

빛 보는 가스전, 개선된 수소 전략

Trading Buy
(상향)

목표가: 54,000원 ▲
상승여력: 13.3%

류제현 jay.ryu@miraeasset.com

3Q21 Preview

영업손실 391억원, 시장 기대치 소폭 상회

- 매출액 4조 8,882억원(44.2% YoY): 가스 가격 상승, 판매량 증가
- 영업손실 391억원: 시장 기대치 영업손실 99억원
 - 도입부문: 910억원 손실 - 계절적 비수기 영향
 - 자원개발: 519억원 - Prelude, 가격 상승 반영전(7월) 카고 선적

실적 전망

본격적인 실적 개선은 4Q21부터

- 4Q21 자원개발 부문 영업이익 2,430억원: 가스전, 유가 및 가스가격 상승 효과 본격화
 - Prelude: 영업이익 약 1,700억원 - 가스 벤치마크(JKM) 가격 30달러 돌파
 - 추가 선적 여부에 따라 일부 이익 1Q23로 이연
- 대형 가스전: 규제 사업임에도 불구하고, 현재 이익 개선은 주주 가치 개선으로 돌아올 것

수소 사업

수소 사업을 바탕으로 한 비전 2030

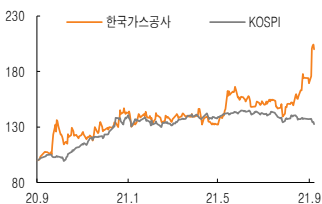
- 동사는 9월 27일 비전 2030 발표: 2030년 영업이익 목표 3조원
 - LNG 도매, 자원개발, 수소 사업에서 각각 약 1조원의 이익목표
- 주요 수소 사업: 수소생산/수입, 수소 충전소, 수소/연료전지 발전, CCUS, 제주 실증
- 그린 수소 및 CCUS 추가로 개선된 수소전략: 비규제 위주의 사업 예상

투자의견

목표주가 54,000원으로 상향하며 투자의견 역시 Trading Buy로 상향

- 목표주가 32,000원에서 54,000원으로 상향: 이익 개선, 모잠비크 가스전 가치 상향
- 수소사업 구체적인 매출/이익 전망치 발표시 주가 상승 탄력 가속화 기대
- 단기 주가 급등은 부담, 조정시 매수 전략 추천

Key data



현재주가(21/10/1, 원)	47,650	시가총액(십억원)	4,399
영업이익(21F, 십억원)	1,256	발행주식수(백만주)	92
Consensus 영업이익(21F, 십억원)	1,169	유동주식비율(%)	43.1
EPS 성장률(21F, %)	-	외국인 보유비중(%)	8.0
P/E(21F, x)	8.0	베타(12M) 일간수익률	0.46
MKT P/E(21F, x)	10.9	52주 최저가(원)	24,650
KOSPI	3,019.18	52주 최고가(원)	48,650

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	31.6	42.7	93.3
상대주가	39.8	45.9	49.0

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액 (십억원)	26,185	24,983	20,834	24,819	29,005	33,075
영업이익 (십억원)	1,277	1,335	899	1,256	1,382	1,343
영업이익률 (%)	4.9	5.3	4.3	5.1	4.8	4.1
순이익 (십억원)	509	39	-172	552	579	567
EPS (원)	5,518	420	-1,864	5,981	6,272	6,141
ROE (%)	6.4	0.5	-2.2	7.1	6.9	6.4
P/E (배)	8.7	90.1	-	8.0	7.6	7.8
P/B (배)	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
배당수익률 (%)	2.8	1.0	0.0	2.7	3.1	3.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. Valuation

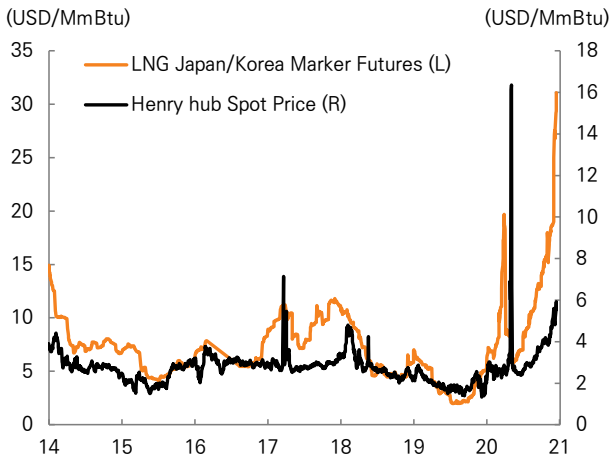
(십억원, 원, 배)

