2020년 3월 2일 I Equity Research

한국가스공사 (036460)

바닥은 맞는데 천장도 낮아져서

목표주가 36,000원으로 하향, 투자의견 매수 유지

한국가스공사 목표주가를 36,000원으로 기존대비 28% 하향한다. 2020년 BPS에 PBR 0.4배를 적용했다. 최근 하락한 주가 대비 목표주가 괴리율 확대에 대한 조정이며 투자의견 매수를 유지한다. 4분기 영업실적은 컨센서스를 하회했다. 유가 약세와 손상차손으로 해외사업 실적이 부진했다. 별도사업 이익은 총괄원가 배분비율이 전년대비 1%p 높았지만 판매실량 감소와 유가 하락으로 요금기저 하락요인이 발생하며 감익이 불가피했다. 대규모 손상에 DPS는 380원으로 기대치를 하회했다. 2020년 PER 6.1배, PBR 0.31배다.

4Q19 영업이익 4,203억원(YoY -10.6%)으로 컨센서스 하회

4분기 매출액은 6.9조원으로 전년대비 9.7% 감소했다. 유가 약세와 가스판매실적 부진 때문이다. 영업이익은 4,203억원으로 전년대비 10.6% 감소했다. 유가가 상승하고 판매량도 좋았던 2018년 흐름과 정확히 반대 이유로 운전자본 축소와 적정투자보수 감소가 발생했기 때문이다. 이라크 바드라는 투자비회수율 하향조정 영향으로 마이너스 매출실적을 인식했다. 호주 GLNG는 감가상각비와 원료가스 구입비 증가로 이익이 감소했다. Prelude는 영업적자 규모가 축소되었지만 장기유가전망 하향조정에 따른 대규모 손상인식으로 별도 순이익이 크게 훼손되었다. 캐나다 혼리버는 3분기에 이어 이번 분기에도 손상차손이 발생했다.

금리, 환율, 유가, 판매량, 자본비율 모든 것이 걱정거리

최근 주요 지표들의 변화 흐름을 감안하면 2020년 실적에서 기대할 수 있는 부분은 감가상각비 감소효과뿐이다. 금리와 유가는 또 다시 약세로 전환했고 기말 배당을 결정할 환율은 1,200원을 상회하고 있다. 2020년은 기저전원 회복과 전력수요 감소, 높은 겨울철 기온에 발전용, 도시가스 모두 판매전망이 불투명하다. 영구채 상환으로 자기자본이 3,086억원 감소했지만 2019년 별도 순이익은 816억원으로 자본비율 하락이 불가피하다. 베타는 개선되었지만 나머지 이익 변수 흐름이 바닥인 주가와 낮아진 천장을 증명하는 모습이다.

Update

BUY

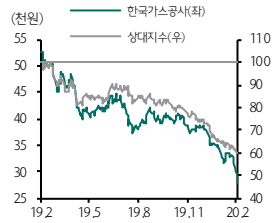
I TP(12M): 36,000원(하향) I CP(2월 28일): 28,100원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	1,987.01
52주 최고/최저(원)	51,100/28,100
시가총액(십억원)	2,594.0
시가총액비중(%)	0.22
발행주식수(천주)	92,313.0
60일 평균 거래량(천주)	216.0
60일 평균 거래대금(십억원)	7.4
19년 배당금(예상,원)	380
19년 배당수익률(예상,%)	1.00
외국인지분율(%)	11.16
주요주주 지분율(%)	
기획재정부 외 1 인	46.63
국민연금공단	7.57

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(15.4)	(27.3)	(43.9)
상대	(7.3)	(29.0)	(38.0)

Consensus Data	2019	2020
매출액(십억원)	25,009.9	25,695.7
영업이익(십억원)	1,389.5	1,465.2
순이익(십억원)	518.6	592.6
EPS(원)	5,425	6,314
BPS(원)	95,916	100,927

