



BUY(Maintain)

목표주가: 36,000원
주가(8/19): 24,800원
시가총액: 22,894억원

철강금속/유틸리티

Analyst 이종형
02) 3787-5023
leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (8/19)		2,360.54pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	42,000 원	16,600원
등락률	-41.0%	49.4%
수익률	절대	상대
1M	-5.0%	-11.4%
6M	-24.0%	-28.9%
1Y	-34.8%	-46.4%

Company Data

발행주식수	92,313 천주
일평균 거래량(3M)	247천주
외국인 지분율	9.3%
배당수익률(20E)	0.0%
BPS(20E)	85,212원
주요 주주	대한민국 정부 외 1인 46.6%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	26,185	24,983	22,935	22,525
영업이익	1,277	1,335	1,105	1,222
EBITDA	3,080	3,070	2,929	3,058
세전이익	649	116	-36	522
순이익	527	58	-29	418
지배주주지분순이익	509	39	-46	401
EPS(원)	5,518	420	-496	4,347
증감률(%YoY)	흑전	-92.4	적전	흑전
PER(배)	8.7	90.1	-53.3	6.1
PBR(배)	0.54	0.44	0.31	0.30
EV/EBITDA(배)	9.9	9.8	9.8	9.3
영업이익률(%)	4.9	5.3	4.8	5.4
ROE(%)	6.4	0.5	-0.6	5.0
순부채비율(%)	304.4	323.9	317.6	300.1

Price Trend



한국가스공사 (036460)

해외사업 손상차손으로 부진



한국가스공사는 영업이익의 대부분을 차지하는 국내 가스도매사업에 있어 분기실적이 큰 의미가 없지만 2분기 해외자원사업은 유가하락에 따른 대규모 손상차손 반영으로 매우 부진했습니다. 하반기에도 실적 모멘텀은 약하지만 \$40대로 반등한 유가의 재반락 가능성이 낮아 해외사업은 2분기를 기점으로 최악의 상황을 통과했고 현 주가가 PBR 밴드 최저점에 위치해 있다는 점을 감안해 투자의견과 목표주가를 유지합니다.

>>> 2분기 실적은 대규모 해외사업 손상차손으로 부진

2Q20 영업이익은 -967억원 적자로 키움증권 추정치 -157억원과 컨센서스 +205억원을 하회했다(1Q20 9,590억원, 2Q19 2,047억원).

동사의 실적은 국내 가스도매사업과 해외 자원사업으로 구분되는데 실적의 대부분을 차지하는 국내 가스도매사업은 연간으로 정해진 적정투자보수를 분기별로 정해진 비율로 회수하는 구조이기 때문에 컨센서스와 비교해 분기실적이 큰 의미는 없다. 올해에도 7월 1일자로 가스 도매요금 공급비 조정이 완료되었기 때문에 가스도매 사업에서 연간 약 1,200억원의 영업이익은 확보가 된 상황으로 판단한다. 다만, 1) 계속되는 냉난방 수요부진, 2) 민간 발전사들의 LNG 직도입물량 확대, 3) LPG대비 가격경쟁력 약화 등으로 인해 가스 판매량이 566만톤(-17%YoY)에 그쳐 6개분기 연속 YoY 감소를 기록하고 있다는 점은 중장기적 관점에서 동사에 비우호적인 상황이다.

5개 주요 해외사업 영업이익 합계는 91억원에 그쳐 1Q20 535억과 2Q19 558억원과 비교해 매우 부진했다. 이라크 주바이르 및 바드라 사업이 원가회수 매출 감소로 1Q20대비 영업이익이 300억원이상 감소했고 호주 GLNG와 Prelude 사업도 유가하락과 설비 재가동 지연으로 1Q20대비 영업이익이 100억이상 감소했기 때문이다. 이라크 사업은 실적이 유가와는 상관없지만 호주 GLNG 사업은 실적이 유가에 약 6개월 후행하기 때문에 하반기 실적은 2Q보다 추가적인 악화가 예상된다(Prelude는 설비 재가동 시점이 불투명). 한편, 유가하락으로 호주 GLNG 3,387억원, 호주 Prelude 816억원, 이라크 바드라 154억원 등 총 4,357억원의 해외사업 손상차손 반영에 따라 세전이익은 -6,600억원으로 키움증권 추정치 -2,269억원과 컨센서스 -1,628억원을 크게 하회했다. 4Q19에도 Prelude에서 4,180억원 등 총 5,000억원의 손상차손을 반영했는데 해외자원사업의 피할 수 없는 숙명이다.

