

## 한국가스공사(036460)

Above

In line

Below

### 매수(유지)

목표주가: 62,000원(유지)

#### Stock Data

KOSPI(8/9)	2,368
주가(8/9)	50,400
시가총액(십억원)	4,653
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저가(원)	53,700/41,850
일평균거래대금(6개월, 백만원)	9,916
유동주식비율/외국인지분율(%)	43.9/11.7
주요주주(%)	대한민국정부(기획재정부) 외 1인
	국민연금
	8.2

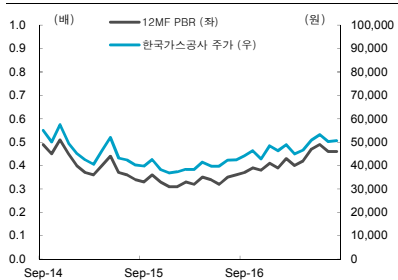
#### Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	NM	15.8	8.0
PBR(x)	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	(7.0)	3.0	5.8
DY(%)	-	1.2	1.5
EV/EBITDA(x)	11.9	10.7	11.0
EPS(원)	(7,740)	3,195	6,317
BPS(원)	101,569	102,462	107,747

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.4)	5.4	16.9
상대주가(%p)	0.1	(9.2)	1.1

#### 12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

### 장기투자 매력 유효

#### What's new : 2분기 영업손실 342억원으로 기대치를 하회

2분기 매출액과 영업손실 규모는 각각 4조 258억원, 342억원으로, 예상 영업손실 68억원을 하회했다. 2분기 LNG 판매량이 전년동기대비 2.7% 감소했음에도, 원료비 연동제로 유가상승에 따른 LNG 수입 가격이 32.1% 인상돼, 매출액은 전년동기대비 13.8% 늘어났다. 고정적 비용(감가상각비, 인건비 등)은 매 분기마다 균등하게 발생하는데, 2~3분기에는 판매량이 줄어드는 비수기여서 적자가 발생한다. 가스공사의 국내 보장이익은 지난 4월말 전년 대비 6.0% 늘어난 것으로 확정됐고 올해 전부 인식될 것이다. 하지만 회계상 추정 물량배분(1H16 64% → 1H17 60%)에 따른 이익이 전년 대비 하반기로 쏠려, 별도기준 영업손실은 작년 2분기 294억원에서 올해 2분기 564억원으로 손실 규모가 커졌다.

#### Positives : 정부 발 정책관련 호재 계속

지난 2일, 2017년 세법개정안에 발전용 유연탄의 개별소비세 인상(6원/kg ↑)이 포함됐다. 또한 향후 원전 사후처리 비용 재검토, LNG 세제 및 부담금 완화 등으로 천연가스의 상대적으로 가격경쟁력이 높아지는 추세는 계속될 것이다. 또한 과거 5조원에 달했던 미수금 잔액이 2분기말 기준 2,890억원으로 줄어, 올해 하반기에 전액 회수될 것이다. BC유 대비 도시가스 가격 경쟁력 회복, 천연가스 판매량 증가, 요금기저 증가, 투자보수율(WACC) 상승으로 보장이익은 가파르게 늘어날 것이다(2020년까지 연평균 증가율 8% 전망).

#### Negatives : 해외 E&P 여진은 남아

이라크 아카스 프로젝트의 경우 IS 내전 장기화로 새로운 지역의 가스전을 찾는 중이다(나시리아 가스전 추진 중). 이 과정에서 작년 4분기 3,335억원의 손상차손 반영에 이어 2분기에도 1,171억원의 추가 손상처리(제작 완료된 가스처리설비 기가재)가 있었다. 이제는 투자금 전액을 손상 처리해 더 이상 아카스에서 발생할 비용은 없다. 하지만 연말 GLNG와 사이프러스 프로젝트에서 추가적으로 손상차손 인식 가능성은 아직 남아있다.

#### 결론 : 늘어나는 보장이익에 맞춰 주가상승 전망

신정부의 '에너지 전환' 정책으로 발전용 천연가스 수요는 증가할 것이다. 그리고 정부는 내년 초 13차 천연가스수급계획에서 이를 명시할 것으로 예상된다. 이미 2020년까지 국내 보장이익의 증가는 확정됐으며(표 3), 수요전망이 바뀐에 따라 2020년 이후의 보장이익도 자연스럽게 늘어날 것이다. 주가도 국내사업 중심의 점진적인 ROE 상승에 따라 re-rating될 것으로 예상된다. '매수' 의견과 목표주가 62,000원 유지한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	3,786	4,026	6.3	4,091	(47.8)	13.8	20,546	22,176
영업이익	(7)	(34)	nm	(14)	nm	nm	1,044	1,067
영업이익률	(0.2)	(0.8)	-0.7	-0.3	-11.6	-0.7	5.1	4.8
세전이익	(112)	(340)	nm	(178)	nm	nm	359	421
순이익	(87)	(259)	nm	(143)	nm	nm	280	340

