

한국가스공사(036460)

매수(유지)

목표주가: 62,000원(유지)

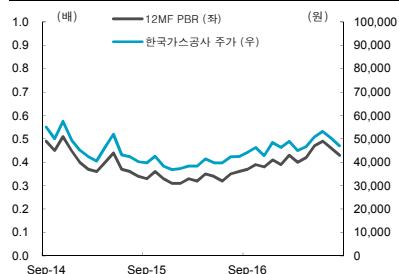
Stock Data

KOSPI(8/18)	2,358
주가(8/18)	46,050
시가총액(십억원)	4,251
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저가(원)	53,700/41,850
일평균거래대금(6개월, 백만원)	10,410
유동주식비율/외국인지분율(%)	43.9/11.3
주요주주(%)	대한민국정부(기획재정부) 외 1인
	국민연금
	8.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.9)	(4.9)	4.4
상대주가(%p)	(3.1)	(18.2)	(10.3)

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

과도한 주가 하락은 매수 기회

2분기 실적발표 후 크게 하락한 주가

2분기 실적발표 후, 최근 5거래일 동안 가스공사 주가는 10% 하락했다. 이라크 아카스 손상차손 1,171억원 반영 등으로 2분기 실적이 시장 예상치를 하회했으며, 회복 중이었던 해외 E&P에 대한 부정적인 시각이 다시 커졌기 때문이다. 특히 호주 GLNG 프로젝트의 운영사인 Santos(지분 30%)가 2분기 손상차손 인식 가능성(장기 유가전망 낮춤)을 언급한 점도 주가 하락을 주도한 요인으로 보인다.

Santos발 GLNG 손상차손 우려 과도해

가스공사가 GLNG 프로젝트에서 Santos가 언급한 수준의 손상차손을 올해 4분기에 반영할 것으로 예상하는 것은 과도하다고 판단한다. 이미 가스공사는 지난 4분기 GLNG 프로젝트에서 4,204억원의 손상차손을 인식했고, 당시 Santos 보다 보수적인(적용 평균 유가 약 8달러/배럴 낮아) 유가 전망치를 적용했다. 가스공사가 적용한 유가 전망은 2017년 58달러/배럴, 2020년 73달러/배럴, 2030년 99달러/배럴로 점진적으로 유가가 상승하는 전망이다. 물론 연말 유가 level에 따라 추가적인 손상차손 인식 가능성은 남아있다. 하지만 전망을 급격하게 조정하지 않는 이상, 연말 인식할 손상차손은 1,500억원 내외일 것으로 예상된다. 이는 이미 수 개월 전부터 시장에 알려진 수준이다. 또한 가스공사는 내부적으로 기존 GLNG 지분가치 산정에 적용한 할인율이 높다 판단해, 할인율을 낮추는 방안을 고려하고 있으며, 이에 따라 손상차손 규모 축소 가능성도 있다. 참고로 GLNG 프로젝트는 국내에 천연가스를 도입을 목적으로 투자한 규제사업으로 원칙상 손실 발생 시 국내 천연가스 요금에 반영되어야 하나, 손실 반영은 못하고 있다.

