

한국가스공사(036460)

매수(유지)

목표주가: 62,000원(유지)

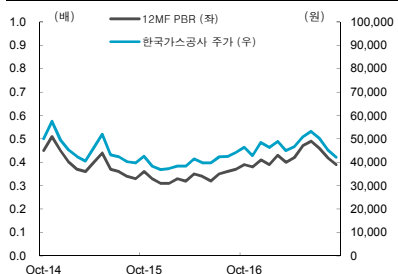
Stock Data

KOSPI(10/11)	2,458
주가(10/11)	41,400
시가총액(십억원)	3,822
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저가(원)	53,700/41,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	10,452
유동주식비율/외국인지분율(%)	43.9/10.4
주요주주(%)	대한민국정부(기획재정부) 외 1인 46.6
	국민연금 8.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.7)	(8.5)	(9.0)
상대주가(%)	(7.9)	(24.2)	(30.0)

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

3Q17 Preview: 장기투자매력 여전

3분기 영업손실 1,670억원 추정

3분기 매출액과 영업손실 규모를 각각 4.1조원, 1,670억원으로 추정한다. 매출액은 전년 동기대비 8.5% 늘어날 것이고 영업손실 규모는 228억원 축소돼, 시장 컨센서스 영업손실 수준(1,407억원)을 소폭 하회할 전망이다. 매출액이 늘어나는 것은, 3분기 천연가스 판매량이 약 8.7% 감소했음에도, 판매단가(원료비연동제 시행 중, 원료비 단가 28.4% 상승)가 높아졌기 때문이다. 가스공사의 고정적 비용(감가상각비, 인건비 등)은 매 분기마다 균등하게 발생하는데, 2~3분기에는 판매량이 줄어드는 비수기여서 매년 적자가 발생한다. 영업손실 규모가 축소되는 이유는, 국내 보장이익이 지난 5월 초 전년대비 6.0% 늘어난 것으로 확정됐고, 해외 자원개발(E&P)에서 나오는 이익도 증가한 것으로 추정되기 때문이다.

연말 GLNG 손상차손 우려 있어

장기 유가전망이 하향 조정되면서, 특히 호주 GLNG 프로젝트의 운영사인 Santos(지분 30%)가 지난 2분기에 6.9억달러의 손상차손을 인식(장기 유가전망 낮춰)하면서, 가스공사(지분 15%)의 손상차손 우려가 커졌다. 올해 연말에 결정될 가중평균 유가는 94.89달러/배럴로 예상되며 작년에 가스공사가 적용한 100.72달러/배럴보다 5달러/배럴 낮아질 것으로 전망한다(그림 1). 이를 적용하면 4분기에 인식될 GLNG 프로젝트의 손상차손 규모는 약 1,500~4,000억원 수준으로 가스공사의 내부 할인을 조정해 따라 규모가 결정될 것으로 추정된다(그림 2). 하지만 극단적인 가정으로 내년에도 지금 수준의 유가가 지속된다면, 손상 인식이 반복될 수 있다. 다만 3개년 연속 장기 유가 전망치를 낮춘 만큼, 손상 규모는 점차 축소될 것이며 주가에 미치는 영향도 미미해질 것이다. 참고로 지금까지 가스공사가 GLNG 프로젝트에 투자한 총 금액은 2.2조원이며, 2015~2016년 이미 5,188억원의 손상차손을 반영한 바 있어 현재 남아있는 자본금은 1.4조원이다.

그럼에도 국내가치 감안하면 너무 싸다

물론 손상차손이라는 악재가 투자심리에 부정적이며, 인식할 규모에 대한 불확실성 해소에도 시간이 필요한 것이 사실이다. 그럼에도 지금 주가는 국내가치(주당 약 43,000원, 국내 순이익에 적정 PER 10배)도 반영 못한 극심한 저평가다. 또한 지난달 제 5기 지 부지 선정이 마무리되며 2019년부터 매년 2천억원 수준의 설비투자가 늘어나는 것이 확정됐다. 이에 따라 2020년까지 가스공사의 국내 보장이익이 연평균 8%씩 늘어나는 전망이 확실해 지고 있다. 지난 6년 동안 증가하지 못했던 국내 보장이익이 올해를 기점으로 빠르게 늘어난다는 점에서 리레이팅은 당연하다. 또한 2018년 PBR 0.4배(ROE 6.4%)까지 낮아진 현 주가 수준을 고려해도 매수하기에 매력적이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	26,053	1,008	319	3,594	(29.4)	2,355	10.3	13.4	0.3	3.2	0.5
2016A	21,108	918	(674)	(7,740)	NM	2,535	NM	11.9	0.5	(7.0)	-
2017F	20,523	1,065	89	1,019	NM	2,764	40.6	10.3	0.4	1.0	1.4
2018F	20,927	1,253	605	6,909	578.1	2,848	6.0	10.4	0.4	6.4	1.8
2019F	21,543	1,357	683	7,792	12.8	2,965	5.3	10.3	0.4	6.8	2.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

<표 1> 3분기 영업손실 1,670억원으로 추정

(단위: 십억원, %)

