

한국가스공사(036460)

증장기 업사이클 시작

목표주가 77,000원으로 상향

한국가스공사(가스공사)의 목표주가를 77,000원으로 18% 상향 조정한다. 해외 손상 리스크 종료, 최근 유가 상승세를 감안하면 해외 이익이 점차 커질 전망이어서, 해외 사업가치를 새로이 반영해 목표주가를 상향했다. 현 주가는 올해 기준 PBR 0.7배(ROE 6.5%)로 해외 자원개발이 부각되던 13~14년 수준까지 상승했으나, 향후 몇 년간 지속될 ROE 개선세를 감안하면 역사적 고점을 넘어서는 밸류에이션 상승이 가능해 보인다.

국내 사업 선순환 사이클 진입

천연가스 수요전망 상향, 저장비율 목표(20%)를 위한 제5기지 투자, 유가 상승에 따른 운전자금 증가로, 가스공사의 요금기저는 올해 21.3조원에서 2021년 22.1조원으로 커질 것이다. 게다가 향후 몇 년간 금리인상, 베타 상승, 이익 증가에 따른 자기자본비율 개선으로 투자보수율(WACC) 상승이 예상된다는 점에서, 국내 사업은 본격적인 선순환 사이클에 진입했다.

이익 늘어날 해외자원개발, 가치 재평가 필요

5대 주요 해외 프로젝트의 올해 영업이익은 2,704억원으로 전년대비 36.7% 늘어날 것이다. 하반기 호주 프렐루드 생산 개시로, 해외 영업이익 증가세(+34.5% YoY)는 내년에도 계속될 전망이다. 또한 올해 말 모잠비크 Mamba LNG 최종투자결정이 예상돼, 사업가치 재평가도 기대된다.

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	21,108	22,172	24,444	27,692	26,591
영업이익(십억원)	998	1,034	1,298	1,427	1,513
세전이익(십억원)	(769)	(1,250)	669	779	846
순이익(십억원)	(613)	(1,205)	524	595	646
EBITDA(십억원)	2,615	2,749	2,789	2,936	3,118
순차입금(십억원)	25,568	23,951	24,843	25,726	26,963
영업이익률(%)	4.7	4.7	5.3	5.2	5.7
ROE(%)	(6.3)	(14.0)	6.5	7.0	7.2
배당수익률(%)	-	-	2.2	2.5	2.8
EPS(원)	(7,043)	(13,802)	5,980	6,786	7,367
(EPS 증가율, %)	NM	NM	NM	13.5	8.6
BPS(원)	102,507	85,749	90,144	95,163	100,543
DPS(원)	0	0	1,350	1,500	1,700
PER(x)	NM	NM	10.1	8.9	8.2
PBR(x)	0.5	0.5	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(x)	11.5	10.2	11.0	10.7	10.5

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 77,000원(상향)

Stock Data

KOSPI(5/28)	2,479
주가(5/28)	60,300
시가총액(십억원)	5,566
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저가(원)	62,000/40,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	13,006
유동주식비율/외국인지분율(%)	44.1/11.4
주요주주(%)	대한민국정부(기획재정부) 외 1인 46.6
국민연금	8.1

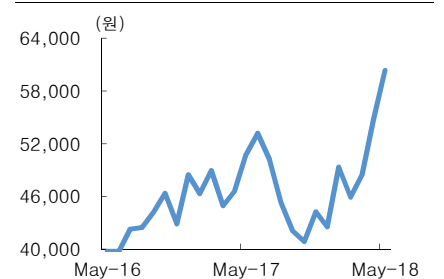
EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2018F	5,550	5,980	7.7
2019F	6,191	6,786	9.6
2020F	6,697	7,367	10.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	13.8	37.0	16.6
KOSPI 대비(%p)	14.3	38.4	11.4

주가추이



자료: WISEfn

강승균

seungkyun.kang@truefriend.com

Contents

I. Valuation 및 실적전망	2
<hr/>	
II. 다시 늘어나는 국내 보장이익	5
<hr/>	
1. 천연가스 수요전망 상향 조정	
2. 저장비율 목표 20%, 이를 위한 제5기지 투자	
3. 요금기저 증가에 투자보수율도 높아져	
III. 해외 가치 재조명	13
<hr/>	
1. 해외 프로젝트, 유가 상승으로 빛을 보다	
2. 모잠비크 가스전 가치 재조명	
3. 연말까지 주요 해외자원개발 결정 이뤄질 듯	
IV. 현금배당 재개	17
<hr/>	
기업개요 및 용어해설	18
<hr/>	

리포트 작성 목적

- 한국가스공사에 대한 매수의견 유지하며 목표주가를 77,000원으로 상향
- 우호적인 외부 영업환경 영향으로, 국내 및 해외사업 실적 개선 분석
- 해외 E&P 가치 재평가가 필요하다는 주장의 근거 제시

I. Valuation 및 실적전망

TP 77,000원으로 상향

가스공사의 목표주가를 77,000원으로 18% 상향 조정한다<표 1>. 지난 5년간 3.4조원의 손상처리로 해외 리스크는 종료됐으며, 최근 배럴당 70달러에 안착한 유가를 감안하면, 점차 해외 이익기여는 커질 전망이다. 해외 자원개발(E&P) 가치를 별도 반영하기 위해, 목표주가 산정방식을 SOTP로 변경하고 새로운 목표주가를 제시했다. 목표주가는 2018년 PBR 0.9배, PER 12.9배 수준이다.

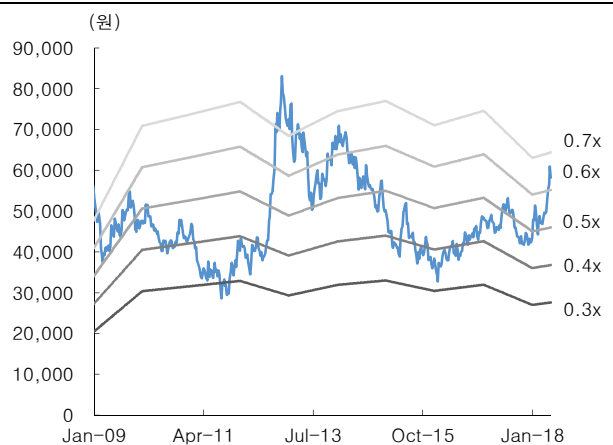
<표 1> 목표주가 77,000원으로 상향

(단위: 십억원)

내용	값	note
규제사업(도매 및 자원개발)		
자기자본	7,981	요금기저 상 자기자본, 18 년말 예상
PBR(배)	0.73	COE 8.9%, ROE 6.5% 감안, PBR 0.73 배 적용
적정가치	5,810	
해외 비규제 자원개발		
주바이르	458	장부가 40% 할인
바드라	551	장부가 40% 할인
모잠비크	812	엑손모빌-ENI deal 대응가치 1.2 조원에 30% 할인
차감항목	(505)	사이프러스, 프렐루드, GLNG 미래 손상 가능성 반영
총 주주가치	7,126	
발행주식수(천주)	92,313	신증자본증권 대상 자사주 전량 전환 가정
목표주가(원)	77,000	

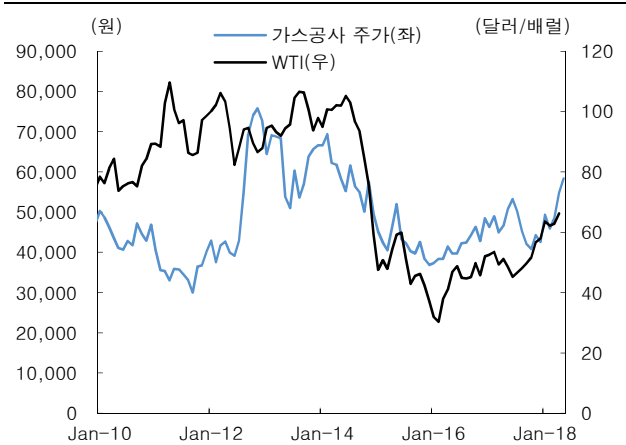
주: 기존 RIM에서 SOTP 방식으로 목표주가 산정방식 변경
자료: 한국가스공사, 한국투자증권

[그림 1] 한국가스공사 PBR band



자료: 한국가스공사, 한국투자증권

[그림 2] 가스공사 주가와 WTI 추이



자료: 블룸버그, 한국투자증권

**2Q18 46억원 영업적자 예상
올해 영업이익 1.3조원 전망**

지난 1분기 영업이익은 전년동기대비 16.6% 늘어난 9,635억원을 기록했다. 특히 해외 E&P에서 발생한 영업이익은 586억원으로 31.4% 늘어났다. 2분기 예상 영업손실 규모는 46억원으로 전년동기 영업손실 342억원대비 적자폭이 줄어들 전망이다. 참고로 고정적 비용(감가상각비, 인건비 등)은 매분기마다 균등하게 발생하는데, 2~3분기에는 판매량이 줄어드는 비수기여서 적자가 발생한다. 국내 보장이익 증가(+14.7% YoY)와 유가 상승에 따른 해외 E&P 부문 이익 개선이 적자폭이 감소의 주요 이유다. 올해 예상 영업이익은 1.3조원(+25.5% YoY)이다. 올해 예상되는 5대 주요 해외 프로젝트(주바이르, 바드라, 미얀마, GLNG, 프렐루드) 영업이익은 2,704억원으로 전년대비 36.7% 늘어나, 전사 수익성 개선을 이끌 전망이다.

