

한국가스공사(036460)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 62,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(11/13)	2,530
주가(11/13)	41,800
시가총액(십억원)	3,859
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저가(원)	53,700/40,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	10,088
유동주식비율/외국인지분율(%)	43.9/10.5
주요주주(%)	대한민국정부(기획재정부) 외 1인
	국민연금
	8.2

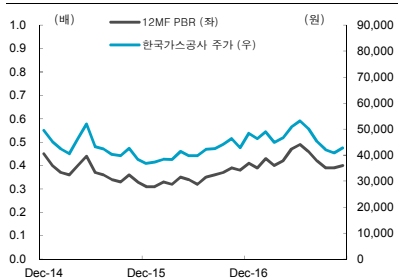
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	NM	NM	5.9
PBR(x)	0.5	0.4	0.4
ROE(%)	(7.0)	(6.7)	7.0
DY(%)	-	-	1.8
EV/EBITDA(x)	11.9	10.2	10.4
EPS(원)	(7,740)	(6,762)	7,035
BPS(원)	101,569	93,579	99,546

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.7)	(14.0)	(4.6)
상대주가(%p)	(7.0)	(24.7)	(32.1)

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

지금 아픈 만큼 편안하다

What's new : 3분기 영업손실 2,111억원 기록

3분기 매출액은 3.9조원으로 전년동기대비 6.5% 늘어났으며 영업손실 규모는 2,111억원으로 전년동기(-1,897억원)대비 손실 폭이 확대됐다. 매출액이 늘어난 것은, 3분기 천연가스 판매량이 8.9% 감소(도시가스 +4.8% YoY, 발전용 -17.8% YoY)했음에도, 유가 상승 영향(LNG 도입단가 28.3% 상승)으로 판가가 높아졌기 때문이다. 유가 영향으로 매출액이 늘어난 것은 원료비 연동제 때문으로 가스공사의 이익과는 관계없다. 영업손실 폭은 우리 추정치(1,670억원)보다 컸는데, 해외 종속법인의 실적이 부진했기 때문이다. 특히 호주 GLNG프로젝트에서 1.3조원의 손상차손을 인식해 1.6조원의 세전손실을 기록했다.

Positives : GLNG 손상차손 이제는 끝

지난달 국정감사에서 GLNG프로젝트의 예상 손상 규모가 공개돼, 올해 내 반영이 확실한 상황이었고, 주가 흐름에 부정적이었다. 하지만 이번 1.3조원의 손상차손 인식으로 불확실성은 해소됐다. 장기 유가전망에 적용한 유가를 배럴당 13달러 낮췄고, 할인율은 7.6%로 높였으며, 호주 가스 수출 제한에 따른 생산량 전망 하향조정 등, 프로젝트 가치산정 변수를 최대한 보수적으로 적용했다. 내년 예상 유가는 브렌트유 기준 배럴당 55달러로, 60달러를 넘는 지금 수준의 유가가 내년에도 유지된다면, 추가 손상보다는 오히려 환입 요인이 큰 상황이다. 즉 이번이 GLNG프로젝트의 마지막 손상일 것이다. 또한 손상 인식으로 BEP 유가 수준이 낮아져, 4분기부터는 흑자전환이 예상된다.

Negatives : 내년에도 손상 가능성이 남아있긴 하나...

다시 유가가 큰 폭으로 하락한다는 극단적인 가정에서는, 내년에도 손상 인식이 가능할 것이다. 다만 3개년 연속 유가 전망치를 낮춘 만큼, 손상 규모는 작을 것이며 주가에 미치는 영향 또한 미미할 것이다. 또한 호주 프렐루드, 모잠비크 코랄 프로젝트 등 신규 프로젝트들은 FID(최종투자결정) 당시 적용 유가가 상대적으로 낮아, 우려할 정도는 아니다.

