



BUY(Maintain)

목표주가: 40,000원

주가(12/29): 30,350원

시가총액: 28,017억원

철강금속/유틸리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (12/29)		2,820.51pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	37,900 원	16,600원
등락률	-19.9%	82.8%
수익률	절대	상대
1M	4.1%	-2.8%
6M	17.0%	-13.2%
1Y	-18.7%	-36.2%

Company Data

발행주식수	92,313 천주
일평균 거래량(3M)	627천주
외국인 지분율	8.7%
배당수익률(20E)	0.0%
BPS(20E)	85,621원
주요 주주	대한민국 정부 외 1 인
	46.6%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	26,185	24,983	20,395	17,917
영업이익	1,277	1,335	1,030	1,265
EBITDA	3,080	3,070	2,854	3,101
세전이익	649	116	-6	576
순이익	527	58	-5	461
지배주주분순이익	509	39	-8	442
EPS(원)	5,518	420	-86	4,790
증감률(%YoY)	흑전	-92.4	적전	흑전
PER(배)	8.7	90.1	-352.2	6.3
PBR(배)	0.54	0.44	0.35	0.34
EV/EBITDA(배)	9.9	9.8	10.3	9.5
영업이익률(%)	4.9	5.3	5.1	7.1
ROE(%)	6.4	0.5	-0.1	5.5
순부채비율(%)	304.4	323.9	321.0	306.3

Price Trend



한국가스공사 (036460)

내년엔 정상화된다!



4분기 실적은 당초 예상보다 부진할 전망이지만 2021년 영업이익은 1조 2,650억원(+23%YoY)으로 회복되며 배당도 정상화될 전망입니다. 한편, 12/17 전기요금체계 개편을 계기로 장기간 억눌렸던 유틸리티기업들의 Valuation이 최근 빠르게 정상화되고 있습니다. 내년엔 한국가스공사의 주가도 정상화가 기대되며 2021년 실적전망 상향을 반영해 목표주가를 40,000원으로 상향하고 투자의견 Buy를 유지합니다.

>>> 4분기 실적은 당초 예상보다 부진 전망

4Q20 영업이익은 3,913억원(-7%YoY)으로 기존 키움증권 추정치 5,050억원 보다는 부진이 예상된다. 가스공사 실적의 대부분을 차지하는 국내 가스도매사업은 연간으로 정해진 적정투자보수를 분기별로 정해진 비율로 회수하는 구조이기 때문에 분기실적의 큰 의미는 없다. 다만 해외 광구손익은 1) 유가가 2Q를 바닥으로 반등해 3Q보다는 개선이 예상되지만 레벨이 전년대비로는 여전히 낮은 수준이고, 2) 호주 Prelude FLNG도 재가동이 예상보다 또 다시 지연되면서 당초 기대보다는 부진이 불가피할 전망이다.

한편, 원달러환율이 급락하면서 영업외 손익에서는 환율관련 일회성이익이 기대된다. 환율관련 민감도는 별도기준으로 원달러환율 10원 하락시 환평가 이익 약 200억원 유입으로 추정된다.

>>> 2021년엔 실적도, 배당도, 주가도 정상화 기대

2021년 영업이익은 1조 2,650억원(+23%YoY)으로 2018~19년 평균인 1.3조원 수준으로 회복이 예상된다. 1) 국내 가스도매사업은 요금기저의 일부 하락에도 적정투보율 상승으로 영업이익은 2020년과 유사한 약 1.2조원이 예상되고, 2) 해외 광구손익은 유가 회복과 2021년 초 호주 Prelude 생산재개로 2020년대비 2,000억원이상 영업이익 개선이 기대된다. 호주 Prelude는 설비문제로 2020년 2월부터 가동이 중단되어 2020년 연간 1,000억원 이상의 영업적자를 기록했는데, 2021년에는 재가동과 함께 해외사업의 실적개선을 견인할 것으로 예상된다.

한편, 2Q20 약 4,400억원의 해외광구 손상차손 반영으로 2020년에는 배당이 어려울 전망이지만 2021년에는 특별한 손상차손 또는 외화관련 일회성 평가손실이 없다면 주당 2,000원 이상의 고배당도 기대해 볼 수 있다.