〈표 2〉 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	7,718	4,026	3,864	6,564	8,772	4,502	4,783	6,387	21,108	22,172	24,444	27,692
별도	7,475	3,747	3,606	6,227	8,527	4,213	4,501	5,944	20,177	21,056	23,185	26,162
연결자회사	326	372	350	322	300	387	378	468	1,234	1,370	1,533	1,826
YoY(%)	(0.6)	13.8	6.5	6.2	13.6	11.8	23.8	(2.7)	(19.0)	5.0	10.2	13.3
매출원가	6,787	3,973	3,988	5,981	7,724	4,419	4,937	5,655	19,694	20,729	22,734	25,838
판매비	105	87	87	131	85	88	88	152	416	409	412	427
영업이익	827	(34.2)	(211)	453	964	(5)	(241)	581	998	1,034	1,298	1,427
YoY(%)	(7.5)	적지	적지	50.7	16.6	적지	적지	28.3	2.7	3.6	25.5	9.9
영업이익률(%)	10.7	(0.8)	(5.5)	6.9	11.0	(0.1)	(5.0)	9.1	4.7	4.7	5.3	5.2
세전이익	679	(340)	(1,584)	(5)	887	(102)	(363)	247	(769)	(1,250)	669	779
당기순이익	497	(259)	(1,087)	(356)	774	(80)	(284)	107	(612)	(1,192)	524	595

자료: 한국가스공사, 한국투자증권

〈표 3〉 실적추정 가정치

(단위: 원/달러, 달러/배럴, 원/MJ, 십억MJ, 천톤)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
환율 (원/달러)	1,185	1,132	1,121	1,084	1,083	1,145	1,131	1,152	1,160	1,131	1,075	1,075
WTI (달러/배럴)	52	48	48	55	63	67	69	71	43	51	68	73
가스가격 (원/MJ)	13.95	13.57	13.25	12.71	12.70	13.15	14.55	14.19	12.12	13.38	13.52	16.20
가스판매량 (십억 MJ)	594	317	316	534	681	320	309	526	1,793	1,761	1,836	1,718
도시가스	373	175	143	317	411	181	147	325	952	1,007	1,065	1,059
발전용	221	143	173	217	269	139	163	200	841	754	771	659
가스판매량 (천톤)	10,849	5,795	5,762	9,742	12,427	5,848	5,647	9,594	32,737	32,148	33,517	31,374
도시가스	6,810	3,189	2,605	5,787	7,510	3,310	2,679	5,937	17,384	18,391	19,436	19,341
발전용	4,039	2,606	3,157	3,955	4,917	2,538	2,968	3,657	15,353	13,757	14,081	12,033

자료: 한국가스공사, 한국투자증권

〈표 4〉 해외 주요 프로젝트 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액						
주요 5개 E&P	636	1,071	1,280	1,449	1,758	1,825
이라크 주바이르	411	540	485	579	591	604
이라크 바드라	82	145	284	239	263	281
미얀마	97	79	75	83	99	107
호주 GLNG	46	306	436	474	527	544
호주 프렐루드				74	278	288
영업이익						
주요 5개 E&P	120	91	198	270	364	389
이라크 주바이르	102	112	152	116	119	121
이라크 바드라	14	16	21	29	32	35
미얀마	67	52	46	55	67	73
호주 GLNG	(62)	(89)	(21)	61	83	92
호주 프렐루드				9	62	67

자료: 한국가스공사, 한국투자증권

**중장기적 유가 상승세
계속될 것**

석유수출국기구(OPEC)와 러시아 등 주요 산유국들이 다음 달 원유 생산량을 늘리는 방안을 공식 논의하기로 하면서, 지난해 1월부터 이어져온 원유감산 체제가 1년 6개월 만에 끝날 가능성이 고조되고 있다. 당분간 국제유가의 급등락세가 이어질 가능성이 높으며, 가스공사 주가 또한 이에 민감하게 반응할 것으로 보인다. 그럼에도 유가 상승을 이끌고 있는 요인들이 많다는 점에서, 중장기적 유가 상승세는 계속될 것으로 예상된다.

**장기 방향성 긍정적
ROE 상승으로 re-rating**

국내 사업 및 해외 E&P에서 이익성장이 지속될 수 있는 환경 조성으로 구조적인 이익 개선이 가능하다는 점에 주목할 필요가 있다. 가스공사의 ROE는 올해를 시작으로 점진적으로 높아질 것이며 이에 따른 re-rating은 계속될 것이다. 현재 주가는 올해 기준 PBR 0.7배(ROE 6.5%)로 해외 자원개발이 부각되던 13~14년 수준까지 상승했으나, ROE 상승세, 손상에 따른 BPS 감소 효과를 감안하면 향후 역사적 고점을 넘어서는 밸류에이션 상승이 가능해 보인다. 또한 올해부터는 배당측면에서도 투자 매력이 커질 것이라는 점에서 매수 의견을 유지한다(올해 예상 배당수익률 2.2%).

II. 다시 늘어나는 국내 보장이의

1. 천연가스 수요전망 상향 조정

우리나라 천연가스 수요
다시 늘어난다

지난 4월, 2031년까지 15년간 천연가스 수요전망과 수급관리 등을 담은 ‘13차 장기 천연가스수급계획’이 확정됐다. 지난 수급계획 대비 가장 큰 변화는 발전용 천연가스 수요 전망이 다시 늘어나는 방향으로 수정됐다는 것이다. 정부가 예상한 발전용 천연가스 수요는 올해 1,652만톤(-4.5% YoY)에서 2024년까지는 감소하다가(2019~2024년 CAGR -4.0%), 다시 늘어나기 시작해 2031년까지 1,709만톤으로 증가한다(2025~2031년 CAGR +4.1%). 2년 전 수립한 ‘제12차 장기천연가스수급계획’에서 정부는 2029년까지 발전용 천연가스 수요가 매년 4.2% 줄어든다고 전망한 바 있다. 도시가스 수요는 미수급 해결에 따른 가격경쟁력 향상에 따라 매년 1% 성장을 계속한다는 전제하에, 우리나라 천연가스 수요(도시가스+발전용) 역시 올해 3,646만톤에서 2031년 4,049만톤으로 증가할 것으로 예상했다.

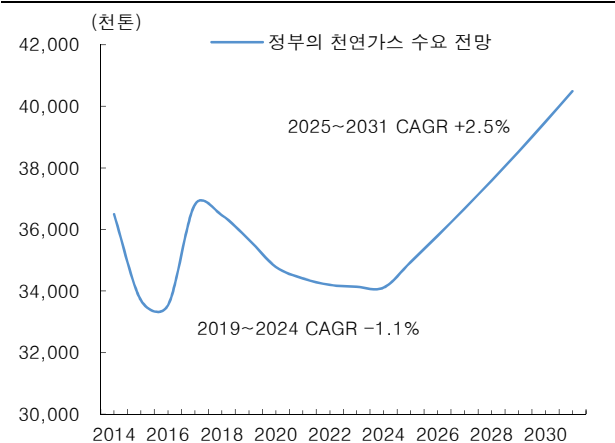
〈표 5〉 천연가스 수요 전망

(단위: 만톤)

	도시가스			발전용	합계
	가정/일반용	산업용	소계		
2018년	1,185	809	1,994	1,652	3,646
2024년	1,231	886	2,117	1,294	3,411
2031년	1,329	1,011	2,340	1,709	4,049
연평균증가율	0.89%	1.73%	1.24%	0.26%	0.81%

