

한국가스공사(036460)

환골탈태의 시작

컨센서스에 부합한 4분기 영업이익
해외 손상 마무리, 이제는 해외 이익기여 커질 듯
늘어나는 국내이익, 긍정적 모멘텀 많을 2018년

Facts : 4분기 영업이익 51% 증가, 컨센서스 부합

4분기 영업이익은 전년동기대비 50.7% 늘어난 4,525억원을 기록해 컨센서스에 부합했다. 판매량 배분에 따른 국내 보장이익의 4분기 집중, 그리고 전년 동기 약 700억원 수준의 일회성 비용(세무조사 추가 추정 316억원, 통상임금 총당금 200억원 등)에 따른 기저 효과 영향도 영업이익 급증의 이유다. 또한 해외 자원개발 영업이익도 831억원으로(4Q16 333억원) 대폭 늘어난 영향도 컸다. 그러나 3분기에 이어 4분기에도 호주 프렐류드 프로젝트 손상차손 및 이라크 바드라 자산손실 등 약 3,300억원 수준의 영업외손실이 발생했다.

Pros & cons : 해외 손상 마무리, 이익 의미 있게 늘어날 것

2017년 약 1.6조원의 대규모 손상차손 인식으로, 이제는 현 유가 수준이 유지된다는 보수적인 가정에도, 향후 몇 년간 추가적인 손상 발생은 어려워 졌다. 2013년부터 계속됐던 해외사업 잡음은 드디어 종료됐다. 미래 예상 손실을 선 반영했기에, 올해부터 해외 이익이 늘어나는 구조로 개선될 것이다. 특히 이번 4분기 GLNG 프로젝트 영업이익이 처음으로 흑자(15억원) 전환했고, 올해는 연간 600억원 수준의 영업이익 기여가 예상된다.

Action : 매수의견과 목표주가 62,000원 유지

지난 2월초부터 유가상승 랠리가 주춤하며, 가스공사의 주가도 상승세를 이어가지 못했다. 물론 국제유가의 방향성이 주가 흐름에 무관하지는 않아 보인다. 다만 대규모 손상인식으로 해외사업에 대한 투자심리가 개선됐음을 감안하면, 점차 유가 영향력은 약해질 것이다. 금리인상 및 Beta 상승으로 국내 보장이익 증가세가 지속된다는 점, 그리고 올해는 3년 만의 흑자전환으로 의미 있는 수준의 배당이 기대된다는 점에 주목해야 한다. 또한 3월 말 발표될 13차 천연가스수급계획, 5월 초 결정될 보장이익(+13.1% YoY 예상), 천연가스 수요 증가로 기대되는 1분기 실적, 모잠비크 Mamba 가스전 최종투자결정 등 투자심리에 긍정적인 영향을 미칠 이벤트가 너무나 많다. 매수의견과 목표주가 62,000원 유지한다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 62,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(2/28)	2,427
주가(2/28)	45,900
시가총액(십억원)	4,237
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저가(원)	53,700/40,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	10,080
유동주식비율/외국인지분율(%)	44.1/10.4
주요주주(%)	대한민국정부(기획재정부) 외 1인 46.6
	국민연금 8.2

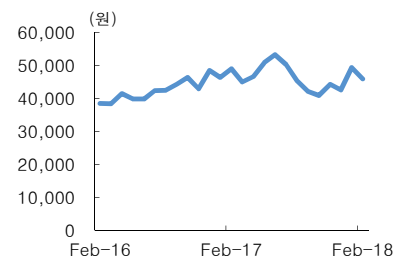
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	NM	NM	6.7
PBR(x)	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	(7.0)	(11.3)	7.2
DY(%)	-	-	1.6
EV/EBITDA(x)	11.9	10.4	10.5
EPS(원)	(7,740)	(11,256)	6,900
BPS(원)	101,569	89,312	95,151

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(10.7)	0.5	(6.2)
KOSPI 대비(%p)	(5.0)	(1.9)	(22.3)

주가추이



자료: WISEfn

강승균

seungkyun.kang@truefriend.com

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	6,178.6	7,718.2	4,025.8	3,864.3	6,564.1	77.3	10.9	6,413.0
영업이익	300.3	826.7	(34.2)	(211.1)	452.5	NM	50.7	470.3
영업이익률(%)	4.9	10.7	(0.8)	(5.5)	6.9			7.3
세전이익	(841.1)	678.8	(340.2)	(1,584.2)	(4.6)	NM	NM	171.9
순이익	(720.6)	497.0	(258.5)	(1,087.2)	(356.4)	NM	NM	101.9

