

2021. 7. 27



▲ 유틸리티/철강

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 46,000 원

현재주가 (7.26) 35,750 원

상승여력 28.7%

KOSPI 3,224.95pt

시가총액 33,002억원

발행주식수 9,231만주

유동주식비율 43.14%

외국인비중 6.31%

52주 최고/최저가 39,550원/23,200원

평균거래대금 232.8억원

주요주주(%)

대한민국정부(기획재정부) 외 1인 46.63

국민연금공단 6.37

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -4.5 4.1 40.2

상대주가 -2.2 1.3 -4.3

주가그래프



한국가스공사 036460

2Q21 Preview:
부정편향이 주는 투자 기회

- ✓ 4Q21 연결 영업이익은 647억원(흑전 YoY)을 기록하며 컨센서스(532억원) 상회 전망
- ✓ 가스도매판매 영업이익이 흑전, 해외자원개발 프로젝트 합산 이익 +70% YoY 증가
- ✓ 자산손상차손, 환율 상승, 수소 사업계획 발표 지연, 미수금 증가 등 투자자들의 우려는 과도하다는 판단. 부정편향에서 벗어나 실적 개선과 밸류에이션 매력에 주목
- ✓ 투자 의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 46,000원으로 +9.5% 상향

2Q21 Preview: 실적 개선 진행 중

4Q21 연결 영업이익은 647억원(흑전 YoY)을 기록하며 시장 컨센서스(532억원)을 상회할 전망이다. 공급비 분기별 배분 비중 변화로 가스도매판매 영업이익이 전년 대비 흑전하는 가운데, 해외자원개발 프로젝트들의 합산 이익 역시 +70.6% YoY 증가할 전망이다. 하반기에도 GLNG를 위주로 해외 프로젝트의 이익 개선이 예상된다. 자산손상차손 등 일회성 비용 요인은 없는 것으로 파악된다.

부정 편향이 만들어주는 투자 기회

유가 대비 주가 상승 폭이 저조한 배경에는 다양한 부정 편향이 존재한다. 그러나 투자자들의 일부 우려는 과도하다. 1)과거 동사를 괴롭혔던 자산손상차손의 경우 하반기 발생 가능성이 낮을뿐더러 대상 장부 가치 규모도 과거 대비 작다. 2)최근 환율 상승은 부담스럽다. 그러나 긍정적 요인도 있다. 일부 기타손익 개선 요인이 존재하며, 별도 영업이익 전망치도 4분기 실제 운전자본(유가 및 판매량) 증가를 감안하여 상향 가능성이 높다. 전반적인 실적 전망치는 연말로 갈수록 상향될 전망이다. 3)미뤄지고 있는 수소 사업계획 발표가 사업 지연을 의미하는 것은 아니다. 2022년 말부터 수소 사업이 본격화될 전망이다. 4)가스요금 동결로 인한 미수금 증가는 주택용 요금에만 적용되며, 회계 이익에는 영향이 없다.

부담없는 밸류에이션, 지속적인 매수 전략 추천

6월 이후 주가 상승에도 불구하고 PBR 0.4배에 머물러 있어 밸류에이션 매력이 높다. 연간 DPS 전망 1,200원은 향후 상향 조정될 가능성이 높다. 투자 의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 46,000원으로 +9.5% 상향한다.

(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	24,038.0	1,091.6	501.7	5,435	-413.5	86,881	6.6	0.4	9.8	6.5	359.7
2022E	25,353.0	1,240.0	630.9	6,834	26.5	92,600	5.2	0.4	9.1	7.6	323.5
2023E	24,913.5	1,421.1	721.0	7,810	14.3	99,108	4.6	0.4	8.3	8.1	295.2

한국가스공사 2Q21 Preview

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	4,701.5	4,094.6	14.8	7,711.4	-39.0	4,489.4	4.7
영업이익	64.7	-96.7	흑전	764.6	-91.5	53.2	21.6
세전이익	-39.6	-660.0	적축	691.8	적전	-108.0	N/A
지배순이익	-28.4	-504.5	적축	513.0	적전	-72.4	N/A

