

한국가스공사 (036460)

실적 부진은 공급비 변화에 의한 착시

목표주가 44,000원, 투자이견 매수 유지

한국가스공사 목표주가 44,000원, 투자이견 매수 유지한다. 1분기 실적은 시장 기대치를 하회했다. 발전용 가스요금의 공급비 변화에 따른 회계적인 이익 조정 때문이다. 오히려 해당 이슈를 제외하면 해외사업 실적 개선으로 증익을 달성했다. 1분기 및 4월 가스판매 호조를 감안하면 올해 4분기 운전자본 정산으로 일부 증익이 가능할 전망이다. 판매실적 개선, 금리와 유가 상승 등에 장기적으로 규제사업 이익은 안정성이 담보될 수 있다. 유가와 아시아 LNG 가격 강세로 해외사업도 견조한 실적이 지속될 전망이다. 일회성 비용이 발생할 가능성은 극히 낮아 올해 연간 배당에 대한 기대감도 긍정적으로 작용할 수 있다. 2021년 PBR 0.37배다.

1Q21 영업이익 7,646억원(YoY -20.3%)으로 컨센서스 하회

1분기 매출액 7.7조원을 기록하며 전년대비 3.2% 감소했다. 판매량이 11.1% 증가했지만 판매가격이 전년대비 약세였기 때문이다. 영업이익은 7,646억원으로 전년대비 20.3% 감소했다. 발전용 공급비 차등요금제 폐지에 따른 총괄원가 배분 비율 변화로 별도 이익이 2,040억원 감소했다. 1분기 하락한 총괄원가 배분비율은 2분기와 3분기 나눠서 반영되며 전년대비 증익폭이 가파를 전망이다. 기존 추정 대비 연간 이익 규모는 크게 바뀌지 않지만 분기 변동성이 축소된다는 관점에서 긍정적으로 판단된다. 아시아 LNG Spot 가격 급등에 호주 Prelude 실적이 크게 개선되었다. 호주 GLNG도 유가 상승으로 전분기대비 실적 회복 추세에 들어섰고 2분기부터 뚜렷한 증익이 가능하다.

그나마 찾을 수 있는 올해 리스크 요인은 환율 약세

겨울 도시가스 판매량이 호조였고 최근 석탄발전량 감소로 발전용 수요도 급증하고 있다. 인플레이 우려 국면에서 유가 급락 가능성은 낮아 해외사업 손상 발생 우려는 제한적이다. 배당의 안정성이 높아지고 있다. 환율이 급격히 약세로 전환되는 경우를 제외하면 높은 수준의 배당수익률을 기대해볼 수 있는 영업환경이다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 44,000원 | CP(5월12일): 32,100원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,161.66
52주 최고/최저(원)	35,000/23,200
시가총액(십억원)	2,963.2
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	92,313.0
60일 평균 거래량(천주)	390.1
60일 평균 거래대금(십억원)	13.0
21년 배당금(예상, 원)	1,500
21년 배당수익률(예상, %)	4.57
외국인지분율(%)	9.62
주요주주 지분율(%)	
기획재정부 외 1인	46.63
국민연금공단	6.37
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.0) 6.6 19.3
상대	(3.8) (16.5) (27.5)

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	21,564.8	22,428.4
영업이익(십억원)	1,134.3	1,290.9
순이익(십억원)	344.4	471.8
EPS(원)	3,593	4,944
BPS(원)	92,134	96,400

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	24,982.6	20,833.7	25,410.2	26,875.7	27,823.8
영업이익	십억원	1,334.5	898.9	1,136.8	1,233.3	1,336.5
세전이익	십억원	116.4	(268.9)	558.1	637.9	771.7
순이익	십억원	38.8	(172.1)	416.0	462.4	559.5
EPS	원	420	(1,864)	4,507	5,010	6,061
증감율	%	(92.39)	적전	혹전	11.16	20.98
PER	배	90.12	(16.58)	7.12	6.41	5.30
PBR	배	0.44	0.37	0.37	0.35	0.34
EV/EBITDA	배	9.85	10.66	10.56	10.09	9.56
ROE	%	0.48	(2.24)	5.41	5.73	6.63
BPS	원	86,183	82,691	87,198	90,813	95,200
DPS	원	380	0	1,500	1,800	2,000