<표 1> 한국가스공사 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F
<b>매출액</b>	<b>7,765</b>	<b>3,537</b>	<b>3,628</b>	<b>6,179</b>	<b>7,718</b>	<b>4,026</b>	<b>4,161</b>	<b>4,662</b>	<b>26,053</b>	<b>21,108</b>	<b>20,546</b>	<b>20,586</b>
별도	7,612	3,261	3,341	5,964	7,475	3,747	3,886	4,501	25,482	20,177	19,609	19,545
연결자회사	215	334	357	328	326	320	339	278	753	1,234	1,264	1,395
YoY(%)	(24.0)	(28.8)	(17.3)	(4.7)	(0.6)	13.8	14.7	(24.5)	(30.1)	(19.0)	(2.7)	0.2
매출원가	6,765	3,465	3,736	5,809	6,787	3,973	4,270	4,055	24,668	19,775	19,085	18,969
판매비	106	78	82	150	105	87	83	143	377	416	417	431
<b>영업이익</b>	<b>894</b>	<b>(6)</b>	<b>(190)</b>	<b>220</b>	<b>827</b>	<b>(34)</b>	<b>(192)</b>	<b>444</b>	<b>1,008</b>	<b>918</b>	<b>1,044</b>	<b>1,187</b>
YoY(%)	3.3	적지	적지	(22.6)	(7.5)	적지	적지	102.0	(6.0)	(9.0)	13.8	13.7
영업이익률(%)	11.5	(0.2)	(5.2)	3.6	10.7	(0.8)	(4.6)	9.5	3.9	4.3	5.1	5.8
세전이익	671	(212)	(387)	(922)	679	(340)	(303)	323	277	(850)	359	712
당기순이익	511	(106)	(298)	(782)	497	(265)	(236)	284	319	(674)	280	554

자료: 한국가스공사, 한국투자증권

<표 2> 연결자회사 실적 추정

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016	2017F	2018F
<b>매출액</b>	<b>712</b>	<b>753</b>	<b>1,234</b>	<b>1,264</b>	<b>1,395</b>
주요 4개 E&P	523	636	1,071	1,099	1,228
이라크 주바이르	403	411	540	513	542
이라크 바드라	35	82	145	236	252
미얀마	69	97	79	71	86
호주 GLNG	16	46	306	278	348
기타 자회사	189	117	163	165	167
<b>영업이익</b>	<b>134</b>	<b>25</b>	<b>43</b>	<b>87</b>	<b>123</b>
주요 4개 E&P	161	120	91	137	175
이라크 주바이르	134	102	112	98	101
이라크 바드라	8	14	16	45	48
미얀마	45	67	52	46	57
호주 GLNG	(25)	(62)	(89)	(52)	(30)
기타 자회사	(27)	(95)	(48)	(50)	(52)

자료: 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	8,230	7,308	6,957
현금성자산	138	483	471	206	433
매출채권및기타채권	4,815	5,006	4,873	4,529	4,118
채고자산	1,795	1,070	1,041	1,029	1,040
비유동자산	32,371	31,384	31,070	31,480	34,082
투자자산	2,348	2,295	2,233	1,986	1,961
유형자산	26,455	26,042	25,962	26,865	29,381
무형자산	2,521	2,416	2,260	2,059	2,167
자산총계	42,385	39,928	39,300	38,789	41,038
유동부채	5,729	5,556	5,487	3,860	4,442
매입채무및기타채무	1,401	2,043	1,972	1,112	1,170
단기차입금및단기사채	1,233	0	123	134	136
유동성장기부채	2,429	2,632	2,228	2,370	2,481
비유동부채	26,600	24,985	24,345	24,972	26,065
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	29,831	28,832	30,507
지배주주지분	10,057	9,274	9,356	9,844	10,418
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	5,952	6,440	7,014
비지배주주지분	(0)	113	113	113	113
자본총계	10,057	9,386	9,469	9,957	10,531

