



BUY(Maintain)

목표주가: 42,000원

주가(5/12): 32,100원

시가총액: 29,632억원

철강금속/유틸리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/12)		3,161.66pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	35,000 원	23,200원
등락률	-8.3%	38.4%
수익률	절대	상대
1M	-3.0%	-3.8%
6M	6.6%	-16.5%
1Y	19.3%	-27.5%

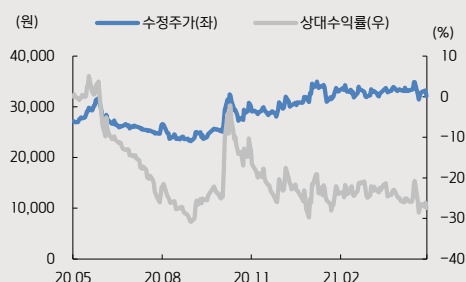
Company Data

발행주식수	92,313 천주
일평균 거래량(3M)	390천주
외국인 지분율	9.6%
배당수익률(21E)	4.7%
BPS(21E)	83,166원
주요 주주	대한민국 정부 외 1인
	46.6%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	24,983	20,834	20,405	19,438
영업이익	1,335	899	1,120	1,214
EBITDA	3,070	2,536	2,679	2,768
세전이익	116	-269	611	737
순이익	58	-161	452	545
지배주주지분순이익	39	-172	451	543
EPS(원)	420	-1,864	4,880	5,880
증감률(%YoY)	-92.4	적전	흑전	20.5
PER(배)	90.1	-16.6	6.5	5.4
PBR(배)	0.44	0.38	0.38	0.37
EV/EBITDA(배)	9.8	10.6	10.3	9.7
영업이익률(%)	5.3	4.3	5.5	6.2
ROE(%)	0.5	-2.2	5.9	6.9
순부채비율(%)	322.9	307.5	305.7	289.3

Price Trend



한국가스공사 (036460)

분기별 회수비율 조정으로 숫자상 부진



1분기 실적은 발전용 공급비 차등요금제 폐지에 따른 분기별 회수비율 조정으로 예상보다 부진했지만 가스사업 연간 실적에는 영향이 없습니다. 오히려 가스판매량도 +11%YoY 증가했고 해외사업 실적도 예상보다 좋았습니다. 유가 상승에 따라 올해는 이익체력 회복과 동시에 배당 정상화가 기대되며, 조금씩 지연되고 있지만 상반기 중 발표가 예상되는 중장기 수소사업 로드맵은 주가에 긍정적 모멘텀이 될 전망입니다.

>>> 1분기는 실적은 분기별 회수비율 조정으로 숫자상 부진

1Q21 영업이익은 7,646억원(-20%YoY)으로 키움증권 추정치 9,547억원과 컨센서스 9,266억원을 하회했다. 실적이 예상보다 부진했던 이유는 발전용 공급비 차등요금제 폐지 등에 따른 공급비 손익이 전년대비 2,040억원 감소했기 때문이다. 가스요금은 원료비용(LNG도입가+도입부대비)과 공급비용으로 구성되며 천연가스 수요가 주로 겨울철에 집중되다 보니 겨울철 자발적 수요감축을 유도하기 위해 그동안 공급비는 동절기에 많이 부담하고 하절기에 적게 부담하는 계절별 차등요금제를 적용했었다. 하지만 발전용의 경우 천연가스 요금에 따른 자발적 수요관리 효과가 제한적인 것으로 평가되어 5/1부터 공급비를 연간 단일요금으로 적용하기로 결정했다(1Q 실적부터 선반영).

연간 가스도매사업 실적은 연간으로 정해진 적정투자보수를 분기별로 정해진 비율로 회수하는 구조이기 때문에 이번 조정은 계절별로 회수되는 금액의 차이만 있을 뿐 연간실적에 미치는 영향은 없다.

가스판매량은 1,212만톤(+11%YoY)으로 3년래 최대치를 기록했는데 추운 날씨와 석탄발전 가동제한으로 도시가스용과 발전용 모두 호조를 보였다.