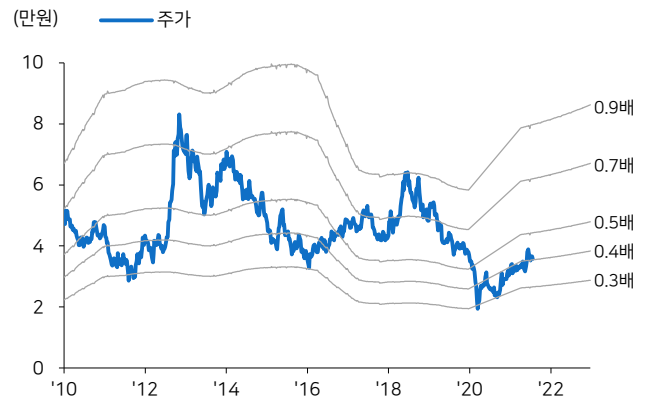
자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

한국가스공사 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	23,119.1	24,461.7	24,038.0	25,351.6	4.0%	3.6%
영업이익	1,046.4	1,245.3	1,091.6	1,239.5	4.3%	-0.5%
영업이익률	4.5%	5.1%	4.5%	4.9%	0.0%p	-0.2%p
당기순이익	444.1	544.8	486.9	534.6	9.6%	-1.9%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 한국가스공사 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

한국가스공사 적정주가 산출 내역

구분	적용값	내용
12개월 선행 순자산	8,601.8	1Q22말 기준 순자산
적용 배수(배)	0.50	3개년 평균
적정 시가총액(십억원)	4,266.5	
발행 주식수(백만주)	92,313	발행주식수
적정 주가(원)	46,000	
현재 주가(원)	35,750	
상승 여력(%)	28.7	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 한국가스공사 연결 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	7,967.8	4,094.6	3,389.0	5,382.3	7,711.4	4,701.5	4,005.7	7,619.4	24,982.6	20,833.7	24,038.0	25,353.0
매출액 증가율(%)	-8.4	-16.0	-25.0	-21.8	-3.2	14.8	18.2	41.6	-4.6	-16.6	15.4	5.5
가스도매판매	7,654.9	3,941.2	3,248.0	5,372.3	7,675.0	4,507.1	3,770.5	7,474.1	23,769.4	20,380.9	23,426.7	24,674.9
해외주요사업	350.4	287.1	186.7	226.4	294.4	315.2	332.0	343.1	1,351.4	1,050.6	1,284.7	1,407.9
기타 및 연결조정	-37.5	-133.7	-45.6	-216.3	-258.0	-120.8	-96.8	-197.8	-138.2	-597.8	-673.4	-729.9
매출원가	6,901.8	4,094.5	3,517.7	4,999.5	6,838.0	4,567.5	3,960.9	7,103.4	23,227.1	19,513.5	22,469.8	23,699.2
매출총이익	1,066.0	0.0	-128.7	382.9	873.4	134.0	44.8	516.0	1,755.5	1,320.2	1,568.2	1,653.7
판관비	107.0	96.8	95.0	122.6	108.8	69.3	55.4	243.1	421.0	421.4	476.6	413.7