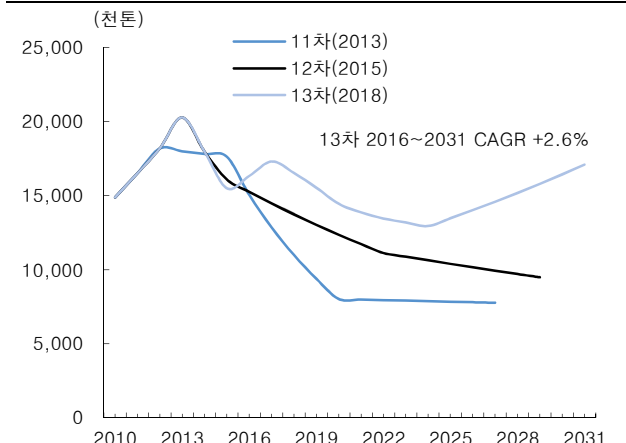
자료: 13차 장기천연가스수급계획(2018), 한국투자증권

[그림 3] 우리나라 천연가스 수요 전망



자료: 13차 장기천연가스수급계획(2018), 한국투자증권

[그림 4] 발전용 천연가스 수요 전망

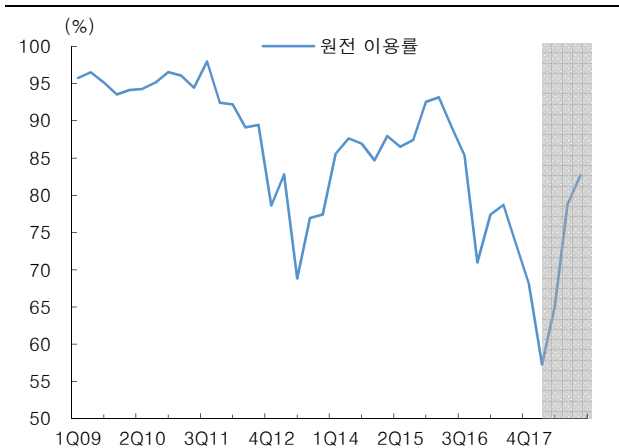


자료: 산업통상자원부, 한국투자증권

친환경 에너지원으로서의 역할 커질 듯

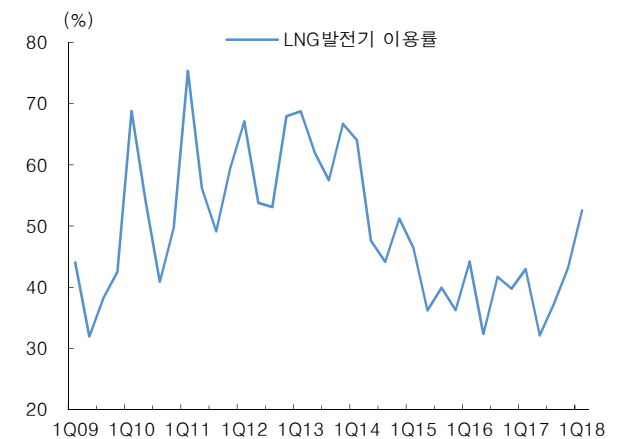
향후 몇 년간 신규 원전 및 석탄발전이 가동을 시작, 그리고 급락했던 원전 이용률 회복으로 발전용 수요감소는 불가피한 상황이다. 그럼에도 에너지전환이라는 큰 그림 속에서 친환경 에너지원으로서의 역할은 커질 것이다. 또한 전기요금제도 개편 및 LNG에 우호적인 정책들이 예상돼 현재 30%대로 낮아진 LNG발전기 이용률이 높아질 요인들이 많은 상황이다. 이를 감안하면 다음 천연가스수급 계획에서는 발전용 천연가스 수요가 상향 조정될 가능성이 높아 보인다. 가스공사의 경우는 단기적으로 천연가스 판매량이 줄어든다고 해서, 정부 보장이익이 감소하지 않는다. 오히려 정부의 장기 천연가스 수요전망 상향조정으로 가스공사가 설비투자를 늘려야 할 긍정적인 상황에 주목할 필요가 있다.

[그림 5] 원전이용률 - 하반기 회복 전망



자료: 한국수력원자력, 한국투자증권

[그림 6] LNG발전기 이용률
- 향후 몇 년간 낮아질 가능성 높아



자료: 한국수력원자력, 한국투자증권

공공의 역할 강조

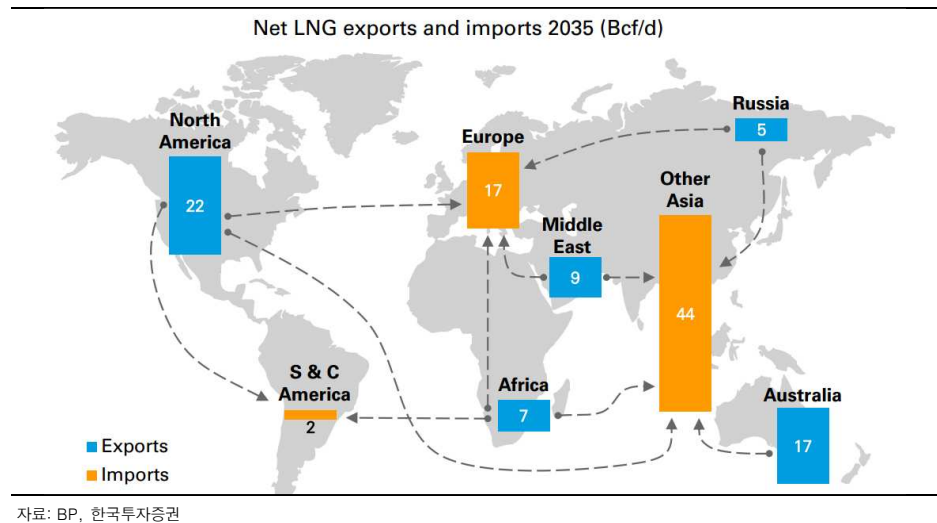
민간 LNG 직도입의 증가로 가스공사의 역할 축소에 대한 우려가 있다. 이미 작년 기준 LNG 직도입 물량은 464만톤까지 늘어나, 우리나라 발전용 수요의 26.8%로 높아진 상황이다. 그럼에도 향후에 민간 직도입 자유화 속도는 더딜 것으로 판단하며 직도입 물량 확대도 한계가 있어 보인다. 이번 천연가스 수급계획에서 LNG 직도입 물량을 배정하기 보다는, 오히려 가스공사의 공공의 역할을 강조한 것이 그 이유다. 지난 흑한으로 천연가스 수요가 폭등했고 발생한 채고 부족으로 스팟물량 확보 등 수급에 어려움이 많았기 때문이다. 이번에 신설된 '천연가스 연료대체 계약'도 같은 맥락으로 이해된다. 또한 향후 안정적인 천연가스 도입과 공급, 가격 다양화, 그리고 수급관리 유연성 확대를 위해서는 가스공사의 역할 확대는 필연적이다.

2. 저장비율 목표 20%, 이를 위한 제5기지 투자

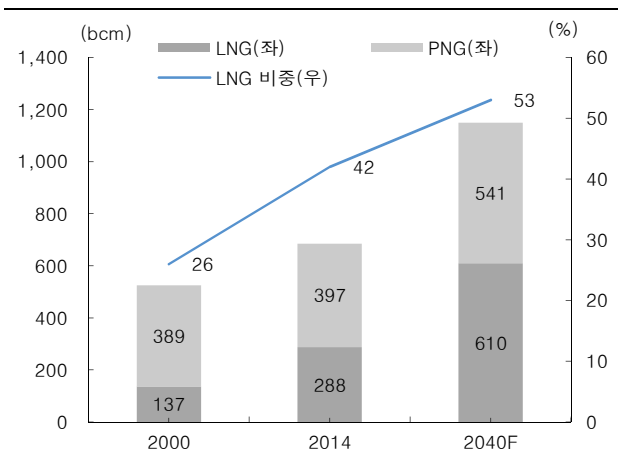
글로벌 천연가스 시장 변화 시대적 흐름

글로벌 천연가스 시장의 변화는 시대적 흐름이다. 지역간 나뉘었던 천연가스 시장이 신규 진입자인 미국/호주의 LNG 공급량 확대로 통합될 전망이다. 향후에는 도착지/재판매 제한이 없는 미국산 LNG 공급에 힘입어 단기, 현물 거래가 증가할 것이다. IGU(International Gas Union)에 따르면 글로벌 LNG 단기, 현물 거래량은 2015년 102bcm 규모로 글로벌 LNG 거래량의 27%를 차지하였으나, 2025년경에는 200bcm 규모로 대폭 증대돼 35%를 차지할 전망이다.

