

한국가스공사(036460)

과도한 우려에 대한 반전의 기회

1분기 미반영된 적정투자보수 증가분 인식으로 2분기 실적은 기대를 상회
7월 공급비 산정과 가스 도매요금 인상으로 불확실성은 해소
에너지 정책 및 유가 하락에 따른 과도한 우려는 투자기회

Facts : 2분기 영업이익은 컨센서스를 상회

매출액은 4조 8,748억원으로 전년동기대비 4% 줄었지만 영업이익은 2,047억원으로 대폭 늘었다. 발전용 가스 수요의 감소는 예상되었던 내용이며, 5월에 미뤄졌던 공급비 산정이 7월 이뤄지면서 1분기에 미반영되었던 적정투자보수 증가분이 2분기 일시에 인식된 결과 영업이익은 시장 컨센서스를 77% 상회했다. 도시가스용 가스 판매량은 전년동기대비 11% 증가했지만 발전용의 경우 원전 이용률 반등으로 17% 감소했다. 2분기는 계절적으로 가스 판매량이 적기 때문에 보통 영업적자지만 2년 연속으로 흑자를 기록했다. 이에 따라 순손실 역시 124억원으로 전년동기 1,337억원 대비 크게 줄었다.

Pros & cons : 요금 및 유가에 대한 불확실성은 완화

지난 7월 도시가스 도매요금은 4.5% 인상되었다. 연료비 연동제를 둘러싼 불확실성이 완화되며 미수금은 점차 줄어들 전망이다. 공급비 산정으로 올해 적정투자보수는 전년대비 9% 증가하게 되며 국내 규제사업의 안정성도 정상화될 것이다. 해외사업의 가치평가에 중요한 유가는 최근 미중 무역분쟁 여파로 변동성이 계속 높아진 상황이나, 전반적으로 올해 들어 횡보하는 모습이다. 현 수준의 유가에서 10% 이상 하락하지 않는다면 해외 자원개발의 이익에 대한 우려는 제한적이다. 반면 최근 국고채 5년 금리가 급락함에 따라 2020년 적정투자보수율은 올해보다 낮아질 전망이다. 원화 약세 역시 배당매력을 낮춘다는 점에서 부정적이다.

Action : 정책 리스크에 대한 우려는 여전히 과도

대내외 환경 변화를 반영한 밸류에이션 조정으로 목표주가를 57,000원으로 기존 대비 10% 하향한다. 목표주가는 2019F PBR 0.61배를 적용해 산출했다. 다만 현재 주가 대비 여전히 40%의 상승여력이 존재한다. 우리나라의 에너지 정책 기조가 가스 수요의 증가를 뒷받침하고 있어 규제사업의 이익 모멘텀은 안정적이다. 5월 공급비 산정이 한 차례 지연된 것에 따른 우려가 여전히 가스공사의 투자심리를 저해하고 있는 것은 오히려 투자기회로 봐야 한다. 해외 자원개발은 유가의 도움을 기대하기 어려워 보이지만, 판매량 확대가 이를 만회할 것이다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 57,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(8/9)	1,938
주가(8/9)	39,750
시가총액(십억원)	3,669
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저(원)	62,400/38,850
일평균거래대금(6개월, 백만원)	10,592
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.0/12.2
주요주주(%)	대한민국정부(기획재정부) 외 1인 46.6
	국민연금공단 7.6

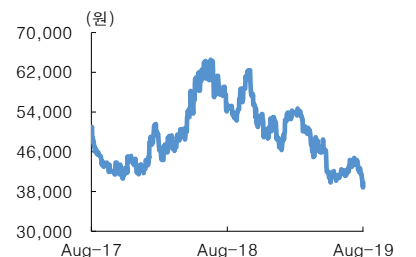
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	8.4	6.8	5.7
PBR(x)	0.5	0.4	0.4
ROE(%)	6.4	6.1	6.9
DY(%)	2.8	2.8	4.3
EV/EBITDA(x)	10.0	9.4	9.2
EPS(원)	5,766	5,875	6,932
BPS(원)	89,860	94,393	99,360

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.4)	(26.4)	(27.1)
KOSPI 대비(%p)	(2.8)	(15.4)	(11.2)

주가추이



자료: FnGuide

최고운

gowoon@truefriend.com

이정은

jungeun.lee@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	5,056.6	4,727.7	7,629.3	8,701.3	4,874.8	(44.0)	(3.6)	5,171.7
영업이익	15.3	(172.2)	470.3	869.5	204.7	(76.5)	1,240.7	115.4
영업이익률(%)	0.3	(3.6)	6.2	10.0	4.2			2.2
세전이익	(123.9)	(315.1)	200.8	715.7	20.7	(97.1)	흑전	(29.3)
순이익	(133.7)	(285.1)	153.9	530.5	(12.4)	적전	적지	(24.6)

