

2021. 5. 13



▲ 유틸리티/철강

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정 주가 42,000 원

현재주가 (5.12) 32,100 원

상승여력 30.8%

KOSPI 3,161.66pt

시가총액 29,632억원

발행주식수 9,231만주

유동주식비율 43.14%

외국인비중 9.46%

52주 최고/최저가 35,000원/23,200원

평균거래대금 129.8억원

주요주주(%)

대한민국정부(기획재정부) 외 1 인 46.63

국민연금공단 6.37

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -3.0 6.6 19.3

상대주가 -3.8 -16.5 -27.5

주가그래프



한국가스공사 036460

1Q21 Review: 조삼모사

- ✓ 1Q21 연결 영업이익은 7,646억원을 기록하며 컨센서스 및 당사 추정치 하회
- ✓ 공급비 조정분(2,040억원) 제외 시 당사 추정치 부합. 연간 전망치는 변동 無
- ✓ 시클리컬 업종 내 주가 상승은 아직 덜하지만 유가 상승에 따른 실적 개선은 명확
- ✓ 단기적 수급 악재(MSCI 편출)보다 실적 개선, 신사업 기대감, 밸류에이션 매력 주목
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 42,000원을 유지

1Q21 Review: 공급비 조정분 제외하면 당사 추정치에 부합

1Q21 연결 영업이익은 7,646억원(-20.3% YoY)을 기록하며 컨센서스(8,946억원) 및 당사 추정치(9,659억원)를 하회했다. 주요 원인은 발전용 공급비 조정으로 인한 별도 영업이익 하락 효과(약 -2,040억원)이다. 이를 제외하면 당사 추정치에 부합하는 실적이다. 기존 공급비는 판매량에 비례하여 산정, 1분기에 이익이 집중이 되는 차등적 구조였다. 그러나 2021년부터는 발전용 도매요금에 있어 공급비를 단일요금으로 적용하며, 평년 대비 1분기 이익이 줄어들고 2,3분기 이익이 개선될 전망이다. 2021년 연간 실적에 미치는 영향은 미미하다.

아직 오르지 않은 시클리컬 주식

최근 동사의 주가 흐름은 철강, 정유, 조선 등 시클리컬 업종 대비 약세를 보이고 있다. 그러나 동사의 연결 이익 스윙폭을 결정하는 연결 자회사 실적은 최근 유가 상승 및 생산 정상화 효과를 톡톡히 보고 있다. 2020년 분기 당 300억원 규모의 적자를 기록하던 호주 Prelude가 1Q21 흑자전환(365억원)에 성공한 것이 대표적이다. 2021년 해외 자회사의 이익은 2,063억원을 전망(13.1배 YoY, 2019년 대비 -20%)한다. 한편, 별도 영업이익은 2021년 적정투자보수는 8,709억원(+0.6% YoY)와 미얀마 생산량 감소를 고려하면 감소(-5.3% YoY)할 전망이다. 4Q21에 실제 운전자본 증가분을 반영하며 이익 추정치도 상향될 가능성이 높다.

단기적 수급 악재 vs 실적개선+신사업 기대감+밸류에이션 매력

5월 12일(한국시간) 동사는 MSCI 한국 지수에서 편출되었다. 5월 내내 수급 부담으로 작용하지만, 이보다는 실적 개선 및 근시일 내 발표될 수소 사업 계획에 주목해야 할 필요성이 있다. 12개월 선행 PBR은 0.37배로 역사적 평균 0.5~0.6배를 하회하고 있다. 투자의견 Buy, 적정주가 42,000원을 유지한다.