한편, 해외광구 영업이익은 621억원(+16%YoY)으로 4Q20 -81억원에서 가파른 개선을 보였는데 작년말 재가동에 들어간 호주 Prelude 사업 영업이익이 +365억원으로 4Q20 -298억원에서 극적인 턴어라운드를 보여주었기 때문이다. Prelude 실적 호조는 연초 JKM 천연가스가격 급등 영향으로 보이며 최근가격은 다시 급락해 2Q21부터 수익성은 1Q보다 하락이 예상된다.

>>> 유가상승에 따른 이익체력 회복과 중장기 수소모멘텀 주목

2021년 가스사업 세후적정투자보수는 8,709억원(+1%YoY)으로 결정되었다. 한편, 유가상승과 Prelude 재가동에 따라 해외사업 영업이익은 전년대비 1,500~2,000억원 개선에 예상된다. 이에 따라 2021년 영업이익은 1.12조원(+25%YoY)으로 정상화가 기대되며, 지난 2년간의 대규모 손상차손 이슈에서도 벗어나 올해부터 안정적인 배당도 가능할 것으로 판단한다.

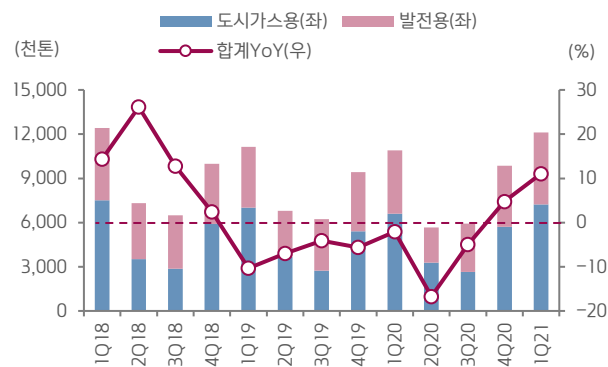
한편, 예상보다 발표가 지연되고 있는 중장기 수소사업 로드맵은 상반기안으로 공개될 전망이다. 사업모델 다각화 및 새로운 성장동력 확보 관점에서 주가에도 긍정적 영향이 기대된다. 2020년 재무제표 확정을 반영해 목표주가를 42,000원(12mf PBR 0.5X)와 -7% 하향하지만 투자의견 Buy를 유지한다.

한국가스공사 1Q21 잠정실적

(단위: 십억원)	1Q21P	기존추정	%차이	컨센서스	%차이	4Q20	%QoQ	1Q20	%YoY
매출액	7,711	6,511	18.4	7,453	3.5	5,382	43.3	7,968	-3.2
영업이익	765	955	-19.9	927	-17.5	260	193.8	959	-20.3
영업이익률(%)	9.9	14.7		12.4		4.8		12.0	
세전이익	692	763	-9.4	729.2	-5.1	70	890.6	713	-2.9
지분법손익	42	28	49.3			-11	흑전	-19	흑전
순이익	515	557	-7.5	532	-3.2	82	529.5	542	-4.9
지배주주순이익	513	535	-4.1	587	-12.5	77	566.6	537	-4.5

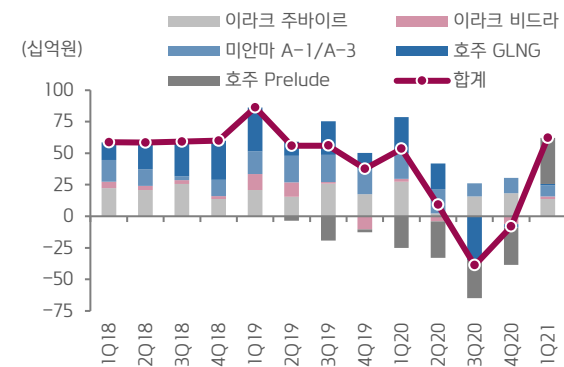
자료: 한국가스공사, 키움증권

분기별 가스 판매량



자료: 한국가스공사, 키움증권

주요 해외사업 영업이익



자료: 한국가스공사, 키움증권

발전용 계절별 단일요금 적용에 따른 분기별 공급비용 회수금액 변동 예상치

(단위: 억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	합계
차등요금(A)	6,938	1,451	1,448	3,837	13,674
단일요금(B)	4,070	2,786	3,104	3,714	13,674
차이(B-A)	△2,868	1,335	1,656	△123	0

