



## ▲ 철강

Analyst 민사영  
02. 6454-4875  
sayeong.min@meritz.co.kr

**Buy**

<b>적정주가 (12개월)</b>	<b>46,000 원</b>		
<b>현재주가 (1.29)</b>	<b>33,200 원</b>		
<b>상승여력</b>	<b>38.6%</b>		
KOSPI	2,185.28pt		
시가총액	30,648억원		
발행주식수	9,231만주		
유동주식비율	45.11%		
외국인비중	11.20%		
52주 최고/최저가	54,700원/33,200원		
평균거래대금	71.0억원		
<b>주요주주(%)</b>			
대한민국정부(기획재정부) 외 1 인	46.63		
국민연금공단	7.57		
<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-12.4	-20.9	-37.6
상대주가	-11.6	-26.5	-37.6

**주가그래프**

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	26,185.0	1,276.9	509.4	5,518	-144.2	88,751	8.7	0.5	10.0	6.4	367.0
2019E	23,979.8	1,355.3	361.4	3,914	-28.8	86,818	9.7	0.4	9.4	4.5	372.4
2020E	25,415.0	1,447.0	500.9	5,427	34.9	90,738	6.1	0.4	8.7	6.1	359.4
2021E	26,427.6	1,376.8	481.3	5,214	-3.9	94,557	6.4	0.4	8.7	5.6	340.4
2022E	21,979.7	1,404.2	581.6	6,301	20.8	99,192	5.3	0.3	8.0	6.5	299.6

# 한국가스공사 036460

## 배당에 대한 저평가 지속

- ✓ 4Q19 실적은 컨센서스 하회
- ✓ 동사의 해외사업 배당수익은 2021년부터 본격적으로 확대
- ✓ 자산손상을 고려한 보수적 실적 추정치를 가정해도 DPS 1,600원 달성을 가능
- ✓ 장기적으로 손상 이슈 마무리와 증산을 통해 DPS 2,000원 이상으로 확대 전망
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 목표 배당수익률 조정을 통해 46,000원으로 하향

**4Q19 Preview: 기대치 하회**

한국가스공사의 2019년 4분기 연결 영업이익은 4,948억원으로 컨센서스를 소폭 하회하는 실적을 달성할 전망이다. 국내 도매가스사업에서 큰 변화는 없는 가운데 해외 부문의 실적이 시장의 기대치를 소폭 하회할 전망이다.

**배당 매력은 예상대로 확대되는 중**

당사는 한국가스공사의 투자포인트로 해외사업의 배당 및 지분법이익 확대를 제시하였다. 실제로 2019년 12월 이라크 주바이르 사업에서 933억원의 배당금을 수취하며 당사의 예상보다도 훨씬 이른 시점에 이를 확인할 수 있었다. 2020년에는 증산에 따른 투자비 확대로 배당이 어려울 수 있으나, 2021년부터는 본래 예상했던 것처럼 해외사업의 배당수익이 본격적으로 두드러질 전망이다. 2017년 이후 배당을 못했던 우즈벡 수르길 프로젝트도 2021년경에는 배당이 재개될 가능성이 높다.

환율에 큰 변화만 없다면 자산손상이 매년 1,000~1,500억원 가량 발생한다는 보수적 가정하에서도 DPS 1,600원을 충분히 기대할 수 있다. 장기적으로 손상효과가 사라지고 증산에 따른 배당금 규모가 확대될 경우 DPS 2,000원 이상은 충분히 달성 가능하다고 판단된다.

단, 동사 주가 퍼포먼스가 부진한 점에서 드러나듯 성장성이 두드러지지 않는 주식에 대한 시장의 기대 배당수익률은 당사의 기준 추정치보다 높다고 판단된다. 이에 목표 스프레드를 기존 170bp에서 250bp로 확대해 적정 배당수익률을 2.9%에서 3.7%로 상향 조정하였다. 그 결과 적정주가는 기존 58,000원에서 46,000원으로 하향 조정한다.

