

한국가스공사(036460)

저평가에 더해진 배당 매력

4분기 실적은 시장 컨센서스에 부합, 3년 만에 배당 재개 긍정적
국내 투자보수 증가 구조적, 유가 반등으로 해외사업 우려 제한적
투자심리는 여전히 유가에 민감, 반대로 길게 보면 저점 매수 기회

Facts : 4분기 실적은 시장 기대에 부합

4분기 매출액은 7조 6,293억원으로 전년동기대비 16% 증가했고 영업이익은 4,703억원으로 4% 늘었다. 컨센서스에 부합하는 무난한 실적이다. 도시가스 및 발전용 가스의 판매량은 각각 전년동기대비 9%, 3% 증가하며, 국내 가스도매 사업이 이익 개선을 견인했다. 연간 판매량은 3,622만톤으로 당초 예상치였던 3,178만톤을 14% 상회했다. 반면 해외 자원개발의 이익은 호주 GLNG를 제외하면 감소세가 이어졌다. 유가 상승으로 GLNG 영업이익은 전분기대비 14% 증가했지만, 이라크 주바이르와 바드라가 당초 기대에 못 미쳤다. 한편 가스공사는 주당 1,360원의 배당을 결정했다. 이는 3년 만이며 배당성향은 39%에 달한다.

Pros & cons : 천연가스 수요가 뒷받침하는 국내 투자보수 증가

구조적으로 늘어나는 LNG 수요에 힘입어 가스공사 투자보수 또한 증가세를 이어갈 것이다. 기저발전 의존도를 낮추는 에너지 전환 정책은 중장기적으로 천연가스 설비투자 확대를 뒷받침한다. 올해 2분기 에너지 세제 개편은 LNG의 가격경쟁력을 높일 것이다. 여기에 베타와 자기자본비율이 높아짐에 따라 2019년 투자보수율은 전년대비 20bp 이상 상승할 전망이다. 결국 본업인 가스도매 사업의 전망은 그 어느 때보다 밝다. 이러한 정책적 수혜는 배당 확대에 이어질 것이다.

Action : 유가에 민감한 투자심리가 만들어 낸 투자 기회

최근 유가 하락세가 일단락되면서 투자심리는 점차 회복될 것이다. 유가는 연초 대비 20%가량 반등해 전년동기 수준과 유사해졌다. 주바이르 증산과 미얀마 가스 전 기저효과에 더해 Prelude 운영 시작으로 유가 상승이 아니더라도 올해 해외부문의 이익은 늘어날 전망이다. 국내 부문은 우호적인 정책 기조가 이어지는 가운데 투자보수의 증가 역시 안정적이다. 반면 현 주가는 2019F PBR 0.5배에 불과해, 유가 불확실성에 대한 우려가 과도해 보인다. 전체 영업이익의 90%를 차지하는 국내 규제사업과 올해 재개되는 배당 매력에 대한 저평가 구간이다. 안정적으로 늘어나는 LNG 수요를 바라보고 투자하기에 편안한 저점 매수 기회라고 판단해 '매수' 의견과 목표주가 67,000원(2019F PBR 0.71배에 해당)을 유지한다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 67,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(2/28)	2,195
주가(2/28)	50,100
시가총액(십억원)	4,625
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저(원)	64,500/45,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	10,695
유동주식비율/외국인지분율(%)	44.9/16.0
주요주주(%)	대한민국정부(기획재정부) 외 1인 46.6
국민연금	8.3

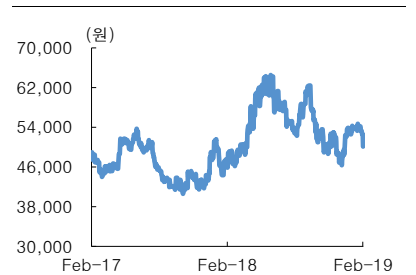
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	NM	8.4	6.6
PBR(x)	0.5	0.6	0.5
ROE(%)	(14.0)	6.5	7.8
DY(%)	0.0	2.7	3.4
EV/EBITDA(x)	10.2	9.9	9.6
EPS(원)	(13,802)	5,961	7,556
BPS(원)	85,749	90,117	95,676

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.5)	(5.1)	9.2
KOSPI 대비(%p)	(6.3)	(0.4)	18.7

주가추이



자료: FnGuide

최고운

gowoon@truefriend.com

〈표 1〉 4분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	6,564.1	8,771.5	5,056.6	4,727.7	7,629.3	61.4	16.2	7,599.0
영업이익	452.5	963.5	15.3	(172.2)	470.3	NM	3.9	489.0
영업이익률(%)	6.9	11.0	0.3	(3.6)	6.2			6.4
세전이익	(4.6)	887.1	(123.9)	(315.1)	200.8	NM	NM	355.2
순이익	(356.4)	774.2	(133.7)	(285.1)	166.9	NM	NM	261.8