주1: 도시간가스발전용(열병합용) 포함 공급비용 회수추정금액

주2: 발전용(발전, 도시발전)예상 판매물량 기준으로 추정된 금액이며, 실제 판매물량에 따라 변동

자료: 산업통상자원부, 키움증권

한국가스공사 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	7,968	4,095	3,389	5,382	7,711	3,587	3,450	5,656
	7,617	3,836	3,174	5,156	7,417	3,320	3,183	5,348
	350	258	216	226	294	267	267	308
영업이익	959	-97	-224	260	765	45	12	299
	906	-106	-185	268	702	14	-23	237
	54	9	-39	-8	62	31	35	62
영업이익률(%)	12.0	-2.4	-6.6	4.8	9.9	1.3	0.3	5.3
	11.9	-2.8	-5.8	5.2	9.5	0.4	-0.7	4.4
	15.3	3.5	-18.0	-3.6	21.1	11.6	13.1	20.0
세전이익	713	-660	-391	70	692	-101	-134	154
지분법손익	-19	50	15	-11	42	42	42	42
순이익	542	-500	-284	82	515	-74	-99	111
지배주주순이익	537	-504	-282	77	513	-74	-98	110

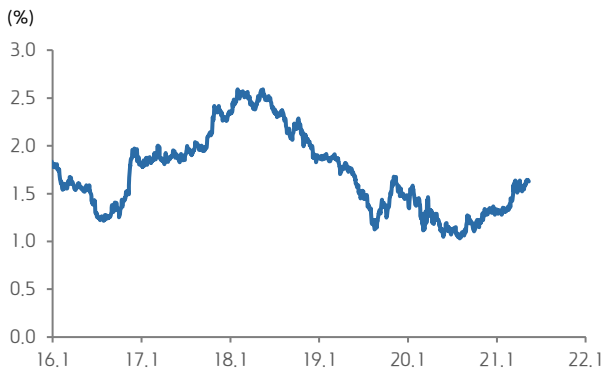
자료: 한국가스공사, 키움증권

한국가스공사 가스도매사업 세후 적정투자보수

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
요금기저	20,492	22,212	19,782	20,376	21,297	22,509	21,991	21,545
세후 적정투보율(WACC)	3.79	3.82	3.73	3.84	4.22	4.37	3.94	4.04
자기자본 비중	23.5	30.1	33.4	33.9	36.5	37.0	35.3	38.4
타인자본 비중	76.5	69.9	66.7	66.1	63.5	63.0	64.7	61.6
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	2.2
세후 적정투자보수	776	858	738	783	898	983	866	870

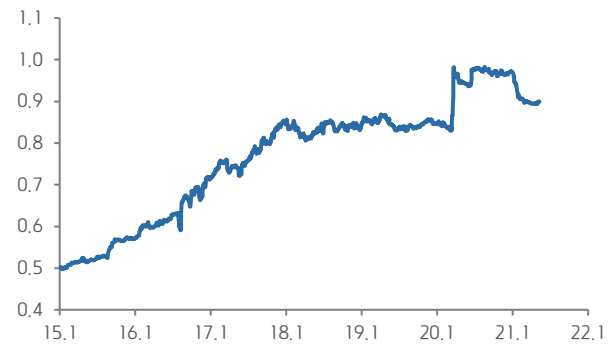
자료: 한국가스공사, 키움증권

국고채 5년물 금리



자료: Fn가이드, 키움증권

한국가스공사 베타



주: 일간, 5년평균

자료: Fn가이드, 키움증권

한국가스공사 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	22,172	26,185	24,983	20,834	20,405	19,438	19,660
가스도매	21,056	24,768	23,605	19,783	19,268	18,206	18,428
해외 및 기타	1,116	1,418	1,378	1,051	1,137	1,232	1,232
영업이익	1,035	1,277	1,335	899	1,120	1,214	1,223
가스도매	902	1,044	1,099	883	931	997	997
해외 및 기타	133	233	236	16	190	217	226
영업이익률(%)	4.7	4.9	5.3	4.3	5.5	6.2	6.2
가스도매	4.3	4.2	4.7	4.5	4.8	5.5	5.4
해외 및 기타	11.9	16.4	17.1	1.5	16.7	17.6	18.3
세전이익	-1,249	649	116	-269	611	737	763
지분법손익	149	204	105	34	169	169	169
순이익	-1,190	527	58	-161	452	545	565
지배순이익	-1,205	509	39	-172	451	543	563
EPS(지배주주)	-13,055	5,518	420	-1,864	4,880	5,880	6,095
BPS(지배주주)	84,640	88,750	85,073	81,040	83,166	86,199	89,353
ROE(지배주주)	-14.0	6.4	0.5	-2.2	5.9	6.9	6.9