영업이익	959.0	-96.7	-223.7	260.3	764.6	64.7	-10.6	272.9	1,334.5	898.9	1,091.6	1,240.0
영업이익 증가율(%)	10.3	적전	적확	-38.1	-20.3	흑전	적축	4.9	4.5	-32.6	21.4	13.6
영업이익률(%)	12.0	-2.4	-6.6	4.8	9.9	1.4	-0.3	3.6	5.3	4.3	4.5	4.9
가스도매판매	941.4	-82.8	-172.1	264.1	710.2	24.0	-62.6	210.6	1,185.8	950.6	882.2	954.8
해외자원개발	53.5	23.9	-53.6	-8.1	62.1	40.8	52.0	62.4	256.4	15.7	217.3	285.4
미얀마A1/A3(별도)	20.1	19.1	10.3	12.2	8.8	10.3	8.9	10.8	80.1	61.7	38.8	55.5
이라크 주바이르	27.3	17.2	1.0	18.3	13.8	15.1	17.1	19.1	79.7	63.8	65.1	73.6
이라크 바드라	2.5	-4.1	-0.2	-6.4	1.9	2.5	2.5	2.5	15.2	-8.2	9.4	10.0
호주 GLNG	28.6	20.4	-34.5	-2.4	1.1	10.9	25.7	32.3	85.7	12.1	70.1	132.6
호주 Prelude	-25.0	-28.7	-30.2	-29.8	36.5	1.9	-2.2	-2.4	-4.3	-113.7	33.9	13.7
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	0.0
기타 및 연결조정	-35.8	-37.9	2.0	4.3	-7.7	-0.1	-0.1	-0.1	-107.6	-67.4	-7.9	-0.2
금융손익	1,107.7	-178.1	-157.9	-131.2	-145.2	-155.5	-184.6	-104.5	-802.1	-696.6	-589.9	-452.9
기타영업외손익	1.9	-434.8	-24.3	-48.1	30.1	2.2	13.9	-60.9	-520.8	-505.2	-14.7	-105.1
관계기업 관련 손익	-19.0	49.6	-7.9	-11.1	42.4	49.1	49.8	47.9	104.7	11.6	189.1	197.0
세전이익	712.5	-660.0	-391.3	69.8	691.8	-39.6	-131.5	155.4	116.4	-268.9	676.1	879.0
법인세비용	170.7	-159.9	-107.0	-12.0	176.7	-10.9	-36.2	42.7	58.1	-108.2	172.4	241.7
법인세율(%)	24.0	24.2	27.3	-17.2	25.5	27.5	27.5	27.5	49.9	40.2	25.5	27.5
연결 당기순이익	541.8	-500.1	-284.3	81.8	515.1	-28.7	-95.4	112.7	58.3	-160.7	503.7	637.3
지배주주순이익	537.2	-504.5	-281.7	77.0	513.0	-28.4	-94.4	111.6	38.8	-172.1	501.7	630.9

