



BUY(Maintain)

목표주가: 36,000원

주가(2/28): 28,100원

시가총액: 25,940억원



철강/유틸리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/28)	1,987.01pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	51,100 원	28,100원
등락률	-45.0%	0.0%
수익률	절대	상대
1M	-15.4%	-7.3%
6M	-27.3%	-29.0%
1Y	-43.9%	-38.0%

Company Data

발행주식수	92,313 천주
일평균 거래량(3M)	216천주
외국인 지분율	11.2%
배당수익률(19E)	1.0%
BPS(19E)	87,520원
주요 주주	대한민국 정부 외 1 인
	46.6%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	22,172	26,185	24,983	23,129
영업이익	1,035	1,277	1,335	1,389
EBITDA	2,751	3,080	3,070	3,076
세전이익	-1,249	649	116	675
순이익	-1,192	527	58	540
지배주주지분순이익	-1,205	509	39	540
EPS(원)	-13,055	5,518	420	5,846
증감률(%YoY)	적지	후전	-92.4	1,292.0
PER(배)	-3.3	8.7	90.1	5.0
PBR(배)	0.50	0.54	0.43	0.32
EV/EBITDA(배)	10.3	9.9	9.4	8.8
영업이익률(%)	4.7	4.9	5.3	6.0
ROE(%)	-14.0	6.4	0.5	6.6
순부채비율(%)	294.2	303.8	299.0	275.2

Price Trend



☒ 4Q19 실적리뷰

한국가스공사 (036460)

해외사업 부진으로 예상치 하회



4Q 실적은 해외사업 부진과 호주 Prelude, 캐나다 혼리버 광구에서 약 5,000억원의 일회성 손상차손을 반영해 예상치를 크게 하회하였습니다. 올해 국내 가스도매 사업의 안정적 실적 전망에도 다수의 해외 광구 지분을 보유하고 있는 사업구조상 유가가 하락하는 시기에는 실적 불확실성이 부각될 수밖에 없는 상황입니다. 주가 반등을 위해서는 유가 등 원자재가격 상승이 선행되어야 할 것으로 판단합니다.

>>> 4Q19 실적은 해외사업 부진과 손상차손으로 예상치 하회

4Q 영업이익은 4,203억원(-11%YoY)으로 키움증권 추정치 4,470억원과 컨센서스 4,735억원을 하회했다. 투자비회수율 하향조정으로 이라크 바드라사업에서 매출액 -143억원, 영업이익 -103억원의 마이너스 실적을 인식(3Q19 매출액 660억원, 영업이익 13억원)했고, 호주 GLNG사업도 감가상각비 및 가스구입비 증가에 따라 영업이익이 132억원(-50%QoQ, -57%YoY)에 그치면서 해외사업 영업이익 합계가 376억원(-33%QoQ, -37%YoY)으로 예상보다 부진했다.

지배주주순이익은 -2,528억원으로 키움증권 추정치 3,145억원과 컨센서스 2,591억원을 크게 하회했다. 1) 원자재가격 하락에 따라 호주 Prelude 사업에서 -4,180억원, 캐나다 혼리버사업에서 약 -800억원 등 총 -5,000억원의 일회성 손상차손을 반영했고, 2) 카타르 KORAS 사업에서도 투자주식 공정가치 평가손실 반영으로 -616억원의 지분법 손실이 발생해 지분법손익 합계가 3Q19 485억원에서 4Q19 -160억원으로 감소했기 때문이다.

>>> 해외사업 불확실성으로 주가상승 모멘텀 부재

2020년 국내 가스도매사업 영업이익은 2019년 금리약세에 따른 적정투보율 하락에도 2014년부터 총괄원가에서 차감되고 있던 연간 1,100억원의 감가상각비 패널티가 종료되면서 2019년과 유사한 1.2조원 수준의 안정적 실적이 예상된다. 하지만 다수의 해외 광구 지분을 보유하고 있는 동사의 사업구조상 유가가 하락하는 시기에는 해외사업 부진에 따른 실적 불확실성이 부각될 수밖에 없는 상황이다. 4Q19 실적을 반영해 2020년 지배주주 순이익 전망치를 기존대비 -9% 하향한다.