자료: FnGuide, 한국투자증권

〈표 2〉 목표주가 57,000원으로 10% 하향

(단위: 원, %, 배)

구분	내용	비고
BPS(A)	94,393	2019F BPS
ROE(B)	6.1	2019F ROE
자기자본비용(C=D+(E-D)*F)	10.1	
무위험수익률(D)	1.7	국고채 5년 금리 2019년 평균
시장기대수익률(E)	11.1	시장 2020F PER 9배의 역수
베타(F)	0.9	52주 조정베타
목표 PBR(G=B/C)	0.61	직전 고점인 2013년 0.64배 수준
목표주가(A*G)	57,403	
현재주가	39,750	8/9(금) 주가
상승여력	43.4	

자료: 한국투자증권

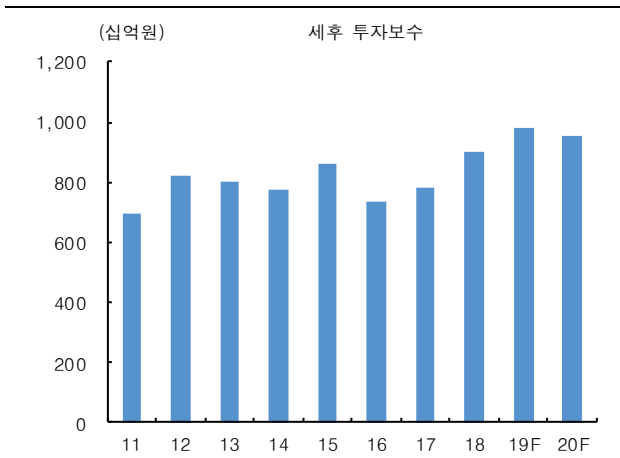
〈표 3〉 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2018				2019F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF	2017	2018	2019F	2020F
매출액	8,772	5,057	4,728	7,629	8,701	4,875	4,541	7,455	22,172	26,185	25,572	25,821
증가율	13.6	25.6	22.3	16.2	(0.8)	(3.6)	(4.0)	(2.3)	5.0	18.1	(2.3)	1.0
별도 매출액	8,527	4,764	4,401	7,294	8,422	4,601	4,226	7,104	21,056	24,986	24,353	24,556
연결자회사 등	244	293	326	336	279	274	315	351	1,116	1,199	1,219	1,265
매출원가	7,723	4,951	4,815	7,019	7,728	4,587	4,641	6,815	20,728	24,509	23,772	23,950
판관비	85	90	85	140	103	83	82	137	409	400	405	409
영업이익	963	15	(172)	470	869	205	(182)	503	1,035	1,277	1,394	1,461
증가율	16.6	NM	NM	3.6	(9.8)	1,240.4	NM	6.9	3.7	23.3	9.2	4.8
영업이익률	11.0	0.3	(3.6)	6.2	10.0	4.2	(4.0)	6.7	4.7	4.9	5.4	5.7
세전이익	887	(124)	(315)	201	716	21	(344)	341	(1,249)	649	733	830
증가율	30.7	NM	NM	NM	(19.3)	NM	NM	69.7	NM	NM	12.9	13.3
지배주주순이익	774	(134)	(285)	154	531	(12)	(261)	258	(1,205)	509	515	608
증가율	55.8	NM	NM	NM	(31.5)	NM	NM	67.7	NM	NM	1.1	18.0