자료: FnGuide, 한국투자증권

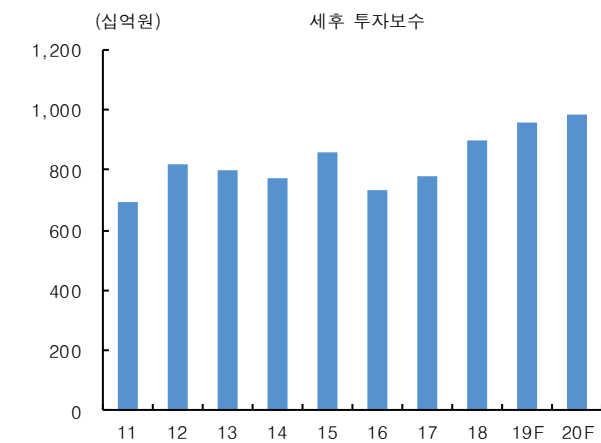
〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017				2018P				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QP	2016	2017	2018P	2019F
매출액	7,718	4,026	3,864	6,564	8,772	5,057	4,728	7,629	21,108	22,172	26,185	25,482
증가율	(0.6)	13.8	6.5	6.2	13.6	25.6	22.3	16.2	(19.0)	5.0	18.1	(2.7)
별도 매출액	7,475	3,747	3,606	6,227	8,527	4,764	4,401	7,294	20,177	21,056	24,986	24,155
연결자회사 등	244	278	258	337	244	293	326	336	931	1,117	1,199	1,327
매출원가	6,787	3,973	3,988	5,981	7,723	4,951	4,815	7,019	19,694	20,729	24,509	23,715
판매비	105	87	87	131	85	90	85	140	416	409	400	386
영업이익	827	(34)	(211)	453	963	15	(172)	470	998	1,034	1,277	1,381
증가율	(7.5)	NM	NM	50.7	16.6	NM	NM	3.9	(1.0)	3.6	23.5	8.1
영업이익률	10.7	(0.8)	(5.5)	6.9	11.0	0.3	(3.6)	6.2	4.7	4.7	4.9	5.4
세전이익	679	(340)	(1,584)	(5)	887	(124)	(315)	201	(769)	(1,250)	649	815
증가율	1.1	NM	NM	NM	30.7	NM	NM	NM	NM	NM	NM	25.6
지배주주순이익	497	(259)	(1,087)	(356)	774	(134)	(272)	154	(613)	(1,205)	522	662
증가율	(2.8)	NM	NM	NM	55.8	NM	NM	NM	NM	NM	NM	26.8

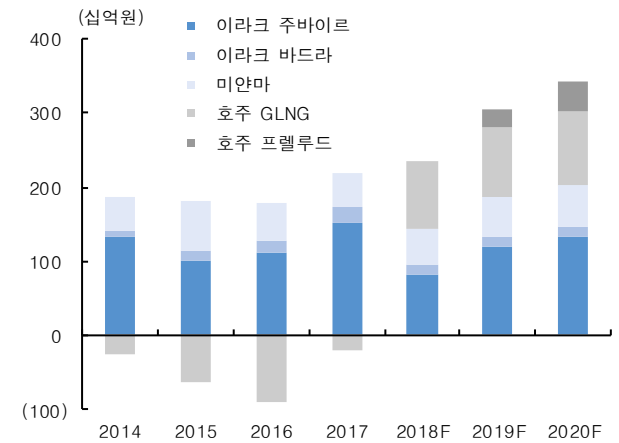
자료: 한국가스공사, 한국투자증권

[그림 1] 국내 규제사업의 투자보수 꾸준히 늘어날 전망



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

[그림 2] 해외 자원개발 역시 생산 확대에 이익 증가할 것



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)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	8,658	7,582	9,162	8,916	9,461
현금성자산	483	441	521	507	538
매출채권및기타채권	5,006	5,295	5,761	5,606	5,949
재고자산	1,070	1,542	2,095	2,039	2,163
비유동자산	31,384	29,557	30,527	30,814	31,539
투자자산	2,295	1,986	2,346	2,283	2,422
유형자산	26,042	24,723	25,142	25,573	25,978
무형자산	2,416	1,814	1,833	1,784	1,893
자산총계	40,042	37,139	39,690	39,730	41,001
유동부채	5,556	6,590	8,450	8,213	8,921
매입채무및기타채무	2,043	1,874	2,214	2,154	2,286
단기차입금및단기사채	0	610	1,587	1,813	2,144
유동성장기부채	2,632	2,819	2,715	2,972	3,171
비유동부채	25,013	22,409	22,666	22,420	22,401
사채	21,098	18,526	18,193	17,899	17,644
장기차입금및금융부채	2,158	2,099	2,366	2,471	2,582
부채총계	30,569	28,999	31,115	30,633	31,322
지배주주지분	9,360	7,813	8,217	8,730	9,301
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	5,004	5,518	6,088
비지배주주지분	113	327	358	368	379
자본총계	9,473	8,140	8,574	9,097	9,679

