

한국가스공사(036460)

기대치를 충족시킨 1분기 실적

1분기 영업이익 16.6% 증가, 컨센서스 부합
 해외 E&P 이익기여 본격화, 현 유가 레벨 유지 시 환입요인도 발생
 목표주가 65,000원으로 상향조정

Facts : 1분기 영업이익 9,635억원으로 컨센서스 부합

1분기 영업이익은 전년동기대비 16.6% 늘어난 9,635억원을 기록해 컨센서스에 부합했다. 5월 초 2018년 정부 국내 보장이익(세후)이 전년대비 14.8% 늘어난 8,981억원으로 확정돼, 이 영향이 1분기 실적에 반영됐다. 또한 1분기 천연가스 판매량이 전년동기대비 14.4%(도시가스 +10.3% YoY, 발전용 +21.3% YoY) 늘어나, 보장이익의 1분기 이익 집중 효과 있었던 것으로 추정된다. 또한 해외 자원개발에서 발생한 영업이익은 586억원으로 전년동기 446억원 대비 31.4% 늘어났다. 순이익 단에서는 15, 16년 납부 법인세 경정청구를 통해 800억원을 환급 받아 법인세가 축소된 영향이 있었다.

Pros & cons : 해외 E&P 이익기여 본격화

주요 해외자원개발(E&P) 프로젝트(주바이르, 바드라, GLNG, 미얀마)의 이익 기여가 본격화 됐다. 지금 수준의 유가 레벨만 유지한다면 분기당 약 600억원의 영업이익 기여는 확실하다(1Q18 586억원). GLNG에서는 1분기 적용된 유가 수준이 55달러/배럴이었음에도 140억원의 영업이익이 발생했다. 향후 적용될 유가가 점차 높아진다는 점에서, 매 분기 증익이 예상된다. 또한 연말에는 과거 인식했던 손상차손의 환입 요인이 발생할 것으로 보이나, 가스공사는 환입보다는 장기 유가 전망을 좀더 보수적으로 하향 조정해, 미래 손상 리스크를 낮출 것으로 판단된다.

Action : 목표주가 65,000원으로 상향 조정

‘매수’의견을 유지하며 목표주가를 62,000원에서 65,000원으로 5% 상향 조정한다(표 2). 실적 추정치 조정 및 기존 해외 E&P 불확실성을 이유로 적용했던 할인을 제거했기 때문이다. 현재 미국과 이란과의 협상 불확실성이 높아 국제유가 변동성이 큰 상황이며, 당분간 주가 흐름은 유가에 민감하게 반응할 것으로 보인다. 그럼에도 우호적 가스정책에 따른 국내 사업의 안정적인 이익 증가, 그리고 유가 상승에 따른 해외 E&P 가치상승, 이미 손상을 반영한 프로젝트의 환입 가능성을 고려하면 중장기적 주가 상승 추세는 이어질 전망이다. 또한 올해는 3년 만의 흑자전환으로 의미 있는 수준의 배당이 기대된다는 점에 주목할 필요가 있다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 65,000원(상향)

Stock Data

KOSPI(5/14)	2,476
주가(5/14)	59,800
시가총액(십억원)	5,520
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저가(원)	59,800/40,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	11,858
유동주식비율/외국인지분율(%)	44.1/10.8
주요주주(%)	대한민국정부(기획재정부) 외 1인 46.6
	국민연금 8.1

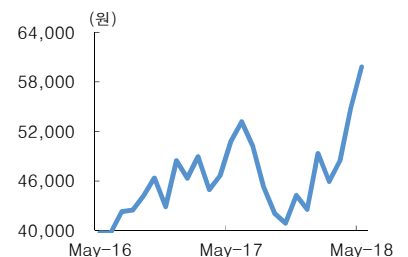
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	NM	10.8	9.7
PBR(x)	0.5	0.7	0.6
ROE(%)	(14.0)	6.1	6.4
DY(%)	-	1.4	1.8
EV/EBITDA(x)	10.2	11.1	10.9
EPS(원)	(13,802)	5,550	6,191
BPS(원)	85,749	90,211	95,092