[그림 7] LNG 순 수출 및 수입 전망(2035년) - 천연가스 시장은 LNG로 통합

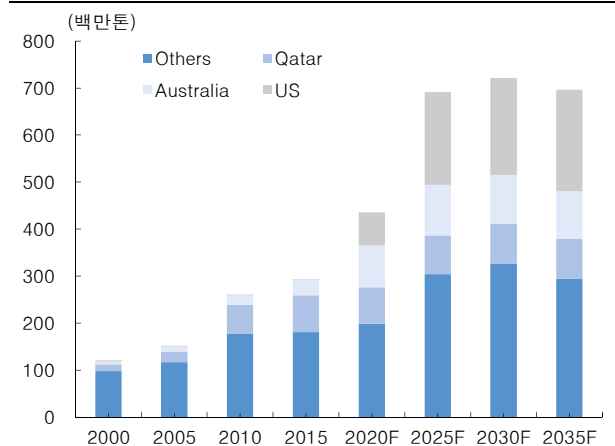


[그림 8] 천연가스 공급 전망 - PNG vs. LNG



자료: IEA(2016), 한국투자증권

[그림 9] LNG 공급량 전망
- 2025년에는 미국과 호주가 최대 수출국



자료: Wood Mackenzie, 한국투자증권

2023년부터 장기구매계약 순차적 종료

2024년부터 기존 장기 LNG 도입계약들이 본격적으로 종료되기 시작한다. 2024년 우리나라 총 수요의 24%인 898만톤의 카타르 RasGas와 오만 OLNG의 장기계약이 종료될 예정이다. 가스공사도 내년부터는 새로운 LNG 공급처 확보를 준비할 것이다. LNG캐나다(가스공사 지분 15%), 미국 알래스카 LNG(작년 엑손모빌과 MOU 맺음), 러시아 Arctic 2 LNG 등이 대체 프로젝트로 예상된다. 최근 대북제재 완화로 대두되는 남북러 PNG의 경우 올해 말 MOU를 가정해도 2027년부터 도입이 가능한 상황이기(2008년 가스공사-가스프롬 남북러 PNG사업 MOU를 참고), 2026년부터 종료되는 물량을 대체 가능할 것으로 판단된다.

〈표 6〉 가스공사 LNG 도입계약 현황

(단위: 천톤)

생산국	공급원	계약기간	총계약물량
인도네시아	PT PERTAMINA	1998~2017	1,000
	DSLNG	2015~2027	700
말레이시아	MLNG	1995~2018	1,000
		2008~2028	2,000
카타르	Rasgas Company Limit	1999~2024	4,920
		2007~2026	2,100
		2013~2032	2,000
오만	Oman LNG LLC	2000~2024	4,060
예멘	Yemen LNG Company	2008~2028	2,000
러시아	Sakhalin Energy Inve	2008~2028	1,500
부르나이	BRUNEI LNG SENDIRIAN	1997~2018	1,000
한국	동해가스전	2004~2018	400
호주	GLNG	2015~2035	3,500
	Shell Eastern LNG	2013~2038	3,640
	TOTAL	2014~2031	2,000
미국	Savine Pass LNG	2017~2037	2,800
총			34,620

자료: 한국가스공사 사업보고서(2017), 한국투자증권

유연한 수급관리를 위한 저장용량 확대

또한 장기계약 비중을 줄이고 중단기 계약을 늘리기 위해, 저장용량 확대는 지속될 것이다. 이미 12차 천연가스수급계획에서 언급했던 20% 저장비율 목표는 이번 13차 수급계획에 동일하게 포함됐다. 이미 2021년까지 삼척, 인천, 제주기지 증설을 통해 약 3조원에 달하는 설비투자가 진행될 예정이다. 또한 이번 천연가스수급계획에서 수요가 상향 조정됨에 따라 제5기지 사업도 속도를 낼 전망이다. 제5기지의 총 사업비는 3.3조원에 달하며 사업기간은 2019~2031년이다. 20만 k의 저장탱크 10기에 LNG부두 그리고 부대설비가 포함된다. 정부는 가스공사의 투자 효율성 및 민간의 가스 인프라 활용 제고를 위해 JV설립 등 민간참여 방식으로 건설 운영할 계획임을 밝혔다. 그럼에도 총 투자비 3.3조원 중 대부분은 가스공사의 투자로 진행될 가능성이 크다.

〈표 7〉 LNG 저장설비 건설계획

(단위: 만kl)

	2017	2018~2019	2020~2021	2022~2025	2026~2031
가스공사 저장탱크(누계)	1,147	1,147	1,207	1,287	1,407
민간사 저장탱크(누계)	97	153	193	193	193
합계	1,244	1,300	1,400	1,480	1,600
저장설비 증설	81	57	100	80	120
저장비율(%)	15%	17%	18%	20%	18%

자료: 13차 장기천연가스수급계획(2018), 한국투자증권

〈표 8〉 공급설비 투자계획

(단위: 십억원)

	2017	2018~2019	2020~2021	2022~2025	2026~2031	계
생산설비	889	803	1,342	724	458	4,216
공급배관	680	826	52			1,558
계	1,569	1,629	1,393	724	458	5,774

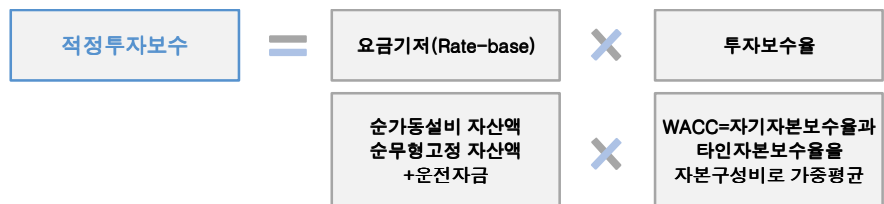
주: 생산설비는 저장설비, 부두설비, 기화송출설비 포함
자료: 13차 장기천연가스수급계획(2018), 한국투자증권

3. 요금기저 증가에 투자보수율도 높아져

가스공사의 보장이익 요금기저 X 투자보수율

가스공사의 국내 보장이익(적정투자보수)은 정부와 협의를 통해 매년 4월 말 결정된다. 보장이익의 산정방식은 요금기저에 투자보수율을 곱해 산정하게 된다. 참고로 요금기저는 가스공사가 도매사업을 위해 투자한 자산으로 가스공사의 보장이익을 산정하는 기초가 된다. 요금기저는 순가동설비(저장탱크, 배관), 무형고정자산, 투자자산(규제사업) 그리고 운전자금의 합이다. 투자보수율은 기 투자된 요금기저에 대해 주주나 채권자가 제공한 자금을 적용한 보상을 개념으로, 가중평균자본비용(WACC)을 통해 정해진다.

[그림 10] 가스공사의 적정투자보수는 요금기저와 투자보수율의 곱



자료: 한국가스공사, 한국투자증권

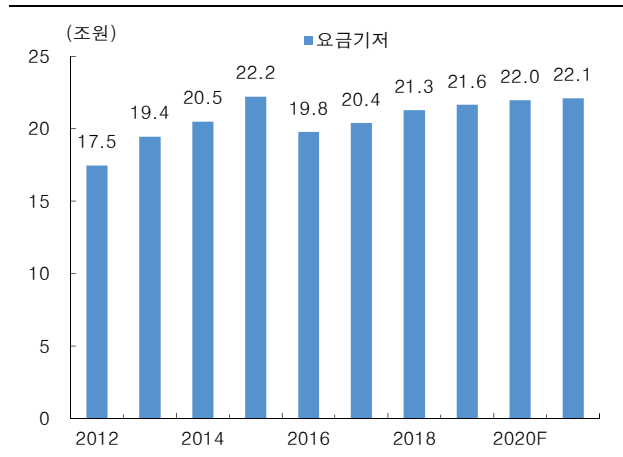
16년 크게 줄었던 요금기저 21년까지 늘어나

2010년대 들어 가스공사의 요금기저가 늘어나기 힘든 환경이 조성됐다. 가스공사가 설비투자를 늘리면 자산이 증가해 요금기저가 늘어나는데, 우리나라 천연가스 수요 증가세 둔화로 더 이상 설비투자를 늘릴 요인이 부족한 상황이었다. 특히 2016년에는 유가 급락에 따른 운전자금 감소로, 요금기저가 19.8조원으로(-10.9% YoY)로 줄었다. 하지만 앞에서 언급한 수요 증가 그리고 저장비율 확대, 가스공사의 요금기저는 2018년 21.3조원에서 2021년까지 22.1조원 수준까지 높아질 것으로 예상된다.