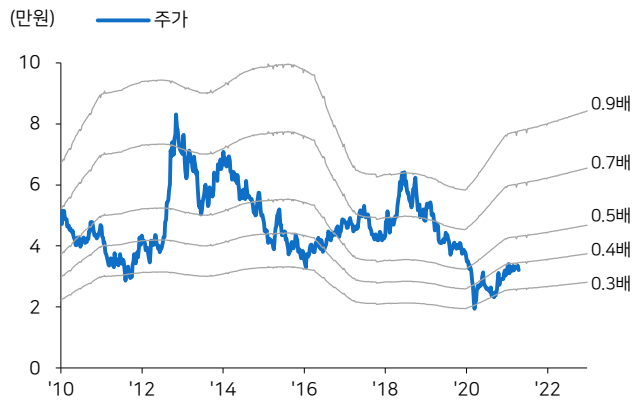
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	24,982.6	1,334.5	38.8	420	-88.9	85,073	90.1	0.4	9.9	0.5	382.6
2020	20,833.7	898.9	-172.1	-1,864	-375.8	81,040	-16.6	0.4	10.7	-2.2	364.2
2021E	23,119.1	1,046.5	442.7	4,795	-376.4	84,906	6.7	0.4	10.2	5.8	357.2
2022E	24,461.7	1,245.3	539.4	5,843	22.7	89,447	5.5	0.4	9.3	6.7	330.8
2023E	23,389.7	1,295.3	586.8	6,356	8.8	94,316	5.1	0.3	8.9	6.9	303.5

표1 한국가스공사 1Q21 실적 Review

(십억원)	1Q21P	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	7,711.4	7,967.8	-3.2	5,382.3	43.3	7,421.4	3.9	7,842.1	-1.7
영업이익	764.6	959.0	-20.3	260.3	193.8	894.6	-14.5	965.9	-20.8
세전이익	691.8	712.5	-2.9	69.8	890.6	693.3	-0.2	843.5	-18.0
순이익	513.0	537.2	-4.5	77.0	566.6	586.5	-12.5	605.5	-15.3

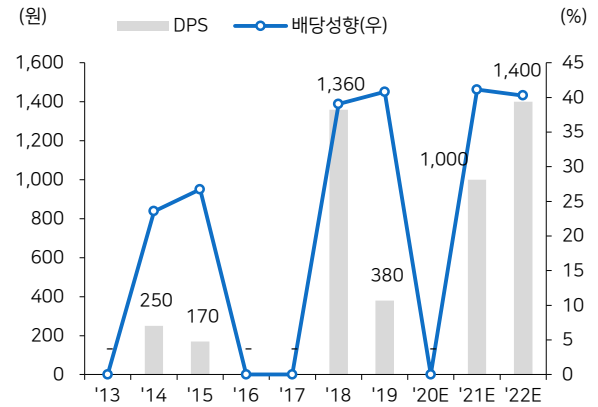
자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