표1 한국가스공사 4Q19 Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	5,883.3	7,629.3	-22.9	4,520.4	30.1	7,101.6	-17.2
영업이익	441.1	470.3	-6.2	-160.0	흑전	494.8	-10.9
세전이익	91.1	200.8	-54.6	-283.1	흑전	332.4	-72.6
지배순이익	69.8	153.9	-54.6	-226.5	흑전	257.4	-72.9

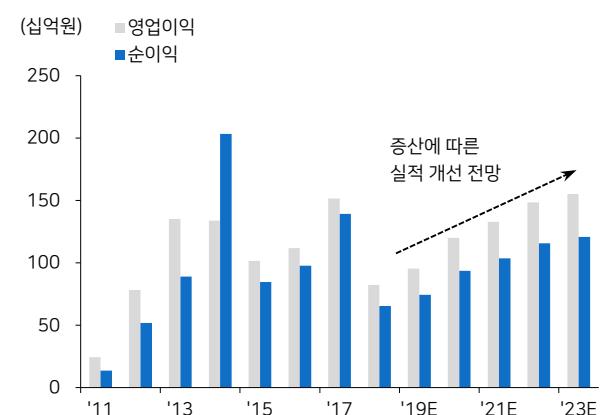
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	26,053.5	28,089.6	23,979.8	25,415.0	-8.0	-9.5
영업이익	1,360.5	1,454.9	1,355.3	1,447.0	-0.4	-0.5
세전이익	514.2	657.0	544.4	693.2	5.9	5.5
지배순이익	347.7	474.8	361.3	500.9	3.9	5.5

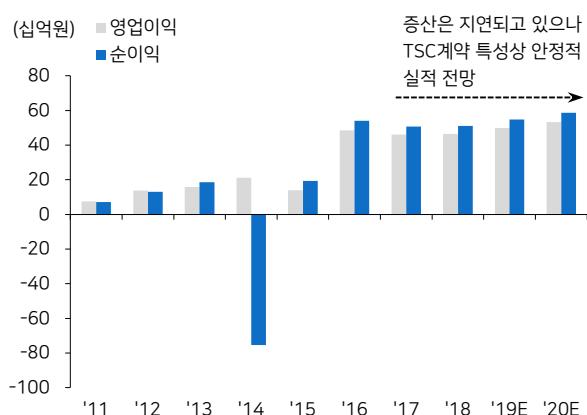
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 이라크 주바이르 프로젝트 이익 전망



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 이라크 바드라 프로젝트 이익 전망



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표3 한국가스공사 배당수익률 기반 Valuation Table

	적용값	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
DPS (원)	1,618	1,470	1,587	1,469	1,754	2,196
5년물 국채금리 (%)	1.2	1.2	1.1	1.3	1.2	1.2
Target Spread (bp)	250.0	250.0	250.0	250.0	250.0	250.0
Target Dividend Yield (%)	3.7	3.7	3.6	3.8	3.7	3.7
적정주가 (천원미만 절사, 원)	<b>44,000</b>					
적정 시가총액 (십억원)	<b>4,061.8</b>					
Upside (%)	<b>32.5</b>					
현재 시가총액 (십억원)	3,064.8					
증가 (원)	33,200					

표4 한국가스공사 PBR 기반 Valuation Table

(십억원)	3개년 평균	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
지배주주 순이익	525.1	361.3	500.9	481.3	581.6	665.3
지배주주 자본총계	8,920.7	8,143.2	8,515.4	8,857.6	9,310.5	9,822.1
ROE (%)	5.9	4.4	6.0	5.5	6.4	7.0
COE (%)	8.6	8.6	8.6	8.7	8.6	8.6
Rf(5년물 국채금리)	1.2	1.2	1.1	1.3	1.2	1.2
52주 β	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Rm	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5
성장률(g)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Fair PBR (배)	0.68	0.51	0.70	0.64	0.74	0.80
적정 시가총액	6,077.9	4,170.5	5,946.8	5,667.0	6,898.0	7,904.8
Current PBR	0.50	0.55	0.52	0.50	0.48	0.45
현재 시가총액	4,449.5	4,449.5	4,449.5	4,449.5	4,449.5	4,449.5
적정주가 (원, 천원미만 절사)	<b>45,000</b>	<b>35,000</b>	<b>44,000</b>	<b>42,000</b>	<b>51,000</b>	<b>58,000</b>
증가 (원)	33,200	37,850	33,200	33,200	33,200	33,200
Upside (%)	36.6	-6.3	33.7	27.4	55.0	77.7