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019P	2020F	2021F
매출액	십억원	22,172.2	26,185.0	24,982.6	24,874.1	24,415.0
영업이익	십억원	1,035.2	1,276.9	1,334.5	1,340.4	1,290.0
세전이익	십억원	(1,249.0)	649.0	116.4	580.5	529.0
순이익	십억원	(1,205.1)	509.4	38.8	424.8	387.1
EPS	원	(13,055)	5,518	420	4,601	4,193
증감률	%	적지	흑전	(92.4)	995.5	(8.9)
PER	배	N/A	8.74	90.14	6.11	6.70
PBR	배	0.50	0.54	0.44	0.31	0.30
EV/EBITDA	배	10.25	10.00	9.68	8.82	8.64
ROE	%	(14.03)	6.36	0.48	5.30	4.64
BPS	원	85,749	89,860	85,828	90,069	92,838
DPS	원	0	1,360	380	1,500	1,500

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

하나금융투자

Analyst 유재선 02-3771-8011

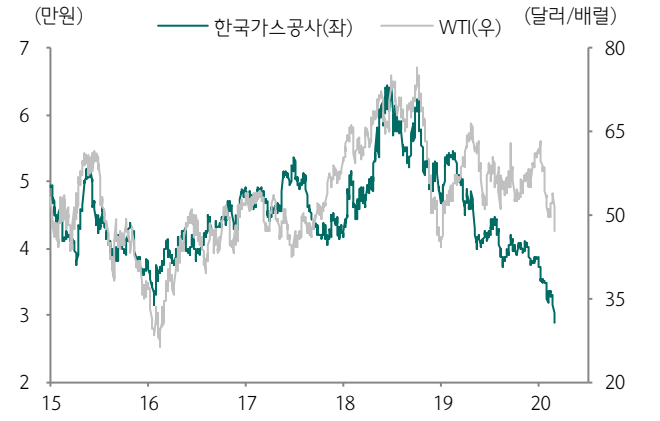
표 1. 한국가스공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2019P				2020F				4Q19 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	**87,013**	**48,748**	**45,204**	**68,861**	**91,579**	**46,683**	**43,419**	**67,060**	**(9.7)**	**52.3**
가스도입 및 판매	84,223	46,009	42,038	66,768	89,396	44,555	41,279	64,918	(8.5)	58.8
해외/기타	2,790	2,740	3,166	2,092	2,184	2,127	2,140	2,143	(37.7)	(33.9)
영업이익	**8,695**	**2,047**	**(1,600)**	**4,203**	**10,126**	**269**	**(1,302)**	**4,311**	**(10.6)**	**흑전**
가스도입 및 판매	8,158	1,576	(1,794)	3,918	9,791	(134)	(1,675)	4,019	(8.8)	흑전
해외/기타	537	471	194	285	335	403	373	292	(30.0)	46.7
세전이익	**7,157**	**207**	**(2,831)**	**(3,369)**	**7,988**	**(1,574)**	**(3,145)**	**2,536**	**적전**	**적지**
순이익	**5,305**	**(124)**	**(2,265)**	**(2,528)**	**5,845**	**(1,152)**	**(2,301)**	**1,855**	**적전**	**적지**
영업이익률(%)	9.4	3.2	(4.0)	5.7	10.7	(0.3)	(3.9)	6.0	-	-
세전이익률(%)	8.2	0.4	(6.3)	(4.9)	8.7	(3.4)	(7.2)	3.8	-	-
순이익률(%)	6.1	(0.3)	(5.0)	(3.7)	6.4	(2.5)	(5.3)	2.8	-	-
도시가스용(천톤)	7,016	3,662	2,738	5,406	7,086	3,699	2,765	5,460	(8.6)	97.4
발전용(천톤)	4,127	3,139	3,495	4,013	4,086	3,108	3,460	3,973	(1.3)	14.8