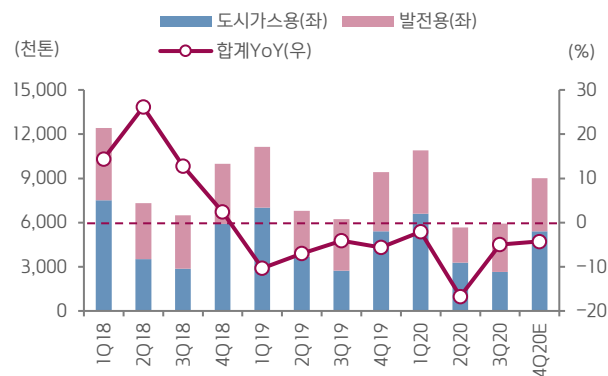
2020년 12월 17일 전기요금체계 개편(연료비연동제+환경기후요금 분리)을 계기로 주가가 급등한 한국전력을 비롯해 장기간 억눌렸던 유틸리티 기업들의 Valuation이 최근 빠르게 정상화되고 있다. 정책불확실성 해소와 실적개선으로 2021년 한국가스공사의 주가도 정상화가 기대되며 2021년 실적전망 상향을 반영해 목표주가를 40,000원(12mf PBR 0.45X)으로 11% 상향하고 투자의견 Buy를 유지한다.

한국가스공사 4Q20 Preview

(단위: 십억원)	4Q20E	기존추정	%차이	컨센서스	%차이	3Q20	%QoQ	4Q19	%YoY
매출액	4,944	6,532	-24.3	5,295	-6.6	3,389	45.9	6,886	-28.2
영업이익	391	505	-22.6	357	9.6	-224	흑전	420.3	-6.9
영업이익률(%)	7.9	7.7		6.7		-6.6		6.1	
세전이익	333	339	-1.9	179.0	85.8	-391	흑전	-337	흑전
지분법손익	29	37		15		100.0		-16	흑전
순이익	238	361	-34.3	100	138.7	-284	흑전	-250	흑전
지배주주순이익	241	357	-32.5	122	97.9	-282	흑전	-253	흑전

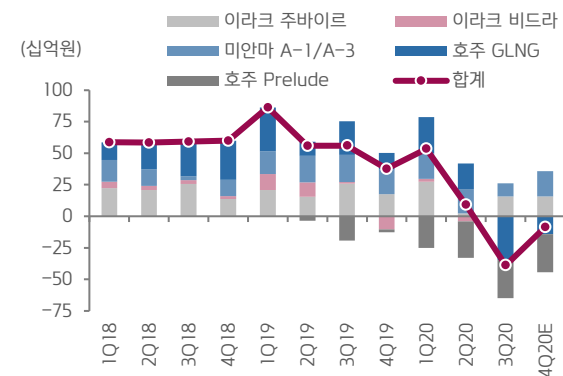
자료: 한국가스공사, 키움증권

분기별 가스 판매량



자료: 한국가스공사, 키움증권

주요 해외사업 영업이익



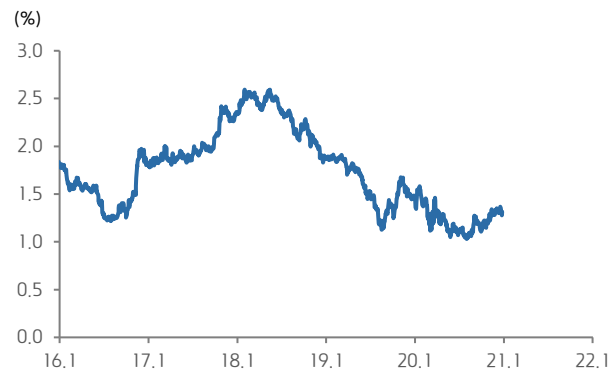
자료: 한국가스공사, 키움증권

한국가스공사 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E
매출액	8,701	4,875	4,520	6,886	7,968	4,095	3,389	4,944
영업이익	869	205	-160	420	959	-97	-224	391
영업이익률(%)	10.0	4.2	-3.5	6.1	12.0	-2.4	-6.6	7.9
세전이익	716	21	-283	-337	713	-660	-391	333
지분법손익	46	26	49	-16	-19	50	15	29
순이익	532	-7	-217	-250	542	-500	-284	238
지배주주순이익	531	-12	-227	-253	537	-504	-282	241