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표5 사업 부문별 실적 추정

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
<b>매출</b>	<b>8,771.5</b>	<b>5,056.6</b>	<b>4,727.7</b>	<b>7,629.3</b>	<b>8,701.3</b>	<b>4,874.8</b>	<b>4,520.4</b>	<b>5,883.3</b>	<b>8,716.3</b>	<b>5,321.2</b>	<b>4,673.1</b>	<b>6,704.3</b>
<b>가스 도입 및 판매</b>	<b>8,527.1</b>	<b>4,763.7</b>	<b>4,401.3</b>	<b>7,293.6</b>	<b>8,422.3</b>	<b>4,600.9</b>	<b>4,203.8</b>	<b>5,764.8</b>	<b>8,582.9</b>	<b>5,185.5</b>	<b>4,534.6</b>	<b>6,566.3</b>
도시가스	4,672.4	2,213.6	1,900.2	3,926.2	4,657.0	2,601.8	1,960.7	3,258.2	4,559.3	2,381.9	1,692.8	3,400.8
주택용	2,949.4	865.5	361.6	1,930.6	2,879.5	1,013.9	368.0	1,583.2	2,783.3	917.6	316.8	1,663.6
산업용	1,131.8	867.6	905.1	1,238.1	1,152.8	1,024.3	947.7	1,084.7	1,145.5	950.1	821.0	1,063.6
기타	591.2	480.6	633.5	757.5	624.8	563.7	645.0	590.3	630.5	514.2	554.9	673.7
발전용	3,467.5	2,468.0	2,527.2	3,156.3	3,344.1	2,144.2	2,232.0	2,506.6	3,628.8	2,810.8	2,841.9	3,165.4
<b>연결종속 및 기타</b>	<b>244.4</b>	<b>292.9</b>	<b>326.4</b>	<b>335.7</b>	<b>279.0</b>	<b>274.0</b>	<b>316.6</b>	<b>338.5</b>	<b>381.1</b>	<b>387.9</b>	<b>395.6</b>	<b>394.4</b>
주요 해외 자원개발	300.3	358.5	376.0	382.7	356.6	346.9	369.6	383.5	440.1	448.0	442.5	438.4
미얀마A1/A3(별도)	24.7	20.2	6.9	19.5	28.0	30.7	31.6	29.3	28.3	29.5	27.2	26.7
이라크 주바이르	80.1	98.6	110.0	120.6	88.7	87.9	106.8	101.7	102.1	101.2	100.7	99.8
이라크 바드라	85.1	103.0	106.8	87.3	70.8	83.3	66.0	103.4	84.2	83.5	82.8	82.1
호주 GLNG	110.4	136.7	152.3	155.3	169.1	138.0	165.2	142.2	143.2	151.1	149.8	148.5
호주 Prelude	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.0	0.0	6.8	82.3	82.7	82.0	81.2
매출원가	7,723.5	4,951.4	4,814.7	7,019.0	7,728.4	4,570.0	4,588.6	5,318.6	7,610.0	5,163.5	4,639.6	6,063.5
매출원가율(%)	88.1	97.9	101.8	92.0	88.8	93.7	101.5	90.4	87.3	97.0	99.3	90.4
매출총이익	1,048.0	105.1	-87.0	610.3	972.9	304.9	-68.2	564.7	1,106.3	157.7	33.5	640.8
판관비	84.5	89.9	85.2	140.1	103.4	100.1	91.8	123.6	95.9	90.9	175.8	128.8
판관비율(%)	1.0	1.8	1.8	1.8	1.2	2.1	2.0	2.1	1.1	1.7	3.8	1.9
<b>연결기준 영업이익</b>	<b>963.5</b>	<b>15.3</b>	<b>-172.2</b>	<b>470.3</b>	<b>869.5</b>	<b>204.7</b>	<b>-160.0</b>	<b>441.1</b>	<b>1,010.4</b>	<b>66.9</b>	<b>-142.3</b>	<b>512.0</b>
<b>가스 도입 및 판매</b>	<b>925.4</b>	<b>-23.1</b>	<b>-223.1</b>	<b>429.5</b>	<b>815.8</b>	<b>157.6</b>	<b>-179.4</b>	<b>408.9</b>	<b>946.1</b>	<b>-11.7</b>	<b>-205.0</b>	<b>445.9</b>
주요 해외 자원개발	58.6	58.5	59.1	59.9	86.2	55.1	67.3	59.8	90.8	92.6	90.7	89.5
미얀마A1/A3(별도)	17.1	13.3	3.2	12.8	17.9	21.1	21.6	19.1	18.4	19.2	17.7	17.4
이라크 주바이르	22.4	20.7	25.7	13.7	20.8	15.4	25.9	30.9	30.8	30.6	30.6	30.4
이라크 바드라	5.1	3.5	2.9	2.4	12.7	11.5	1.3	14.7	11.8	11.7	11.7	11.6
호주 GLNG	14.0	21.0	27.3	31.0	34.8	11.2	26.5	11.3	13.8	15.3	15.1	15.0
호주 Prelude	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-4.1	-8.0	-16.2	15.9	15.9	15.5	15.1
기타	-20.5	-20.0	-8.2	-19.2	-32.5	-8.0	-47.9	-27.6	-26.5	-14.0	-28.0	-23.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 한국가스공사 (036460)