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

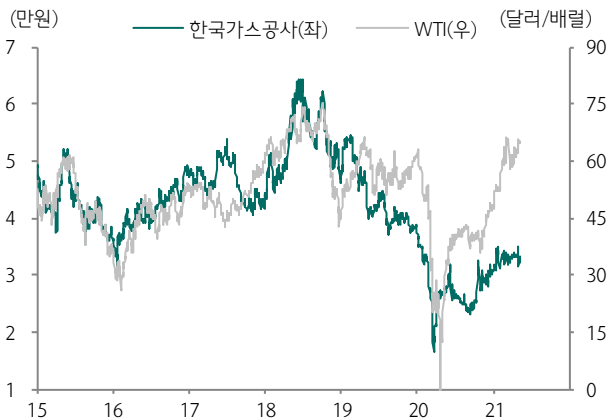
표 1. 한국가스공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2020				2021F				1Q21 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	79,678	40,946	33,890	53,824	77,114	47,495	50,648	78,845	(3.2)	43.3
가스도입 및 판매	76,962	39,161	32,148	51,770	75,077	45,217	47,991	75,749	(2.4)	45.0
해외/기타	2,715	1,784	1,742	2,054	2,037	2,278	2,657	3,096	(25.0)	(0.8)
영업이익	9,590	(967)	(2,237)	2,603	7,646	532	(86)	3,277	(20.3)	193.7
가스도입 및 판매	9,414	(828)	(1,721)	2,641	7,102	180	(485)	2,703	(24.6)	168.9
해외/기타	177	(140)	(516)	(38)	544	352	398	574	208.0	흑전
세전이익	7,125	(6,600)	(3,913)	699	6,918	(793)	(1,908)	1,364	(2.9)	890.1
순이익	5,372	(5,045)	(2,817)	770	5,130	(575)	(1,384)	989	(4.5)	566.6
영업이익률(%)	11.8	(2.0)	(5.1)	4.9	9.2	0.4	(1.0)	3.4	-	-
세전이익률(%)	8.9	(16.1)	(11.5)	1.3	9.0	(1.7)	(3.8)	1.7	-	-
순이익률(%)	6.7	(12.3)	(8.3)	1.4	6.7	(1.2)	(2.7)	1.3	-	-
도시가스용(천톤)	6,605	3,284	2,649	5,709	7,241	3,448	2,728	5,595	9.6	26.8
발전용(천톤)	4,307	2,379	3,274	4,160	4,879	3,212	3,438	4,077	13.3	17.3

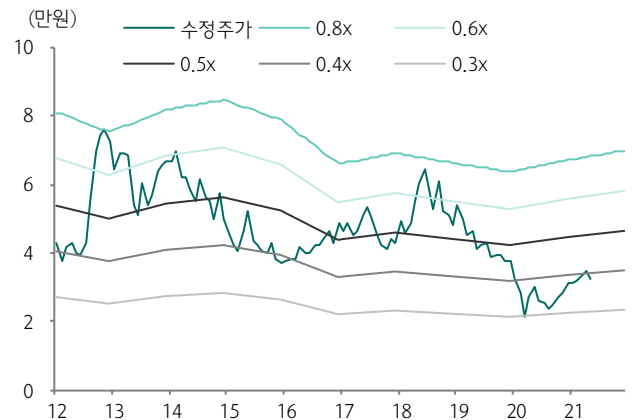
자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 1. 한국가스공사 주가와 유가 추이



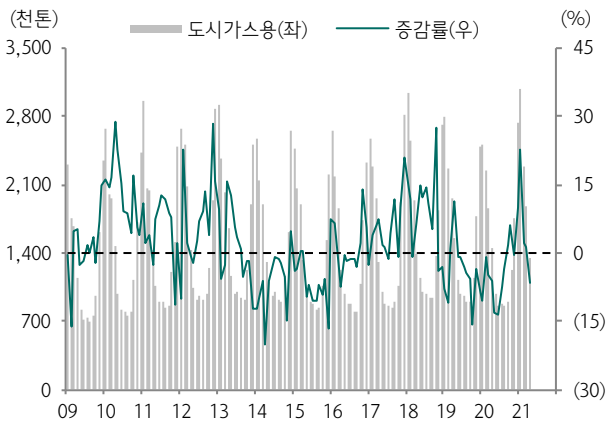
자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 2. 한국가스공사 12M Fwd PBR 추이



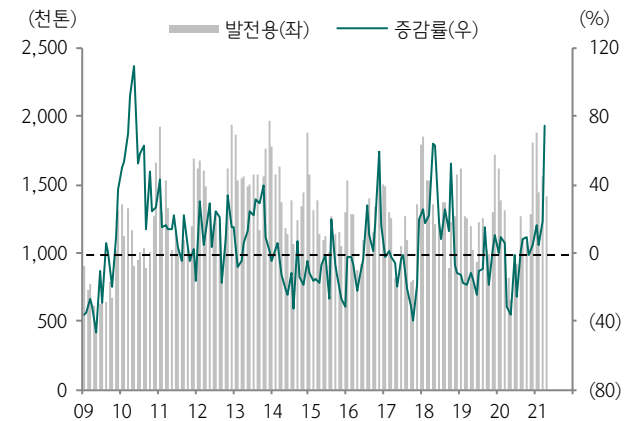
자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 3. 월별 도시가스 판매량 추이 (2021년 4월 YoY -6.8%)