항목	3Q16	3Q17F	증가율	비고
매출액	3,628	4,103	13.1	천연가스 판매량 8.7% 감소, 원료비 단가 28.4% 상승
영업이익	(190)	(167)	NM	2017년 보장이익 6.0% 증가, 해외사업 개선
세전이익	(387)	(320)	NM	
당기순이익	(298)	(249)	NM	

자료: 한국투자증권

<표 2> 한국가스공사 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F
매출액	7,765	3,537	3,628	6,179	7,718	4,026	4,103	4,677	26,053	21,108	20,523	20,927
별도	7,612	3,261	3,341	5,964	7,475	3,747	3,821	4,448	25,482	20,177	19,491	19,773
연결자회사	215	334	357	328	326	372	346	316	753	1,234	1,360	1,508
YoY(%)	(24.0)	(28.8)	(17.3)	(4.7)	(0.6)	13.8	13.1	(24.3)	(30.1)	(19.0)	(2.8)	2.0
매출원가	6,765	3,465	3,736	5,809	6,787	3,973	4,189	4,088	24,668	19,775	19,037	19,237
판매비	106	78	82	150	105	87	81	149	377	416	422	436
영업이익	894	(6)	(190)	220	827	(34)	(167)	439	1,008	918	1,065	1,253
YoY(%)	3.3	적지	적지	(22.6)	(7.5)	적지	적지	100.0	(6.0)	(9.0)	16.0	17.7
영업이익률(%)	11.5	(0.2)	(5.2)	3.6	10.7	(0.8)	(4.1)	9.4	3.9	4.3	5.2	6.0
세전이익	671	(212)	(387)	(922)	679	(340)	(320)	96	277	(850)	115	778
당기순이익	511	(106)	(298)	(782)	497	(259)	(249)	100	319	(674)	89	605

자료: 한국가스공사, 한국투자증권

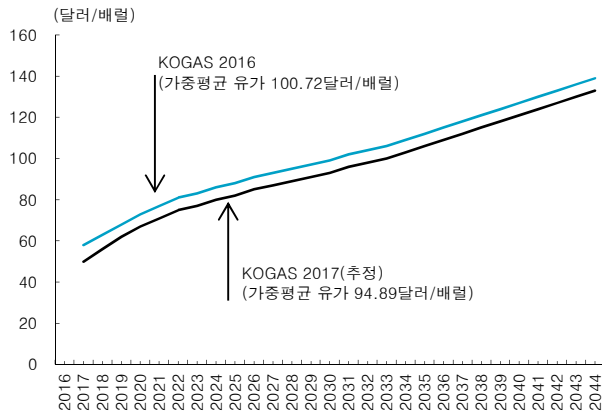
<표 3> 연결자회사 실적 추정

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016	2017F	2018F
매출액	712	753	1,234	1,360	1,508
주요 4개 E&P	523	636	1,071	1,195	1,341
이라크 주바이르	403	411	540	513	551
이라크 바드라	35	82	145	250	259
미얀마	69	97	79	71	87
호주 GLNG	16	46	306	361	445
기타 자회사	189	117	163	165	167
영업이익	134	25	43	113	194
주요 4개 E&P	161	120	91	163	246
이라크 주바이르	134	102	112	98	102
이라크 바드라	8	14	16	56	59
미얀마	45	67	52	46	57
호주 GLNG	(25)	(62)	(89)	(36)	27
기타 자회사	(27)	(95)	(48)	(50)	(52)

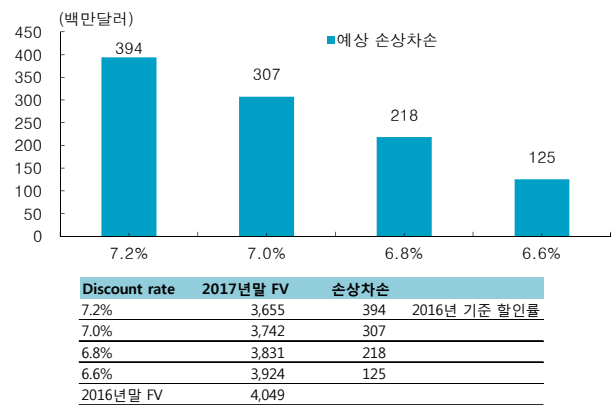
자료: 한국투자증권

[그림 1] 연말 GLNG에 적용할 유가전망 5달러/배럴 하향



자료: 한국가스공사, 한국투자증권

[그림 2] GLNG 손상차손 - 할인율 조정에 따른 민감도 분석



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. 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	8,221	7,429	6,915
현금성자산	138	483	470	209	431
매출채권및기타채권	4,815	5,006	4,868	4,604	4,093
채고자산	1,795	1,070	1,040	1,046	1,034
비유동자산	32,371	31,384	31,065	31,557	34,054
투자자산	2,348	2,295	2,231	2,019	1,949
유형자산	26,455	26,042	25,962	26,865	29,381
무형자산	2,521	2,416	2,258	2,093	2,154
자산총계	42,385	39,928	39,285	38,986	40,969
유동부채	5,729	5,556	5,665	4,168	4,488
매입채무및기타채무	1,401	2,043	1,970	1,130	1,163
단기차입금및단기사채	1,233	0	123	134	136
유동성장기부채	2,429	2,632	2,228	2,370	2,481
비유동부채	26,600	24,985	24,343	25,000	26,055
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	30,007	29,168	30,543
지배주주지분	10,057	9,274	9,165	9,705	10,314
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	5,761	6,301	6,910
비지배주주지분	(0)	113	113	113	113
자본총계	10,057	9,386	9,278	9,818	10,426