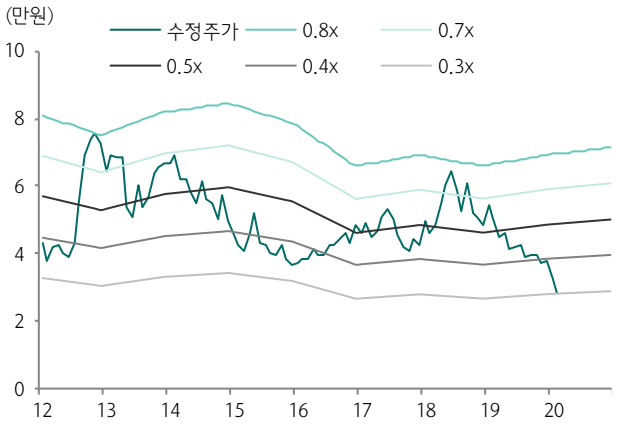
자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 1. 한국가스공사 주가와 유가 추이



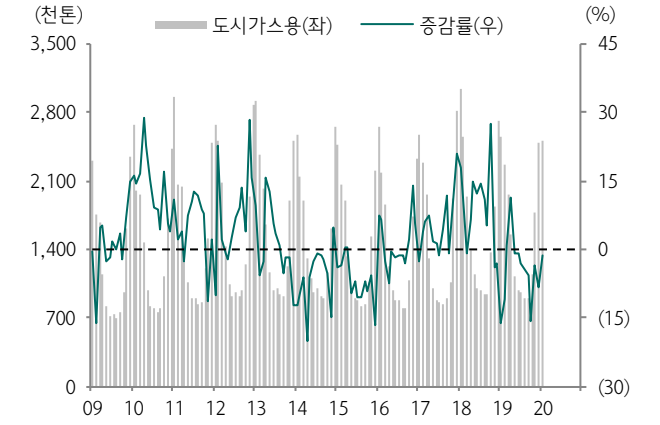
자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 2. 한국가스공사 12M Fwd PBR 추이



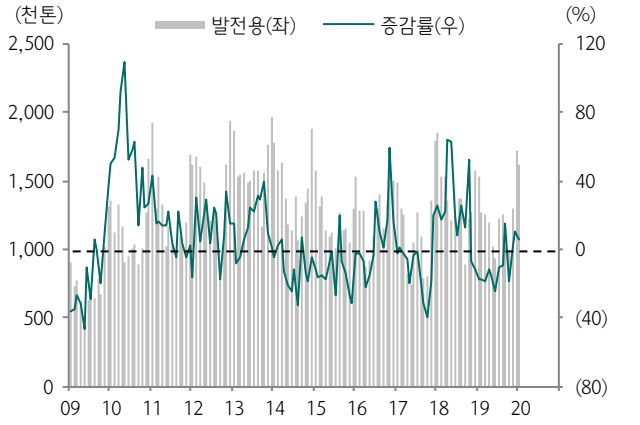
자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 3. 월별 도시가스 판매량 추이 (1월 YoY -1.3%)



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 4. 월별 발전용 판매량 추이 (1월 YoY +5.4%)



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

Analyst 유재선 02-3771-8011

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019P	2020F	2021F
매출액	**22,172.2**	**26,185.0**	**24,982.6**	**24,874.1**	**24,415.0**
매출원가	20,727.7	24,508.5	23,227.1	23,077.4	22,678.1
매출총이익	1,444.5	1,676.5	1,755.5	1,796.7	1,736.9
판관비	409.3	399.6	421.0	456.3	446.9
영업이익	**1,035.2**	**1,276.9**	**1,334.5**	**1,340.4**	**1,290.0**
금융손익	(709.2)	(743.3)	(802.0)	(884.7)	(911.1)
종속/관계기업손익	149.4	204.5	104.7	124.8	150.0
기타영업외손익	(1,724.3)	(89.1)	(520.8)	0.0	0.0
세전이익	**(1,249.0)**	**649.0**	**116.4**	**580.5**	**529.0**
법인세	(58.5)	95.5	58.1	159.6	145.5
계속사업이익	(1,190.5)	553.5	58.3	420.9	383.5
중단사업이익	(1.2)	(26.7)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(1,191.7)**	**526.7**	**58.3**	**420.9**	**383.5**
비지배주주지분순이익	13.4	17.4	19.5	(3.9)	(3.5)
지배주주순이익	**(1,205.1)**	**509.4**	**38.8**	**424.8**	**387.1**
지배주주지분포괄이익	(1,542.5)	383.5	42.8	453.2	413.0
NOPAT	986.7	1,088.9	668.3	971.8	935.3
EBITDA	2,750.7	3,079.6	3,131.1	3,213.3	3,179.0
성장성(%)					
매출액증가율	5.0	18.1	(4.6)	(0.4)	(1.8)
NOPAT증가율	24.1	10.4	(38.6)	45.4	(3.8)
EBITDA증가율	5.2	12.0	1.7	2.6	(1.1)
영업이익증가율	3.7	23.3	4.5	0.4	(3.8)
(지배주주)순익증가율	적지	흑전	(92.4)	994.8	(8.9)
EPS증가율	적지	흑전	(92.4)	995.5	(8.9)
수익성(%)					
매출총이익률	6.5	6.4	7.0	7.2	7.1
EBITDA이익률	12.4	11.8	12.5	12.9	13.0
영업이익률	4.7	4.9	5.3	5.4	5.3
계속사업이익률	(5.4)	2.1	0.2	1.7	1.6