결론 : 투자포인트 다시 국내 본업으로

미수금 회수 종료, 최근 유가 반등 등 근 1~2개월간 호재가 많았음에도 해외 불확실성으로 주가는 반등하지 못했다. 이번 실적발표로 해외 E&P 노이즈는 일단락됐고, 가스공사의 투자포인트는 다시 국내 본업에 맞춰질 것이다. 신정부의 에너지 대전환으로 우리나라 천연가스 수요전망이 바뀔에 따라, 가스공사에 더 없이 좋은 상황이 펼쳐지고 있다. 그럼에도 지금 주가는 국내가치(주당 약 43,000원, 국내 순이익에 적정 PER 10배)도 반영 못한 극심한 저평가다. '매수' 의견과 목표주가 62,000원 유지한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	4,103	3,864	(5.8)	3,954	(4.0)	6.5	20,798	21,451
영업이익	(167)	(211)	nm	(149)	nm	nm	1,090	1,022
영업이익률	(4.1)	(5.5)	-1.4	-3.8	-4.6	-0.2	5.2	4.8
세전이익	(320)	(1,584)	nm	(368)	nm	nm	(761)	18
순이익	(249)	(1,087)	nm	(255)	nm	nm	(593)	49

〈표 1〉 한국가스공사 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F
매출액	7,765	3,537	3,628	6,179	7,718	4,026	3,864	5,190	26,053	21,108	20,798	20,677
별도	7,612	3,261	3,341	5,964	7,475	3,747	3,606	4,991	25,482	20,177	19,819	19,546
연결자회사	215	334	357	328	326	372	350	259	753	1,234	1,307	1,484
YoY(%)	(24.0)	(28.8)	(17.3)	(4.7)	(0.6)	13.8	6.5	(16.0)	(30.1)	(19.0)	(1.5)	(0.6)
매출원가	6,765	3,465	3,736	5,809	6,787	3,973	3,988	4,539	24,668	19,775	19,287	18,974
판관비	106	78	82	150	105	87	87	143	377	416	422	436
영업이익	894	(6)	(189.7)	220	827	(34)	(211)	508	1,008	918	1,090	1,268
YoY(%)	3.3	적지	적지	(22.6)	(7.5)	적지	적지	131.3	(6.0)	(9.0)	18.7	16.3
영업이익률(%)	11.5	(0.2)	(5.2)	3.6	10.7	(0.8)	(5.5)	9.8	3.9	4.3	5.2	6.1
세전이익	671	(212)	(387)	(922)	679	(340)	(1,584)	485	277	(850)	(761)	792
당기순이익	511	(106)	(298)	(782)	497	(259)	(1,087)	256	319	(674)	(593)	616

자료: 한국가스공사, 한국투자증권

〈표 2〉 연결자회사 실적 추정

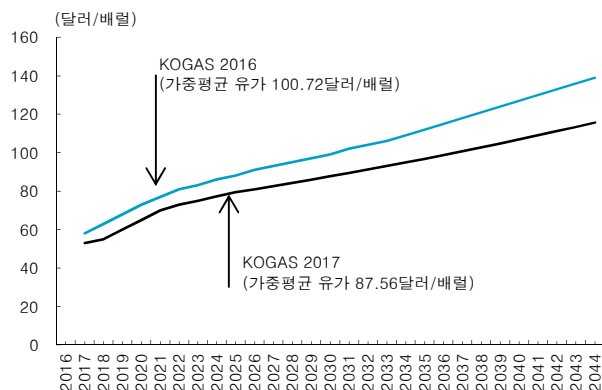
(단위: 십억원)

	2014	2015	2016	2017F	2018F
매출액	712	753	1,234	1,307	1,484
주요 4개 E&P	523	636	1,071	1,142	1,318
이라크 주바이르	403	411	540	482	570
이라크 바드라	35	82	145	228	227
미얀마	69	97	79	71	83
호주 GLNG	16	46	306	360	437
기타 자회사	189	117	163	165	167
영업이익	134	25	43	138	209
주요 4개 E&P	161	120	91	188	260
이라크 주바이르	134	102	112	118	118
이라크 바드라	8	14	16	38	39
미얀마	45	67	52	45	55
호주 GLNG	(25)	(62)	(89)	(14)	48
기타 자회사	(27)	(95)	(48)	(50)	(52)