그림1 한국가스공사 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 한국가스공사 DPS 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 한국가스공사 연결 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	7,967.8	4,094.6	3,389.0	5,382.3	7,711.4	4,661.4	3,795.1	6,951.2	24,982.6	20,833.7	23,119.1	24,461.7
매출액 증가율(%)	-8.4	-16.0	-25.0	-21.8	-3.2	13.8	12.0	29.1	-4.6	-16.6	11.0	5.8
가스도매판매	7,654.9	3,941.2	3,248.0	5,372.3	7,675.0	4,485.9	3,538.0	6,785.5	23,769.4	20,380.9	22,484.5	23,075.3
해외주요사업	350.4	287.1	186.7	226.4	294.4	281.2	336.2	320.6	1,351.4	1,050.6	1,232.3	1,969.5
기타 및 연결조정	-37.5	-133.7	-45.6	-216.3	-126.0	-105.7	-79.1	-154.9	-138.2	-597.8	-465.7	-583.1
매출원가	6,901.8	4,094.5	3,517.7	4,999.5	6,838.0	4,534.7	3,734.3	6,384.8	23,227.1	19,513.5	21,491.8	22,580.9
매출총이익	1,066.0	0.0	-128.7	382.9	873.4	126.7	60.8	566.4	1,755.5	1,320.2	1,627.3	1,880.8
판관비	107.0	96.8	95.0	122.6	108.8	101.7	92.5	277.8	421.0	421.4	580.8	635.5
영업이익	959.0	-96.7	-223.7	260.3	764.6	25.0	-31.7	288.6	1,334.5	898.9	1,046.4	1,245.3
영업이익 증가율(%)	10.3	적전	적확	-38.1	-20.3	흑전	적축	10.9	4.5	-32.6	16.4	19.0
영업이익률(%)	12.0	-2.4	-6.6	4.8	9.9	0.5	-0.8	4.2	5.3	4.3	4.5	5.1
가스도매판매	941.4	-82.8	-172.1	264.1	710.2	7.3	-69.4	256.4	1,185.8	950.6	904.5	981.2
해외자원개발	53.5	23.9	-53.6	-8.1	62.1	38.3	59.9	50.1	256.4	15.7	210.4	329.3
미얀마A1/A3(별도)	20.1	19.1	10.3	12.2	8.8	10.0	8.4	10.4	80.1	61.7	37.5	52.7
이라크 주바이르	27.3	17.2	1.0	18.3	13.8	16.8	18.2	20.3	79.7	63.8	69.2	79.9
이라크 바드라	2.5	-4.1	-0.2	-6.4	1.9	0.1	0.3	0.3	15.2	-8.2	2.5	1.0
호주 GLNG	28.6	20.4	-34.5	-2.4	1.1	24.1	30.3	31.7	85.7	12.1	87.2	123.7
호주 Prelude	-25.0	-28.7	-30.2	-29.8	36.5	-12.7	2.7	-12.5	-4.3	-113.7	14.0	9.4
모잠비크 Coral FLNG	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	62.7
기타 및 연결조정	-35.8	-37.9	2.0	4.3	-21.9	-20.7	-22.2	-17.9	-107.6	-67.4	-82.6	-65.3
금융손익	1,107.7	-178.1	-157.9	-131.2	-145.2	-141.8	-128.6	-131.4	-802.1	-696.6	-547.0	-553.3
기타영업외손익	1.9	-434.8	-24.3	-48.1	30.1	-35.3	-23.6	-68.4	-520.8	-505.2	-97.1	-142.6
관계기업 관련 손익	-19.0	49.6	-7.9	-11.1	42.3	49.8	50.6	48.8	104.7	11.6	191.5	202.0
세전이익	712.5	-660.0	-391.3	69.8	691.8	-102.3	-133.3	137.6	116.4	-268.9	593.8	751.5
법인세비용	170.7	-159.9	-107.0	-12.0	176.7	-28.1	-36.7	37.9	58.1	-108.2	149.8	206.7
법인세율(%)	24.0	24.2	27.3	-17.2	25.5	27.5	27.5	27.5	49.9	40.2	25.2	27.5
연결 당기순이익	541.8	-500.1	-284.3	81.8	515.1	-74.2	-96.6	99.8	58.3	-160.7	444.1	544.8
지배주주순이익	537.2	-504.5	-281.7	77.0	513.0	-73.4	-95.7	98.8	38.8	-172.1	442.7	539.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 한국가스공사 별도 실적 및 세후적정투자 보수 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q20P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
별도 실적 전망												
매출액	7,696.2	3,916.1	3,214.8	5,177.0	7,507.7	4,457.4	3,501.9	6,538.9	23,903.8	20,004.2	22,005.8	22,583.1
매출액 증가율(%)	-8.6	-14.9	-23.5	-22.5	-2.4	13.8	8.9	26.3	-4.3	-16.3	10.0	2.6
도시가스용	6,604.0	3,285.0	2,649.0	5,710.0	6,703.1	3,334.3	2,688.7	5,795.7	18,808.8	18,248.0	18,521.7	18,799.5
발전용	5,811.2	5,352.1	4,607.9	1,730.0	5,130.0	7,779.4	3,359.1	1,732.4	21,939.5	17,495.8	18,000.9	16,804.4
매출원가	6,661.0	3,915.4	3,306.2	4,804.6	6,700.9	4,364.0	3,488.2	6,170.9	22,354.7	18,687.2	20,723.9	21,213.2
매출총이익	1,035.2	0.8	-91.4	372.4	806.8	93.4	13.7	368.0	1,549.1	1,316.9	1,281.9	1,370.0
판매비	93.8	83.5	80.7	108.3	96.6	86.1	83.1	111.6	363.4	366.4	377.4	388.7
영업이익	941.4	-82.8	-172.1	264.1	710.2	7.3	-69.4	256.4	1,185.8	950.6	904.5	981.2
영업이익 증가율(%)	15.4	적전	적축	-32.6	-24.6	흑전	적축	-2.9	7.0	-19.8	-4.8	8.5
영업이익률(%)	12.2	-2.1	-5.4	5.1	9.5	0.2	-2.0	3.9	5.0	4.8	4.1	4.3
금융손익	-342.4	-87.4	-71.9	80.9	-93.2	-115.5	-115.5	-124.7	-653.3	-420.8	-449.0	-411.9
기타영업외손익	-1.8	-408.8	-2.4	-59.9	-21.1	-37.2	-31.4	-56.9	-400.6	-472.9	-146.5	-150.6
관계기업 관련 손익	0.0	0.0	0.0	-6.9	1.7	1.9	2.1	2.4	20.1	-6.9	8.0	0.7
세전이익	597.2	-579.0	-246.4	278.3	597.6	-143.5	-214.2	77.1	151.9	50.0	317.0	419.4
법인세비용	130.5	-18.7	-80.7	112.6	161.3	-39.5	-58.9	21.2	70.3	143.6	84.2	115.3
법인세율(%)	21.9	3.2	32.8	40.4	27.0	27.5	27.5	27.5	46.3	287.1	26.6	27.5
별도 당기순이익	466.6	-560.3	-165.7	165.7	415.1	-104.0	-155.3	55.9	81.6	-93.6	211.7	304.0
세후적정투자보수 전망												
요금기저									22,509.1	21,991.2	21,544.6	22,390.2
적정투자보수율(%)									4.37	3.94	4.04	4.02
COE									7.3	6.7	7.1	7.1
COD(세후)									2.6	2.5	2.2	2.2
자기자본비율									37.0	35.3	38.3	37.8
타인자본비율									63.0	64.7	61.7	62.2
세후적정투자보수									983.3	866.1	870.4	899.1
적정원가									1,127.8	1,657.1	1,657.1	1,657.1
총괄원가									2,111.1	2,523.2	2,527.5	2,556.2