**유가 상승도
요금기저 증가 요인**

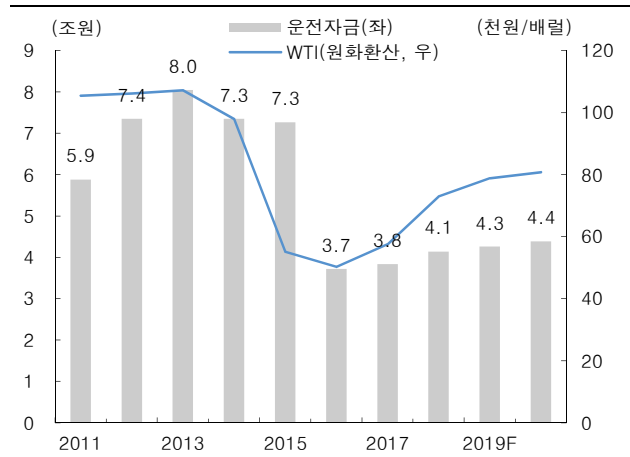
또한 유가 상승에 따라 운전자금이 늘어날 것이다. 가스공사는 도매사업을 위해 천연가스 재고 확보가 필요한데, 천연가스 가치가 유가에 연동돼 등락하기 때문이다. 13년 8.0조원에 달하던 운전자금은 유가 하락으로 16년 3.5조원까지 감소했다. 하지만 16년을 바닥으로, 운전자금은 유가 상승에 힘입어 늘어나고 있다.

[그림 11] 요금기저 2021년까지 증가세 지속



자료: 한국가스공사, 한국투자증권

[그림 12] 유가 상승으로 운전자금도 커질 것



자료: 한국가스공사, 한국투자증권

**금리 인상
베타 상승
자기자본비율 개선으로
WACC 상승**

요금기저 증가와 더불어 투자보수율도 상승한다. 첫째, 금리인상이 시작됐기 때문이다. 가스공사의 투자보수율 산정에 적용된 무위험수익률(국고채 5년물 금리)은 12년 3.9%에서 작년 1.5%로 하락했으나, 올해를 시작(2.0%)으로 향후 몇 년간 상승세가 지속될 가능성이 높다. 둘째, COE 산정에 사용되는 beta(가스공사와 코스피 지수의 과거 5년 일평균 beta를 적용)가 높아질 가능성이 크기 때문이다. 12년부터 17년까지 매년 실제 연간 beta가 높아졌다는 점에서 2020년까지 COE은 우상향이 기대된다[그림 14]. 셋째, 순이익 증가가 자기자본비율 개선으로 이어져 WACC 상승이 가능하다.

**올해 보장이익 15% 증가
2021년까지 증가세 계속**

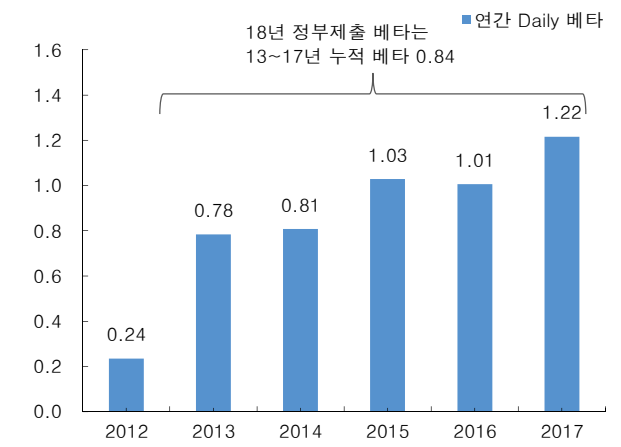
올해 요금기저(규제사업 총 투자자산)는 21조 2,974억원, 투자보수율(WACC)은 4.22%이며 보장이익(세후)은 전년대비 14.8% 증가한 8,981억원으로 산정되었다. 내년에는 세후 투자보수율이 올해 대비 0.15%p 상승할 것으로 예상되며 요금기저도 3,574억원 늘어날 것으로 추정된다. 이에 내년 보장이익은 9,457억원(+5.3% YoY)로 예상된다. 내년 이후에도 요금기저 증가, 투자보수율 상승 추세는 2021년까지 계속될 전망이다.

[그림 13] 국고채 5년물 금리 추이 -우상향 추세



자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 14] 가스공사 베타 - 매년 높아지고 있어



자료: 한국가스공사, 한국투자증권

<표 9> 한국가스공사 규제사업(가스도매/규제자원개발)의 보장이익 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
요금기저	17,468	19,445	20,492	22,212	19,782	20,395	21,289	21,646	21,965
자기자본비율(%)	28.0	27.2	23.5	30.1	33.4	33.9	36.5	36.7	37.0
Rf(%)	3.89	3.24	3.00	2.84	1.97	1.53	2.00	2.30	2.60
Beta	0.65	0.57	0.54	0.50	0.57	0.71	0.82	0.82	0.83
타인자본비율(%)	72.0	72.8	76.5	69.9	66.7	66.1	63.5	63.3	63.0
차입금리(%)	4.6	4.2	4.0	4.0	3.8	3.7	3.5	3.6	3.6
세후 투자보수율(%)	4.7	4.1	3.8	3.9	3.7	3.8	4.2	4.4	4.5
세전 투자보수액(보장이익)	1,086	1,058	1,024	1,133	973	1,033	1,185	1,248	1,314

자료: 한국가스공사, 한국투자증권

남북러 PNG는 중장기 이익에 영향

최근 대북제재 완화 가능성이 높아지며, 수면아래로 가라앉았던 남북러 PNG(Pipeline Natural Gas) 도입사업이 재조명되고 있다. 정부는 2000년대 중반부터 사업을 추진해 왔으나 13년 북한의 핵 실험 이후 사업이 사실상 중단된 상황이다. 향후 대북제재 완화가 현실화 된다면, 남북러가 경제/정치적으로 이득을 얻을 수 있는 PNG 도입사업은 경제협력의 첫 번째 논의 대상이 될 것이다. 또한 이 사업이 에너지 안보 확보라는 중요성을 띠는 점에서, 가스공사 주도하에 진행될 가능성이 크다. 올해 말 사업 추진에 관한 MOU 체결 가정 시, 러시아 PNG는 2026년부터 순차적으로 종료되는 인도네시아, 말레이시아, 예멘 등의 약 5백만톤의 기존 장기 LNG도입계약 물량을 대체할 것으로 보인다. 그리고 2022년부터 약 34억달러의 건설비용 중 상당부분은 가스공사의 설비투자로 진행될 가능성이 높다.

〈표 10〉 남북러 가스관 사업의 기대효과

	기대효과
한국	<ul style="list-style-type: none"> - 수입선 다변화와 안정적 공급망 확보 - 수송비 절감 효과 - 신뢰 회복에 따른 경제적 파급효과
러시아	<ul style="list-style-type: none"> - 수출 지역 다변화로 위기 극복 - 동북아 에너지시장 주도권 확보 - 한반도 및 동북아 지역에서의 영향력 제고
북한	<ul style="list-style-type: none"> - 국경통과료 수입 등으로 경제위기 극복 기회 마련 - 중국 의존도 감소 - 에너지난 해소

자료: 한국투자증권

〈표 11〉 남북러 PNG 프로젝트 협상 일지

일시	회담	내용
2004년 9월	노무현-푸틴 대통령 정상회담	극동지역 유전가스전 공동개발 및 한러 가스관 송유 건설 합의
2006년 10월	한러 총리 회담	한러 가스산업 협력 협정 서명
2008년 9월	이명박-메드베데프 대통령 정상회담	러시아 천연가스 한국 도입 사업 합의 한국가스공사-가스프롬 간 양해각서 체결
2011년 11월	이명박-메드베데프 대통령 정상회담	가스관 설치 구체적 로드맵 합의

자료: 언론보도, 한국투자증권

[그림 15] 러시아 PNG프로젝트 예상경로



자료: 에너지경제연구원, 한국투자증권

III. 해외 가치 재조명

1. 해외 프로젝트, 유가 상승으로 빛을 보다

꾸준한 이익 예상되는
주바이르, 바드라 프로젝트

2014년부터 크게 낮아진 유가로, 지난 몇 년간 해외 프로젝트 손상처리 우려가 컸다. 하지만 작년 대규모 손상차손 인식 이후, 유가 레벨도 배럴당 70달러대에 안착한 현 상황에서, 해외 프로젝트를 재 점검할 필요가 있다. 유가 영향이 크지 않은 프로젝트인 이라크 주바이르, 바드라의 경우는 OPEC의 감산합의가 지속된다면 생산량이 늘어나기는 어려운 상황이다. 그럼에도 주바이르와 바드라 프로젝트에서 연간 약 1,500억원 수준의 영업이익 창출은 가능하다.