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 4. 월별 발전용 판매량 추이 (2021년 4월 YoY +74.7%)



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	24,982.6	20,833.7	25,410.2	26,875.7	27,823.8
매출원가	23,227.1	19,513.5	23,790.7	25,138.5	25,964.6
매출총이익	1,755.5	1,320.2	1,619.5	1,737.2	1,859.2
판매비	421.0	421.4	482.6	503.8	522.7
영업이익	1,334.5	898.9	1,136.8	1,233.3	1,336.5
금융손익	(802.1)	(696.6)	(683.0)	(691.9)	(682.2)
종속/관계기업손익	104.7	34.1	107.8	98.2	118.3
기타영업외손익	(520.8)	(505.2)	(3.5)	(1.7)	(0.9)
세전이익	116.4	(268.9)	558.1	637.9	771.7
법인세	58.1	(108.2)	139.9	175.4	212.2
계속사업이익	58.3	(160.7)	418.2	462.4	559.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	58.3	(160.7)	418.2	462.4	559.5
비배주주지분 손익	19.5	11.4	2.1	0.0	0.0
지배주주순이익	38.8	(172.1)	416.0	462.4	559.5
지배주주지분포괄이익	92.4	(289.0)	472.1	522.1	631.7
NOPAT	668.2	537.1	851.8	894.2	969.0
EBITDA	3,069.8	2,535.6	2,756.5	2,869.0	2,988.2
성장성(%)					
매출액증가율	(4.59)	(16.61)	21.97	5.77	3.53
NOPAT증가율	(38.64)	(19.62)	58.59	4.98	8.37
EBITDA증가율	(0.32)	(17.40)	8.71	4.08	4.15
영업이익증가율	4.51	(32.64)	26.47	8.49	8.37
(지배주주)순이익증가율	(92.38)	적전	흑전	11.15	21.00
EPS증가율	(92.39)	적전	흑전	11.16	20.98
수익성(%)					
매출총이익률	7.03	6.34	6.37	6.46	6.68
EBITDA이익률	12.29	12.17	10.85	10.68	10.74
영업이익률	5.34	4.31	4.47	4.59	4.80
계속사업이익률	0.23	(0.77)	1.65	1.72	2.01

투자지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	420	(1,864)	4,507	5,010	6,061
BPS	86,183	82,691	87,198	90,813	95,200
CFPS	35,066	29,048	29,667	30,676	32,167
EBITDAPS	33,254	27,467	29,861	31,080	32,371
SPS	270,630	225,686	275,261	291,136	301,407
DPS	380	0	1,500	1,800	2,000
주가지표(배)					
PER	90.12	(16.58)	7.12	6.41	5.30
PBR	0.44	0.37	0.37	0.35	0.34
PCR	1.08	1.06	1.08	1.05	1.00
EV/EBITDA	9.85	10.66	10.56	10.09	9.56
PSR	0.14	0.14	0.12	0.11	0.11
재무비율(%)					
ROE	0.48	(2.24)	5.41	5.73	6.63
ROA	0.10	(0.46)	1.09	1.15	1.38
ROIC	2.23	1.86	3.04	3.15	3.42
부채비율	382.56	364.24	392.09	377.81	357.44
순부채비율	324.70	309.32	316.80	302.32	284.47
이자보상배율(배)	1.66	1.26	1.69	1.81	1.98