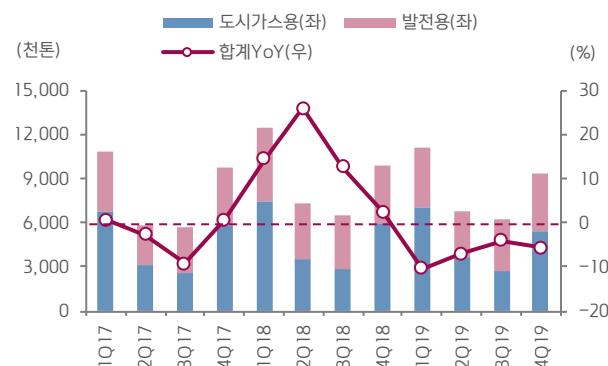
작년 연중 하락했던 주가는 현재 2020E PER 4.8X, PBR 0.31X에 불과해 Valuation 매력이 높아진 상황으로 향후 추가하락 가능성은 제한될 전망이다. 단, 주가 반등을 위해서는 유가를 필두로 원자재가격 상승이 선행되어야 할 것으로 판단한다. 최근 유가약세와 실적전망치 하향을 반영해 목표주가를 36,000원(12mf PBR 0.4X 적용)으로 -36% 하향하고 투자의견 Buy를 유지한다.

한국가스공사 4Q19 잠정실적

(단위: 십억원)	4Q19P	키움추정	%차이	컨센서스	%차이	3Q19	%QoQ	4Q18	%YoY
매출액	6,886	6,506	5.8	6,765	1.8	4,520	52.3	7,629	-9.7
영업이익	420	447	-6.0	474	-11.2	-160	흑자전환	470	-10.6
영업이익률(%)	6.1	6.9		7.0		-3.5		6.2	
세전이익	-337	315	적자전환	259	적자전환	-283	적자확대	201	적자전환
순이익	-250	236	적자전환	N/A	적자전환	-217	적자확대	158	적자전환
지배주주순이익	-253	223	적자전환	194	적자전환	-227	적자확대	154	적자전환

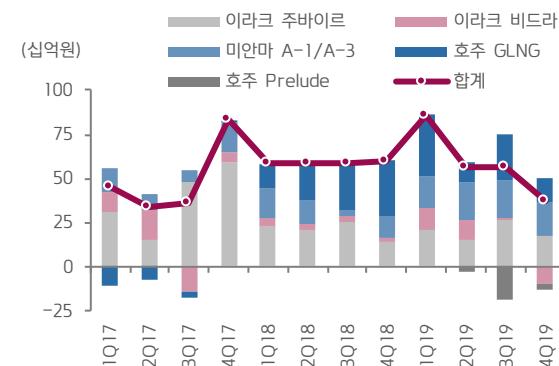
자료: 한국가스공사, 키움증권

분기별 가스 판매량



자료: 한국가스공사, 키움증권

주요 해외사업 영업이익



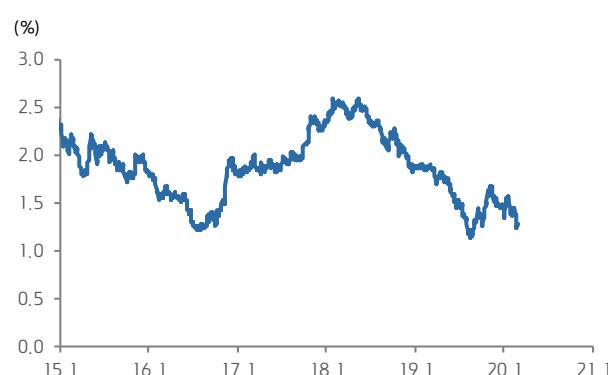
자료: 한국가스공사, 키움증권

한국가스공사 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	8,701	4,875	4,520	6,886	7,455	4,603	4,226	6,846
영업이익	869	205	-160	420	843	195	-137	488
영업이익률(%)	10.0	4.2	-3.5	6.1	11.3	4.2	-3.2	7.1
세전이익	716	21	-283	-337	613	33	-299	327
지분법손익	46	26	49	-16	34	24	24	24
순이익	532	-7	-217	-250	569	3	-329	296
지배주주순이익	531	-12	-227	-253	569	3	-329	296