항목	2021F	비고
EBITDA	3,226	가스 유틸리티 평균 지분 10% 가치
EV/EBITDA	9	
영업가치	29,038	
모잠비크 가스전	639	
순차입금	24,664	
주주가치	5,012	
주식수(천주)	92,313	
목표주가	54,000	
현재주가	47,650	
과리율	13.3	
목표 PBR	0.6	
목표 PER	9.0	

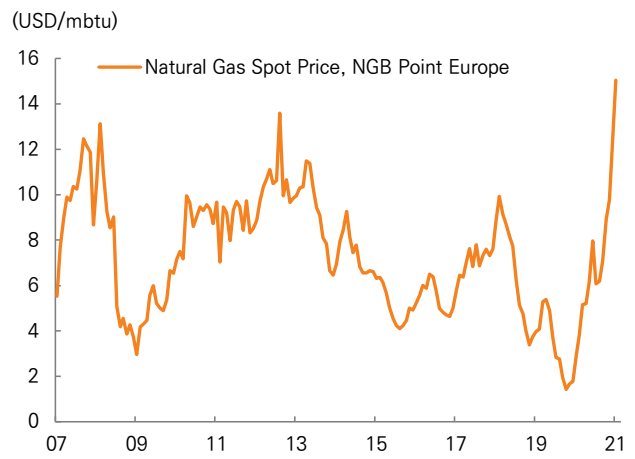
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. Henry hub vs. 아시아 LNG 가격

그림 2. 천연가스 유럽 현물가격

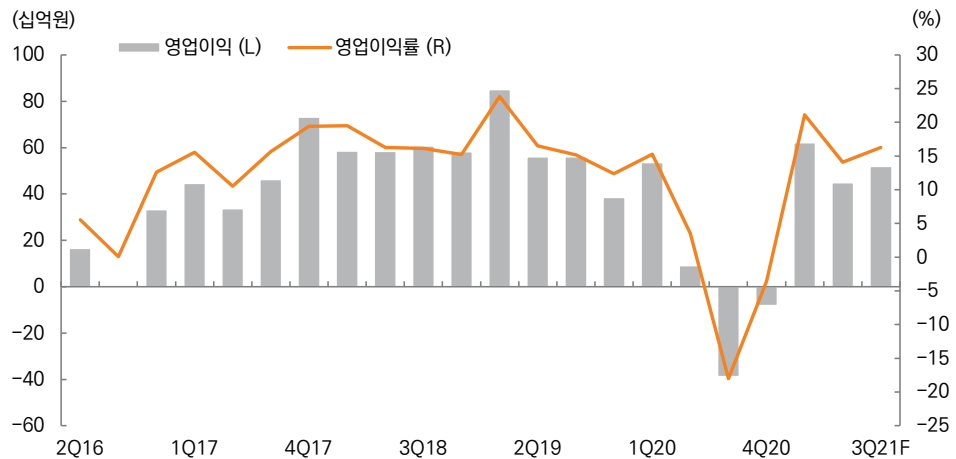


자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 한국가스공사 5대 해외 자원개발 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 3Q21 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	3Q20	2Q21	3Q21F		성장률	
			미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	3,389	4,841	4,888	4,387	44.2	1.0
영업이익	-224	54	-39	-9.86	적지	적전
영업이익률 (%)	-6.6	1.1	-0.8	-0.2	5.8	-1.9
세전이익	-391	-63	-189	-174	적지	적지
순이익	-282	-56	-140	-122	적지	적지

