.0	9.7	9.0	8.9
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	(14.0)	6.4	7.1	7.0	6.1
ROA	(3.1)	1.3	1.5	1.6	1.5
ROIC	3.0	3.3	3.0	3.3	3.2
부채비율	356.2	367.0	339.1	316.8	296.7
순부채비율	294.2	306.5	282.7	262.7	245.6
이자보상배율(배)	1.2	1.6	1.7	1.9	1.9

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	7,582.2	9,924.9	9,381.4	9,691.7	9,379.8
금융자산	496.1	292.0	474.7	294.5	343.4
현금성자산	441.3	239.8	426.4	243.5	294.4
매출채권 등	5,294.7	5,424.0	5,007.6	5,287.9	5,081.7
재고자산	1,542.2	3,168.6	2,925.3	3,089.1	2,968.6
기타유동자산	249.2	1,040.3	973.8	1,020.2	986.1
비유동자산	29,557.2	29,764.7	29,441.2	29,197.5	28,799.1
투자자산	1,986.2	2,053.5	1,841.0	1,944.0	1,868.2
금융자산	521.1	376.0	347.2	366.6	352.3
유형자산	24,723.3	24,764.1	24,614.6	24,268.0	23,945.3
무형자산	1,813.9	1,771.9	1,792.8	1,792.8	1,792.8
기타비유동자산	1,033.8	1,175.2	1,192.8	1,192.7	1,192.8
자산총계	37,139.4	39,689.7	38,822.6	38,889.3	38,178.9
유동부채	6,590.4	9,871.2	8,392.9	7,874.7	6,941.0
금융부채	3,822.8	6,864.5	5,588.8	4,919.1	4,096.8
매입채무 등	1,874.4	2,130.9	1,967.4	2,077.5	1,996.5
기타유동부채	893.2	875.8	836.7	878.1	847.7
비유동부채	22,408.6	21,320.5	21,588.7	21,684.3	21,614.0
금융부채	20,624.4	19,472.2	19,882.3	19,882.3	19,882.3
기타비유동부채	1,784.2	1,848.3	1,706.4	1,802.0	1,731.7
부채총계	28,999.0	31,191.7	29,981.6	29,559.0	28,555.0
지배주주지분	7,813.3	8,192.8	8,542.6	9,030.0	9,321.7
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	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	4,601.2	5,497.9	5,856.6	6,343.9	6,635.7
비지배주주지분	327.1	305.2	298.3	300.3	302.2
자본총계	8,140.4	8,498.0	8,840.9	9,330.3	9,623.9
순금융부채	23,951.1	26,044.6	24,996.3	24,506.9	23,635.7

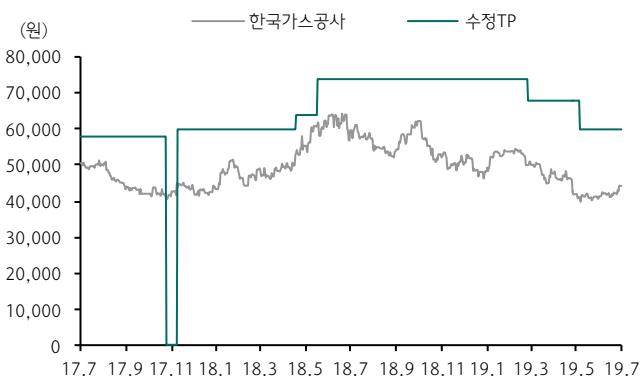
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	2,507.6	57.1	2,512.2	2,088.0	2,471.0
당기순이익	(1,191.7)	526.7	599.8	620.8	565.3
조정	2,737.1	1,643.1	1,846.6	1,710.7	1,726.6
감가상각비	1,715.5	1,802.7	1,690.7	1,706.7	1,722.7
외환거래손익	156.4	(57.9)	(24.9)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	865.2	(101.7)	180.8	4.0	3.9
영업활동자산부채변동	962.2	(2,112.7)	65.8	(243.5)	179.1
투자활동 현금흐름	(1,225.9)	(1,275.2)	(1,077.7)	(1,465.7)	(1,322.2)
투자자산감소(증가)	308.3	(67.2)	212.5	(103.0)	75.8
유형자산감소(증가)	(1,346.4)	(1,147.1)	(1,300.4)	(1,360.0)	(1,400.0)
기타	(187.8)	(60.9)	10.2	(2.7)	2.0
재무활동 현금흐름	(1,266.1)	994.2	(1,252.7)	(805.2)	(1,097.9)
금융부채증가(감소)	(1,811.0)	1,889.5	(865.6)	(669.7)	(822.3)
자본증가(감소)	693.9	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(141.9)	(886.5)	(267.9)	(4.0)	(3.9)
배당지급	(7.1)	(8.8)	(119.2)	(131.5)	(271.7)
현금의 증감	(42.2)	(201.5)	186.7	(182.9)	50.9
Unlevered CFO	2,911.6	3,220.1	3,126.0	3,158.5	3,061.6
Free Cash Flow	1,156.0	(1,136.7)	1,211.7	728.0	1,071.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국가스공사



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.5.13	BUY	60,000		
19.3.4	BUY	68,000	-30.77%	-24.85%
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	-	-
17.7.12	BUY	58,000	-21.13%	-11.38%

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	91.0%	8.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 7월 5일

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 07월 08일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2019년 07월 08일 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.