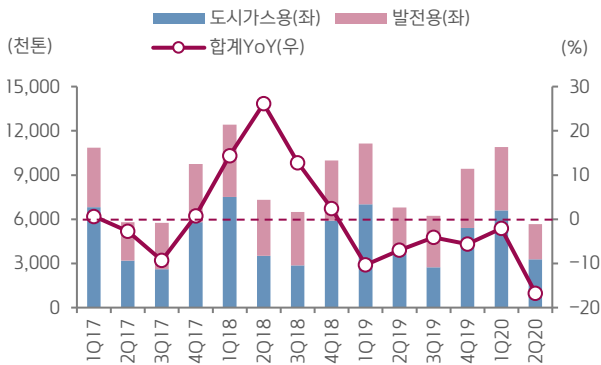
2Q20 실적을 반영해 2020E 및 2021E 지배순이익 전망치를 각각 -458억원(적자전환으로 하향), 4,013억원(25% 상향)으로 조정한다. 하반기에도 실적 모멘텀은 약하지만 \$40대로 반등한 유가의 재반락 가능성이 낮아 해외사업은 2Q20를 기점으로 최악의 상황을 통과했고 현 주가가 12mf PBR 0.3X로 밴드 최저점에 위치해 있다는 점을 감안해 투자의견과 목표주가를 유지한다.

한국가스공사 2Q20 실적

(단위: 십억원)	2Q20P	키움추정	%차이	컨센서스	%차이	1Q20	%QoQ	2Q19	%YoY
매출액	4,095	5,124	-20.1	4,290	-4.6	7,968	-48.6	4,875	-16.0
영업이익	-97	-16	적합	20	적전	959	적전	205	적전
영업이익률(%)	-2.4	-0.3		0.5		12.0		4.2	
세전이익	-660	-227	190.9	-163	적합	713	적전	21	적전
지분법손익	37	-19		-19		-19		26	
순이익	-500	-231	적합	-152	적합	542	적전	-7	적합
지배주주순이익	-504	-252	적합	-134	적합	537	적전	-12	적합