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	21F	22F	21F	22F	21F	22F	
매출액	24,698	28,780	24,819	29,005	0.5	0.8	발전용 가스 판매량 증가
영업이익	1,164	1,300	1,256	1,382	7.9	6.3	2Q21 반영
세전이익	537	683	757	746	40.8	9.3	영업이익 조정
순이익	389	530	552	579	42.0	9.3	법인세율 조정
EPS (원)	4,213	5,736	5,981	6,272	42.0	9.3	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

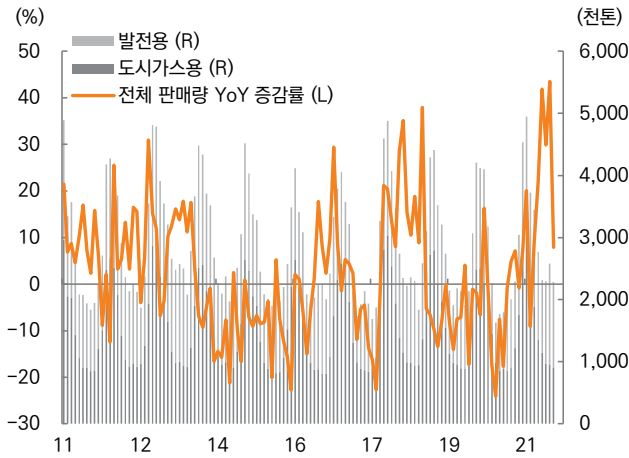
표 4. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	7,968	4,095	3,389	5,382	7,711	4,841	4,888	7,378	20,834	24,819	29,005
영업이익	959	-97	-224	260	765	54	-39	476	899	1,256	1,382
도입부문	906	-106	-185	268	702	9	-91	233	883	854	916
E&P	54	9	-39	-8	62	45	52	243	16	402	466
세전이익	713	-660	-391	70	692	-63	-189	317	-269	757	746
순이익(지배)	537	-504	-282	77	513	-56	-140	236	-172	552	579
영업이익률 (%)	12.0	-2.4	-6.6	4.8	9.9	1.1	-0.8	6.5	4.3	5.1	4.8
세전순이익률 (%)	8.9	-16.1	-11.5	1.3	9.0	-1.3	-3.9	4.3	-1.3	3.0	2.6
순이익률 (지배, %)	6.8	-12.2	-8.4	1.5	6.7	-1.1	-2.9	3.2	-0.8	2.2	2.0
가스 판매 증감률 (%)	-2.1	-16.7	-5.0	4.8	11.1	30.4	17.1	9.9	-3.7	15.2	11.9
평균환율	1,194	1,221	1,188	1,117	1,114	1,150	1,180	1,180	1,180	1,156	1,180
판매단가(천원/톤)	694	670	541	516	613	606	648	625	608	622	634

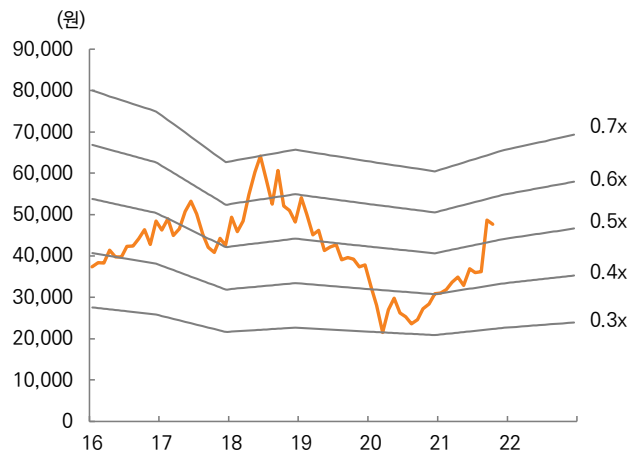
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 가스 판매량 추이