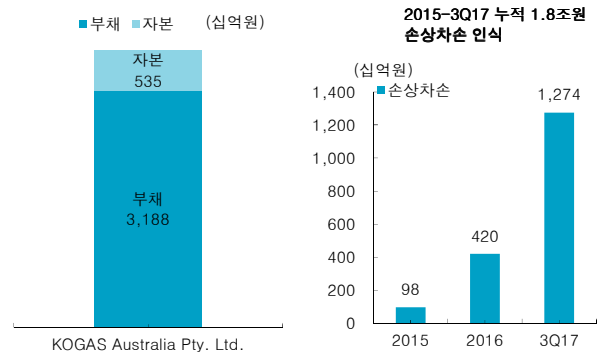
자료: 한국투자증권

[그림 1] GLNG프로젝트에 적용한 유가전망 13달러/배럴 하향

[그림 2] GLNG 누적 손상차손 1.8조원



자료: 한국가스공사, 한국투자증권



자료: 한국가스공사, 한국투자증권

〈표 3〉 한국가스공사 규제사업(가스도매/규제자원개발)의 보장이익 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
평균 순가동설비									
+투자자산	10,375	14,103	15,720	17,291	18,243	18,718	19,141	19,562	19,982
+고정자산									
운전자금	7,353	8,049	7,347	7,261	3,718	3,838	3,950	4,065	4,183
자산재평가(차감항목)	259	2,707	2,575	2,339	2,178	2,180	2,179	2,179	2,179
요금기저	17,468	19,445	20,492	22,212	19,782	20,376	20,911	21,448	21,986
자기자본비율(%)	28.0	27.2	23.5	30.1	33.4	33.9	34.4	35.1	35.6
Rf(%)	3.89	3.24	3.00	2.84	1.97	1.53	1.85	2.25	2.45
Beta	0.65	0.57	0.54	0.50	0.57	0.713	0.83	0.84	0.84
타인자본비율(%)	72.0	72.8	76.5	69.9	66.7	66.1	65.6	64.9	64.4
차입금리(%)	4.63	4.18	4.01	3.99	3.83	3.73	3.77	3.81	3.85
세후 투자보수율(%)	4.71	4.12	3.79	3.87	3.73	3.84	4.23	4.43	4.54
세전 투자보수액(보장이익)	1,086	1,058	1,024	1,133	973	1,032	1,168	1,253	1,318

자료: 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. 다만 IFRS 연결기준 영업이익의 약 7%를 차지하는 해외 E&P 부문이 유가에 영향 받을 수 있음

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	10,015	8,544	8,331	7,340	7,269
현금성자산	138	483	476	207	453
매출채권및기타채권	4,815	5,006	4,933	4,549	4,302
채고자산	1,795	1,070	1,054	1,034	1,087
비유동자산	32,371	31,384	31,133	31,501	34,292
투자자산	2,348	2,295	2,261	1,995	2,049
유형자산	26,455	26,042	25,962	26,865	29,381
무형자산	2,521	2,416	2,288	2,068	2,264
자산총계	42,385	39,928	39,464	38,841	41,561
유동부채	5,729	5,556	5,691	4,154	4,547
매입채무및기타채무	1,401	2,043	1,997	1,117	1,223
단기차입금및단기사채	1,233	0	123	134	136
유동성장기부채	2,429	2,632	2,228	2,370	2,481
비유동부채	26,600	24,985	24,365	24,979	26,145
사채	21,904	21,098	20,787	20,922	21,463
장기차입금및금융부채	2,442	2,158	1,874	2,363	2,826
부채총계	32,328	30,541	30,056	29,134	30,692
지배주주지분	10,057	9,274	8,536	9,087	9,730
자본금	462	462	462	462	462
자본잉여금	1,325	1,325	1,325	1,325	1,325
기타자본	900	900	900	900	900
이익잉여금	6,419	5,725	5,132	5,683	6,326
비지배주주지분	(0)	113	113	113	113
자본총계	10,057	9,386	8,649	9,200	9,843

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	5,456	4,769	3,238	941	2,797
당기순이익	319	(674)	(593)	616	717
유형자산감가상각비	1,347	1,617	1,699	1,594	1,608
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	3,856	3,138	742	(1,171)	600
기타	(66)	688	1,390	(98)	(128)
투자활동현금흐름	(2,247)	(2,079)	(2,991)	(1,795)	(4,236)
유형자산투자	(2,272)	(1,841)	(1,620)	(2,498)	(4,125)
유형자산매각	3	1	1	1	1
투자자산순증	181	(156)	(1,502)	364	89
무형자산순증	(172)	(58)	128	220	(197)
기타	13	(25)	2	118	(4)
재무활동현금흐름	(3,266)	(2,377)	(1,012)	835	1,167
자본의증가	0	104	0	0	0
차입금의순증	(3,238)	(2,460)	(1,012)	901	1,241
배당금지급	(22)	(15)	0	0	(66)
기타	(6)	(6)	0	(66)	(8)
기타현금흐름	(15)	32	0	0	0
현금의증가	(71)	345	(766)	(19)	(272)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