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 한국가스공사 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017P	2018F	2019F
매출액	7,718	4,026	3,864	6,564	8,460	4,572	4,829	7,606	21,108	22,172	23,839	25,758
별도	7,475	3,747	3,606	6,227	8,199	4,268	4,547	7,293	20,177	21,056	22,678	24,506
연결자회사	326	372	350	322	346	402	378	310	1,234	1,370	1,435	1,548
YoY(%)	(0.6)	13.8	6.5	6.2	9.6	13.6	25.0	15.9	(19.0)	5.0	7.5	8.0
매출원가	6,787	3,973	3,988	5,981	7,302	4,470	4,970	7,075	19,775	20,729	22,134	23,926
판관비	105	87	87	131	115	96	96	145	416	409	452	469
영업이익	827	(34)	(211)	453	1,043	7	(237)	387	918	1,034	1,253	1,363
YoY(%)	(7.5)	적지	적지	50.7	26.1	적지	적지	(14.5)	(9.0)	12.7	21.2	8.7
영업이익률(%)	10.7	(0.8)	(5.5)	6.9	12.3	0.2	(4.9)	5.1	4.3	4.7	5.3	5.3
세전이익	679	(340)	(1,584)	29	918	(121)	(352)	280	(850)	(1,250)	778	883
당기순이익	497	(259)	(1,087)	(343)	713	(94)	(274)	205	(674)	(1,192)	605	686

자료: 한국가스공사, 한국투자증권

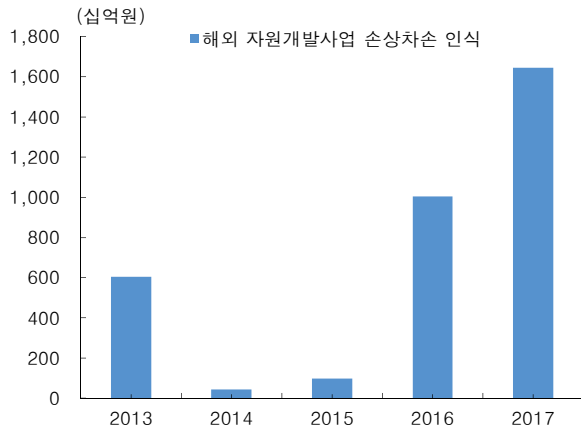
〈표 3〉 해외 주요 프로젝트 실적

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액						
주요 4개 E&P	523	636	1,071	1,280	1,351	1,477
이라크 주바이르	403	411	540	485	591	614
이라크 바드라	35	82	145	284	220	243
미얀마	69	97	79	75	82	95
호주 GLNG	16	46	306	436	458	525
영업이익						
주요 4개 E&P	161	120	90.6	197.8	263	313
이라크 주바이르	134	102	112	152	122	136
이라크 바드라	8	14	16	21	27	29
미얀마	45	67	52	46	54	64
호주 GLNG	(25)	(62)	(89)	(21)	60	84

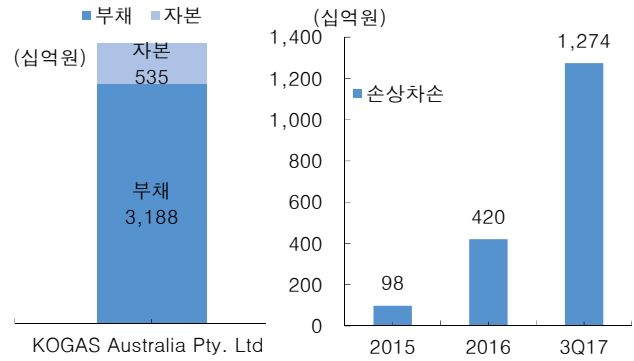
자료: 한국가스공사, 한국투자증권

[그림 1] 해외 손상차손, 17년이 마지막일 가능성 커



자료: 한국가스공사, 한국투자증권

[그림 2] GLNG 누적 손상차손 1.8조원



자료: 한국가스공사, 한국투자증권

〈표 4〉 한국가스공사 규제사업(가스도매/규제자원개발)의 보장이익 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
평균 순가동설비 + 투자자산 + 고정자산	10,375	14,103	15,720	17,291	18,243	18,718	19,141	19,562	19,982
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	0.34	0.34
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	0.84	0.85	0.86
타인자본비율(%)	0.72	0.73	0.76	0.70	0.67	0.66	0.66	0.66	0.66
차입금리(%)	4.63	4.18	4.01	3.99	3.83	3.73	3.69	3.72	3.76
세 후 투자보수율(%)	4.71	4.12	3.79	3.87	3.73	3.84	4.23	4.38	4.54
세 전 투자보수액(보장이익)	1,086	1,058	1,024	1,133	973	1,032	1,167	1,239	1,316

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	8,881	8,463	8,268
현금성자산	138	483	508	238	515
매출채권및기타채권	4,815	5,006	5,259	5,245	4,894
재고자산	1,795	1,070	1,124	1,192	1,236
비유동자산	32,371	31,384	31,475	32,210	34,968
투자자산	2,348	2,295	2,410	2,300	2,330
유형자산	26,455	26,042	25,962	26,865	29,381
무형자산	2,521	2,416	2,439	2,384	2,576
자산총계	42,385	39,928	40,356	40,673	43,236
유동부채	5,729	5,556	7,623	6,640	7,431
매입채무및기타채무	1,401	2,043	2,129	1,287	1,391
단기차입금및단기사채	1,233	0	123	134	136
유동성장기부채	2,429	2,632	2,228	2,370	2,481
비유동부채	26,600	24,985	24,478	25,239	26,400
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	32,101	31,879	33,831
지배주주지분	10,057	9,274	8,142	8,681	9,293
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	4,738	5,277	5,889
비지배주주지분	(0)	113	113	113	113
자본총계	10,057	9,386	8,255	8,794	9,405