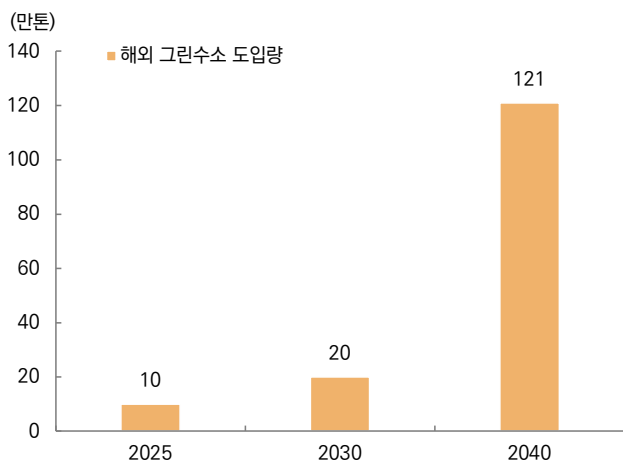
자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. PBR 밴드



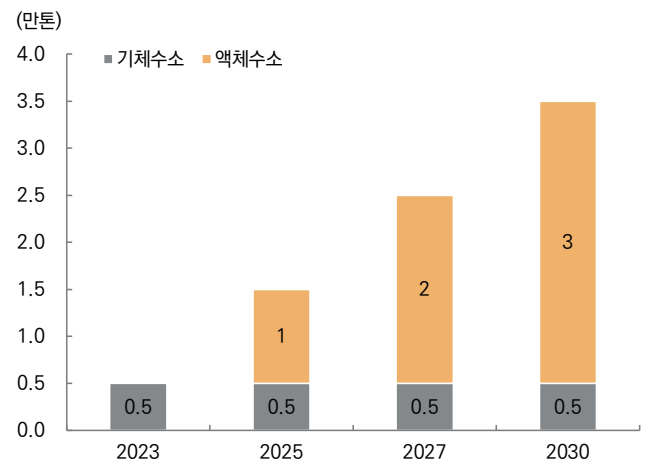
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 해외 그린수소 도입량



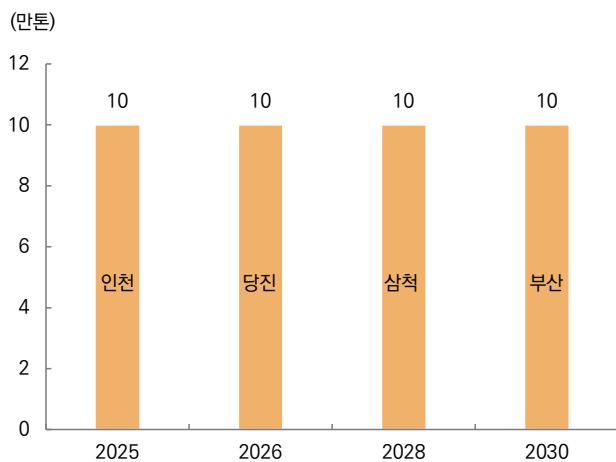
자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 모빌리티용 수소 생산량



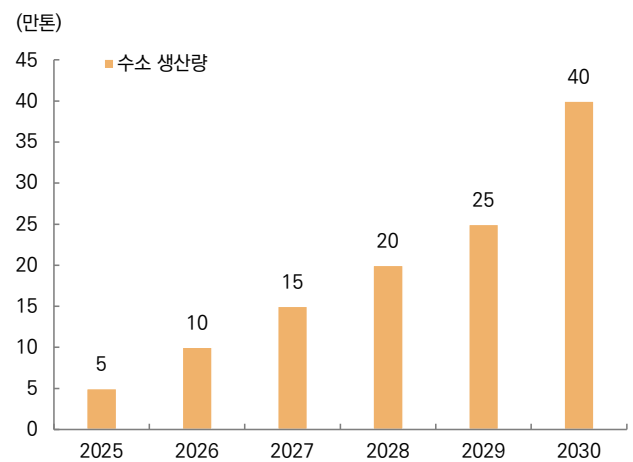
자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. LNG 인수기지 기반 수소 생산 인프라 계획



