

한국가스공사(036460)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 62,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/11)	2,296
주가(5/11)	46,700
시가총액(십억원)	4,311
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저가(원)	49,300/38,100
일평균거래대금(6개월, 백만원)	8,024
유동주식비율/외국인지분율(%)	43.9/12.6
주요주주(%)	대한민국정부(기획재정부) 외 1인
국민연금	7.8

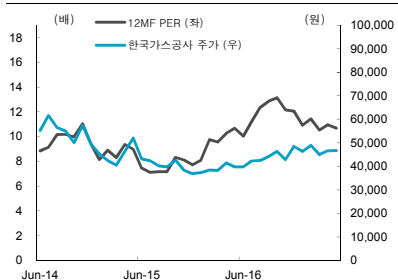
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	NM	8.2	6.6
PBR(x)	0.5	0.4	0.4
ROE(%)	(7.0)	5.3	6.2
DY(%)	-	1.3	1.6
EV/EBITDA(x)	11.9	10.5	10.7
EPS(원)	(7,740)	5,706	7,046
BPS(원)	101,569	106,417	112,393

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.2	6.6	11.6
상대주가(%p)	(4.9)	(9.1)	(4.4)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

국내, 해외 모두 좋아지는 그림

What's new : 보장이익 증가 확정에도, 1분기 영업이익 7.5% 감소

2017년 1분기 매출액은 7,7조원으로 전년동기대비 0.6% 줄었으며 영업이익은 8,267억원으로 7.5% 감소했다. 1분기 천연가스 판매량이 전년동기대비 0.6% 증가했으나, 미수금 정산단가 및 도매공급단가 하락으로 매출액은 소폭 감소했다. 해외 E&P 영업이익이 늘어났음에도, 별도기준(국내) 영업이익이 10.4% 줄어, 연결기준 영업이익이 감소했다. 4월 말 2017년 정부 국내 보장이익(세후) 전년대비 6.0% 늘어난 7,824억으로 확정됐다. 하지만 가스공사가 정부에 제출한 '17년 판매계획'에서 하반기 판매비중이 16년 계획대비 3%p 높았기 때문에 1분기 별도 영업이익은 감소했다. 회계처리상 올해 하반기에 정부 보장이익이 집중됐을 뿐이다. 중요한 것은 작년에 14.1% 감소했던 보장이익이 올해 6.0% 늘어나며 2020년까지 연평균 8% 늘어난다는 점이다.

Positives : 해외 E&P 안정화, 주바이르 자금 회수 단계 진입

주바이르, 바드라, 미안마 프로젝트의 수익성이 안정화 됐다. 이제는 지금 수준의 유가 레벨만 유지한다면 안정적으로 분기당 500억원의 영업이익 기여는 확실한 상황이다. 특히 이익 기여가 가장 큰 주바이르는 올해 최대생산량에 도달하고 추가 투자가 불필요해, 자금 회수 단계로 진입할 것으로 보이며, 이는 비규제 사업에서 첫 의미 있는 성과일 것이다. 물론 해외 E&P 리스크(GLNG, 사이프러스 등)가 완전히 사라진 것은 아니나, 더 이상 주가에 큰 부담요인은 아니다.

Negatives : 당분간 유가 영향을 안 받을 수는 없어

지난 3~4년간 보장이익 증가가 정체돼 투자자들의 관심은 해외 E&P에 집중됐고, 아직까지도 가스공사 주가는 유가 민감도가 큰 상황이다. 당분간 미국의 원유 재고량, OPEC 회원국들의 감산기간 연장 여부에 따라 결정되는 국제유가의 방향성이 주가 흐름에 무관하지는 않아 보인다. 다만 올해부터 국내 보장이익이 늘어나며 E&P에 대한 투자심리가 개선됨을 감안하면, 점차 유가 영향력은 약해질 것이다.