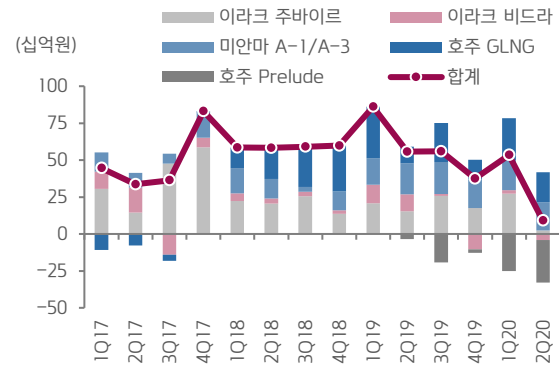
자료: 한국가스공사, 키움증권

분기별 가스 판매량



자료: 한국가스공사, 키움증권

주요 해외사업 영업이익



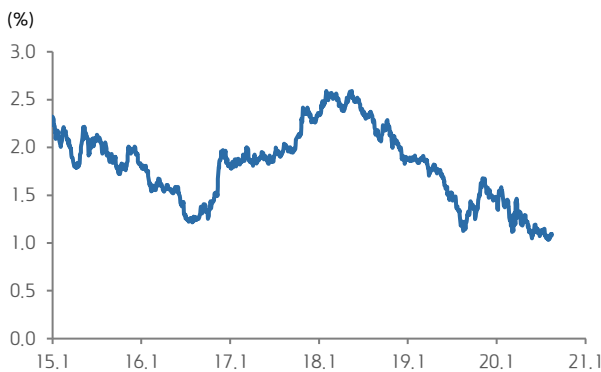
자료: 한국가스공사, 키움증권

한국가스공사 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E
매출액	8,701	4,875	4,520	6,886	7,968	4,095	4,340	6,532
영업이익	869	205	-160	420	959	-97	-263	505
영업이익률(%)	10.0	4.2	-3.5	6.1	12.0	-2.4	-6.1	7.7
세전이익	716	21	-283	-337	713	-660	-427	339
지분법손익	46	26	49	-16	-19	37	37	37
순이익	532	-7	-217	-250	542	-500	-432	361
지배주주순이익	531	-12	-227	-253	537	-504	-436	357

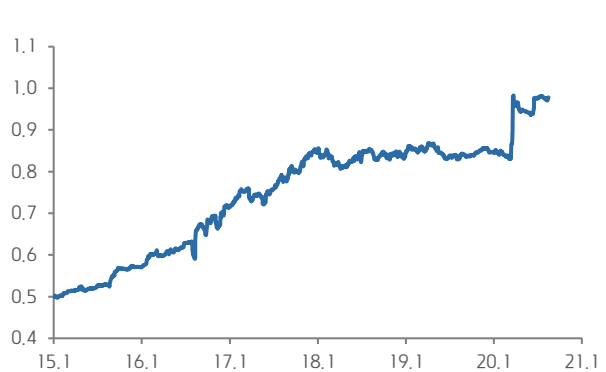
자료: 한국가스공사, 키움증권

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	2019	2020	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	3.94	4.00
자기자본 비중	23.5	30.1	33.4	33.9	36.5	37.0	35.2	34.7
타인자본 비중	76.5	69.9	66.7	66.1	63.5	63.0	64.8	65.3
자기자본 비용	6.2	5.8	5.4	5.8	6.9	7.32	6.66	7.1
Rf(전년 국고채 5년 금리)	3.0	2.8	2.0	1.5	2.0	2.3	1.6	1.2
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	1.0
타인자본 비용(세후)	3.0	3.0	2.9	2.8	2.7	2.6	2.5	2.4
세후 적정투자보수	776	858	738	783	898	983	866	853
법인세 추정	248	274	236	250	341	373	329	324
기타조정	-107	-107	-107	-107	-107	-107		
추정 가스도매 영업이익	916	1,025	867	925	1,132	1,249	1,195	1,177
실제 가스도매 영업이익	938	947	955	902	1,109	1,186		

자료: 한국가스공사, 키움증권

한국가스공사 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	21,108	22,172	26,185	24,983	22,935	22,525	22,433
가스도매	20,177	21,056	24,986	23,904	22,199	21,756	21,589
해외 및 기타	931	1,116	1,199	1,079	736	769	844
영업이익	998	1,035	1,277	1,335	1,105	1,222	1,227
가스도매	955	902	1,109	1,193	1,182	1,182	1,182
해외 및 기타	43	133	168	142	-77	41	45
영업이익률(%)	4.7	4.7	4.9	5.3	4.8	5.4	5.5
가스도매	4.7	4.3	4.4	5.0	5.3	5.4	5.5
해외 및 기타	4.6	11.9	14.0	13.1	-10.5	5.3	5.4
세전이익	-769	-1,249	649	116	-36	522	526
지분법손익	115	149	204	105	92	92	92
순이익	-612	-1,190	553	58	-29	418	421
지배순이익	-613	-1,205	509	39	-46	401	404
EPS(지배주주)	-6,641	-13,055	5,518	420	-496	4,347	4,373
BPS(지배주주)	101,397	84,640	88,750	85,073	85,212	89,263	93,341
ROE(지배주주)	-6.3	-14.0	6.4	0.5	-0.6	5.0	4.8