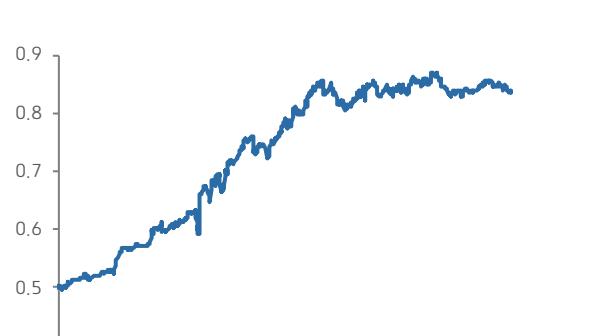
자료: 한국가스공사, 키움증권

국고채 5년물 금리



자료: Fn가이드, 키움증권

한국가스공사 베타



주: 일간, 5년평균

자료: Fn가이드, 키움증권

한국가스공사 가스도매사업 이익 추정

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020E	2021E
요금기저	20,492	22,212	19,782	20,376	21,297	22,509	21,834	22,497
세후 적정투보율(WACC)	3.79	3.82	3.73	3.84	4.22	4.37	4.09	4.22
자기자본 비중	23.5	30.1	33.4	33.9	36.5	36.9	35.9	36.9
타인자본 비중	76.5	69.9	66.7	66.1	63.5	63.1	64.1	63.1
자기자본 비용	6.2	5.8	5.4	5.8	6.9	7.32	6.66	6.7
RF(전년 국고채 5년 금리)	3.0	2.8	2.0	1.5	2.0	2.3	1.6	1.6
Market Risk Premium	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
베타(5년)	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
타인자본 비용(세후)	3.0	3.0	2.9	2.8	2.7	2.6	2.6	2.8
세후 적정투자보수	776	858	738	783	898	983	892	950
법인세 추정	248	274	236	250	341	373	338	360
기타조정	-107	-107	-107	-107	-107	-107	-107	-107
추정 가스도매 영업이익	916	1,025	867	925	1,132	1,249	1,231	1,310
실제 가스도매 영업이익	938	947	955	902	1,109			

자료: 한국가스공사, 키움증권

한국가스공사 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019P	2020E	2021E	2022E
매출액	21,108	22,172	26,185	24,983	23,129	23,027	23,049
가스도매	20,177	21,056	24,986	23,307	21,340	21,120	21,017
해외 및 기타	931	1,116	1,199	1,676	1,789	1,908	2,032
영업이익	998	1,035	1,277	1,335	1,389	1,398	1,408
가스도매	955	902	1,109	1,189	1,231	1,231	1,231
해외 및 기타	43	133	168	146	158	168	177
영업이익률(%)	4.7	4.7	4.9	5.3	6.0	6.1	6.1
가스도매	4.7	4.3	4.4	5.1	5.8	5.8	5.9
해외 및 기타	4.6	11.9	14.0	8.7	8.9	8.8	8.7
세전이익	-769	-1,249	649	116	675	692	708
지분법손익	115	149	204	105	105	105	105
순이익	-612	-1,190	553	58	540	553	566
지배순이익	-613	-1,205	509	39	540	553	566
EPS(지배주주)	-6,641	-13,055	5,518	420	5,846	5,994	6,136
BPS(지배주주)	101,397	84,640	88,750	87,520	90,652	93,932	97,354
ROE(지배주주)	-6.3	-14.0	6.4	0.5	6.6	6.5	6.4