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	20.8	32.7	23.0
KOSPI 대비(%p)	20.0	34.7	14.7

주가추이



자료: WISEfn

강승균

seungkyun.kang@truefriend.com

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	7,718.2	4,025.8	3,864.3	6,564.1	8,771.5	33.6	13.6	8,495
영업이익	826.7	(34.2)	(211.1)	452.6	963.5	112.9	16.6	952
영업이익률(%)	10.7	(0.8)	(5.5)	6.9	11.0			11.2
세전이익	678.8	(340.3)	(1,584.2)	(4.6)	887.1	NM	30.7	804
순이익	497.0	(258.5)	(1,087.2)	(356.4)	774.2	NM	55.8	656

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 목표주가 65,000원으로 상향

내용	값	note
Rf(%)	2.0	5 년만기 국고채 수익률
Beta	0.82	최근 5 년 Daily beta
Rm(%)	10.4	코스피 2018 년 PER 9.6 배의 역수
Ke(%)	8.9	$Rf + Beta \times (Rm - Rf)$
ROE(%)	6.2	2018~2019 년 평균 ROE
Target PBR(배)	0.70	ROE / Ke
2018~2019F BPS(원)	92,842	
목표주가(원)	65,000	

자료: 한국가스공사, 한국투자증권

〈표 3〉 한국가스공사 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	7,718	4,026	3,864	6,564	8,772	4,520	4,783	6,312	21,108	22,172	24,386	27,447
별도	7,475	3,747	3,606	6,227	8,527	4,230	4,501	5,944	20,177	21,056	23,203	26,168
연결자회사	326	372	350	322	300	387	378	393	1,234	1,370	1,458	1,574
YoY(%)	(0.6)	13.8	6.5	6.2	13.6	12.3	23.8	(3.8)	(19.0)	5.0	10.0	12.5
매출원가	6,787	3,973	3,988	5,981	7,724	4,432	4,937	5,626	19,775	20,729	22,718	25,654
판관비	105	87	87	131	85	87	88	152	416	409	412	427
영업이익	827	(34)	(211)	453	964	1	(242)	534	918	1,034	1,256	1,366
YoY(%)	(7.5)	적지	적지	106.0	16.6	흑전	적지	18.0	(9.0)	12.7	21.5	8.7
영업이익률(%)	10.7	(0.8)	(5.5)	6.9	11.0	0.0	(5.1)	8.5	4.3	4.7	5.2	5.0
세전이익	679	(340)	(1,584)	(5)	887	(97)	(363)	200	(850)	(1,250)	628	719
당기순이익	497	(259)	(1,087)	(343)	774	(75)	(281)	62	(674)	(1,192)	486	543

자료: 한국가스공사, 한국투자증권

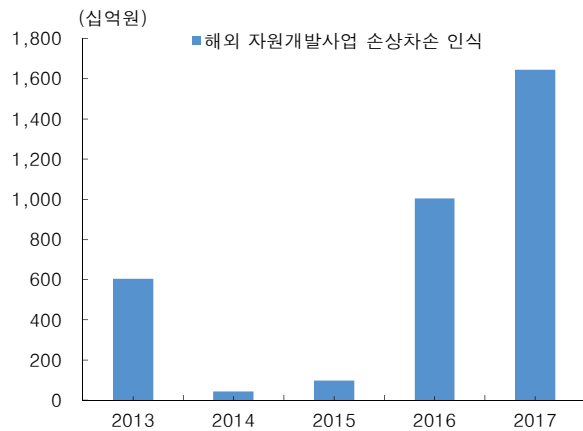
〈표 4〉 해외 주요 프로젝트 실적

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액						
주요 4 개 E&P	523	636	1,071	1,280	1,372	1,505
이라크 주바이르	403	411	540	485	575	597
이라크 바드라	35	82	145	284	239	262
미얀마	69	97	79	75	81	97
호주 GLNG	16	46	306	436	477	549
영업이익						
주요 4 개 E&P	161	120	91	198	260	317
이라크 주바이르	134	102	112	152	112	125
이라크 바드라	8	14	16	21	29	31
미얀마	45	67	52	46	54	66
호주 GLNG	(25)	(62)	(89)	(21)	66	95

