

한국가스공사(036460)

매수(유지)

목표주가: 62,000원(유지)

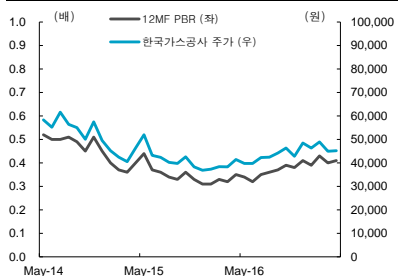
Stock Data

KOSPI(4/26)	2,208
주가(4/26)	45,700
시가총액(십억원)	4,219
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저가(원)	49,300/38,100
일평균거래대금(6개월, 백만원)	8,153
유동주식비율/외국인지분율(%)	43.9/12.9
주요주주(%)	대한민국정부(기획재정부) 외 1인
	국민연금
	7.8

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.1	(1.6)	12.4
상대주가(%)	0.3	(11.2)	3.1

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

1Q17 Preview: 좋아짐을 확인할 시기

1분기 영업이익 4.8% 증가 추정

1분기 매출액과 영업이익을 각각 7조 2,084억원, 9,368억원으로 추정한다. 매출액은 전년 동기 대비 7.2% 감소하나 영업이익은 4.8% 늘어나 시장 컨센서스 영업이익(9,220억원)을 소폭 상회할 전망이다. 매출액이 감소하는 것은, 1분기 천연가스 판매량이 약 0.6% 늘어나 전년 동기와 유사한 수준을 유지했지만, 판매단가(원료비연동제 시행 중, 원료비 단가 5.7% 하락)가 낮아졌기 때문이다. 영업이익이 4.8% 늘어나는 이유는 올해 5월 초 결정될 2017년 보장이익(투자보수액)이 전년대비 3.8% 늘어난 것으로 보이며, 해외 자원개발(E&P)에서 나오는 이익도 증가한 것으로 추정되기 때문이다. 참고로 정부에서 가스공사의 국내사업의 투자보수액을 보장해 주기 때문에, 국내 천연가스 판매량과 판매단가가 매출액에는 영향을 주지만 영업이익에는 무관하다.

작년에 14% 줄었던 보장이익, 2020년까지 연평균 8% 증가

가스공사 영업이익의 93%는 LNG 수입 및 도매판매에서 나오는 국내 보장이익(투자보수액)이다. 최근 몇 년간 보장이익 증가세가 둔화됐고 특히 2016년에는 보장이익이 전년대비 14.1% 감소했다. 하지만 지속적으로 하락했던 투자보수율(WACC)과 일시적으로 축소됐던 요금기저(국내사업에 투자한 자산가액)가 반등에 성공, 올해부터 요금기저와 투자보수율 모두 좋아지는 구간에 진입한다. 올해 국내 보장이익은 1,0조원으로 전년대비 3.8% 증가하고 내년부터는 더 가파르게 증가해 2020년까지 가스공사의 보장이익 증가율은 연 8%에 달할 것이다(표 4). 또한 원전, 석탄발전 중심의 기존 전력정책이 힘을 잃어, LNG 발전이 대안으로 부각될 것이다. 이에 과거 줄어든 것으로 전망(2014~2029년 연평균 4.2% 감소)했던 발전용 LNG수요가 연평균 2.6% 늘어나는 것으로 정부 전망의 방향이 바뀔 것이며, 가스공사의 2020년 이후의 장기전망도 밝아질 것이다.

해외 E&P 불확실성 점차 해소, 정책모멘텀 기대

지금까지 주가에 부담을 주던 해외 E&P에 대한 불확실성은 1분기 실적 이후 점차 해소될 것으로 보인다. 특히 이익 기여가 가장 큰 이라크 주바이르의 올해 최대생산량에 도달, 추가 투자가 불필요해, 자금 회수 단계로 진입할 것으로 보인다. 이는 비규제 사업에서 의미 있는 성과를 거둔 것으로 해석돼, E&P에 대한 투자심리가 개선될 여지가 크며, 현금흐름 및 배당 측면에서도 긍정적인 것이다. 또한 대선 이후 천연가스에 힘을 실어주는 정책이 가시화됨에 따라 투자자들의 관심은 본업인 국내 사업에 맞춰질 것이다. 현재 주가는 2017F PBR 0.4배 수준이나, 국내사업이 주도하는 ROE 상승을 고려하면 re-rating될 것으로 예상된다. 목표주가 62,000원과 top pick 의견을 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	20,733	1,069	512	5,845	NM	2,769	7.8	10.4	0.4	5.4	1.3
2018F	22,855	1,235	638	7,278	24.5	2,829	6.3	10.6	0.4	6.4	1.6
2019F	22,883	1,335	713	8,135	11.8	2,943	5.6	10.5	0.4	6.7	1.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