자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 한국가스공사 수소 생산 및 발전 계획



자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 한국가스공사 수소 신사업 계획

개요	계획	내용
수소산업	해외그린수소 생산 및 도입	그린수소 도입 로드맵 10만톤(25년) - 20만톤(30년) - 121만톤(40년)
	모빌리티용 수소 인프라 구축	창원, 광주, 평택, 통영에서 연간 3.5만톤 생산(~30년)
	인수기지 기반 배관혼입 프로세스 구축	인천, 당진, 삼척, 부산에서 연간 40만톤 생산(~30년)
	수소 혼소 및 전소 발전	인천, 부산, 당진, 보령, 울산, 군산에서 연간 40만톤 수소 생산(~30년)
	탄소저감 CCUS 사업	국내 추출수소의 한계를 보완하여 CO ₂ 20%감축(30년) CO ₂ 60%감축(35년) - CO ₂ 100%감축(40년)
	수소 충전 인프라 구축	액체·기체용 수소충전소 152개소 구축(~30년)
	분산형 연료전지 사업	인천, 평택, 당진, 부산, 광주/전라권, 대구/경상권 지역에서 총 1GW 연료전지발전소 구축(~30년)
	탄소중립 수소 메가스테이션 플랫폼	평택기지를 국내 1호 탄소중립 수소 메가스테이션 플랫폼으로 조성. LNG냉열을 활용한 액화수소 생산/CO ₂ 액화 및 공기액화 사업, 연료전지발전, 해외 그린수소 도입을 통한 배관혼입, 수소 전소발전 실증. 향후 2호 플랫폼은 통영기지로 확장
	수소 중심 제주 그린아일랜드 사업	세계 최초 청정수소 그린아일랜드 조성. 제주 풍력 에너지 및 수전해를 통한 그린수소 생산, 배관혼입 및 혼소/전소발전 실증과 수소충전소 공급
신사업	LNG병커링	통영, 당진, 부산 등 국내 LNG병커링 거점의 확장을 통한 해외(베트남, 말레이시아, 인도네시아 등) 친환경 선박허브 네트워크 구축
	콜드체인 클러스터 사업	인천, 평택 및 부산 등 국내 생산기지를 냉동·냉장 물류 중심지로 성장 및 해외(베트남, 말레이시아, 인도네시아 등) 저탄소 냉동 물류망 완성
	Gas to Power	LNG조달, 생산기지/배관/발전소 건설 사업을 해외 신흥국(베트남, 도미니카공화국, 말레이시아, 인도네시아 등)중심으로 사업 수주 및 확장

자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

한국가스공사 (036460)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	20,834	24,819	29,005	33,075
매출원가	19,513	23,143	27,166	31,217
매출총이익	1,321	1,676	1,839	1,858
판매비와관리비	421	420	457	516
조정영업이익	899	1,256	1,382	1,343
영업이익	899	1,256	1,382	1,343
비영업손익	-1,168	-499	-636	-585
금융손익	-691	-620	-617	-624
관계기업등 투자손익	34	109	40	40
세전계속사업손익	-269	757	746	758
계속사업법인세비용	-108	198	161	186
계속사업이익	-161	559	585	573
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-161	559	585	573
지배주주	-172	552	579	567
비지배주주	11	7	6	6
총포괄이익	-286	617	585	573
지배주주	-289	614	638	625
비지배주주	3	2	-53	-52
EBITDA	2,536	2,953	3,086	3,039
FCF	2,339	-903	232	-12
EBITDA 마진율 (%)	12.2	11.9	10.6	9.2
영업이익률 (%)	4.3	5.1	4.8	4.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	-0.8	2.2	2.0	1.7

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	3,251	468	1,832	1,588
당기순이익	-161	559	585	573
비현금수익비용가감	2,842	2,432	2,473	2,439
유형자산감가상각비	1,637	1,697	1,703	1,696
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	1,205	735	770	743
영업활동으로인한자산및부채의변동	1,279	-1,924	-517	-681
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	891	-1,545	-671	-884
재고자산 감소(증가)	1,256	-507	-228	-300
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-495	662	191	252
법인세납부	-38	-32	-161	-186
투자활동으로 인한 현금흐름	-972	-1,617	-1,858	-2,130
유형자산처분(취득)	-912	-1,369	-1,600	-1,600
무형자산감소(증가)	-83	-114	-100	-400
장단기금융자산의 감소(증가)	-41	-223	-98	-130
기타투자활동	64	89	-60	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-2,190	1,168	-66	470
장단기금융부채의 증가(감소)	-2,499	1,495	46	598
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-51	-2	-112	-129
기타재무활동	360	-325	0	1
현금의 증가	75	292	24	35
기초현금	257	332	624	648
기말현금	332	624	648	683