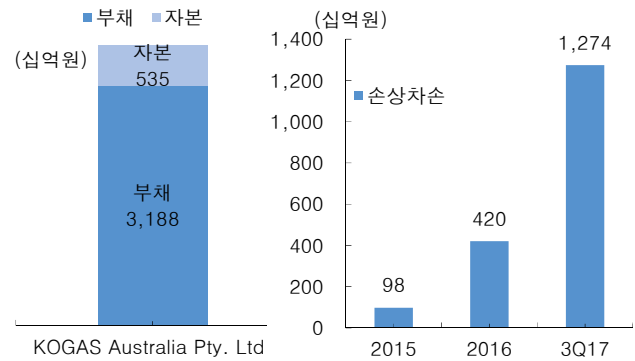
자료: 한국가스공사, 한국투자증권

[그림 1] 해외 손상차손, 17년이 마지막일 가능성 커



자료: 한국가스공사, 한국투자증권

[그림 2] GLNG 누적 손상차손 1.8조원



자료: 한국가스공사, 한국투자증권

〈표 5〉 한국가스공사 규제사업(가스도매/규제자원개발)의 보장이익 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F
평균 순가동설비 + 투자자산 + 고정자산	10,375	14,103	15,720	17,291	18,243	18,737	19,386	19,694	20,004
운전자금	7,353	8,049	7,347	7,261	3,718	3,838	4,138	4,258	4,382
자산재평가(차감항목)	259	2,707	2,575	2,339	2,178	2,180	2,227	2,203	2,215
요금기저	17,468	19,445	20,492	22,212	19,782	20,395	21,297	21,749	22,172
자기자본비율(%)	28.0	27.2	23.5	30.1	33.4	33.9	36.5	36.9	37.2
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	63.1	62.8
차입금리(%)	4.6	4.2	4.0	4.0	3.8	3.7	3.5	3.6	3.6
세 후 투자보수율(%)	4.7	4.1	3.8	3.9	3.7	3.8	4.2	4.4	4.5
세 전 투자보수액(보장이익)	1,086	1,058	1,024	1,133	973	1,033	1,186	1,256	1,329

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

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

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	8,658	7,582	8,657	8,810	8,458
현금성자산	483	441	244	549	527
매출채권및기타채권	5,006	5,295	5,365	5,215	5,006
재고자산	1,070	1,542	1,219	1,317	1,265
비유동자산	31,384	29,557	31,429	34,472	36,735
투자자산	2,295	1,986	2,280	2,402	2,306
유형자산	26,042	24,723	25,626	28,142	30,658
무형자산	2,416	1,814	2,439	2,745	2,635
자산총계	40,042	37,139	40,086	43,283	45,192
유동부채	5,556	6,590	8,461	9,989	10,521
매입채무및기타채무	2,043	1,874	1,317	1,482	1,423
단기차입금및단기사채	0	610	621	623	625
유동성장기부채	2,632	2,819	2,961	3,072	3,183
비유동부채	25,013	22,409	23,072	24,291	25,174
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	31,533	34,280	35,695
지배주주지분	9,360	7,813	8,225	8,676	9,171
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	5,013	5,464	5,959
비지배주주지분	113	327	327	327	327
자본총계	9,473	8,140	8,552	9,003	9,498

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	4,769	2,508	2,221	3,350	2,463
당기순이익	(612)	(1,192)	486	543	587
유형자산감가상각비	1,617	1,716	1,491	1,509	1,605
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	3,057	962	473	1,572	590
기타	707	1,022	(229)	(274)	(319)
투자활동현금흐름	(2,079)	(1,226)	(3,107)	(4,162)	(3,602)
유형자산투자	(1,841)	(1,352)	(2,400)	(4,030)	(4,126)
유형자산매각	1	5	5	5	5
투자자산순증	(156)	129	(43)	181	405
무형자산순증	(58)	(28)	(625)	(306)	110
기타	(25)	20	(44)	(12)	4
재무활동현금흐름	(2,377)	(1,266)	688	1,117	1,117
자본의증가	104	224	0	0	0
차입금의순증	(2,460)	(1,468)	762	1,209	1,209
배당금지급	(15)	(7)	0	(74)	(92)
기타	(6)	(15)	(74)	(18)	0
기타현금흐름	32	(58)	0	0	0
현금의증가	345	(42)	(197)	305	(22)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