<표 1> 1분기 영업이익 전년동기대비 4.8% 증가 추정

(단위: 십억원, %)

항목	1Q16	1Q17F	증가율	비고
매출액	7,765	7,208	(7.2)	천연가스 판매량 0.6% 증가, 원료비 단가 5.7% 하락
영업이익	894	937	4.8	2017년 보장이익 3.8% 증가, 해외사업 개선
세전이익	671	834	24.2	
당기순이익	511	650	27.2	

자료: 한국투자증권

<표 2> 한국가스공사 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F
매출액	7,765	3,537	3,628	6,179	7,208	4,095	4,196	5,234	26,053	21,108	20,733	22,855
별도	7,612	3,261	3,341	5,964	7,002	3,838	3,933	4,989	25,482	20,177	19,763	21,782
연결자회사	215	334	357	328	322	320	328	327	753	1,234	1,298	1,426
YoY(%)	(24.0)	(28.8)	(17.3)	(4.7)	(7.2)	15.8	15.6	(15.3)	(30.1)	(19.0)	(1.8)	10.2
매출원가	6,765	3,465	3,736	5,809	6,164	3,981	4,271	4,825	24,668	19,775	19,242	21,183
판매비	106	78	82	150	107	79	84	152	377	416	422	437
영업이익	894	(6)	(190)	220	937	35	(159)	256	1,008	918	1,069	1,235
YoY(%)	3.3	(275.3)	30.8	(22.6)	4.8	nm	nm	16.6	(6.0)	(9.0)	16.5	15.4
영업이익률(%)	11.5	(0.2)	(5.2)	3.6	13.0	0.9	(3.8)	4.9	3.9	4.3	5.2	5.4
세전이익	671	(212)	(387)	(922)	834	(68)	(262)	153	277	(850)	657	818
당기순이익	511	(106)	(298)	(782)	650	(53)	(204)	119	319	(674)	512	638

자료: 한국가스공사, 한국투자증권

<표 3> 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	139	182
주요 4개 E&P	161	120	91	188	234
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)	(7)	22
기타 자회사	(27)	(95)	(48)	(50)	(52)

자료: 한국투자증권

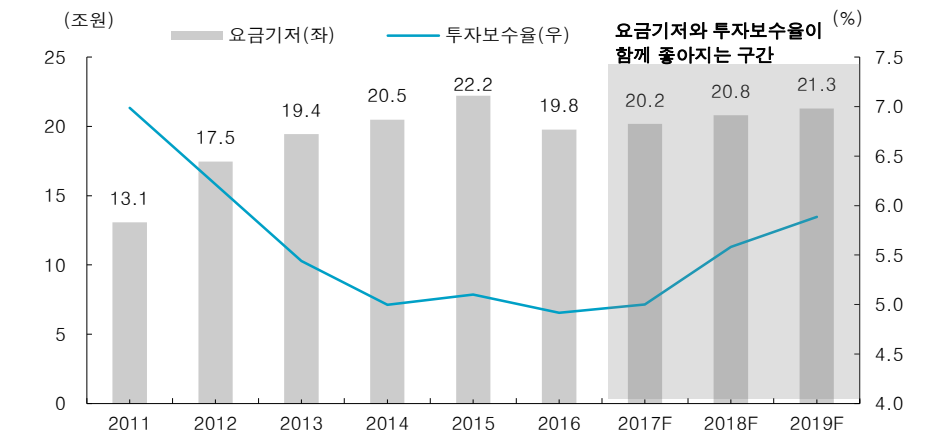
<표 4> 한국가스공사 규제사업(가스도매/규제자원개발)의 보장이익 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
평균 순가동설비									
+투자자산	7,483	10,375	14,103	15,720	17,291	18,243	18,757	19,180	19,602
+고정자산									
운전자금	5,882	7,353	8,049	7,347	7,261	3,718	3,792	3,902	4,016
자산재평가(차감항목)	289	259	2,707	2,575	2,339	2,178	2,364	2,271	2,317
요금기저	13,076	17,468	19,445	20,492	22,212	19,782	20,185	20,811	21,300
자기자본비율(%)	0.33	0.28	0.27	0.24	0.3	0.33	0.34	0.35	0.35
Rf(%)	4.30	3.89	3.24	3.00	2.84	1.97	1.53	1.98	2.38
Beta	0.69	0.65	0.57	0.54	0.50	0.57	0.72	0.83	0.85
타인자본비율(%)	0.67	0.72	0.73	0.76	0.70	0.67	0.66	0.65	0.65
차입금리(%)	5.00	4.63	4.18	4.01	3.99	3.83	3.61	3.66	3.70
세후 투자보수율(%)	5.30	4.71	4.12	3.79	3.87	3.73	3.79	4.23	4.46
세전 투자보수율(%)	6.99	6.22	5.44	5.00	5.10	4.92	5.00	5.58	5.89
투자보수액(보장이익)	914	1,086	1,058	1,024	1,133	973	1,010	1,162	1,254