자료: 한국가스공사, 키움증권

한국가스공사 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	19,114	19,300	20,405	19,438	6.8	0.7
가스도매	18,446	18,564	19,268	18,206		
해외 및 기타	668	736	1,137	1,232		
영업이익	1,273	1,320	1,120	1,214	-12.0	-8.0
가스도매	1,187	1,133	931	997	-21.6	-12.0
해외 및 기타	86	187	190	217	121.6	16.1
영업이익률(%)	6.7	6.8	5.5	6.2		
가스도매	6.4	6.1	4.8	5.5		
해외 및 기타	12.8	25.4	16.7	17.6		
세전이익	509	560	611	737	20.1	31.6
지분법손익	83	92	169	169	103.4	84.9
순이익	372	409	452	545	21.7	33.4
지배순이익	357	392	451	543	26.3	38.4
EPS(지배주주)	3,864	4,250	4,880	5,880	26.3	38.4
BPS(지배주주)	86,483	89,322	83,166	86,199	-3.8	-3.5
ROE(지배주주)	4.5	4.8	5.9	6.9		

자료: 한국가스공사, 키움증권

정부 수소공급(수요) 로드맵과 한국가스공사의 공급목표

* 괄호안은 내수물량		2022년	2030년	2040년
수소차	정부 로드맵	수소차 보급 8.1만대 (6.7만대)	228.4만 대(108만대)	620만대 (290만대)
	수요량(내수)	29,150톤	469,500톤	1,014,500톤
	공급목표	29,150톤	469,500톤	1,014,500톤
	공급비중	100%	100%	100%
에너지	정부 로드맵	발전용 1.5GW(1GW)	5GW(2.5GW)	15GW(8GW)
	가정·건물용	50MW	1.0GW	2.1GW 이상
	수요량(내수)	441,000톤	1,470,000톤	4,242,000톤
	발전용	420,000톤	1,050,000톤	2,000,460톤
	가정·건물용	21,000톤	210,000톤	441,000톤
	공급량	441,000톤	1,260,000톤	2,441,460톤
합계	로드맵	수요량(내수) 470,150	1,966,500	5,256,500
	가스공사	공급량 470,150	1,756,500	3,455,960
	공급비중	100%	89%	66%

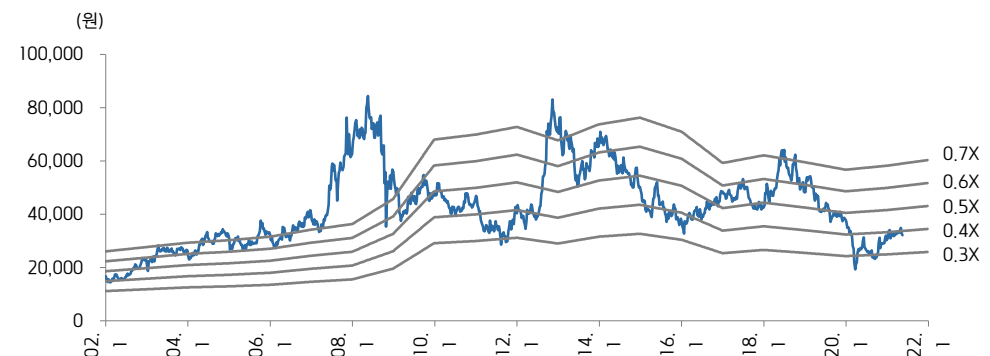
자료: 한국가스공사, 키움증권

한국가스공사 수소사업 투자계획

단위: 억원	거점화 (~22년)	확장 (~25년)	효율화 (~30년)	계
생산기지	851	2,250	7,520	10,621
공급시설	1580	6,450	2,250	10,280
활용시설	540	240	440	1,220
해외 생산·수입			24,480	24,480
합계	2,971	8,940	34,690	46,601