결론 : 확실한 새 정부 수혜주, top pick 유지

문재인 정부의 '에너지 전환' 정책으로 지금까지 원전/석탄발전 중심으로 운영되던 전력시장의 변화는 불가피하다. 곧 천연가스에 힘을 싣는 정책이 가시화될 것이며, 발전용 LNG 수요가 늘어남에 따라 가스공사의 장기 전망도 밝아질 것이다. 현재 주가는 2017F PBR 0.4배 수준이나, 국내사업이 주도하는 ROE 상승을 고려하면 re-rating될 것으로 예상된다. 목표주가 62,000원과 top pick 의견을 유지한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	7,208	7,718	7.1	7,637	24.9	(0.6)	20,499	22,263
영업이익	937	827	(11.8)	922	276.2	(7.5)	1,061	1,139
영업이익률	13.0	10.7	-2.3	12.1	7.2	-0.8	5.2	5.1
세전이익	834	679	(18.6)	748	NM	1.1	642	489
순이익	650	497	(23.5)	527	NM	(2.8)	500	372

<표 1> 한국가스공사 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F
매출액	7,765	3,537	3,628	6,179	7,718	3,873	4,183	4,724	26,053	21,108	20,499	22,861
별도	7,612	3,261	3,341	5,964	7,475	3,614	3,921	4,519	25,482	20,177	19,528	21,789
연결자회사	215	334	357	328	324	320	328	325	753	1,234	1,298	1,426
YoY(%)	(24.0)	(28.8)	(17.3)	(4.7)	(0.6)	9.5	15.3	(23.5)	(30.1)	(19.0)	(2.9)	11.5
매출원가	6,765	3,465	3,736	5,809	6,787	3,798	4,251	4,185	24,668	19,775	19,020	21,213
판매비	106	78	82	150	105	78	83	152	377	416	417	431
영업이익	894	(6)	(190)	220	827	(2)	(151)	388	1,008	918	1,061	1,217
YoY(%)	3.3	(275.3)	30.8	(22.6)	(7.5)	nm	nm	76.4	(6.0)	(9.0)	15.7	14.7
영업이익률(%)	11.5	(0.2)	(5.2)	3.6	10.7	(0.1)	(3.6)	8.2	3.9	4.3	5.2	5.3
세전이익	671	(212)	(387)	(922)	679	(107)	(246)	316	277	(850)	642	794
당기순이익	511	(106)	(298)	(782)	497	(83)	(192)	278	319	(674)	500	617

자료: 한국가스공사, 한국투자증권

<표 2> 연결자회사 실적 추정

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016	2017F	2018F
매출액	712	753	1,234	1,298	1,426
주요 4개 E&P	523	636	1,071	1,133	1,259
이라크 주바이르	403	411	540	553	567
이라크 바드라	35	82	145	207	215
미얀마	69	97	79	73	95
호주 GLNG	16	46	306	300	383
기타 자회사	189	117	163	165	167
영업이익	134	25	43	109	152
주요 4개 E&P	161	120	91	158	204
이라크 주바이르	134	102	112	120	120
이라크 바드라	8	14	16	28	28
미얀마	45	67	52	47	63
호주 GLNG	(25)	(62)	(89)	(37)	(8)
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	2017P	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(%)	0.28	0.27	0.24	0.30	0.33	0.34	0.34	0.35	0.35
Rf(%)	3.89	3.24	3.00	2.84	1.97	1.53	1.93	2.33	2.53
Beta	0.65	0.57	0.54	0.50	0.57	0.71	0.83	0.85	0.87
타인자본비율(%)	0.72	0.73	0.76	0.70	0.67	0.66	0.66	0.65	0.65
차입금리(%)	4.63	4.18	4.01	3.99	3.83	3.73	3.78	3.82	3.86
세후 투자보수율(%)	4.71	4.12	3.79	3.87	3.73	3.84	4.26	4.49	4.64
세전 투자보수액(보장이익)	1,086	1,058	1,024	1,133	973	1,032	1,175	1,269	1,345

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	8,211	8,116	7,348
현금성자산	138	483	470	229	458
매출채권및기타채권	4,815	5,006	4,862	5,030	4,349
채고자산	1,795	1,070	1,039	1,143	1,099
비유동자산	32,371	31,384	31,059	31,990	34,346
투자자산	2,348	2,295	2,228	2,205	2,071
유형자산	26,455	26,042	25,962	26,865	29,381
무형자산	2,521	2,416	2,255	2,286	2,289
자산총계	42,385	39,928	39,270	40,106	41,694
유동부채	5,729	5,556	5,095	4,562	4,499
매입채무및기타채무	1,401	2,043	1,968	1,235	1,236
단기차입금및단기사채	1,233	0	123	134	136
유동성장기부채	2,429	2,632	2,228	2,370	2,481
비유동부채	26,600	24,985	24,341	25,158	26,165
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	29,436	29,721	30,664
지배주주지분	10,057	9,274	9,721	10,273	10,917
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	6,172	6,724	7,368
비지배주주지분	(0)	113	113	113	113
자본총계	10,057	9,386	9,834	10,386	11,030