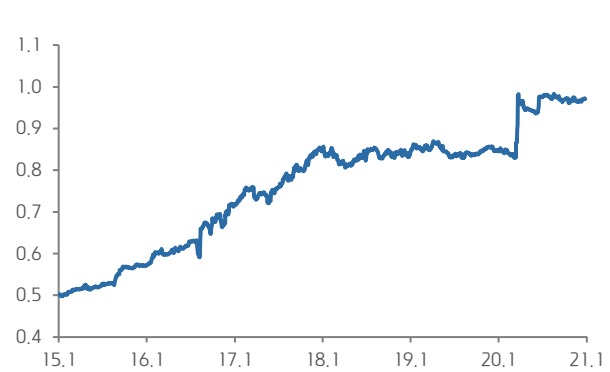
자료: 한국가스공사, 키움증권

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	21,991	21,551
세후 적정투보율(WACC)	3.79	3.82	3.73	3.84	4.22	4.37	3.94	3.99
자기자본 비중	23.5	30.1	33.4	33.9	36.5	37.0	35.3	34.8
타인자본 비중	76.5	69.9	66.7	66.1	63.5	63.0	64.7	65.2
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	861
법인세 추정	248	274	236	250	341	373	329	327
기타조정	-107	-107	-107	-107	-107	-107		
추정 가스도매 영업이익	916	1,025	867	925	1,132	1,249	1,195	1,187
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	20,395	17,917	18,147
가스도매	20,177	21,056	24,986	23,904	19,722	17,224	17,386
해외 및 기타	931	1,116	1,199	1,079	673	692	761
영업이익	998	1,035	1,277	1,335	1,030	1,265	1,296
가스도매	955	902	1,109	1,186	1,195	1,187	1,133
해외 및 기타	43	133	168	149	-165	78	163
영업이익률(%)	4.7	4.7	4.9	5.3	5.0	7.1	7.1
가스도매	4.7	4.3	4.4	5.0	6.1	6.9	6.5
해외 및 기타	4.6	11.9	14.0	13.8	-24.5	11.2	21.4
세전이익	-769	-1,249	649	116	-6	576	611
지분법손익	115	149	204	105	75	89	98
순이익	-612	-1,190	553	58	-5	461	489
지배순이익	-613	-1,205	509	39	-8	442	469
EPS(지배주주)	-6,641	-13,055	5,518	420	-86	4,790	5,084
BPS(지배주주)	101,397	84,640	88,750	85,073	85,621	89,186	92,859
ROE(지배주주)	-6.3	-14.0	6.4	0.5	-0.1	5.5	5.6