자료: 메리츠증권 리서치센터

한국가스공사 (036460)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	24,982.6	20,833.7	23,119.1	24,461.7	23,389.7
매출액증가율 (%)	-4.6	-16.6	11.0	5.8	-4.4
매출원가	23,227.1	19,513.5	21,491.8	22,580.9	21,409.2
매출총이익	1,755.5	1,320.2	1,627.3	1,880.8	1,980.6
판매관리비	421.0	421.4	580.8	635.5	685.3
영업이익	1,334.5	898.9	1,046.5	1,245.3	1,295.3
영업이익률	5.3	4.3	4.5	5.1	5.5
금융손익	-802.1	-696.6	-546.4	-553.3	-531.2
중속/관계기업손익	104.7	34.1	190.5	202.0	197.8
기타영업외손익	-520.8	-505.2	-97.1	-142.6	-144.4
세전계속사업이익	116.4	-268.9	593.5	751.5	817.5
법인세비용	58.1	-108.2	149.4	206.7	224.8
당기순이익	58.3	-160.7	444.1	544.8	592.7
지배주주지분 순이익	38.8	-172.1	442.7	539.4	586.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,985.8	3,251.0	1,608.4	1,874.1	1,915.3
당기순이익(손실)	58.3	-160.7	444.1	544.8	592.7
유형자산상각비	1,735.3	1,636.7	1,598.4	1,561.0	1,529.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-671.2	1,279.5	-242.6	-29.7	-9.1
투자활동 현금흐름	-1,397.0	-971.9	-1,360.1	-919.6	-935.6
유형자산의증가(CAPEX)	-1,223.2	-912.1	-1,101.7	-1,146.6	-1,177.0
투자자산의감소(증가)	-262.8	171.5	-257.9	227.4	241.9
재무활동 현금흐름	-581.9	-2,190.0	-393.7	-740.2	-930.4
차입금의 증감	470.6	-2,499.3	-393.7	-654.4	-810.2
자본의 증가	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	17.3	74.7	-145.4	214.3	49.3
기초현금	239.8	257.1	331.8	186.4	400.7
기말현금	257.1	331.8	186.4	400.7	450.0