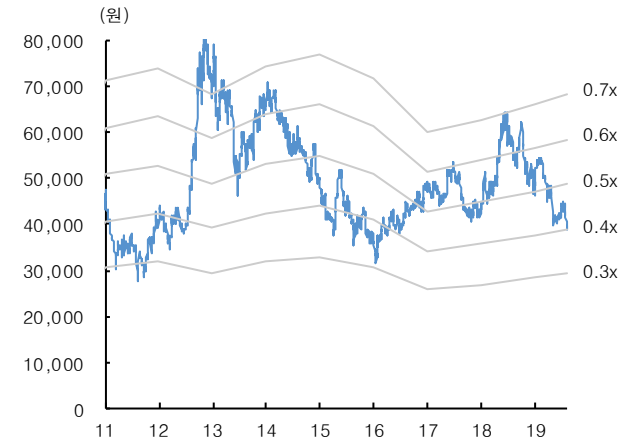
자료: 한국가스공사, 한국투자증권

[그림 1] 올해 적정투자보수는 전년대비 9% 증가



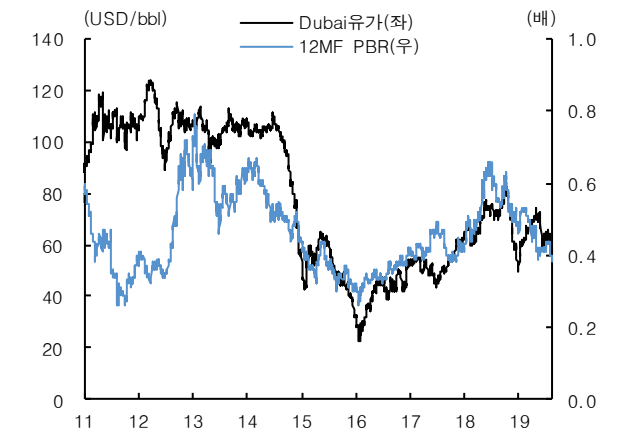
주: 투자보수는 가스 판매와 관련해 투자한 가동 설비에 대해 정부로부터 보장받는 이익
자료: 산업통상자원부, 한국투자증권

[그림 2] 현 주가는 2019F PBR 0.4배에 불과
규제 리스크에 대한 과도한 우려는 투자 기회



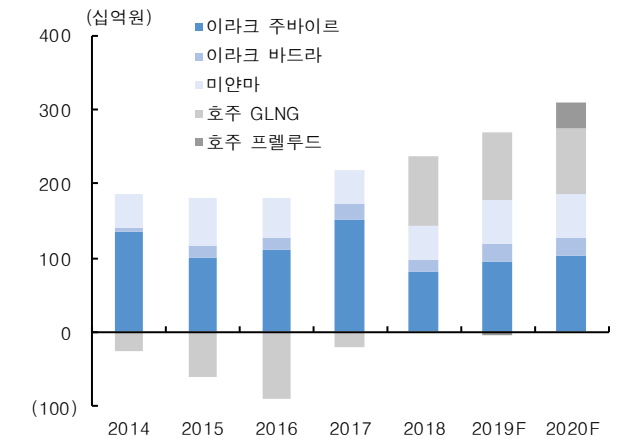
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 3] 주가는 유가 하락에 대한 우려도 반영하고 있으나



자료: Quantiwise, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 4] 해외 자원개발 이익은 생산 확대로 증가할 전망



자료: 한국가스공사, 한국투자증권

기업개요

가스공사는 우리나라에 천연가스를 독점적으로 수입하는 업체로 POSCO 에너지, SK E&S, 한국중부발전(한전 자회사)을 제외한 모든 법인은 가스공사가 수입한 천연가스를 사용하고 있음. 우리나라의 가스시장 구조는 가스공사가 액화천연가스를 수입해 일정 마진을 붙여 도시가스용과 발전용으로 판매하는 것이며, 도시가스용 천연가스는 민간회사 또는 국민들이 산업용, 난방용, 취사용 등으로 사용하며, 발전용 천연가스는 한국전력 발전자회사 및 민간 발전회사들이 발전연료로 사용함. 가스공사는 보유하고 있는 설비자산에 대해 정부와 협의된 일정 마진(=투자보수)을 취할 뿐 LNG수입가격의 변동이 이익에 미치는 영향이 없는 매우 안정적인 수익구조를 갖고 있음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	7,582	9,925	9,693	9,787	9,547
현금성자산	441	240	234	236	231
매출채권및기타채권	5,295	5,424	5,297	5,349	5,217
재고자산	1,542	3,169	3,094	3,124	3,048
비유동자산	29,557	29,765	30,221	30,888	31,347
투자자산	1,986	2,053	2,005	2,025	1,975
유형자산	24,723	24,764	25,337	25,957	26,537
무형자산	1,814	1,772	1,730	1,747	1,704
자산총계	37,139	39,690	39,913	40,675	40,894
유동부채	6,590	9,871	9,801	10,125	10,073
매입채무및기타채무	1,874	2,131	2,081	2,101	2,050
단기차입금및단기사채	610	3,683	3,870	3,981	3,859
유동성장기부채	2,819	2,595	2,480	2,568	2,656
비유동부채	22,409	21,321	21,188	21,152	20,925
사채	18,526	17,255	17,061	16,896	16,621
장기차입금및금융부채	2,099	2,216	2,321	2,432	2,525
부채총계	28,999	31,192	30,989	31,277	30,998
지배주주지분	7,813	8,193	8,611	9,070	9,552
자본금	462	462	462	462	462
자본잉여금	2,019	2,019	2,019	2,019	2,019
기타자본	206	206	206	206	206
이익잉여금	4,601	5,498	5,916	6,375	6,857
비지배주주지분	327	305	313	328	344
자본총계	8,140	8,498	8,924	9,398	9,896