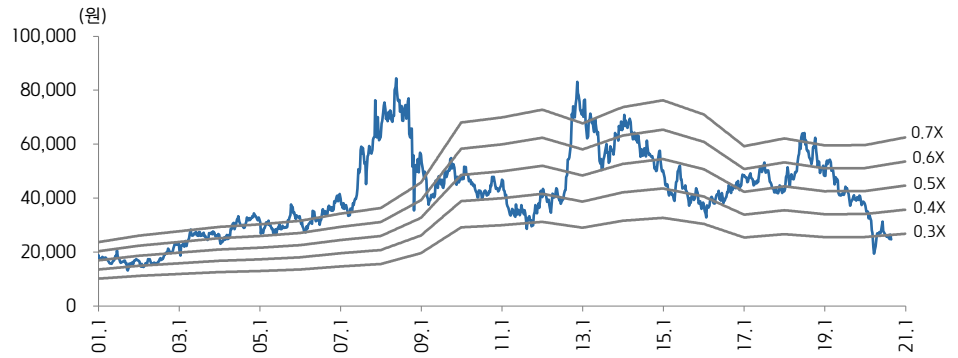
자료: 한국가스공사, 키움증권

한국가스공사 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	24,285	24,034	22,935	22,525	-5.6	-6.3
가스도매	23,018	22,674	22,199	21,756		
해외 및 기타	1,267	1,360	736	769		
영업이익	1,202	1,301	1,105	1,222	-8.1	-6.0
가스도매	1,196	1,235	1,182	1,182	-1.2	-4.3
해외 및 기타	6	66	-77	41	적전	-38.5
영업이익률(%)	4.9	5.4	4.8	5.4		
가스도매	5.2	5.4	5.3	5.4		
해외 및 기타	0.4	4.9	-10.5	5.3		
세전이익	322	422	-36	522	적전	23.9
지분법손익	-76	-76	92	92		
순이익	258	337	-29	418	적전	23.9
지배순이익	245	320	-46	401	적전	25.2
EPS(지배주주)	2,651	3,471	-496	4,347	NA	25.2
BPS(지배주주)	87,417	90,580	85,212	89,263	-2.5	-1.5
ROE(지배주주)	3.1	3.9	-0.6	5.0		