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	5,456	4,769	3,078	812	3,019
당기순이익	319	(674)	89	605	683
유형자산감가상각비	1,347	1,617	1,699	1,594	1,608
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	3,856	3,138	805	(1,294)	877
기타	(66)	688	485	(93)	(149)
투자활동현금흐름	(2,247)	(2,079)	(2,026)	(1,908)	(3,964)
유형자산투자	(2,272)	(1,841)	(1,620)	(2,498)	(4,125)
유형자산매각	3	1	1	1	1
투자자산순증	181	(156)	(570)	308	223
무형자산순증	(172)	(58)	158	165	(62)
기타	13	(25)	5	116	(1)
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)	(261)	222

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

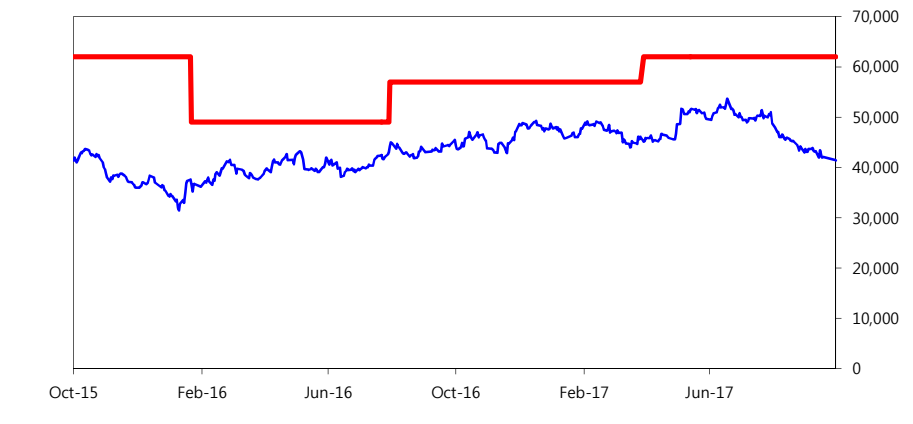
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	26,053	21,108	20,523	20,927	21,543
매출원가	24,668	19,775	19,037	19,237	19,737
매출총이익	1,385	1,333	1,487	1,689	1,806
판매관리비	377	416	422	436	450
영업이익	1,008	918	1,065	1,253	1,357
금융수익	716	754	299	387	383
이자수익	23	34	46	36	32
금융비용	1,428	1,550	967	1,146	1,211
이자비용	776	841	791	899	964
기타영업외손익	(109)	(1,086)	205	188	194
관계기업관련손익	90	115	(488)	96	153
세전계속사업이익	277	(850)	115	778	877
법인세비용	(42)	(176)	25	173	194
연결당기순이익	319	(674)	89	605	683
지배주주지분순이익	319	(674)	89	605	683
기타포괄이익	39	(87)	(145)	0	0
총포괄이익	359	(761)	(56)	605	683
지배주주지분포괄이익	359	(764)	(56)	605	683
EBITDA	2,355	2,535	2,764	2,848	2,965

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	3,594	(7,740)	1,019	6,909	7,792
BPS	110,053	101,569	100,396	106,243	112,833
DPS	170	0	600	750	850
성장성(% YoY)					
매출증가율	(30.1)	(19.0)	(2.8)	2.0	2.9
영업이익증가율	(6.0)	(8.9)	16.0	17.7	8.2
순이익증가율	(28.6)	NM	NM	578.1	12.8
EPS증가율	(29.4)	NM	NM	578.1	12.8
EBITDA증가율	6.1	7.7	9.0	3.0	4.1
수익성(%)					
영업이익률	3.9	4.3	5.2	6.0	6.3
순이익률	1.2	(3.2)	0.4	2.9	3.2
EBITDA Margin	9.0	12.0	13.5	13.6	13.8
ROA	0.7	(1.6)	0.2	1.5	1.7
ROE	3.2	(7.0)	1.0	6.4	6.8
배당수익률	0.5	-	1.4	1.8	2.1
배당성향	4.7	NM	58.9	10.9	10.9
안정성					
순차입금(십억원)	28,369	25,568	24,575	25,833	26,850
차입금/자본총계비율(%)	283.5	279.7	272.1	266.3	262.7
Valuation(X)					
PER	10.3	NM	40.6	6.0	5.3
PBR	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	13.4	11.9	10.3	10.4	10.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
한국가스공사(036460)	2015.08.12	매수	62,000원	-37.8	-29.5
	2016.02.02	매수	49,000원	-18.6	-11.7
	2016.08.10	매수	57,000원	-19.6	-13.5
	2017.04.10	매수	62,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 10월 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 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 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.