투자지표

	2017	2018	2019P	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(13,055)	5,518	420	4,601	4,193
BPS	85,749	89,860	85,828	90,069	92,838
CFPS	31,540	34,883	29,327	35,042	34,354
EBITDAPS	29,797	33,360	33,919	34,809	34,437
SPS	240,185	283,655	270,629	269,454	264,481
DPS	0	1,360	380	1,500	1,500
주가지표(배)					
PER	N/A	8.7	90.1	6.1	6.7
PBR	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3
PCFR	1.3	1.4	1.3	0.8	0.8
EV/EBITDA	10.3	10.0	9.7	8.8	8.6
PSR	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	(14.0)	6.4	0.5	5.3	4.6
ROA	(3.1)	1.3	0.1	1.1	1.0
ROIC	3.0	3.3	2.0	2.9	2.9
부채비율	356.2	367.0	383.9	354.4	332.8
순부채비율	294.2	306.4	326.4	299.1	280.6
이자보상배율(배)	1.2	1.6	1.7	1.6	1.6

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019P	2020F	2021F
유동자산	**7,582.2**	**9,924.9**	**8,848.4**	**8,769.3**	**8,548.0**
금융자산	496.1	296.8	281.0	425.7	379.7
현금성자산	441.3	239.8	210.1	356.1	311.0
매출채권 등	5,294.7	5,424.0	4,895.6	4,767.6	4,667.4
재고자산	1,542.2	3,168.6	2,859.9	2,785.1	2,726.6
기타유동자산	249.2	1,035.5	811.9	790.9	774.3
비유동자산	**29,557.2**	**29,764.7**	**30,449.4**	**29,889.4**	**29,363.7**
투자자산	1,986.2	2,053.5	1,859.2	1,812.2	1,775.4
금융자산	521.1	376.0	339.4	330.5	323.6
유형자산	24,723.3	24,764.1	24,840.2	24,327.3	23,838.4
무형자산	1,813.9	1,771.9	1,857.8	1,857.8	1,857.8
기타비유동자산	1,033.8	1,175.2	1,892.2	1,892.1	1,892.1
자산총계	**37,139.4**	**39,689.7**	**39,297.8**	**38,658.7**	**37,911.7**
유동부채	**6,590.4**	**9,871.2**	**8,569.6**	**7,586.6**	**6,621.6**
금융부채	3,822.8	6,864.5	5,804.8	4,891.0	3,980.1
매입채무 등	1,874.4	2,130.9	1,923.3	1,873.1	1,833.7
기타유동부채	893.2	875.8	841.5	822.5	807.8
비유동부채	**22,408.6**	**21,320.5**	**22,607.2**	**22,563.6**	**22,529.5**
금융부채	20,624.4	19,472.2	20,870.2	20,870.2	20,870.2
기타비유동부채	1,784.2	1,848.3	1,737.0	1,693.4	1,659.3
부채총계	**28,999.0**	**31,191.7**	**31,176.8**	**30,150.2**	**29,151.0**
지배주주지분	**7,813.3**	**8,192.8**	**7,820.7**	**8,212.0**	**8,467.7**
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	(102.9)	(102.9)	(102.9)
기타포괄이익누계액	526.1	8.8	32.1	32.1	32.1
이익잉여금	4,601.2	5,497.9	5,411.1	5,802.6	6,058.2
비지배주주지분	**327.1**	**305.2**	**300.3**	**296.5**	**292.9**
자본총계	**8,140.4**	**8,498.0**	**8,121.0**	**8,508.5**	**8,760.6**
순금융부채	23,951.1	26,039.9	26,509.1	25,450.5	24,585.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