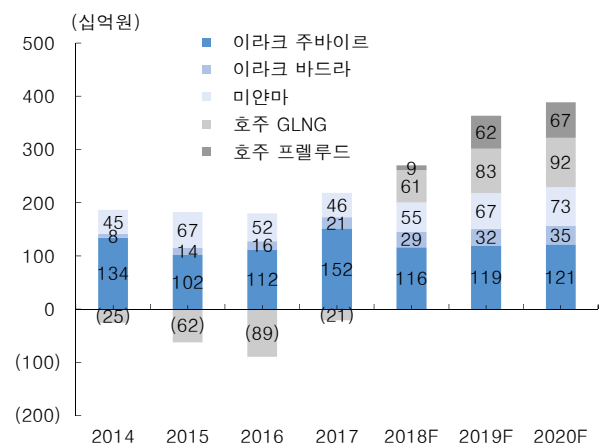
GLNG는 즉시 영향을 끼쳐

유가에 가장 큰 영향을 받는 프로젝트는 호주 GLNG 프로젝트다. 지난 3년간 장기 유가전망 및 생산 목표 조정에 따른 총 1.8조원 손상 인식으로, 현재 잔여 자본금은 4,682억원으로 크게 줄은 상황이다(그림 16). 다만 고정비가 크게 축소돼, 현재는 배럴당 50달러가 BEP 유가 수준으로 판단된다. 지난 1분기 LNG 판가에 적용했던 유가는 배럴당 54달러로, 실제 판가에는 국제유가가 3개월 이연돼 반영됨을 고려하면, 매분기 GLNG의 영업이익은 늘어날 전망이다. 올해 GLNG의 예상 영업이익은 611억원으로 흑자 전환에 성공할 것이다.

프렐루드 생산 개시로
내년 해외 E&P 영업이익
3,638억원 기대

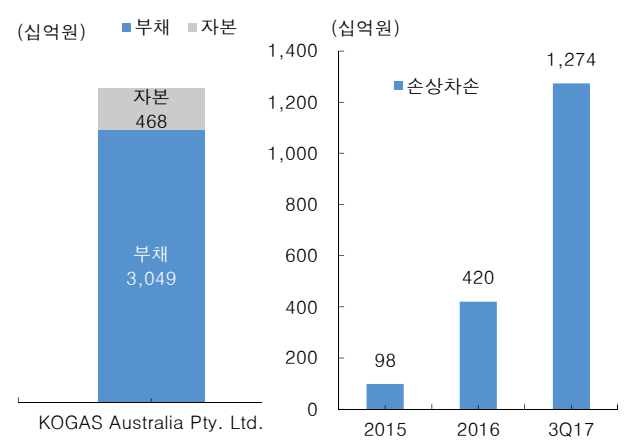
5개 주요 해외 프로젝트(주바이르, 바드라, 미얀마, GLNG, 프렐루드)의 올해 영업이익은 2,704억원으로 전년대비 36.7% 늘어날 것이다. 올 하반기 호주 프렐루드(유가 배럴당 73달러에서 연간 영업이익 620억원 기대) 생산 개시로, 해외 E&P의 2019년 영업이익은 3,638억원(+34.5% YoY)으로 이익 증가세가 계속될 것이다.

[그림 16] 주요 E&P 프로젝트 영업이익 전망



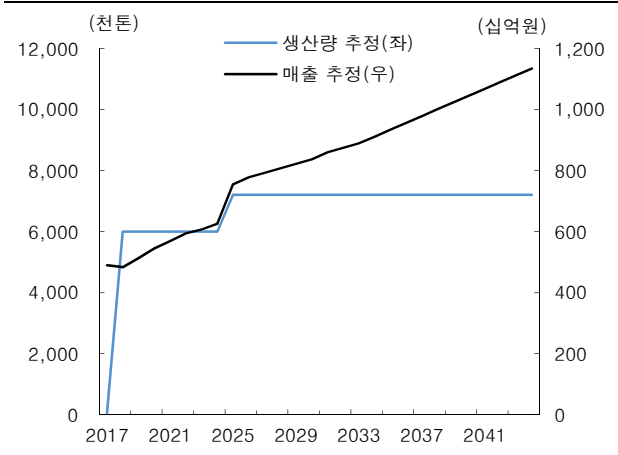
자료: 한국가스공사, 한국투자증권

[그림 17] GLNG 누적 손상차손 1.8조원



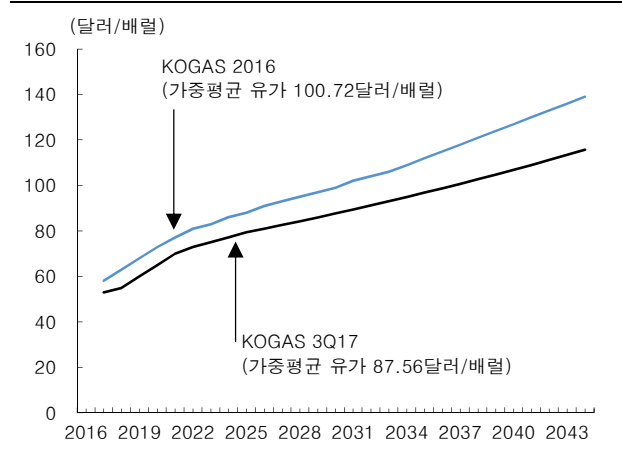
자료: 한국가스공사, 한국투자증권

[그림 18] GLNG 생산량은 2025년 720만톤 도달,
유가 상승에 따라 매출 증가



자료: 한국가스공사, 한국투자증권

[그림 19] GLNG 장기 유가전망 88달러/배럴



자료: 한국가스공사, 한국투자증권

2. 모잠비크 가스전 가치 재조명

모잠비크 가스전

2023년부터 이익 기대

ENI 모잠비크 Area 4 컨소시엄(가스공사 지분 10%)은 2007년부터 Coral 가스전 탐사를 시작해 2014년까지 모두 13차례 시추에 성공했다. Coral 가스전에 서, 가스공사는 개발생산과 FLNG 건조/운영을 맡는다. 2022년부터 25년간 연간 300만톤 규모의 LNG를 생산 및 판매할 예정이다. 가스공사는 총 2조원 투자금 액 중 50%는 직접투자, 나머지는 PF를 통해 조달할 예정이다. 이미 모잠비크 가 스전은 Coral FLNG 프로젝트의 판매계약이 BP와 전량 계약돼, 사실상 국내 도 입에 영향을 주는 규제사업에 편입되기는 어려운 상황이다. 다만 배럴당 65달러 가 BEP 유가 레벨로 파악되는 만큼, 현 유가 수준이 유지된다는 보수적인 가정 에도 2023년부터 비규제 이익이 창출될 전망이다.

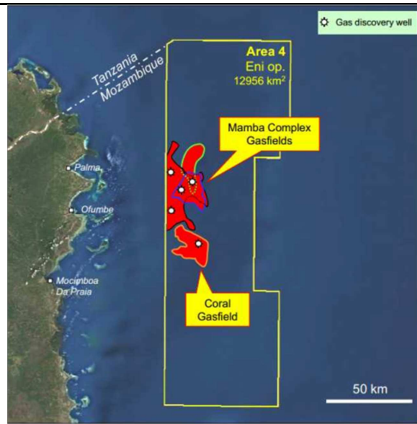
ENI-엑손모빌 딜 가치에

30% 할인

향후 상향 조정 가능성 있어

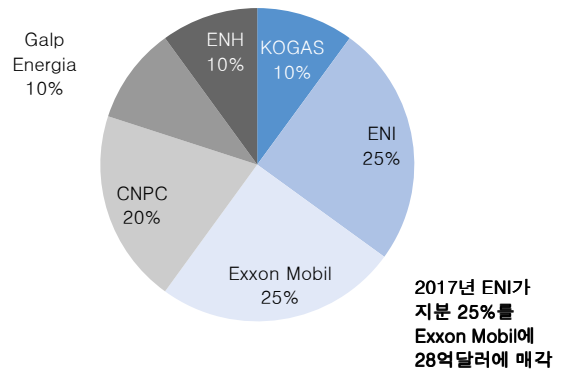
가스공사의 모잠비크 Area4 가스전의 가치는 작년에 ENI가 엑손모빌에 넘긴 25%의 지분 28억달러를 대응 시 약 1.1조원에 달한다. 다만 올해 말 결정될 Mamba LNG 등의 가치가 ENI-엑손모빌 계약에 일부 포함되어 있다고 판단해 우리는 30% 할인율을 적용했다. 올해 말 Mamba LNG FID 결정 및 유가 전망 에 따라 모잠비크 가치는 상향 조정될 가능성이 크다.