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	9,232.8	7,527.9	8,666.7	8,797.9	8,713.3
현금및현금성자산	257.1	331.8	186.4	400.7	450.0
매출채권	4,973.9	4,093.9	4,690.5	4,653.5	4,593.7
재고자산	2,645.3	1,390.3	1,592.9	1,580.3	1,560.0
비유동자산	30,079.1	28,381.9	28,334.7	27,894.9	27,498.4
유형자산	24,377.4	23,134.1	22,637.5	22,223.1	21,870.7
무형자산	1,746.6	1,594.7	1,594.7	1,594.7	1,594.7
투자자산	2,316.3	2,144.8	2,594.2	2,568.8	2,524.8
자산총계	39,311.9	35,909.8	37,001.4	36,692.8	36,211.7
유동부채	8,900.5	7,212.8	9,339.6	9,148.8	8,280.3
매입채무	1,483.2	977.7	1,262.7	1,242.8	1,210.9
단기차입금	3,800.3	3,110.3	5,125.3	5,177.3	4,377.3
유동성장기부채	2,346.9	2,003.7	1,503.7	1,303.7	1,303.7
비유동부채	22,264.8	20,961.8	19,568.4	19,025.9	18,958.0
사채	17,766.7	16,285.1	14,285.1	13,785.1	13,785.1
장기차입금	476.5	761.0	761.0	761.0	761.0
부채총계	31,165.3	28,174.6	28,908.0	28,174.7	27,238.2
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
기타포괄이익누계액	78.2	-37.2	-37.2	-37.2	-37.2
이익잉여금	5,397.7	5,190.8	5,547.7	5,966.9	6,416.3
비지배주주지분	293.2	254.1	255.5	261.0	266.9
자본총계	8,146.5	7,735.2	8,093.4	8,518.1	8,973.4

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	270,630	225,686	250,442	264,987	253,374
EPS(지배주주)	420	-1,864	4,795	5,843	6,356
CFPS	35,066	29,048	27,589	28,855	29,035
EBITDAPS	33,254	27,467	28,651	30,400	30,599
BPS	85,073	81,040	84,906	89,447	94,316
DPS	380	0	0	0	0
배당수익률(%)	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	90.1	-16.6	6.7	5.5	5.1
PCR	1.1	1.1	1.2	1.1	1.1
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
EBITDA	3,069.8	2,535.6	2,644.9	2,806.3	2,824.7
EV/EBITDA	9.9	10.7	10.2	9.3	8.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.5	-2.2	5.8	6.7	6.9
EBITDA 이익률	12.3	12.2	11.4	11.5	12.1
부채비율	382.6	364.2	357.2	330.8	303.5
금융비용부담률	3.2	3.4	2.7	2.5	2.5
이자보상배율(x)	1.7	1.3	1.6	2.1	2.2
매출채권회전율(x)	4.9	4.6	5.3	5.2	5.1
재고자산회전율(x)	8.6	10.3	15.5	15.4	14.9

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한국가스공사 (036460) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