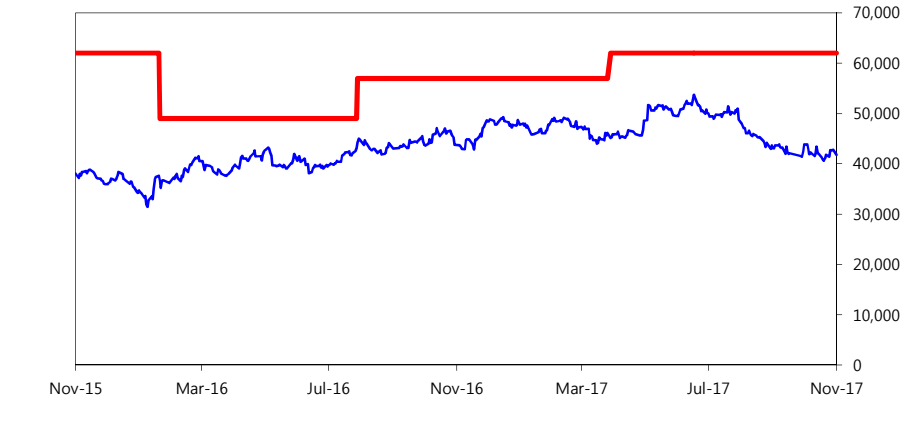
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	26,053	21,108	20,798	20,677	22,644
매출원가	24,668	19,775	19,287	18,974	20,793
매출총이익	1,385	1,333	1,511	1,703	1,851
판매관리비	377	416	422	436	450
영업이익	1,008	918	1,090	1,268	1,401
금융수익	716	754	300	387	384
이자수익	23	34	47	36	33
금융비용	1,428	1,550	967	1,146	1,211
이자비용	776	841	791	899	964
기타영업외손익	(109)	(1,086)	208	186	204
관계기업관련손익	90	115	(1,391)	98	143
세전계속사업이익	277	(850)	(761)	792	921
법인세비용	(42)	(176)	(168)	176	204
연결당기순이익	319	(674)	(593)	616	717
지배주주지분순이익	319	(674)	(593)	616	717
기타포괄이익	39	(87)	(145)	0	0
총포괄이익	359	(761)	(738)	616	717
지배주주지분포괄이익	359	(764)	(738)	616	717
EBITDA	2,355	2,535	2,789	2,862	3,009

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	3,594	(7,740)	(6,762)	7,035	8,187
BPS	110,053	101,569	93,579	99,546	106,511
DPS	170	0	0	750	850
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(30.1)	(19.0)	(1.5)	(0.6)	9.5
영업이익증가율	(6.0)	(8.9)	18.7	16.3	10.5
순이익증가율	(28.6)	NM	NM	NM	16.4
EPS증가율	(29.4)	NM	NM	NM	16.4
EBITDA증가율	6.1	7.7	10.0	2.6	5.2
수익성(%)					
영업이익률	3.9	4.3	5.2	6.1	6.2
순이익률	1.2	(3.2)	(2.8)	3.0	3.2
EBITDA Margin	9.0	12.0	13.4	13.8	13.3
ROA	0.7	(1.6)	(1.5)	1.6	1.8
ROE	3.2	(7.0)	(6.7)	7.0	7.6
배당수익률	0.5	-	-	1.8	2.0
배당성향	4.7	NM	NM	10.7	10.4
안정성					
순차입금(십억원)	28,369	25,568	24,566	25,837	26,822
차입금/자본총계비율(%)	283.5	279.7	291.9	284.2	278.3
Valuation(X)					
PER	10.3	NM	NM	5.9	5.1
PBR	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	13.4	11.9	10.2	10.4	10.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
한국가스공사(036460)	2015.11.10	매수	62,000원	-41.2	-36.0
	2016.02.02	매수	49,000원	-18.6	-11.7
	2016.08.10	매수	57,000원	-19.6	-13.5
	2017.04.10	매수	62,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 11월 13일 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 (2017.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※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 높이 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.