[그림 20] 모잠비크 가스전 구조



자료: 한국가스공사, 한국투자증권

[그림 21] 모잠비크 Area#4 지분율



자료: 한국가스공사, 한국투자증권

3. 연말까지 주요 해외자원개발 결정 이뤄질 듯

올해 말까지 해외 사업 진행여부 결정될 듯

지난 5년간 가스공사는 해외 자원개발사업에서 총 손상차손을 3.4조원을 인식 [그림 22]했다. 주된 이유는 유가하락에 따른 자산가치 조정(호주 GLNG) 및 개발지역 정세불안에 따른 사업실행 어려움(이라크 아카스) 등이다. 이제는 더 이상 현 유가에서 손상 발생이 어려운 상황이다. 올해 말까지 탐사 및 사업지역 프로젝트들의 결정이 내려질 가능성이 높아 가스공사에는 불확실성 해소로 긍정적인 상황이 펼쳐질 것이다.

사이프러스 탐사 실패 시 손상 약 1,600억원

손상차손이 발생 가능한 프로젝트는 탐사 단계인 사이프러스 프로젝트이다. 가스공사는 지난 2013년 ENI와 공동으로 모잠비크 2, 3, 9 광구를 낙찰받아 탐사를 진행해왔다. 지분 비율은 가스공사가 20%, ENI가 80%다. 가스공사는 수주 후 2, 3 광구에 대한 시추를 진행해왔으나 채산성 있는 가스전을 발견하는 데 실패했다. 이미 2016년 292억원 손상을 인식해 17년 말 기준 자본금 1,233억원이 남아있는 상황이다. 현재 성공을 장담하기는 힘든 상황이다. 다만 9광구에 석유암이 존재한다고 판단해, 작년 종료예정이었던 탐사사업 계약을 1년 연장했다. 실패할 시에는 추가 시추비용을 고려하면 약 1,600억원의 손상 인식이 예상된다.

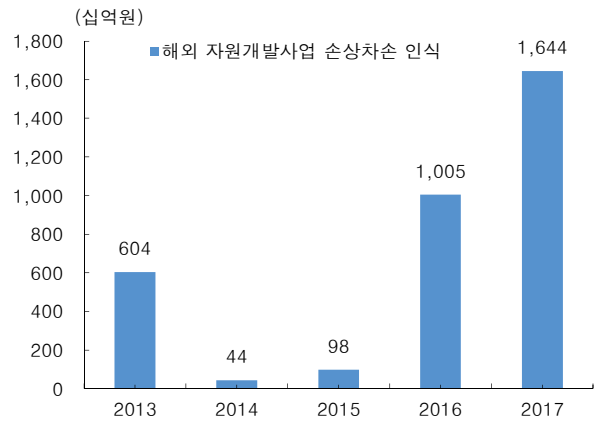
이라크 아카스 환입 가능성 있음

반면 아카스 가스전에서는 기존에 인식했던 손상이 환입될 가능성이 있다. 아카스 가스전은 현재 IS가 점거중인 지역으로 사업이 중단된 상황이다. 지금까지 가스공사는 아카스 사업에서 16년 3,335억원, 17년 1,171억원두차례에 걸쳐 투자금 대부분을 손상 처리했다. 다만 아카스 프로젝트도 여타 중동 E&P 사업과 유사하게, 가스공사와 이라크 정부의 기술 서비스 계약(TSC, Technical Service Contracts)으로 진행됐다. 참고로 기술서비스계약은 사업자가 지불한 비용은 해당 국가에서 보전을 해주며 사업자는 생산량 당 수수료 수입을 확보하게 된다. 비용 보전에 대한 부담으로, 과거 이라크 정부는 아카스 가스전 대신 나시리아 지역 개발을 가스공사에 제안한 바 있다. 제작 완료된 기자재는 타 프로젝트에 사용이 가능하다는 점에서 손상차손 환입 가능성을 열어두어야 한다.

재개되는 LNG캐나다

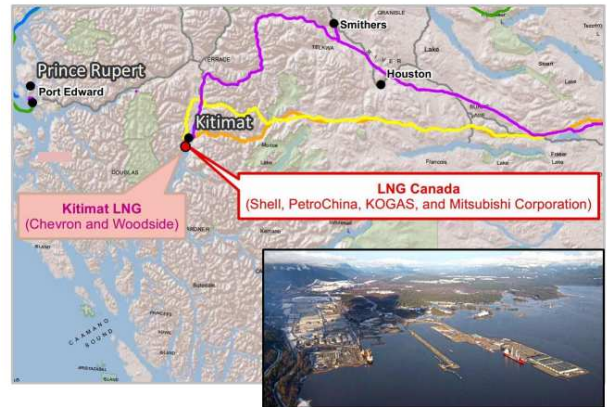
또한 지연되던 LNG캐나다 프로젝트는 연말 재개될 가능성이 크다. 지난 4월 말 LNG캐나다 사업의 LNG액화플랜트 EPC 업체가 플루어와 JGC의 컨소시엄으로 선정됐다. 올해 LNG캐나다 사업은 하반기 FID 예정으로, 이와 동시에 액화설비 지분 5%를 매각(15%→10%)도 진행될 것으로 예상된다.

[그림 22] 해외 손상처리 추이



자료: 한국가스공사, 한국투자증권

[그림 23] LNG캐나다 프로젝트



자료: LNG캐나다 홈페이지, 한국투자증권

<표 12> 가스공사 해외 프로젝트 현황

프로젝트	LNG 여부	단계	지분 인식	규제/비규제	지분율
호주 GLNG	LNG	생산중	연결	규제	15.0%
이라크 주바이르	비 LNG	생산중	연결	비규제	23.8%
이라크 바드라	비 LNG	생산중	연결	비규제	22.5%
미얀마 upstream	비 LNG	생산중	연결	비규제	8.5%
미얀마 육상 midstream	비 LNG	생산중	지분법	비규제	8.5%
KORAS 카타르 Ras Laffan	LNG	생산중	지분법	규제	3.0%
HYLNG (YLNG 의 2.88%)	LNG	생산중	지분법	비규제	49.0%
YLNG	LNG	생산중	매도가능증권	규제	6.0%
Oman LNG	LNG	생산중	지분법	규제	1.2%
인도네시아 DSLNG	LNG	생산중	지분법	규제	9.8%
우즈벡 수르길	비 LNG	생산중	지분법	비규제	22.5%
인도네시아 세노르	비 LNG	생산중	지분법	비규제	22.5%
LNG 캐나다	LNG	개발 지연	연결	규제	15.0%
프릴루드	LNG	생산예정	연결	규제	10.0%
모잠비크	LNG	생산예정	연결	미정	10.0%
사이프러스		탐사단계	연결		20.0%
크통마네		탐사단계	연결		
동티모르		탐사단계	연결		
캐나다 홀리버, 웨스트컷, 코르도바, 우미악	비 LNG	개발 포기	연결	비규제	20.0%
이라크 아카스	비 LNG	개발 중단	연결	비규제	75.0%
이라크 만수리아	비 LNG	개발 중단	연결	비규제	15.0%