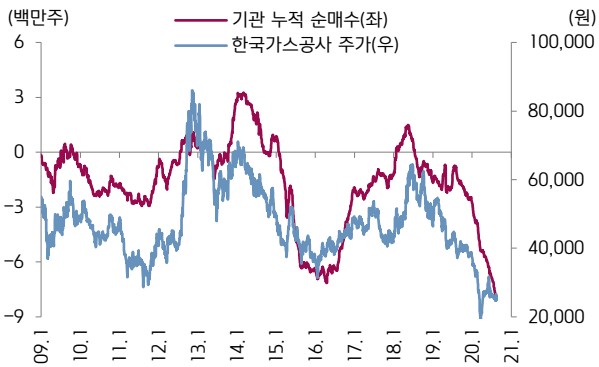
자료: 한국가스공사, 키움증권

한국가스공사 12mf PBR 밴드



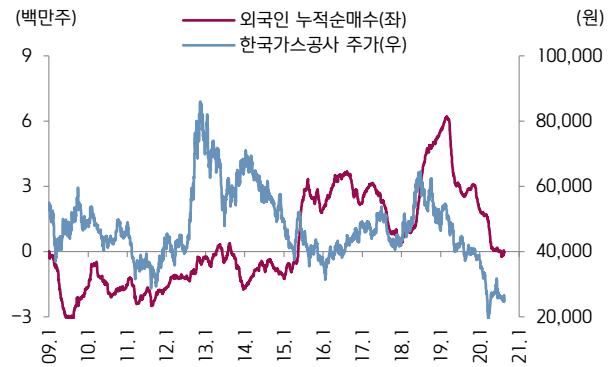
자료: 한국가스공사, 키움증권

한국가스공사 기관 순매수 추이



자료: Fn가이드, 키움증권

한국가스공사 외국인 순매수 추이



자료: Fn가이드, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
매출액	26,185	24,983	22,935	22,525	22,433
매출원가	24,509	23,227	21,398	20,849	20,729
매출총이익	1,677	1,756	1,537	1,676	1,703
판관비	400	421	432	454	476
영업이익	1,277	1,335	1,105	1,222	1,227
EBITDA	3,080	3,070	2,929	3,058	3,084
영업외손익	-628	-1,218	-1,141	-700	-701
이자수익	43	33	40	45	43
이자비용	785	805	805	805	805
외환관련이익	318	294	0	0	0
외환관련손실	300	259	0	0	0
종속 및 관계기업손익	204	105	92	92	92
기타	-108	-586	-468	-32	-31
법인세차감전이익	649	116	-36	522	526
법인세비용	96	58	-7	104	105
계속사업손손익	553	58	-29	418	421
당기순이익	527	58	-29	418	421
지배주주순이익	509	39	-46	401	404
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	18.1	-4.6	-8.2	-1.8	-0.4
영업이익 증감율	23.4	4.5	-17.2	10.6	0.4
EBITDA 증감율	12.0	-0.3	-4.6	4.4	0.9
지배주주순이익 증감율	흑전	-92.3	-217.9	-971.7	0.7
EPS 증감율	흑전	-92.4	적전	흑전	0.6
매출총이익율(%)	6.4	7.0	6.7	7.4	7.6
영업이익율(%)	4.9	5.3	4.8	5.4	5.5
EBITDA Margin(%)	11.8	12.3	12.8	13.6	13.7
지배주주순이익율(%)	1.9	0.2	-0.2	1.8	1.8

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
유동자산	9,925	9,233	9,012	9,139	9,174
현금 및 현금성자산	240	257	675	929	993
단기금융자산	56	98	98	98	98
매출채권 및 기타채권	5,424	5,137	4,716	4,631	4,612
재고자산	3,169	2,645	2,428	2,385	2,375
기타유동자산	1,036.0	1,096.0	1,095.0	1,096.0	1,096.0
비유동자산	29,765	30,079	30,208	30,447	30,800
투자자산	2,035	2,294	2,294	2,294	2,294
유형자산	24,764	24,377	24,506	24,746	25,098
무형자산	1,772	1,747	1,747	1,747	1,747
기타비유동자산	1,194	1,661	1,661	1,660	1,661
자산총계	39,690	39,312	39,220	39,587	39,974
유동부채	9,871	8,901	8,779	8,755	8,749
매입채무 및 기타채무	2,131	1,991	1,869	1,845	1,839
단기금융부채	6,759.1	6,498.1	6,498.1	6,498.1	6,498.1
기타유동부채	981	412	412	412	412
비유동부채	21,321	22,265	22,265	22,265	22,265
장기금융부채	19,408.6	20,241.8	20,241.8	20,241.8	20,241.8
기타비유동부채	1,912	2,023	2,023	2,023	2,023
부채총계	31,192	31,165	31,044	31,019	31,014
지배지분	8,193	7,853	7,866	8,240	8,617
자본금	462	462	462	462	462
자본잉여금	2,019	2,018	2,018	2,018	2,018
기타자본	-102	-102	-102	-102	-102
기타포괄손익누계액	9	78	137	195	254
이익잉여금	5,498	5,398	5,352	5,667	5,985
비지배지분	305	293	310	327	344
자본총계	8,498	8,147	8,176	8,567	8,960