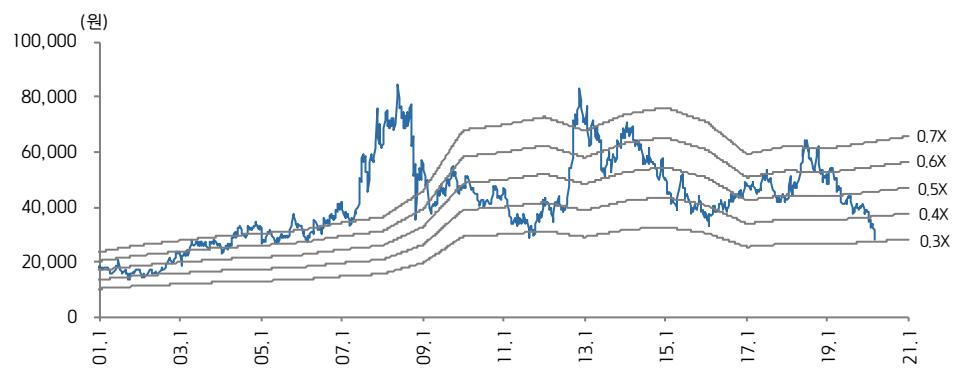
자료: 한국가스공사, 키움증권

한국가스공사 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	24,603	22,370	24,983	23,129	1.5	3.4
가스도매	22,877	20,554	23,307	21,340		
해외 및 기타	1,726	1,817	1,676	1,789		
영업이익	1,361	1,394	1,335	1,389	-2.0	-0.3
가스도매	1,174	1,127	1,189	1,231	1.2	9.1
해외 및 기타	187	266	146	158	-22.0	-40.5
영업이익률(%)	5.5	6.2	5.3	6.0		
가스도매	5.1	5.5	5.1	5.8		
해외 및 기타	10.8	14.7	8.7	8.9		
세전이익	768	784	116	675	-84.8	-13.9
지분법손익	157	157	105	105	-33.2	-33.2
순이익	545	627	58	540	-89.3	-13.9
지배순이익	515	592	39	540	-92.5	-8.8
EPS(지배주주)	5,576	6,413	420	5,846	-92.5	-8.8
BPS(지배주주)	91,746	95,578	87,520	90,652	-4.6	-5.2
ROE(지배주주)	6.2	6.8	0.5	6.6		

자료: 한국가스공사, 키움증권

한국가스공사 12mf PBR 밴드



자료: 한국가스공사, 키움증권

한국가스공사 기관 순매수 추이



자료: Fn가이드, 키움증권

한국가스공사 외국인 순매수 추이



자료: Fn가이드, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	22,172	26,185	24,983	23,129	23,027
매출원가	20,728	24,509	23,227	21,298	21,165
매출총이익	1,444	1,677	1,756	1,831	1,862
판관비	409	400	421	442	464
영업이익	1,035	1,277	1,335	1,389	1,398
EBITDA	2,751	3,080	3,070	3,076	3,042
영업외손익	-2,284	-628	-1,218	-715	-707
이자수익	48	43	40	51	59
이자비용	830	785	785	785	785
외환관련이익	599	318	433	0	0
외환관련손실	613	300	392	0	0
증속 및 관계기업손익	149	204	105	105	105
기타	-1,637	-108	-619	-86	-86
법인세차감전이익	-1,249	649	116	675	692
법인세비용	-59	96	58	135	138
계속사업순손익	-1,190	553	58	540	553
당기순이익	-1,192	527	58	540	553
지배주주순이익	-1,205	509	39	540	553
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	5.0	18.1	-4.6	-7.4	-0.4
영업이익 증감율	3.7	23.4	4.5	4.0	0.6
EBITDA 증감율	5.2	12.0	-0.3	0.2	-1.1
지배주주순이익 증감율	흑전	-142.2	-92.3	1,284.6	2.4
EPS 증감율	적지	흑전	-92.4	1,292.0	2.5
매출총이익율(%)	6.5	6.4	7.0	7.9	8.1
영업이익률(%)	4.7	4.9	5.3	6.0	6.1
EBITDA Margin(%)	12.4	11.8	12.3	13.3	13.2
지배주주순이익률(%)	-5.4	1.9	0.2	2.3	2.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	2,508	57	3,128	3,550	3,153
당기순이익	-1,192	527	58	540	553
비현금항목의 가감	4,103	2,693	3,392	3,410	3,362
유형자산감가상각비	1,716	1,803	1,735	1,687	1,644
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	2,387	890	1,657	1,723	1,718
영업활동자산부채증감	962	-2,113	406	395	27
매출채권및기타채권의감소	-559	30	249	384	21
재고자산의감소	-466	-1,616	145	224	12
매입채무및기타채무의증가	-1	566	-75	-115	-6
기타	1,988	-1,093	87	-98	0
기타현금흐름	-1,365	-1,050	-728	-795	-789
투자활동 현금흐름	-1,226	-1,275	-1,235	-1,235	-1,362
유형자산의 취득	-1,352	-1,194	-1,267	-1,267	-1,393
유형자산의 처분	5	47	0	0	0
무형자산의 순취득	-28	-62	0	0	0
투자자산의감소(증가)	308	-67	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	152	3	0	0	0
기타	-311	-2	32	32	31
재무활동 현금흐름	-1,266	994	-496	-410	-508
차입금의 증가(감소)	-1,144	1,380	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-7	-9	-119	-33	-131
기타	-115	-377	-377	-377	-377
기타현금흐름	-58	22	-703	-703	-703
현금 및 현금성자산의 순증가	-42	-202	694	1,202	580
기초현금 및 현금성자산	483	441	240	934	2,136
기말현금 및 현금성자산	441	240	934	2,136	2,717