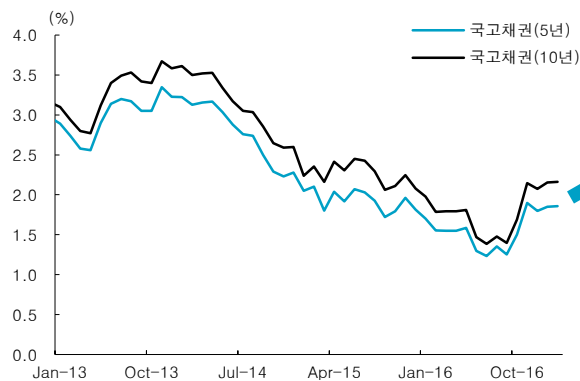
자료: 한국투자증권

[그림 1] 요금기저와 투자보수 추이 - 올해부터 요금기저와 투자보수율 모두 좋아지는 구간 진입



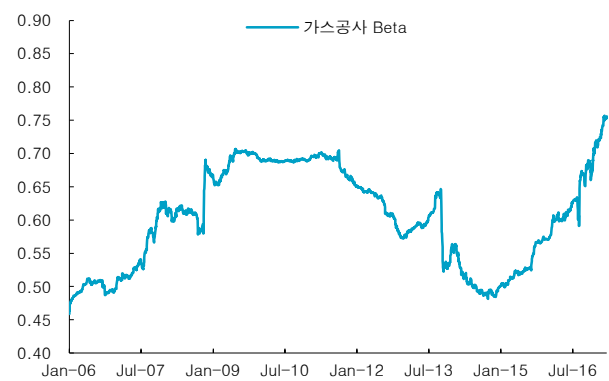
자료: 한국가스공사, 한국투자증권

[그림 2] 국고채권 금리 추이 - 금리가 오르면 투자보수율도 높아져



자료: 한국은행, 한국투자증권

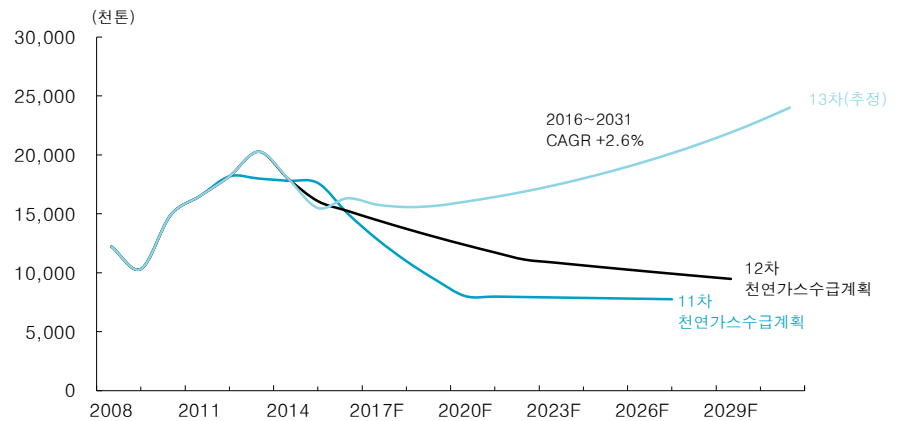
[그림 3] 가스공사 베타 - 높아지고 있는 베타가 투자보수율에 반영



주: 최근 5년 daily 기준

자료: 한국가스공사, 한국투자증권

[그림 4] 발전용 LNG수요 예측 - 연평균 2.6% 늘어나는 전망으로



주: 13차 천연가스수급계획 전망치는 8차 전력수급계획에서 LNG발전 비중이 늘어나는 것을 반영해 추정
 자료: 12,13차 천연가스수급계획, 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	8,305	8,114	7,345
현금성자산	138	483	475	229	458
매출채권및기타채권	4,815	5,006	4,918	5,028	4,348
재고자산	1,795	1,070	1,051	1,143	1,098
비유동자산	32,371	31,384	31,117	31,989	34,344
투자자산	2,348	2,295	2,254	2,205	2,070
유형자산	26,455	26,042	25,962	26,865	29,381
무형자산	2,521	2,416	2,281	2,285	2,288
자산총계	42,385	39,928	39,422	40,103	41,690
유동부채	5,729	5,556	5,216	4,526	4,468
매입채무및기타채무	1,401	2,043	1,990	1,234	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	24,360	25,158	26,164
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	29,576	29,684	30,633
지배주주지분	10,057	9,274	9,733	10,306	10,944
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	6,184	6,757	7,395
비지배주주지분	(0)	113	113	113	113
자본총계	10,057	9,386	9,846	10,418	11,057