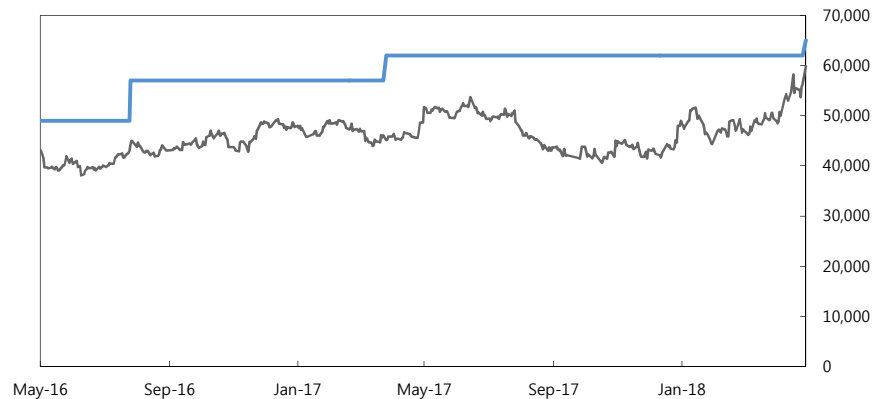
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	21,108	22,172	24,386	27,447	26,348
매출원가	19,694	20,729	22,718	25,654	24,462
매출총이익	1,414	1,443	1,668	1,793	1,886
판매관리비	416	409	412	427	442
영업이익	998	1,034	1,256	1,366	1,444
금융수익	754	883	382	391	402
이자수익	34	48	31	40	51
금융비용	1,550	1,592	1,116	1,176	1,220
이자비용	841	830	869	929	973
기타영업외손익	(1,086)	(1,724)	(146)	(165)	(158)
관계기업관련손익	115	149	251	302	309
세전계속사업이익	(769)	(1,250)	628	719	777
법인세비용	(157)	(59)	141	176	190
연결당기순이익	(612)	(1,192)	486	543	587
지배주주지분순이익	(613)	(1,205)	486	543	587
기타포괄이익	(87)	(353)	0	0	0
총포괄이익	(700)	(1,545)	486	543	587
지배주주지분포괄이익	(703)	(1,543)	486	543	587
EBITDA	2,615	2,749	2,748	2,875	3,049

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(7,043)	(13,802)	5,550	6,191	6,697
BPS	102,507	85,749	90,211	95,092	100,453
DPS	0	0	850	1,050	1,050
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(19.0)	5.0	10.0	12.5	(4.0)
영업이익증가율	(1.0)	3.6	21.5	8.7	5.7
순이익증가율	NM	NM	NM	11.6	8.2
EPS증가율	NM	NM	NM	11.6	8.2
EBITDA증가율	11.1	5.1	(0.1)	4.6	6.0
수익성(%)					
영업이익률	4.7	4.7	5.2	5.0	5.5
순이익률	(2.9)	(5.4)	2.0	2.0	2.2
EBITDA Margin	12.4	12.4	11.3	10.5	11.6
ROA	(1.5)	(3.1)	1.3	1.3	1.3
ROE	(6.3)	(14.0)	6.1	6.4	6.6
배당수익률	-	-	1.4	1.8	1.8
배당성향	NM	NM	15.3	17.0	15.7
안정성					
순차입금(십억원)	25,568	23,951	24,844	25,732	26,969
차입금/자본총계비율(%)	277.2	300.3	294.8	293.4	290.9
Valuation(X)					
PER	NM	NM	10.8	9.7	8.9
PBR	0.5	0.5	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	11.5	10.2	11.1	10.9	10.7

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		-15.1	-6.1
	2018.05.14	매수	65,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 14일 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 (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
- 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.