## Income Statement

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>26,185.0</b>	<b>23,979.8</b>	<b>25,415.0</b>	<b>26,427.6</b>	<b>21,979.7</b>
매출액증가율 (%)	18.1	-8.4	6.0	4.0	-16.8
매출원가	24,508.5	22,205.6	23,476.6	24,501.6	20,076.4
매출총이익	1,676.5	1,774.2	1,938.3	1,925.9	1,903.2
판매관리비	399.7	418.9	491.4	549.1	499.0
<b>영업이익</b>	<b>1,276.9</b>	<b>1,355.3</b>	<b>1,447.0</b>	<b>1,376.8</b>	<b>1,404.2</b>
영업이익률	4.9	5.7	5.7	5.2	6.4
금융손익	-743.3	-842.2	-814.9	-775.8	-671.1
종속/관계기업손익	204.5	174.5	205.8	206.3	210.4
기타영업외손익	-89.1	-143.2	-144.7	-141.4	-138.8
세전계속사업이익	649.0	544.4	693.2	666.0	804.8
법인세비용	95.5	169.1	187.2	179.8	217.3
<b>당기순이익</b>	<b>526.7</b>	<b>375.2</b>	<b>506.0</b>	<b>486.1</b>	<b>587.5</b>
지배주주지분 순이익	509.4	361.4	500.9	481.3	581.6

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>57.1</b>	<b>2,690.7</b>	<b>1,630.0</b>	<b>2,045.4</b>	<b>3,381.2</b>
당기순이익(손실)	526.7	375.2	506.0	486.1	587.5
유형자산상각비	1,802.7	1,795.6	1,828.1	1,769.1	1,708.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-2,112.7	219.3	-708.0	-213.6	1,081.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,275.2</b>	<b>-1,145.6</b>	<b>-840.5</b>	<b>-813.0</b>	<b>-736.5</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-1,193.8	-1,207.0	-800.0	-800.0	-800.0
투자자산의감소(증가)	-67.2	-98.6	-40.5	-13.0	63.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>994.2</b>	<b>-1,056.5</b>	<b>-132.7</b>	<b>-642.9</b>	<b>-2,132.2</b>
차입금의 증감	1,889.5	213.4	0.0	-500.0	-2,000.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-201.5	512.1	656.8	589.5	512.5
기초현금	441.3	239.8	751.9	1,408.7	1,998.2
기말현금	239.8	751.9	1,408.7	1,998.2	2,510.7