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	5,456	4,769	2,450	1,122	2,857
당기순이익	319	(674)	512	638	713
유형자산감가상각비	1,347	1,617	1,699	1,594	1,608
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	3,856	3,138	288	(989)	733
기타	(66)	688	(49)	(121)	(197)
투자활동현금흐름	(2,247)	(2,079)	(1,393)	(2,204)	(3,794)
유형자산투자	(2,272)	(1,841)	(1,619)	(2,497)	(4,124)
유형자산매각	3	1	0	0	0
투자자산순증	181	(156)	88	185	333
무형자산순증	(172)	(58)	135	(5)	(3)
기타	13	(25)	3	113	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	(9)	(246)	229

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

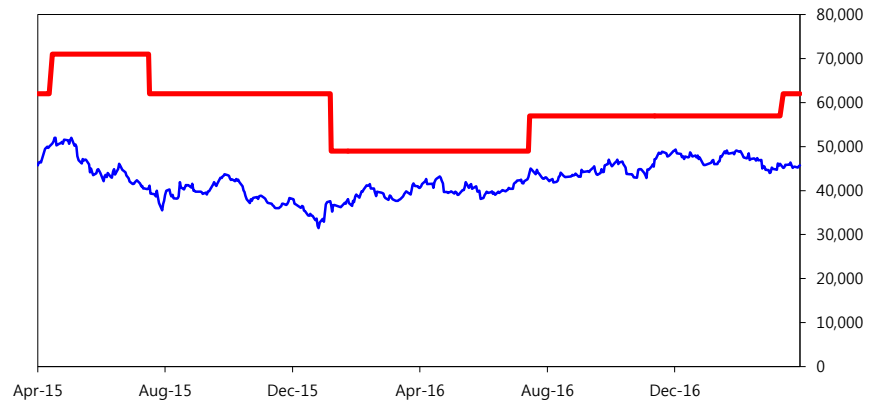
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	26,053	21,108	20,733	22,855	22,883
매출원가	24,668	19,775	19,242	21,183	21,095
매출총이익	1,385	1,333	1,492	1,672	1,788
판매관리비	377	416	422	437	453
영업이익	1,008	918	1,069	1,235	1,335
금융수익	716	754	299	388	386
이자수익	23	34	46	37	35
금융비용	1,428	1,550	967	1,146	1,211
이자비용	776	841	791	899	964
기타영업외손익	(109)	(1,086)	207	206	206
관계기업관련손익	90	115	47	136	198
세전계속사업이익	277	(850)	657	818	914
법인세비용	(42)	(176)	144	180	201
연결당기순이익	319	(674)	512	638	713
지배주주지분순이익	319	(674)	512	638	713
기타포괄이익	39	(87)	0	0	0
총포괄이익	359	(761)	512	638	713
지배주주지분포괄이익	359	(764)	512	638	713
EBITDA	2,355	2,535	2,769	2,829	2,943

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	3,594	(7,740)	5,845	7,278	8,135
BPS	110,053	101,569	106,549	112,747	119,662
DPS	170	0	600	750	850
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(30.1)	(19.0)	(1.8)	10.2	0.1
영업이익증가율	(6.0)	(8.9)	16.5	15.4	8.1
순이익증가율	(28.6)	NM	NM	24.5	11.8
EPS증가율	(29.4)	NM	NM	24.5	11.8
EBITDA증가율	6.1	7.7	9.2	2.2	4.0
수익성(%)					
영업이익률	3.9	4.3	5.2	5.4	5.8
순이익률	1.2	(3.2)	2.5	2.8	3.1
EBITDA Margin	9.0	12.0	13.4	12.4	12.9
ROA	0.7	(1.6)	1.3	1.6	1.7
ROE	3.2	(7.0)	5.4	6.4	6.7
배당수익률	0.5	-	1.3	1.6	1.9
배당성향	4.7	NM	10.3	10.3	10.4
안정성					
순차입금(십억원)	28,369	25,568	24,568	25,804	26,816
차입금/자본총계비율(%)	283.5	279.7	256.4	251.0	247.7
Valuation(X)					
PER	10.3	NM	7.8	6.3	5.6
PBR	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	13.4	11.9	10.4	10.6	10.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
한국가스공사(036460)	2015.04.30	매수	62,000 원
	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 4월 26일 현재 한국가스공사 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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 (2017.3.31 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 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.