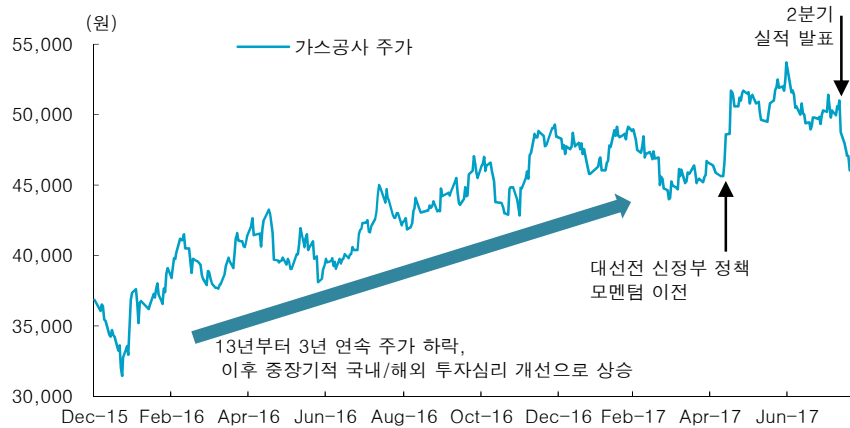
기존 장기투자 매력 유효, 주가 하락을 매수 기회로

최근 주가 하락으로, 신정부의 '탈 원전/석탄' 정책 수혜 이전 주가 수준으로 돌아갔다(19대 대선 전일 종가 45,650원). 해외 손상차손 이슈 부각이 단기적으로는 주가에 부정적인 영향을 줄 수 있지만, 천연가스 수요가 다시 증가해 가스공사의 본업(국내 LNG 도입 및 도매판매)이 좋아진다는 중장기적인 방향성은 유효한 상황이다. 또한 손상차손 리스크를 제외하고는, 해외 E&P에서도 유가 점진적 우상향 및 생산량 증가로 실적 개선은 지속될 것이다. 미수금 회수가 올해 하반기에 마무리 될 것이고, 이라크 주바이르 법인에서의 투자금 회수(올해 상반기 약 2,300억원)도 배당 또는 감자를 통해 이어질 것이며, 가스공사의 재무구조 개선(부채비율 2014년 381%→ 2Q17 307%)도 계속될 것이다. 장기투자 매력은 유효한 상황에서, 단기 주가 하락으로 2018년 PBR 0.4배(ROE 5.8%)까지 낮아진 지금, 적극적으로 매수할 때다. '매수' 의견과 목표주가 62,000원 유지한다.

	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	20,546	1,044	280	3,195	NM	2,743	14.4	10.5	0.4	3.0	1.3
2018F	20,586	1,187	554	6,317	97.8	2,781	7.3	10.8	0.4	5.8	1.6
2019F	21,672	1,313	649	7,405	17.2	2,921	6.2	10.6	0.4	6.4	1.8

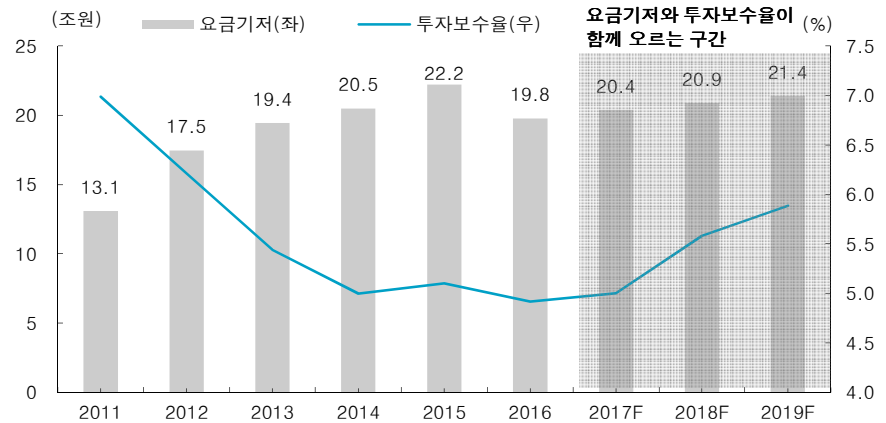
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

[그림 1] 대선 이전 수준으로 돌아간 가스공사 주가



자료: 한국가스공사, 한국투자증권

[그림 2] 요금기저와 투자보수율 추이 - 올해부터 요금기저와 투자보수율 모두 높아지는 구간 진입



자료: 한국가스공사, 한국투자증권

<표 1> 해외 E&P 영업이익 늘어날 전망

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016	2017F	2018F
매출액	712	753	1,234	1,264	1,395
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
영업이익	134	25	43	87	123
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: 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	8,230	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)

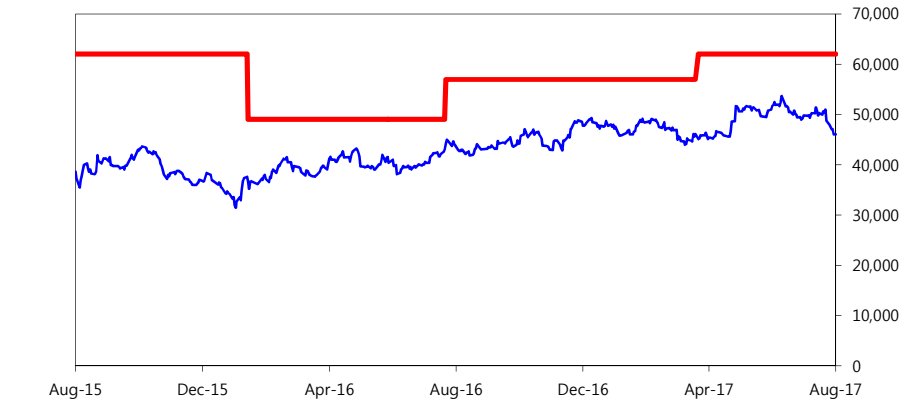
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	26,053	21,108	20,546	20,586	21,672
매출원가	24,668	19,775	19,085	18,969	19,914
매출총이익	1,385	1,333	1,461	1,618	1,758
판매관리비	377	416	417	431	445
영업이익	1,008	918	1,044	1,187	1,313
금융수익	716	754	299	387	383
이자수익	23	34	46	36	32
금융비용	1,428	1,550	967	1,146	1,211
이자비용	776	841	791	899	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	-	1.3	1.6	1.8
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	14.4	7.3	6.2
PBR	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	13.4	11.9	10.5	10.8	10.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
한국가스공사(036460)	2015.10.21	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 20일 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.