## Balance Sheet

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>9,924.9</b>	<b>8,505.0</b>	<b>10,093.7</b>	<b>10,980.6</b>	<b>9,994.6</b>
현금및현금성자산	239.8	751.9	1,408.7	1,998.2	2,510.7
매출채권	5,171.1	3,987.7	4,544.2	4,723.5	3,850.5
재고자산	3,168.6	2,443.4	2,784.4	2,894.3	2,359.3
<b>비유동자산</b>	<b>29,764.8</b>	<b>30,748.2</b>	<b>29,760.6</b>	<b>28,804.5</b>	<b>27,832.4</b>
유형자산	24,764.1	24,846.2	23,818.2	22,849.1	21,940.5
무형자산	1,771.9	1,857.8	1,857.8	1,857.8	1,857.8
투자자산	2,053.5	2,152.0	2,192.5	2,205.5	2,142.0
<b>자산총계</b>	<b>39,689.7</b>	<b>39,253.1</b>	<b>39,854.2</b>	<b>39,785.1</b>	<b>37,827.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>9,871.2</b>	<b>6,965.9</b>	<b>7,200.0</b>	<b>7,273.5</b>	<b>6,881.6</b>
매입채무	1,628.5	1,255.8	1,431.0	1,487.5	1,212.6
단기차입금	3,682.8	2,000.0	2,000.0	2,000.0	2,000.0
유동성장기부채	2,595.2	2,234.8	2,234.8	2,234.8	2,234.8
<b>비유동부채</b>	<b>21,320.5</b>	<b>23,978.1</b>	<b>23,978.1</b>	<b>23,478.1</b>	<b>21,478.1</b>
사채	17,255.5	19,543.5	19,543.5	19,043.5	17,043.5
장기차입금	265.3	377.4	377.4	377.4	377.4
<b>부채총계</b>	<b>31,191.7</b>	<b>30,944.0</b>	<b>31,178.2</b>	<b>30,751.6</b>	<b>28,359.8</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
기타포괄이익누계액	8.8	32.1	32.1	32.1	32.1
이익잉여금	5,497.9	5,604.9	5,966.8	6,319.3	6,747.2
비지배주주지분	305.2	294.7	299.8	304.6	310.5
<b>자본총계</b>	<b>8,498.0</b>	<b>8,309.1</b>	<b>8,676.1</b>	<b>9,033.5</b>	<b>9,467.2</b>

## Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
SPS	283,655	259,766	275,313	286,282	238,099
EPS(지배주주)	5,518	3,914	5,427	5,214	6,301
CFPS	34,883	33,801	35,755	34,483	33,680
EBITDAPS	33,360	34,133	35,477	34,078	33,721
BPS	88,751	86,818	90,738	94,557	99,192
DPS	1,360	1,470	1,587	1,469	1,754
배당수익률(%)	2.8	3.9	4.8	4.4	5.3
Valuation(Multiple)					
PER	8.7	9.7	6.1	6.4	5.3
PCR	1.4	1.1	0.9	1.0	1.0
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
EBITDA	3,079.6	3,150.9	3,275.0	3,145.9	3,112.8
EV/EBITDA	10.0	9.4	8.7	8.7	8.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.4	4.5	6.1	5.6	6.5
EBITDA 이익률	11.8	13.1	12.9	11.9	14.2
부채비율	367.0	372.4	359.4	340.4	299.6
금융비용부담률	3.0	3.3	3.4	3.2	3.5
이자보상배율(X)	1.6	1.7	1.7	1.6	1.8
매출채권회전율(X)	5.0	5.2	6.0	5.7	5.1
재고자산회전율(X)	11.1	8.5	9.7	9.3	8.4

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	<p><b>Buy</b>      추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p><b>Hold</b>     추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Sell</b>      추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2019년 12월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

**한국가스공사 (036460) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