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	4,769	2,508	1,741	1,573	1,931
당기순이익	(612)	(1,192)	553	672	748
유형자산감가상각비	1,617	1,716	1,721	1,739	1,756
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	3,057	962	(398)	(647)	(399)
기타	707	1,022	(135)	(191)	(174)
투자활동현금흐름	(2,079)	(1,226)	(2,521)	(1,857)	(2,225)
유형자산투자	(1,841)	(1,352)	(2,142)	(2,170)	(2,161)
유형자산매각	1	5	2	0	0
투자자산순증	(156)	129	(155)	257	60
무형자산순증	(58)	(28)	(19)	49	(109)
기타	(25)	20	(207)	7	(15)
재무활동현금흐름	(2,377)	(1,266)	859	270	325
자본의증가	104	224	0	0	0
차입금의순증	(2,460)	(1,468)	1,009	429	502
배당금지급	(15)	(7)	0	(119)	(149)
기타	(6)	(15)	(150)	(40)	(28)
기타현금흐름	32	(58)	0	0	0
현금의증가	345	(42)	80	(14)	31

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

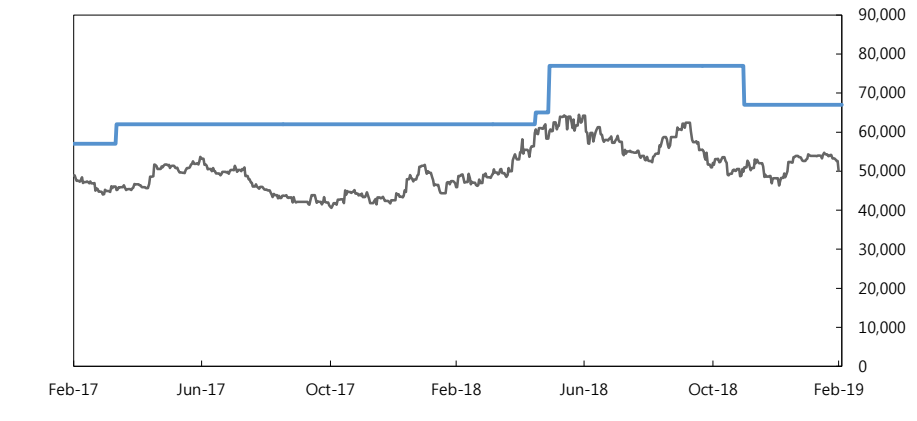
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	21,108	22,172	26,185	25,482	27,040
매출원가	19,694	20,729	24,509	23,715	25,185
매출총이익	1,414	1,443	1,677	1,767	1,856
판매관리비	416	409	400	386	398
영업이익	998	1,034	1,277	1,381	1,458
금융수익	754	883	599	680	750
이자수익	34	48	52	63	65
금융비용	1,550	1,592	1,343	1,440	1,500
이자비용	841	830	816	898	941
기타영업외손익	(1,086)	(1,724)	(89)	0	0
관계기업관련손익	115	149	205	194	200
세전계속사업이익	(769)	(1,250)	649	815	908
법인세비용	(157)	(59)	96	143	159
연결당기순이익	(612)	(1,192)	553	672	748
지배주주지분순이익	(613)	(1,205)	522	662	737
기타포괄이익	(87)	(353)	0	0	0
총포괄이익	(700)	(1,545)	553	672	748
지배주주지분포괄이익	(703)	(1,543)	522	662	737
EBITDA	2,615	2,749	2,998	3,120	3,213

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(7,043)	(13,802)	5,961	7,556	8,413
BPS	102,507	85,749	90,117	95,676	101,859
DPS	0	0	1,360	1,700	1,900
성장성(% YoY)					
매출증가율	(19.0)	5.0	18.1	(2.7)	6.1
영업이익증가율	(1.0)	3.6	23.5	8.1	5.6
순이익증가율	NM	NM	NM	26.8	11.3
EPS증가율	NM	NM	NM	26.8	11.3
EBITDA증가율	11.1	5.1	9.0	4.1	3.0
수익성(%)					
영업이익률	4.7	4.7	4.9	5.4	5.4
순이익률	(2.9)	(5.4)	2.0	2.6	2.7
EBITDA Margin	12.4	12.4	11.5	12.2	11.9
ROA	(1.5)	(3.1)	1.4	1.7	1.9
ROE	(6.3)	(14.0)	6.5	7.8	8.2
배당수익률	0.0	0.0	2.7	3.4	3.8
배당성향	NM	NM	22.8	22.5	22.6
안정성					
순차입금(십억원)	25,568	23,951	24,673	25,123	25,579
차입금/자본총계비율(%)	277.2	300.3	296.9	284.5	272.6
Valuation(X)					
PER	NM	NM	8.4	6.6	6.0
PBR	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	11.5	10.2	9.9	9.6	9.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한국가스공사 (036460)	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	-26.3	-16.2
	2018.11.30	매수	67,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 3월 4일 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. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	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
- 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.