자료: 메리츠증권 리서치센터

한국가스공사 (036460)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	24,982.6	20,833.7	24,038.0	25,353.0	24,913.5
매출액증가율 (%)	-4.6	-16.6	15.4	5.5	-1.7
매출원가	23,227.1	19,513.5	22,469.8	23,699.2	22,948.6
매출총이익	1,755.5	1,320.2	1,568.2	1,653.7	1,965.0
판매관리비	421.0	421.4	476.6	413.7	543.9
영업이익	1,334.5	898.9	1,091.6	1,240.0	1,421.1
영업이익률	5.3	4.3	4.5	4.9	5.7
금융손익	-802.1	-696.6	-589.9	-453.0	-498.1
종속/관계기업손익	104.7	34.1	189.1	197.0	192.6
기타영업외손익	-520.8	-505.2	-14.7	-105.1	-111.1
세전계속사업이익	116.4	-268.9	676.1	879.0	1,004.5
법인세비용	58.1	-108.2	172.4	241.7	276.2
당기순이익	58.3	-160.7	503.7	637.3	728.3
지배주주지분 순이익	38.8	-172.1	501.7	630.9	721.0

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	9,232.8	7,527.9	8,861.4	8,886.2	9,220.5
현금및현금성자산	257.1	331.8	911.8	1,143.1	1,441.2
매출채권	4,973.9	4,093.9	4,519.2	4,400.7	4,421.2
재고자산	2,645.3	1,390.3	1,534.7	1,494.5	1,501.5
비유동자산	30,079.1	28,381.9	29,179.6	28,420.2	27,992.7
유형자산	24,377.4	23,134.1	22,791.0	22,252.2	21,783.0
무형자산	1,746.6	1,594.7	1,635.1	1,635.1	1,635.1
투자자산	2,316.3	2,144.8	2,797.2	2,576.6	2,618.3
자산총계	39,311.9	35,909.8	38,041.0	37,306.4	37,213.2
유동부채	8,900.5	7,212.8	8,380.0	7,920.2	7,169.8
매입채무	1,483.2	977.7	1,384.1	1,238.9	1,262.0
단기차입금	3,800.3	3,110.3	4,032.2	4,084.2	3,284.2
유동성장기부채	2,346.9	2,003.7	1,376.6	1,176.6	1,176.6
비유동부채	22,264.8	20,961.8	21,386.3	20,577.2	20,626.3
사채	17,766.7	16,285.1	15,775.6	15,275.6	15,275.6
장기차입금	476.5	761.0	768.2	768.2	768.2
부채총계	31,165.3	28,174.6	29,766.3	28,497.4	27,796.1
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	-4.9	-4.9	-4.9
이익잉여금	5,397.7	5,190.8	5,697.7	6,225.6	6,826.5
비지배주주지분	293.2	254.1	254.5	260.9	268.2
자본총계	8,146.5	7,735.2	8,274.8	8,809.0	9,417.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,985.8	3,251.0	2,382.9	1,682.2	2,157.2
당기순이익(손실)	58.3	-160.7	503.7	637.3	728.3
유형자산상각비	1,735.3	1,636.7	1,653.5	1,609.3	1,566.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-671.2	1,279.5	232.3	-367.4	55.5
투자활동 현금흐름	-1,397.0	-971.9	-1,455.6	-653.3	-946.4
유형자산의증가(CAPEX)	-1,223.2	-912.1	-1,069.7	-1,070.4	-1,096.9
투자자산의감소(증가)	-262.8	171.5	-505.7	417.5	150.9
재무활동 현금흐름	-581.9	-2,190.0	-359.7	-797.5	-912.8
차입금의 증감	470.6	-2,499.3	-15.5	-694.5	-792.6
자본의 증가	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	17.3	74.7	580.0	231.4	298.1
기초현금	239.8	257.1	331.8	911.8	1,143.1
기말현금	257.1	331.8	911.8	1,143.1	1,441.2

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	270,630	225,686	260,397	274,641	269,881
EPS(지배주주)	420	-1,864	5,435	6,834	7,810
CFPS	35,066	29,048	30,472	31,224	31,864
EBITDAPS	33,254	27,467	29,737	30,866	32,359
BPS	85,073	81,040	86,881	92,600	99,108
DPS	380	0	1,200	1,400	1,600
배당수익률(%)	1.0	0.0	3.4	3.9	4.5
Valuation(Multiple)					
PER	90.1	-16.6	6.6	5.2	4.6
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	0.4
EBITDA	3,069.8	2,535.6	2,745.1	2,849.3	2,987.2
EV/EBITDA	9.9	10.7	9.8	9.1	8.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.5	-2.2	6.5	7.6	8.1
EBITDA 이익률	12.3	12.2	11.4	11.2	12.0
부채비율	382.6	364.2	359.7	323.5	295.2
금융비용부담률	3.2	3.4	2.8	2.6	2.5
이자보상배율(x)	1.7	1.3	1.6	1.9	2.3
매출채권회전율(x)	4.9	4.6	5.6	5.7	5.6
재고자산회전율(x)	8.6	10.3	16.4	16.7	16.6

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	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한국가스공사 (036460) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.09.30	산업분석	Buy	58,000	민사영	-33.8	-29.4	
2020.01.30	기업브리프	Buy	46,000	민사영	-28.3	-26.7	
2020.02.19				Univ Out.	-43.2	-	
2020.08.24	산업분석	Buy	33,000	문경원	-25.0	-4.7	
2020.10.20	기업브리프	Buy	37,000	문경원	-18.3	-5.4	
2021.01.21	기업브리프	Buy	42,000	문경원	-18.8	-5.8	
2021.07.27	기업브리프	Buy	46,000	문경원	-	-	