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
영업활동 현금흐름	57	1,986	2,425	2,351	2,381
당기순이익	527	58	-29	418	421
비현금항목의 가감	2,693	3,179	2,582	2,700	2,724
유형자산감가상각비	1,803	1,735	1,824	1,836	1,857
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	890	1,444	758	864	867
영업활동자산부채증감	-2,113	-671	550	17	23
매출채권및기타채권의감소	30	211	421	84	19
재고자산의감소	-1,616	497	217	43	10
매입채무및기타채무의증가	566	-137	-122	-24	-5
기타	-1,093	-1,242	34	-86	-1
기타현금흐름	-1,050	-580	-678	-784	-787
투자활동 현금흐름	-1,275	-1,397	-1,953	-2,076	-2,210
유형자산의 취득	-1,194	-1,223	-1,953	-2,075	-2,210
유형자산의 처분	47	0	0	0	0
무형자산의 순취득	-62	-70	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-96	-259	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-2	-42	0	0	0
기타	32	197	0	-1	0
재무활동 현금흐름	994	-582	-37	-4	-90
차입금의 증가(감소)	1,380	339	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-9	-134	-33	0	-86
기타	-377	-787	-4	-4	-4
기타현금흐름	22	10	-17	-17	-17
현금 및 현금성자산의 순증가	-202	17	418	254	64
기초현금 및 현금성자산	441	240	257	675	929
기말현금 및 현금성자산	240	257	675	929	993

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
주당지표(원)					
EPS	5,518	420	-496	4,347	4,373
BPS	88,750	85,073	85,212	89,263	93,341
CFPS	34,883	35,066	27,658	33,777	34,060
DPS	1,360	380	0	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	8.7	90.1	-53.3	6.1	6.0
PER(최고)	11.9	130.7	-76.4		
PER(최저)	7.7	87.9	-33.2		
PBR	0.54	0.44	0.31	0.30	0.28
PBR(최고)	0.74	0.65	0.44		
PBR(최저)	0.48	0.43	0.19		
PSR	0.17	0.14	0.11	0.11	0.11
PCFR	1.4	1.1	1.0	0.8	0.8
EV/EBITDA	9.9	9.8	9.8	9.3	9.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	22.6	57.2	0.0	20.5	20.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.8	1.0	0.0	3.8	3.8
ROA	1.4	0.1	-0.1	1.1	1.1
ROE	6.4	0.5	-0.6	5.0	4.8
ROIC	3.6	2.1	2.7	3.0	2.9
매출채권회전율	4.9	4.7	4.7	4.8	4.9
재고자산회전율	11.1	8.6	9.0	9.4	9.4
부채비율	367.0	382.6	379.7	362.1	346.1
순차입금비율	304.4	323.9	317.6	300.1	286.3
이자보상배율	1.6	1.7	1.4	1.5	1.5
총차입금	26,168	26,740	26,740	26,740	26,740
순차입금	25,872	26,385	25,968	25,713	25,649
NOPLAT	3,080	3,070	2,929	3,058	3,084
FCF	-362	489	1,305	756	652

Compliance Notice

- 당사는 8월 19일 현재 ‘한국가스공사(036460)’ 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

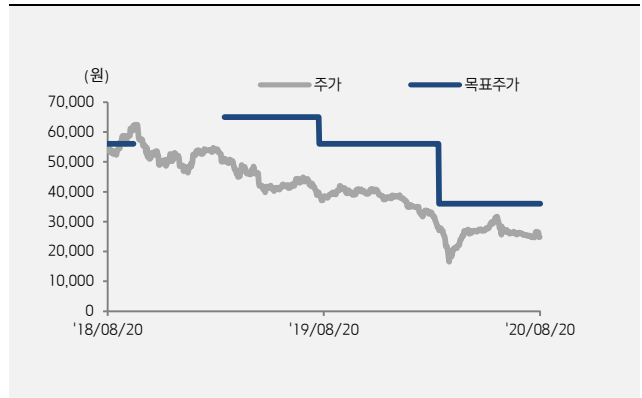
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 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	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한국가스공사 (036460)	2019/03/05	Buy(Re-Initiate)	65,000원	6개월	-32.18	-21.38
	2019/08/12	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-29.07	-25.00
	2019/11/13	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-31.67	-25.00
	2020/03/02	Buy(Maintain)	36,000원	6개월	-31.96	-22.92
	2020/05/14	Buy(Maintain)	36,000원	6개월	-28.07	-11.94
	2020/08/20	Buy(Maintain)	36,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 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 (2019/07/01~2020/6/30)

매수	중립	매도
96.39%	3.01%	0.60%