자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

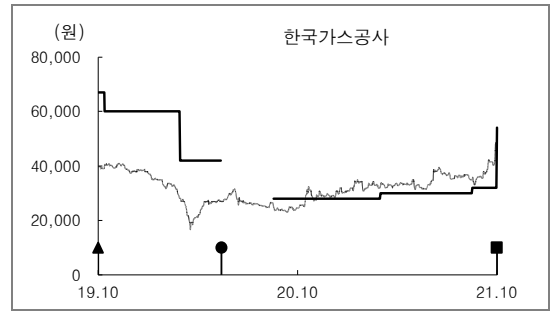
(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	7,528	10,497	11,699	13,287
현금 및 현금성자산	332	624	648	683
매출채권 및 기타채권	4,226	5,793	6,486	7,399
재고자산	1,390	1,906	2,134	2,434
기타유동자산	1,580	2,174	2,431	2,771
비유동자산	28,382	29,173	29,145	29,462
관계기업투자등	1,523	1,395	1,278	1,171
유형자산	23,134	23,105	23,002	22,906
무형자산	1,595	1,719	1,819	2,219
자산총계	35,910	39,670	40,843	42,748
유동부채	7,213	9,651	9,710	10,722
매입채무 및 기타채무	1,316	1,980	2,217	2,528
단기금융부채	5,427	7,028	6,774	7,372
기타유동부채	470	643	719	822
비유동부채	20,962	21,628	22,269	22,718
장기금융부채	18,881	18,775	19,075	19,075
기타비유동부채	2,081	2,853	3,194	3,643
부채총계	28,175	31,279	31,979	33,440
지배주주지분	7,481	8,133	8,600	9,039
자본금	462	462	462	462
자본잉여금	2,018	2,018	2,018	2,018
이익잉여금	5,191	5,747	6,214	6,653
비지배주주지분	254	258	264	269
자본총계	7,735	8,391	8,864	9,308

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	-	8.0	7.6	7.8
P/CF (x)	1.1	1.5	1.4	1.5
P/B (x)	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	10.7	10.1	9.7	10.0
EPS (원)	-1,864	5,981	6,272	6,141
CFPS (원)	29,048	32,397	33,127	32,622
BPS (원)	82,691	89,757	94,821	99,567
DPS (원)	0	1,300	1,500	1,500
배당성향 (%)	0.0	20.0	22.0	22.5
배당수익률 (%)	0.0	2.7	3.1	3.1
매출액증가율 (%)	-16.6	19.1	16.9	14.0
EBITDA증가율 (%)	-17.4	16.4	4.5	-1.5
조정영업이익증가율 (%)	-32.7	39.7	10.0	-2.8
EPS증가율 (%)	-	-	4.9	-2.1
매출채권 회전을 (회)	4.6	5.1	4.9	4.9
재고자산 회전을 (회)	10.3	15.1	14.4	14.5
매입채무 회전을 (회)	15.9	17.9	16.0	16.3
ROA (%)	-0.4	1.5	1.5	1.4
ROE (%)	-2.2	7.1	6.9	6.4
ROIC (%)	1.7	4.9	4.1	4.1
부채비율 (%)	364.2	372.8	360.8	359.3
유동비율 (%)	104.4	108.8	120.5	123.9
순차입금/자기자본 (%)	309.4	299.2	283.4	275.8
조정영업이익/금융비용 (x)	1.3	2.0	2.1	2.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한국가스공사 (036460)				
2021.10.01	Trading Buy	54,000	-	-
2021.08.17	중립	32,000	20.45	52.03
2021.03.02	중립	30,000	15.36	31.83
2020.08.18	중립	28,000	3.70	25.00
2020.05.15	중립	-	-	-
2020.02.29	매수	42,000	-41.93	-33.93
2019.10.14	매수	60,000	-38.67	-31.75
2019.03.29	매수	67,000	-37.13	-26.94



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
80.00%	10.67%	8.00%	1.33%

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

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.