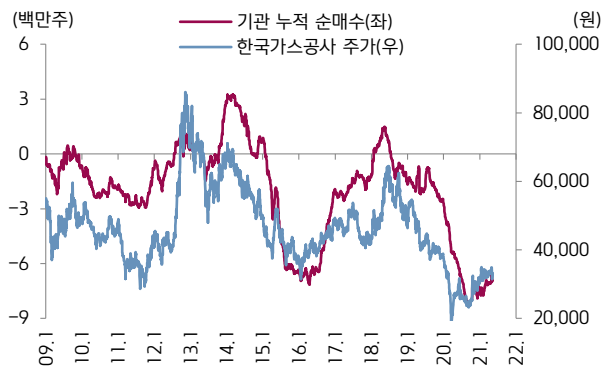
자료: 한국가스공사, 키움증권

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액	24,983	20,834	20,405	19,438	19,660
매출원가	23,227	19,513	18,849	17,767	17,957
매출총이익	1,756	1,320	1,555	1,671	1,703
판매비	421	421	435	457	480
영업이익	1,335	899	1,120	1,214	1,223
EBITDA	3,070	2,536	2,679	2,768	2,781
영업외손익	-1,218	-1,168	-509	-477	-459
이자수익	33	22	6	43	66
이자비용	805	712	596	601	606
외환관련이익	294	567	0	0	0
외환관련손실	259	485	0	0	0
종속 및 관계기업손익	105	34	169	169	169
기타	-586	-594	-88	-88	-88
법인세차감전이익	116	-269	611	737	763
법인세비용	58	-108	159	192	198
계속사업순손익	58	-161	452	545	565
당기순이익	58	-161	452	545	565
지배주주순이익	39	-172	451	543	563
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-4.6	-16.6	-2.1	-4.7	1.1
영업이익 증감률	4.6	-32.7	24.6	8.4	0.7
EBITDA 증감률	-0.3	-17.4	5.6	3.3	0.5
지배주주순이익 증감률	-92.3	-541.0	-362.2	20.4	3.7
EPS 증감률	-92.4	적전	흑전	20.5	3.6
매출총이익률(%)	7.0	6.3	7.6	8.6	8.7
영업이익률(%)	5.3	4.3	5.5	6.2	6.2
EBITDA Margin(%)	12.3	12.2	13.1	14.2	14.1
지배주주순이익률(%)	0.2	-0.8	2.2	2.8	2.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,986	3,251	2,482	3,665	3,573
당기순이익	58	-161	452	545	565
비현금항목의 가감	3,179	2,842	3,565	3,561	3,554
유형자산감가상각비	1,735	1,637	1,558	1,554	1,558
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	1,444	1,205	2,007	2,007	1,996
영업활동자산부채증감	-671	1,279	-849	246	130
매출채권및기타채권의감소	211	891	-525	226	145
재고자산의감소	497	1,256	-175	74	-17
매입채무및기타채무의증가	-137	-495	-20	-45	10
기타	-1,242	-373	-129	-9	-8
기타현금흐름	-580	-709	-686	-687	-676
투자활동 현금흐름	-1,397	-972	-1,727	-1,828	-1,938
유형자산의 취득	-1,223	-912	-1,503	-1,603	-1,714
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
무형자산의 순취득	-70	-83	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-259	194	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-42	53	0	0	0
기타	197	-224	-224	-225	-224
재무활동 현금흐름	-582	-2,190	-81	-210	-219
차입금의 증가(감소)	339	-1,807	200	200	200
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	-50	0	0	0
배당금지급	-134	-51	0	-129	-137
기타	-787	-282	-281	-281	-282
기타현금흐름	10	-15	-940	-940	-940
현금 및 현금성자산의 순증가	17	75	-267	687	476
기초현금 및 현금성자산	240	257	332	65	752
기말현금 및 현금성자산	257	332	65	752	1,228