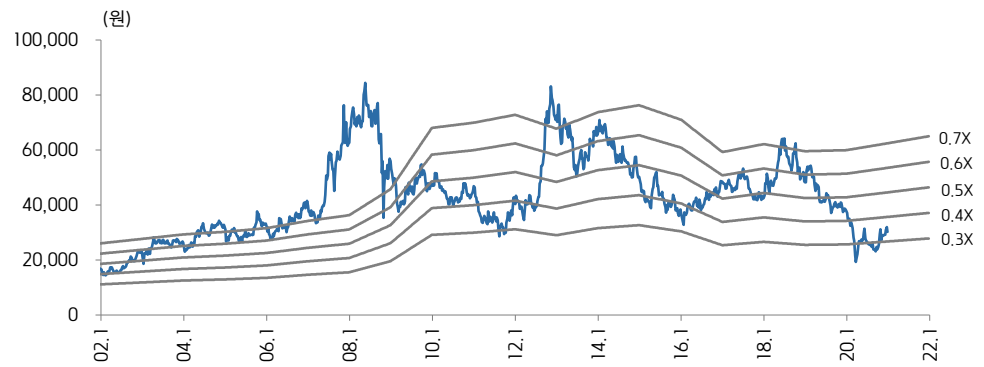
자료: 한국가스공사, 키움증권

한국가스공사 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	22,935	22,525	20,395	17,917	-11.1	-20.5
가스도매	22,199	21,756	19,722	17,224		
해외 및 기타	736	769	673	692		
영업이익	1,105	1,222	1,030	1,265	-6.8	3.5
가스도매	1,182	1,182	1,195	1,187	1.1	0.5
해외 및 기타	-77	41	-165	78	적확	91.2
영업이익률(%)	4.8	5.4	5.0	7.1		
가스도매	5.3	5.4	6.1	6.9		
해외 및 기타	-10.5	5.3	-24.5	11.2		
세전이익	-36	522	-6	576	적속	10.2
지분법손익	92	92	75	89	-18.7	-2.5
순이익	-29	418	-5	461	적속	10.2
지배순이익	-46	401	-8	442	적속	10.2
EPS(지배주주)	-496	4,347	-86	4,790	NA	10.2
BPS(지배주주)	85,212	89,263	85,621	89,186	0.5	-0.1
ROE(지배주주)	-0.6	5.0	-0.1	5.5		

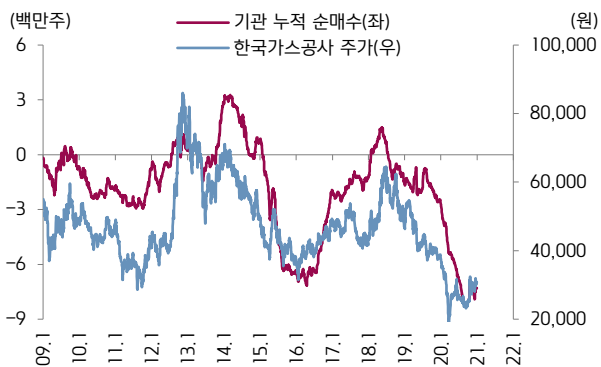
자료: 한국가스공사, 키움증권

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	20,395	17,917	18,147
매출원가	24,509	23,227	18,934	16,199	16,377
매출총이익	1,677	1,756	1,461	1,717	1,771
판매비	400	421	431	452	475
영업이익	1,277	1,335	1,030	1,265	1,296
EBITDA	3,080	3,070	2,854	3,101	3,153
영업외손익	-628	-1,218	-1,036	-689	-685
이자수익	43	33	22	18	13
이자비용	785	805	765	765	765
외환관련이익	318	294	100	0	0
외환관련손실	300	259	0	0	0
종속 및 관계기업손익	204	105	75	89	98
기타	-108	-586	-468	-31	-31
법인세차감이익	649	116	-6	576	611
법인세비용	96	58	-1	115	122
계속사업순이익	553	58	-5	461	489
당기순이익	527	58	-5	461	489
지배주주순이익	509	39	-8	442	469
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	18.1	-4.6	-18.4	-12.2	1.3
영업이익 증감율	23.4	4.5	-22.8	22.8	2.5
EBITDA 증감율	12.0	-0.3	-7.0	8.7	1.7
지배주주순이익 증감율	흑전	-92.3	-120.5	-5,625.0	6.1
EPS 증감율	흑전	-92.4	적전	흑전	6.1
매출총이익율(%)	6.4	7.0	7.2	9.6	9.8
영업이익률(%)	4.9	5.3	5.1	7.1	7.1
EBITDA Margin(%)	11.8	12.3	14.0	17.3	17.4
지배주주순이익률(%)	1.9	0.2	0.0	2.5	2.6

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
유동자산	9,925	9,233	8,885	8,846	8,866
현금 및 현금성자산	240	257	319	459	386
단기금융자산	56	98	98	98	98
매출채권 및 기타채권	5,424	5,137	4,805	4,759	4,820
재고자산	3,169	2,645	2,567	2,435	2,466
기타유동자산	1,036.0	1,096.0	1,096.0	1,095.0	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	39,093	39,293	39,666
유동부채	9,871	8,901	8,628	8,481	8,495
매입채무 및 기타채무	2,131	1,991	1,718	1,571	1,585
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	30,893	30,746	30,760
지배지분	8,193	7,853	7,904	8,233	8,572
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	5,390	5,660	5,941
비지배지분	305	293	296	315	334
자본총계	8,498	8,147	8,200	8,548	8,906