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	5,456	4,769	2,396	1,189	2,864
당기순이익	319	(674)	500	617	719
유형자산감가상각비	1,347	1,617	1,699	1,594	1,608
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	3,856	3,138	244	(911)	728
기타	(66)	688	(47)	(111)	(191)
투자활동현금흐름	(2,247)	(2,079)	(1,345)	(2,265)	(3,802)
유형자산투자	(2,272)	(1,841)	(1,619)	(2,497)	(4,124)
유형자산매각	3	1	0	0	0
투자자산순증	181	(156)	109	152	325
무형자산순증	(172)	(58)	161	(31)	(3)
기타	13	(25)	4	111	0
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	(14)	(241)	229

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

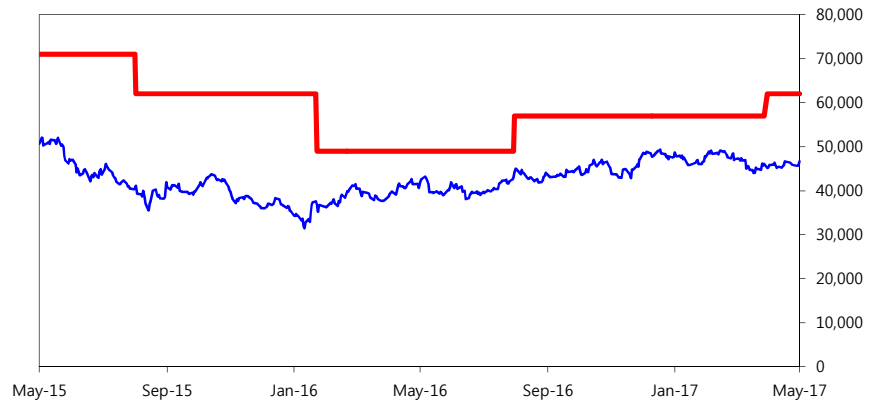
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	26,053	21,108	20,499	22,861	22,890
매출원가	24,668	19,775	19,020	21,213	21,095
매출총이익	1,385	1,333	1,479	1,648	1,795
판매관리비	377	416	417	431	445
영업이익	1,008	918	1,061	1,217	1,350
금융수익	716	754	299	388	386
이자수익	23	34	46	37	35
금융비용	1,428	1,550	967	1,146	1,211
이자비용	776	841	791	899	964
기타영업외손익	(109)	(1,086)	205	206	206
관계기업관련손익	90	115	43	129	191
세전영속사업이익	277	(850)	642	794	922
법인세비용	(42)	(176)	142	176	204
연결당기순이익	319	(674)	500	617	719
지배주주지분순이익	319	(674)	500	617	719
기타포괄이익	39	(87)	0	0	0
총포괄이익	359	(761)	500	617	719
지배주주지분포괄이익	359	(764)	500	617	719
EBITDA	2,355	2,535	2,761	2,812	2,959

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	3,594	(7,740)	5,706	7,046	8,199
BPS	110,053	101,569	106,417	112,393	119,370
DPS	170	0	600	750	850
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(30.1)	(19.0)	(2.9)	11.5	0.1
영업이익증가율	(6.0)	(8.9)	15.7	14.7	10.9
순이익증가율	(28.6)	NM	NM	23.5	16.4
EPS증가율	(29.4)	NM	NM	23.5	16.4
EBITDA증가율	6.1	7.7	8.9	1.8	5.2
수익성(%)					
영업이익률	3.9	4.3	5.2	5.3	5.9
순이익률	1.2	(3.2)	2.4	2.7	3.1
EBITDA Margin	9.0	12.0	13.5	12.3	12.9
ROA	0.7	(1.6)	1.3	1.6	1.8
ROE	3.2	(7.0)	5.3	6.2	6.8
배당수익률	0.5	-	1.3	1.6	1.8
배당성향	4.7	NM	10.5	10.6	10.4
안정성					
순차입금(십억원)	28,369	25,568	24,576	25,804	26,816
차입금/자본총계비율(%)	283.5	279.7	256.7	251.8	248.3
Valuation(X)					
PER	10.3	NM	8.2	6.6	5.7
PBR	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	13.4	11.9	10.5	10.7	10.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
한국가스공사(036460)	2015.05.11	매수	71,000 원
	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 5월 11일 현재 한국가스공사 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	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 높게 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.