자료: 키움증권

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
유동자산	9,233	7,528	7,961	8,349	8,697
현금 및 현금성자산	257	332	65	752	1,228
단기금융자산	98	45	45	45	45
매출채권 및 기타채권	5,137	4,245	4,769	4,544	4,399
재고자산	2,645	1,390	1,566	1,492	1,509
기타유동자산	1,096.0	1,516.0	1,516.0	1,516.0	1,516.0
비유동자산	30,079	28,382	28,327	28,376	28,532
투자자산	2,294	2,100	2,100	2,100	2,100
유형자산	24,377	23,134	23,079	23,128	23,284
무형자산	1,747	1,595	1,595	1,595	1,595
기타비유동자산	1,661	1,553	1,553	1,553	1,553
자산총계	39,312	35,910	36,288	36,725	37,229
유동부채	8,901	7,213	7,193	7,147	7,158
매입채무 및 기타채무	1,991	1,549	1,529	1,484	1,494
단기금융부채	6,457.8	5,322.1	5,322.1	5,322.1	5,322.1
기타유동부채	452	342	342	341	342
비유동부채	22,265	20,962	21,162	21,362	21,562
장기금융부채	20,201.3	18,839.1	19,039.1	19,239.1	19,439.1
기타비유동부채	2,064	2,123	2,123	2,123	2,123
부채총계	31,165	28,175	28,354	28,509	28,720
지배지분	7,853	7,481	7,677	7,957	8,248
자본금	462	462	462	462	462
자본잉여금	2,018	2,018	2,018	2,018	2,018
기타자본	-102	-152	-152	-152	-152
기타포괄손익누계액	78	-37	-163	-288	-414
이익잉여금	5,398	5,191	5,513	5,918	6,335
비지배지분	293	254	256	258	261
자본총계	8,147	7,735	7,933	8,215	8,509

투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)					
EPS	420	-1,864	4,880	5,880	6,095
BPS	85,073	81,040	83,166	86,199	89,353
CFPS	35,066	29,048	43,514	44,482	44,620
DPS	380	0	1,500	1,600	1,700
주가배수(배)					
PER	90.1	-16.6	6.5	5.4	5.2
PER(최고)	130.7	-20.3	7.3		
PER(최저)	87.9	-8.8	6.2		
PBR	0.44	0.38	0.38	0.37	0.36
PBR(최고)	0.65	0.47	0.43		
PBR(최저)	0.43	0.20	0.36		
PSR	0.14	0.14	0.14	0.15	0.15
PCFR	1.1	1.1	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	9.8	10.6	10.3	9.7	9.6
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	57.2	0.0	28.5	25.2	25.8
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.0	0.0	4.7	5.0	5.3
ROA	0.1	-0.4	1.3	1.5	1.5
ROE	0.5	-2.2	5.9	6.9	6.9
ROIC	2.1	1.5	2.7	2.9	2.9
매출채권회전율	4.7	4.4	4.5	4.2	4.4
재고자산회전율	8.6	10.3	13.8	12.7	13.1
부채비율	382.6	364.2	357.4	347.0	337.5
순차입금비율	322.9	307.5	305.7	289.3	276.0
이자보상배율	1.7	1.3	1.9	2.0	2.0
총차입금	26,659	24,161	24,361	24,561	24,761
순차입금	26,304	23,784	24,251	23,764	23,488
NOPLAT	3,070	2,536	2,679	2,768	2,781
FCF	489	2,402	35	1,095	879

Compliance Notice

- 당사는 5월 12일 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

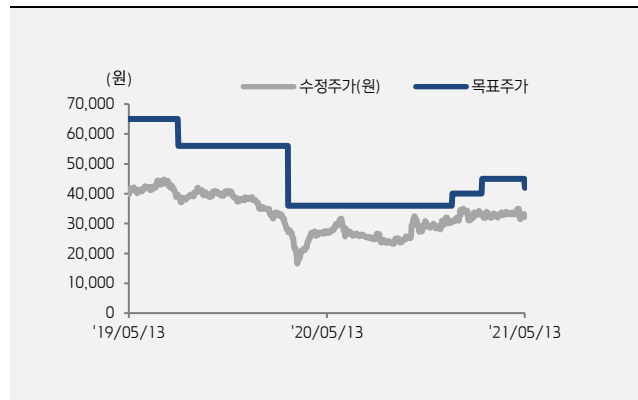
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 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)	2019/08/12	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	-18.34	-12.50
	2021/02/23	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-28.14	-25.89
	2021/03/02	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-26.59	-22.44
	2021/05/13	Buy(Maintain)	42,000원	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 (2020/04/01~2021/03/31)

매수	중립	매도
99.39%	0.61%	0.00%