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
영업활동 현금흐름	57	1,986	2,069	2,237	2,330
당기순이익	527	58	-5	461	489
비현금항목의 가감	2,693	3,179	2,566	2,698	2,731
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	742	862	874
영업활동자산부채증감	-2,113	-671	170	-140	-96
매출채권및기타채권의감소	30	211	331	46	-61
재고자산의감소	-1,616	497	78	133	-31
매입채무및기타채무의증가	566	-137	-272	-147	14
기타	-1,093	-1,242	33	-172	-18
기타현금흐름	-1,050	-580	-662	-782	-794
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	-176
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	-172
기타	-377	-787	-4	-4	-4
기타현금흐름	22	10	-17	-17	-17
현금 및 현금성자산의 순증가	-202	17	62	140	-73
기초현금 및 현금성자산	441	240	257	319	459
기말현금 및 현금성자산	240	257	319	459	386

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
주당지표(원)					
EPS	5,518	420	-86	4,790	5,084
BPS	88,750	85,073	85,621	89,186	92,859
CFPS	34,883	35,066	27,744	34,214	34,876
DPS	1,360	380	0	2,000	2,200
주가배수(배)					
PER	8.7	90.1	-352.2	6.3	6.0
PER(최고)	11.9	130.7	-439.8		
PER(최저)	7.7	87.9	-190.9		
PBR	0.54	0.44	0.35	0.34	0.33
PBR(최고)	0.74	0.65	0.44		
PBR(최저)	0.48	0.43	0.19		
PSR	0.17	0.14	0.14	0.16	0.15
PCFR	1.4	1.1	1.1	0.9	0.9
EV/EBITDA	9.9	9.8	10.3	9.5	9.3
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	22.6	57.2	0.0	37.3	38.6
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.8	1.0	0.0	6.5	7.1
ROA	1.4	0.1	0.0	1.2	1.2
ROE	6.4	0.5	-0.1	5.5	5.6
ROIC	3.6	2.1	2.5	3.0	3.1
매출채권회전율	4.9	4.7	4.1	3.7	3.8
재고자산회전율	11.1	8.6	7.8	7.2	7.4
부채비율	367.0	382.6	376.7	359.7	345.4
순차입금비용	304.4	323.9	321.0	306.3	294.8
이자보상배율	1.6	1.7	1.3	1.7	1.7
총차입금	26,168	26,740	26,740	26,740	26,740
순차입금	25,872	26,385	26,323	26,183	26,256
NOPLAT	3,080	3,070	2,854	3,101	3,153
FCF	-362	489	865	633	588

Compliance Notice

- 당사는 12월 29일 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

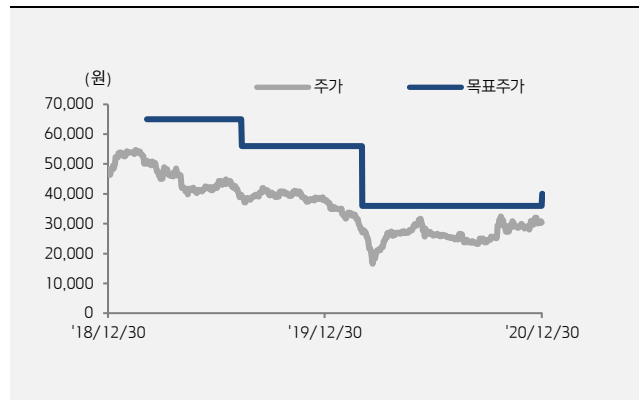
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 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	-28.45	-11.94
	2020/12/30	Buy(Maintain)	40,000원	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 (2019/10/01~2020/09/30)

매수	중립	매도
98.14%	1.86%	0.00%