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	5,456	4,769	2,818	732	3,118
당기순이익	319	(674)	280	554	649
유형자산감가상각비	1,347	1,617	1,699	1,594	1,608
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	3,856	3,138	620	(1,317)	1,006
기타	(66)	688	219	(99)	(145)
투자활동현금흐름	(2,247)	(2,079)	(1,766)	(1,833)	(4,057)
유형자산투자	(2,272)	(1,841)	(1,620)	(2,498)	(4,125)
유형자산매각	3	1	1	1	1
투자자산순증	181	(156)	(307)	347	178
무형자산순증	(172)	(58)	156	201	(109)
기타	13	(25)	4	116	(2)
재무활동현금흐름	(3,266)	(2,377)	(1,065)	835	1,167
자본의증가	0	104	0	0	0
차입금의순증	(3,238)	(2,460)	(1,012)	901	1,241
배당금지급	(22)	(15)	0	(53)	(66)
기타	(6)	(6)	(53)	(13)	(8)
기타현금흐름	(15)	32	0	0	0
현금의증가	(71)	345	(13)	(265)	228

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

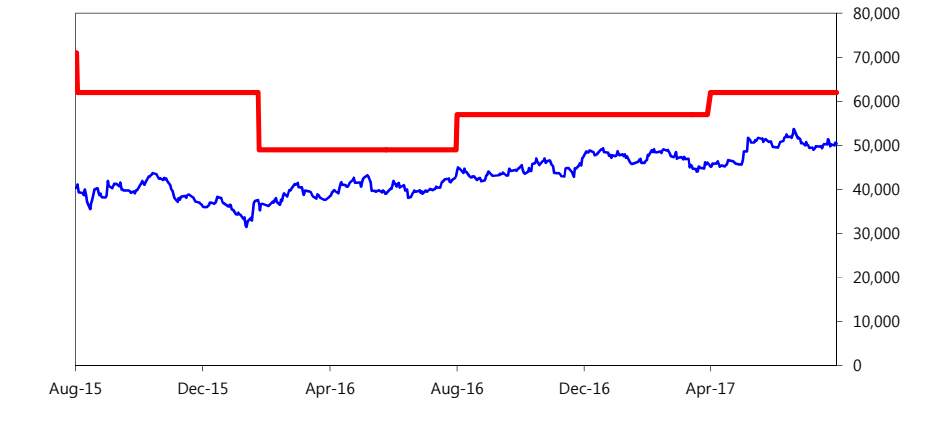
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	26,053	21,108	20,546	20,586	21,672
매출원가	24,668	19,775	19,085	18,969	19,914
매출총이익	1,385	1,333	1,461	1,618	1,758
판매관리비	377	416	417	431	445
영업이익	1,008	918	1,044	1,187	1,313
금융수익	716	754	299	387	383
이자수익	23	34	46	36	32
금융비용	1,428	1,550	967	1,146	1,211
이자비용	776	841	791	899	964
기타영업외손익	(109)	(1,086)	205	185	195
관계기업관련손익	90	115	(223)	99	152
세전계속사업이익	277	(850)	359	712	833
법인세비용	(42)	(176)	79	158	184
연결당기순이익	319	(674)	280	554	649
지배주주지분순이익	319	(674)	280	554	649
기타포괄이익	39	(87)	(145)	0	0
총포괄이익	359	(761)	135	554	649
지배주주지분포괄이익	359	(764)	135	554	649
EBITDA	2,355	2,535	2,743	2,781	2,921

## 주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	3,594	(7,740)	3,195	6,317	7,405
BPS	110,053	101,569	102,462	107,747	113,970
DPS	170	0	600	750	850
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(30.1)	(19.0)	(2.7)	0.2	5.3
영업이익증가율	(6.0)	(8.9)	13.8	13.7	10.6
순이익증가율	(28.6)	NM	NM	97.8	17.2
EPS증가율	(29.4)	NM	NM	97.8	17.2
EBITDA증가율	6.1	7.7	8.2	1.4	5.0
수익성(%)					
영업이익률	3.9	4.3	5.1	5.8	6.1
순이익률	1.2	(3.2)	1.4	2.7	3.0
EBITDA Margin	9.0	12.0	13.4	13.5	13.5
ROA	0.7	(1.6)	0.7	1.4	1.6
ROE	3.2	(7.0)	3.0	5.8	6.4
배당수익률	0.5	-	1.2	1.5	1.7
배당성향	4.7	NM	18.8	11.9	11.5
안정성					
순차입금(십억원)	28,369	25,568	24,574	25,838	26,846
차입금/자본총계비율(%)	283.5	279.7	266.6	262.6	260.1
Valuation(X)					
PER	10.3	NM	15.8	8.0	6.8
PBR	0.3	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	13.4	11.9	10.7	11.0	10.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
한국가스공사(036460)	2015.08.12	매수	62,000 원
	2016.02.02	매수	49,000 원
	2016.08.10	매수	57,000 원
	2017.04.10	매수	62,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 8월 9일 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 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	0.9%

※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.