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	2,508	57	2,119	2,231	2,446
당기순이익	(1,192)	527	523	623	647
유형자산감가상각비	1,716	1,803	1,810	1,837	1,878
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	962	(2,113)	(64)	(77)	86
기타	1,022	(160)	(150)	(152)	(165)
투자활동현금흐름	(1,226)	(1,275)	(2,139)	(2,325)	(2,187)
유형자산투자	(1,352)	(1,194)	(2,383)	(2,457)	(2,458)
유형자산매각	5	47	0	0	0
투자자산순증	118	3	201	149	225
무형자산순증	(28)	(62)	41	(17)	43
기타	31	(69)	2	0	3
재무활동현금흐름	(1,266)	994	14	97	(265)
자본의증가	224	0	0	0	0
차입금의순증	(1,468)	1,045	118	261	(100)
배당금지급	(7)	(9)	(119)	(96)	(149)
기타	(15)	(42)	15	(68)	(16)
기타현금흐름	(58)	22	0	0	0
현금의증가	(42)	(202)	(6)	2	(6)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

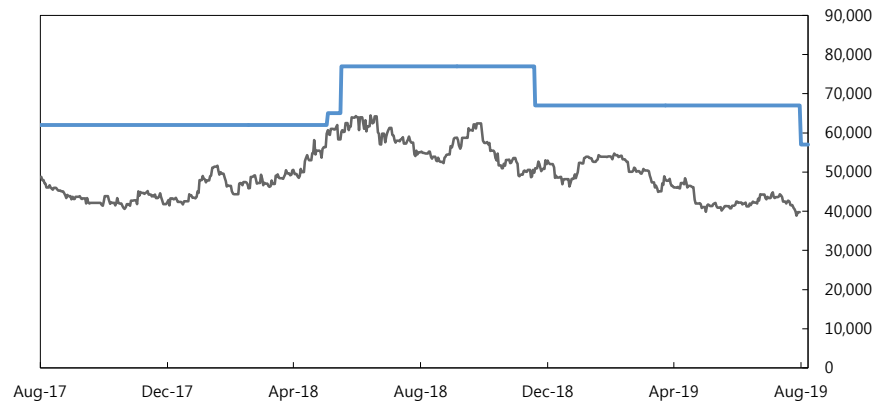
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	22,172	26,185	25,572	25,821	25,188
매출원가	20,728	24,509	23,772	23,950	23,280
매출총이익	1,444	1,677	1,800	1,871	1,909
판매관리비	409	400	405	409	399
영업이익	1,035	1,277	1,394	1,461	1,509
금융수익	883	494	540	700	700
이자수익	48	43	24	24	24
금융비용	1,592	1,237	1,348	1,500	1,500
이자비용	830	785	924	957	1,080
기타영업외손익	(1,724)	(89)	(6)	0	0
관계기업관련손익	149	204	153	169	175
세전계속사업이익	(1,249)	649	733	830	884
법인세비용	(59)	96	210	208	237
연결당기순이익	(1,192)	527	523	623	647
지배주주지분순이익	(1,205)	509	515	608	632
기타포괄이익	(353)	(119)	0	0	0
총포괄이익	(1,545)	408	523	623	647
지배주주지분포괄이익	(1,543)	384	515	608	632
EBITDA	2,751	3,080	3,205	3,298	3,387

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(13,802)	5,766	5,875	6,932	7,207
BPS	85,749	89,860	94,393	99,360	104,588
DPS	0	1,360	1,100	1,700	1,700
성장성(% YoY)					
매출증가율	5.0	18.1	(2.3)	1.0	(2.5)
영업이익증가율	3.7	23.3	9.2	4.8	3.3
순이익증가율	NM	NM	1.1	18.0	4.0
EPS증가율	NM	NM	1.9	18.0	4.0
EBITDA증가율	5.2	12.0	4.1	2.9	2.7
수익성(%)					
영업이익률	4.7	4.9	5.5	5.7	6.0
순이익률	(5.4)	1.9	2.0	2.4	2.5
EBITDA Margin	12.4	11.8	12.5	12.8	13.4
ROA	(3.1)	1.4	1.3	1.5	1.6
ROE	(14.0)	6.4	6.1	6.9	6.8
배당수익률	0.0	2.8	2.8	4.3	4.3
배당성향	NM	23.4	18.7	24.5	23.6
안정성					
순차입금(십억원)	23,951	26,040	26,165	26,423	26,330
차입금/자본총계비율(%)	300.3	309.9	296.4	284.3	268.9
Valuation(X)					
PER	NM	8.4	6.8	5.7	5.5
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	10.2	10.0	9.4	9.2	8.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한국가스공사 (036460)	2017.04.10	매수	62,000원	-24.6	-13.4
	2018.04.10	1년경과		-14.6	-3.5
	2018.05.15	매수	65,000원	-7.1	-4.6
	2018.05.28	매수	77,000원	-26.3	-16.2
	2018.11.30	매수	67,000원	-30.1	-18.4
	2019.08.12	매수	57,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 8월 12일 현재 한국가스공사 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2019. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.