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	5,456	4,769	2,937	(952)	1,200
당기순이익	319	(674)	(986)	605	686
유형자산감가상각비	1,347	1,617	1,699	1,594	1,608
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	3,856	3,138	2,228	(1,106)	1,153
기타	(66)	688	(4)	(2,045)	(2,247)
투자활동현금흐름	(2,247)	(2,079)	(1,900)	(152)	(2,090)
유형자산투자	(2,272)	(1,841)	(1,620)	(2,498)	(4,125)
유형자산매각	3	1	1	1	1
투자자산순증	181	(156)	(250)	2,167	2,230
무형자산순증	(172)	(58)	(23)	55	(192)
기타	13	(25)	(8)	123	(4)
재무활동현금흐름	(3,266)	(2,377)	(1,012)	835	1,167
자본의증가	0	104	0	0	0
차입금의순증	(3,238)	(2,460)	(1,012)	901	1,241
배당금지급	(22)	(15)	0	0	(66)
기타	(6)	(6)	0	(66)	(8)
기타현금흐름	(15)	32	0	0	0
현금의증가	(71)	345	24	(269)	277

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

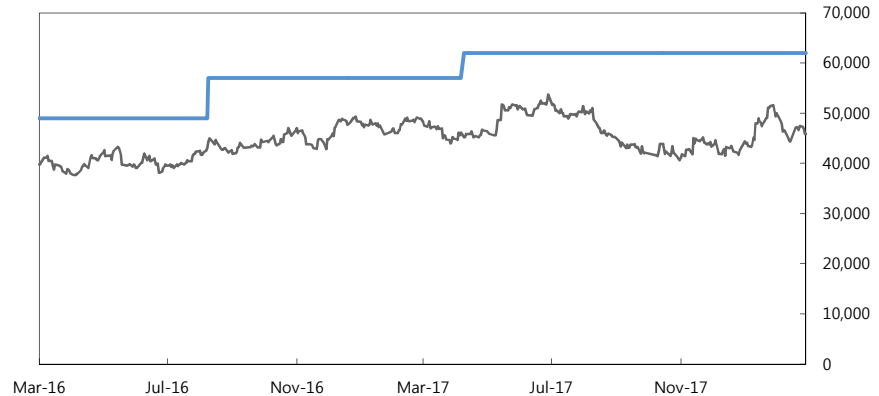
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	26,053	21,108	22,172	23,839	25,758
매출원가	24,668	19,775	20,729	22,134	23,926
매출총이익	1,385	1,333	1,443	1,706	1,832
판매관리비	377	416	409	452	469
영업이익	1,008	918	1,034	1,253	1,363
금융수익	716	754	301	391	389
이자수익	23	34	48	40	38
금융비용	1,428	1,550	967	1,146	1,211
이자비용	776	841	791	899	964
기타영업외손익	(109)	(1,086)	(1,630)	(1,776)	(1,919)
관계기업관련손익	90	115	11	2,057	2,261
세전계속사업이익	277	(850)	(1,250)	778	883
법인세비용	(42)	(176)	(264)	174	197
연결당기순이익	319	(674)	(986)	605	686
지배주주지분순이익	319	(674)	(986)	605	686
기타포괄이익	39	(87)	(145)	0	0
총포괄이익	359	(761)	(1,131)	605	686
지배주주지분포괄이익	359	(764)	(1,131)	605	686
EBITDA	2,355	2,535	2,733	2,848	2,971

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	3,594	(7,740)	(11,256)	6,900	7,826
BPS	110,053	101,569	89,312	95,151	101,773
DPS	170	0	0	750	850
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(30.1)	(19.0)	5.0	7.5	8.0
영업이익증가율	(6.0)	(8.9)	12.7	21.2	8.7
순이익증가율	(28.6)	NM	NM	NM	13.4
EPS증가율	(29.4)	NM	NM	NM	13.4
EBITDA증가율	6.1	7.7	7.8	4.2	4.3
수익성(%)					
영업이익률	3.9	4.3	4.7	5.3	5.3
순이익률	1.2	(3.2)	(4.4)	2.5	2.7
EBITDA Margin	9.0	12.0	12.3	11.9	11.5
ROA	0.7	(1.6)	(2.5)	1.5	1.6
ROE	3.2	(7.0)	(11.3)	7.2	7.6
배당수익률	0.5	—	—	1.6	1.9
배당성향	4.7	NM	NM	10.9	10.9
안정성					
순차입금(십억원)	28,369	25,568	24,521	25,789	26,744
차입금/자본총계비율(%)	283.5	279.7	305.8	297.3	291.2
Valuation(X)					
PER	10.3	NM	NM	6.7	5.9
PBR	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	13.4	11.9	10.4	10.5	10.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한국가스공사(036460)	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 2018년 3월 1일 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 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	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.