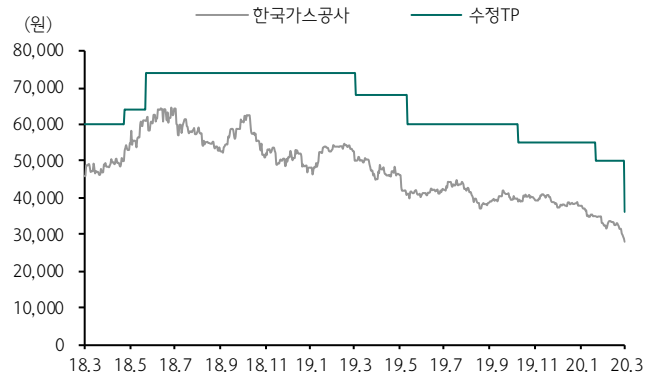
	2017	2018	2019P	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**2,507.6**	**57.1**	**1,716.9**	**2,408.7**	**2,363.1**
당기순이익	(1,191.7)	526.7	58.3	420.9	383.5
조정	2,737.1	1,643.1	2,097.1	1,876.7	1,892.7
감가상각비	1,715.5	1,802.7	1,796.6	1,872.9	1,888.9
외환거래손익	156.4	(57.9)	(101.8)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	865.2	(101.7)	402.3	3.8	3.8
영업활동자산부채변동	962.2	(2,112.7)	(438.5)	111.1	86.9
투자활동 현금흐름	**(1,225.9)**	**(1,275.2)**	**(838.4)**	**(1,311.7)**	**(1,362.2)**
투자자산감소(증가)	308.3	(67.2)	194.2	47.1	36.8
유형자산감소(증가)	(1,346.4)	(1,147.1)	(1,200.0)	(1,360.0)	(1,400.0)
기타	(187.8)	(60.9)	167.4	1.2	1.0
재무활동 현금흐름	**(1,266.1)**	**994.2**	**(931.7)**	**(951.0)**	**(1,046.0)**
금융부채증가(감소)	(1,811.0)	1,889.5	338.3	(913.8)	(910.8)
자본증가(감소)	693.9	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(141.9)	(886.5)	(1,136.4)	(3.9)	(3.7)
배당지급	(7.1)	(8.8)	(133.6)	(33.3)	(131.5)
현금의 증감	**(42.2)**	**(201.5)**	**(29.7)**	**146.0**	**(45.1)**
Unlevered CFO	2,911.6	3,220.1	2,707.3	3,234.8	3,171.4
Free Cash Flow	1,156.0	(1,136.7)	514.9	1,048.7	963.1

자료: 하나금융투자

Analyst 유재선 02-3771-8011

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국가스공사



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.3.2	BUY	36,000		
20.1.23	BUY	50,000	-35.29%	-30.10%
19.10.10	BUY	55,000	-29.83%	-25.55%
19.5.13	BUY	60,000	-31.35%	-25.33%
19.3.4	BUY	68,000	-30.77%	-24.85%
18.5.24	BUY	74,000	-25.29%	-12.84%
18.4.25	BUY	64,000	-11.47%	-4.69%
18.3.1	BUY	60,000	-19.14%	-15.33%
17.11.1				-

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	89.9%	10.1%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 2월 27일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 3월 2일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2020년 3월 2일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 증빙자료로 사용될 수 없습니다.