자료: 키움증권

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	7,582	9,925	10,225	10,819	11,366
현금 및 현금성자산	441	240	934	2,136	2,717
단기금융자산	55	52	56	56	56
매출채권 및 기타채권	5,295	5,424	5,175	4,791	4,770
재고자산	1,542	3,169	3,023	2,799	2,786
기타유동자산	304	1,092	1,037.0	1,037.0	1,037.0
비유동자산	29,557	29,765	29,296	28,876	28,625
투자자산	1,986	2,053	2,035	2,035	2,035
유형자산	24,723	24,764	24,296	23,875	23,625
무형자산	1,814	1,772	1,772	1,772	1,772
기타비유동자산	1,034	1,176	1,193	1,194	1,193
자산총계	37,139	39,690	39,521	39,695	39,991
유동부채	6,590	9,871	9,796	9,681	9,675
매입채무 및 기타채무	1,874	2,131	2,056	1,941	1,935
단기금융부채	3,823	6,864	6,713.0	6,713.0	6,713.0
기타유동부채	893	876	1,027	1,027	1,027
비유동부채	22,409	21,321	21,321	21,321	21,321
장기금융부채	20,624	19,472	19,401.1	19,401.1	19,401.1
기타비유동부채	1,785	1,849	1,920	1,920	1,920
부채총계	28,999	31,192	31,117	31,002	30,995
자자지분	7,813	8,193	8,079	8,368	8,671
자본금	462	462	462	462	462
자본잉여금	2,019	2,019	2,019	2,019	2,019
기타자본	206	206	-102	-102	-102
기타포괄손익누계액	526	9	-110	-229	-348
이익잉여금	4,601	5,498	5,503	5,912	6,333
비지배지분	327	305	325	325	325
자본총계	8,140	8,498	8,404	8,693	8,996

Compliance Notice

- 당사는 3월 1일 현재 '한국가스공사(036460)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 작성자 이종형은 2019년 11월 21일부터 2019년 11월 22일 있었던 "증권사 애널리스트 대상 한국가스공사 제주 생산기지 탐방" 행사에 일부비용(숙소 및 식사제공)을 한국가스공사로부터 지원받고 다녀왔습니다.

고지사항

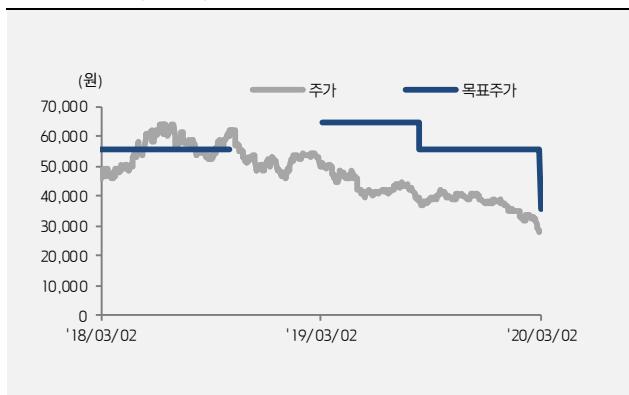
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점		괴리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	평균	최고
한국가스공사 (036460)	2018/03/02	Buy(Upgrade)	56,000원	6개월	-14.77	-7.86	
담당자변경	2018/04/02	Outperform(Downgrade)	56,000원	6개월	-14.68	-7.86	
	2019/03/05	Buy(Re-Initiate)	65,000원	6개월	-4.38	15.18	
	2019/08/12	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-32.18	-21.38	
	2019/11/13	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-29.07	-25.00	
	2020/03/02	Buy(Maintain)	36,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2019/01/01~2019/12/31)

매수	증립	매도
97.33%	2.00%	0.67%