자료: 하나금융투자

대차대조표

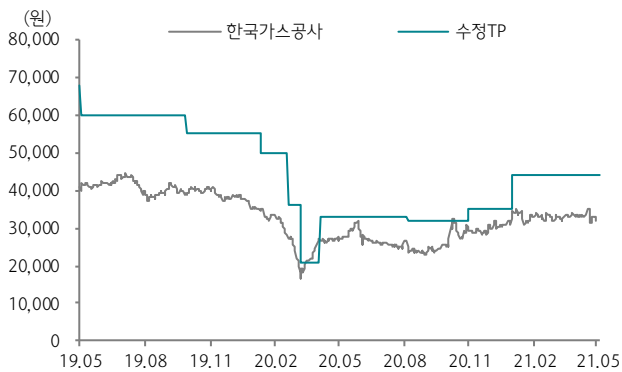
	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	9,232.8	7,527.9	10,991.7	11,506.3	11,769.9
금융자산	355.7	381.4	524.3	518.1	398.4
현금성자산	257.1	331.8	455.2	446.0	324.0
매출채권	4,973.9	4,093.9	5,997.0	6,295.5	6,515.1
재고자산	2,645.3	1,390.3	2,036.6	2,138.0	2,212.6
기타유동자산	1,257.9	1,662.3	2,433.8	2,554.7	2,643.8
비유동자산	30,079.1	28,381.9	29,129.8	29,045.9	28,905.9
투자자산	2,316.3	2,144.8	3,112.4	3,264.2	3,375.9
금융자산	599.1	622.0	881.8	922.5	952.5
유형자산	24,377.4	23,134.1	22,914.4	22,678.7	22,427.0
무형자산	1,746.6	1,594.7	1,594.7	1,594.7	1,594.7
기타비유동자산	1,638.8	1,508.3	1,508.3	1,508.3	1,508.3
자산총계	39,311.9	35,909.8	40,121.5	40,552.2	40,675.7
유동부채	8,900.5	7,212.8	10,639.0	11,284.2	10,891.1
금융부채	6,532.6	5,427.2	8,072.8	8,595.6	8,112.4
매입채무	1,483.2	977.7	1,432.3	1,503.5	1,556.0
기타유동부채	884.7	807.9	1,133.9	1,185.1	1,222.7
비유동부채	22,264.8	20,961.8	21,329.2	20,780.9	20,892.6
금융부채	20,274.7	18,880.9	18,280.9	17,580.9	17,580.9
기타비유동부채	1,990.1	2,080.9	3,048.3	3,200.0	3,311.7
부채총계	31,165.3	28,174.6	31,968.2	32,065.2	31,783.7
지배주주지분	7,853.3	7,481.1	7,897.0	8,230.7	8,635.7
자본금	461.6	461.6	461.6	461.6	461.6
자본잉여금	2,018.3	2,018.3	2,018.3	2,018.3	2,018.3
자본조정	(102.4)	(152.4)	(152.4)	(152.4)	(152.4)
기타포괄이익누계액	78.2	(37.2)	(37.2)	(37.2)	(37.2)
이익잉여금	5,397.7	5,190.8	5,606.8	5,940.5	6,345.5
비배주주지분	293.2	254.1	256.3	256.3	256.3
자본총계	8,146.5	7,735.2	8,153.3	8,487.0	8,892.0
순금융부채	26,451.6	23,926.6	25,829.3	25,658.3	25,294.9

현금흐름표

	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	1,985.8	3,251.0	1,913.5	2,078.7	2,196.9
당기순이익	58.3	(160.7)	418.2	462.4	559.5
조정	260	213	162	164	165
감가상각비	1,735.3	1,636.7	1,619.7	1,635.7	1,651.7
외환거래손익	(94.6)	(73.2)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(1,380.7)	(1,350.5)	(1,457.7)	(1,471.7)	(1,486.7)
영업활동 자산부채 변동	(671.2)	1,279.5	(124.3)	(19.5)	(14.4)
투자활동 현금흐름	(1,397.0)	(971.9)	(2,387.1)	(1,554.8)	(1,513.9)
투자자산감소(증가)	(262.8)	171.5	(967.6)	(151.8)	(111.7)
자본증가(감소)	(1,223.2)	(911.9)	(1,400.0)	(1,400.0)	(1,400.0)
기타	89.0	(231.5)	(19.5)	(3.0)	(2.2)
재무활동 현금흐름	(581.9)	(2,190.0)	2,045.6	(305.9)	(637.7)
금융부채증가(감소)	524.3	(2,499.3)	2,045.6	(177.2)	(483.2)
자본증가(감소)	(0.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(972.1)	360.7	0.0	0.0	(0.0)
배당지급	(133.7)	(51.4)	0.0	(128.7)	(154.5)
현금의 증감	17.3	74.7	96.9	(9.3)	(121.9)
Unlevered CFO	3,237.0	2,681.5	2,738.6	2,831.8	2,969.4
Free Cash Flow	762.7	2,339.0	513.5	678.7	796.9

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국가스공사



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.1.14	BUY	44,000		
20.11.13	BUY	35,000	-14.15%	-6.57%
20.8.18	BUY	32,000	-18.15%	1.41%
20.4.16	BUY	33,000	-18.26%	-3.94%
20.3.20	BUY	21,000	7.21%	28.33%
20.3.2	BUY	36,000	-34.48%	-22.92%
20.1.23	BUY	50,000	-35.71%	-32.60%
19.10.10	BUY	55,000	-30.03%	-25.55%
19.5.13	BUY	60,000	-31.36%	-25.33%
19.3.4	BUY	68,000	-30.87%	-24.85%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	95.06%	4.94%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 05월 10일

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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 5월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2021년 5월 13일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.