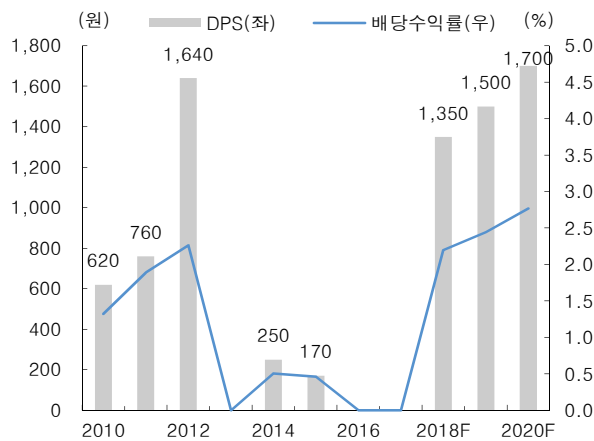
자료: 한국가스공사, 한국투자증권

IV. 현금배당 재개

배당매력은 계속될 것

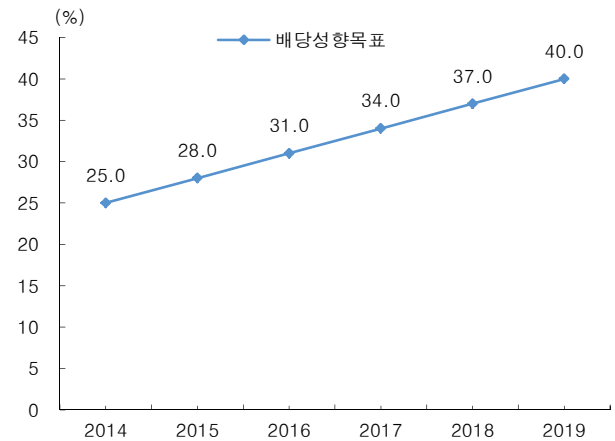
과거 2년간 가스공사는 손상차손 영향으로 배당을 실시하지 못했다. 올해 주당 배당금은 1,350원, 현 주가기준 배당수익률은 2.2%로 올해부터는 배당매력이 회복될 것으로 판단된다. 또한 주바이르 및 바드라 투자금 회수에 따라 본사로 자금이 유입돼 배당여력이 커지고 있는 상황이다. 또한 15, 16년 납부 법인세 경정청구로 이번 1분기 800억원의 법인세가 환급됐다는 점도, 올해 배당을 기대할 이유다. 또한 2017년말 적용 환율은 1,071원/달러로 현 환율 수준을 유지할 경우, 가스공사의 별도실적에 큰 영향은 없을 것이다(원/달러 환율 10원 하락 시 세전이익 약 400억원 증가). 정부 가이드라인으로 제시한 배당성향도 올해 37% 내년 40%로 높아진다는 점에서, 내년에도 배당매력은 계속될 것이다.

[그림 24] 가스공사의 주당 배당금 및 배당수익률



자료: 한국가스공사, 한국투자증권

[그림 25] 정부 배당성향 가이드라인 내년 40%



주: '정부출자기관에 대한 정부배당정책 방향(2014년)' 배당성향 목표
자료: 기획재정부, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

■ 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 13%를 차지하는 해외 E&P 부문이 유가에 영향 받을 수 있음

■ 용어해설

- 최종투자결정(FID): Final Investment Decision의 약자로, 해외자원개발 프로젝트 진행을 최종 결정함을 의미
- 요금기저: 총괄원가 산정을 위해 사용되는, 공익사업회사의 진실하고 유효한 자산액으로 요금반영의 기준
- 액화천연가스(LNG): 가스전에서 채취한 천연가스를 정제하여 얻은 메탄을 냉각해 액화시킨 상태

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	8,658	7,582	8,678	8,889	8,536
현금성자산	483	441	244	554	532
매출채권및기타채권	5,006	5,295	5,378	5,261	5,052
재고자산	1,070	1,542	1,222	1,329	1,276
비유동자산	31,384	29,557	31,442	34,529	36,791
투자자산	2,295	1,986	2,286	2,423	2,327
유형자산	26,042	24,723	25,626	28,142	30,658
무형자산	2,416	1,814	2,444	2,769	2,659
자산총계	40,042	37,139	40,120	43,418	45,326
유동부채	5,556	6,590	8,497	10,098	10,627
매입채무및기타채무	2,043	1,874	1,320	1,495	1,436
단기차입금및단기사채	0	610	621	623	625
유동성장기부채	2,632	2,819	2,961	3,072	3,183
비유동부채	25,013	22,409	23,077	24,310	25,194
사채	21,098	18,526	18,661	19,202	19,743
장기차입금및금융부채	2,158	2,099	2,449	2,880	3,311
부채총계	30,569	28,999	31,574	34,408	35,820
지배주주지분	9,360	7,813	8,219	8,682	9,179
자본금	462	462	462	462	462
자본잉여금	1,325	1,325	1,325	1,325	1,325
기타자본	900	900	900	900	900
이익잉여금	5,811	4,601	5,007	5,470	5,967
비지배주주지분	113	327	327	327	327
자본총계	9,473	8,140	8,546	9,009	9,506

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	4,769	2,508	2,277	3,428	2,518
당기순이익	(612)	(1,192)	524	595	646
유형자산감가상각비	1,617	1,716	1,491	1,509	1,605
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	3,057	962	491	1,597	588
기타	707	1,022	(229)	(273)	(321)
투자활동현금흐름	(2,079)	(1,226)	(3,118)	(4,196)	(3,600)
유형자산투자	(1,841)	(1,352)	(2,400)	(4,030)	(4,126)
유형자산매각	1	5	5	5	5
투자자산순증	(156)	129	(48)	166	406
무형자산순증	(58)	(28)	(630)	(325)	110
기타	(25)	20	(45)	(12)	5
재무활동현금흐름	(2,377)	(1,266)	644	1,078	1,060
자본의증가	104	224	0	0	0
차입금의순증	(2,460)	(1,468)	762	1,209	1,209
배당금지급	(15)	(7)	0	(118)	(131)
기타	(6)	(15)	(118)	(13)	(18)
기타현금흐름	32	(58)	0	0	0
현금의증가	345	(42)	(197)	309	(22)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

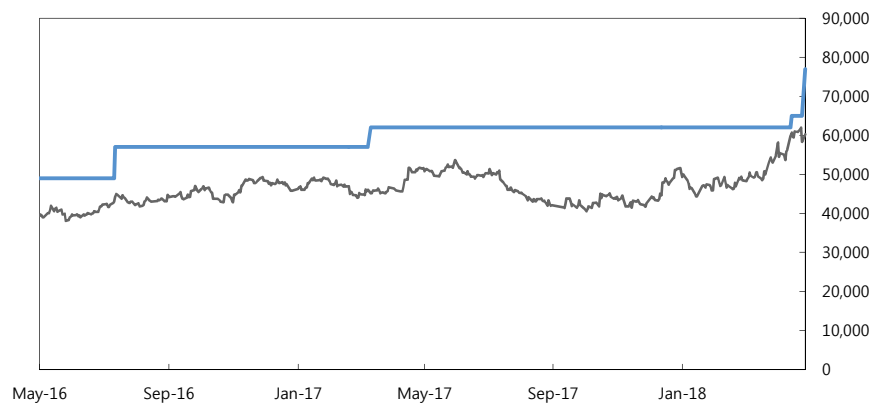
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	21,108	22,172	24,444	27,692	26,591
매출원가	19,694	20,729	22,734	25,838	24,636
매출총이익	1,414	1,443	1,710	1,854	1,955
판매관리비	416	409	412	427	442
영업이익	998	1,034	1,298	1,427	1,513
금융수익	754	883	382	391	403
이자수익	34	48	31	40	52
금융비용	1,550	1,592	1,116	1,176	1,220
이자비용	841	830	869	929	973
기타영업외손익	(1,086)	(1,724)	(147)	(166)	(160)
관계기업관련손익	115	149	251	304	310
세전계속사업이익	(769)	(1,250)	669	779	846
법인세비용	(157)	(59)	145	185	201
연결당기순이익	(612)	(1,192)	524	595	646
지배주주지분순이익	(613)	(1,205)	524	595	646
기타포괄이익	(87)	(353)	0	0	0
총포괄이익	(700)	(1,545)	524	595	646
지배주주지분포괄이익	(703)	(1,543)	524	595	646
EBITDA	2,615	2,749	2,789	2,936	3,118

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(7,043)	(13,802)	5,980	6,786	7,367
BPS	102,507	85,749	90,144	95,163	100,543
DPS	0	0	1,350	1,500	1,700
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(19.0)	5.0	10.2	13.3	(4.0)
영업이익증가율	(1.0)	3.6	25.5	9.9	6.0
순이익증가율	NM	NM	NM	13.5	8.6
EPS증가율	NM	NM	NM	13.5	8.6
EBITDA증가율	11.1	5.1	1.5	5.3	6.2
수익성(%)					
영업이익률	4.7	4.7	5.3	5.2	5.7
순이익률	(2.9)	(5.4)	2.1	2.1	2.4
EBITDA Margin	12.4	12.4	11.4	10.6	11.7
ROA	(1.5)	(3.1)	1.4	1.4	1.5
ROE	(6.3)	(14.0)	6.5	7.0	7.2
배당수익률	-	-	2.2	2.5	2.8
배당성향	NM	NM	22.6	22.1	23.1
안정성					
순차입금(십억원)	25,568	23,951	24,843	25,726	26,963
차입금/자본총계비율(%)	277.2	300.3	295.0	293.2	290.6
Valuation(X)					
PER	NM	NM	10.1	8.9	8.2
PBR	0.5	0.5	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	11.5	10.2	11.0	10.7	10.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한국가스공사(036460)	2016.05.12	매수	49,000원	-17.4	-11.7
	2016.08.10	매수	57,000원	-19.6	-13.5
	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	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 28일 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
- 중립 : 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 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
- 중립 : 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.