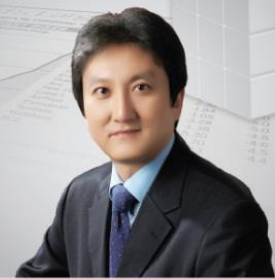


2017. 8. 10



▲ 유틸리티/운송/스몰캡

Analyst 김승철

02. 6098-6666

seungchul.kim@meritz.co.kr

RA 김정섭

02. 6098-6663

jeongseop.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 64,500 원

현재주가 (8.9) 50,400 원

상승여력 28.0%

KOSPI 2,368.39pt

시가총액 46,526억원

발행주식수 9,231만주

유동주식비율 43.88%

외국인비중 11.73%

52주 최고/최저가 53,700원 / 41,850원

평균거래대금 111.6억원

주요주주(%)

기획재정부(외 1인) 46.6

국민연금공단 8.2

한국가스공사 자사주 5.1

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -0.40 5.44 16.94

상대주가 0.62 -6.76 12.64

주가그래프



한국가스공사 036460

2Q17 Review: 미수금 전액 회수 초읽기

- ✓ 2Q17 연결 기준 영업손실 342억원 기록, 통상적 적자 지속
- ✓ 이라크 바드라 지역 생산량 호조세 등 해외 광구 수입 안정세
- ✓ 미수금 잔액 2,890억원에 불과, 전액 회수가 눈앞에
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 64,500원 유지

2Q17 연결 기준 영업손실 342억원, 비수기로 2분기는 적자가 일반적

2Q17 매출액은 4조 258억원(+13.8% YoY), 영업손실 342억원(YoY 적지)을 기록하였다. 총괄원가 배분비율이 전년동기대비 감소함에 따라 적자폭이 확대되었는데 이는 하반기에 회복된다. 연간 투자보수액 달성에 변동이 없다.

해외 광구 수입 안정화 단계

'14년말 상업 생산이 개시된 이라크 바드라 지역 생산량이 빠르게 상승하고 있다. 올해는 500억원 수준의 영업이익 달성이 가능할 전망이다. 호주 GLNG 광구에서 발생하던 손실 폭 또한 감소세다. 호주 내 일시적 공급 부족으로 에너지 수출제한 정책이 발표되었으나, 해당 프로젝트에 미치는 영향은 크지 않다. 유가 전망과 광구 가치 산정에 적용되는 할인률에 따라 추가 손상 가능성은 열려 있다. 이라크 야카스 사업에서 기존 범용성 기자재를 대상으로 추가 손상차손을 마저 인식했다. 이미 한 차례 광구관련 손상차손을 인식하여 딱히 새로운 이슈는 아니다.

투자의견 Buy, 적정주가 64,500 원 유지

"18년 적정투자보수액은 요금기저 및 투자보수율 상승으로 1,000억원 가량 증가하게 된다. 생산 개시된 해외 광구들로부터의 수입도 안정적으로 발생하고 있다. 미수금도 이제는 2,890억원만 남았다. 올해 안에 전액 회수되게 된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	26,052.7	1,007.8	319.2	3,458	-28.6	108,944	11.2	0.4	13.9	3.2	321.5
2016	21,108.1	917.6	-674.1	-7,302		100,460		0.5	11.9	-7.0	325.4
2017E	22,585.7	997.3	283.5	3,071		75,630	16.4	0.7	13.6	3.1	331.1
2018E	24,166.7	1,030.9	296.2	2,468	-19.6	59,729	20.4	0.8	13.4	3.2	323.2
2019E	25,858.3	1,066.6	346.3	2,220	-10.1	47,307	22.7	1.1	13.2	3.7	317.9

표1 한국가스공사 2Q17 Earnings Review

(십억원)	2Q17P	2Q16	YoY(%)	1Q17	QoQ(%)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	4,025.8	3,536.8	13.8	7,718.2	-47.8	3,784.3	6.4	4,090.8	-1.6
영업이익	-34.2	-6.4	적지	826.7	적전	-32.4	적지	-13.8	적지
지배주주순이익	-258.7	-106.2	적지	497.0	적전	-184.8	적지	-142.9	적지

자료: 한국가스공사, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 한국가스공사 실적 추정 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율(%)	
	'17E	'18E	'17E	'18E	'17E	'18E
매출액	22,585.7	24,166.7	22,585.7	24,166.7	0.0	0.0
영업이익	1,092.4	1,126.0	997.3	1,030.9	-8.7	-8.4
지배주주순이익	361.5	373.0	283.5	296.2	-21.6	-20.6

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표3 한국가스공사 2Q17 컨퍼런스콜 질의응답 내용

질문	답변
- '17 호주 GLNG 광구 추가 손상 가능성	- 유가와 연동된 LNG 판매계약 특성상 장기유가 전망에 따라 손상차손 가능성은 배제할 수 없음. 현재 40달러대 후반~50달러대 초반 수준의 유가, 프로젝트 생산량 증가, 할인을 조정 가능성을 고려하면, GLNG프로젝트 추가 손상 발생 가능성은 연말에 결정될 전망
- 금년 GLNG 영업이익 전망 Guideline	- 1H17 GLNG 국제유가 상승 및 생산량 증가로 영업손실 전년동기대비 264억원 감소한 184억원 기록 - GLNG 유류자산평가는 JCC유에 연동되며, 3~4개월 후에 반영. 금년 88카고 생산량 목표로 하고 있음. 이를 고려했을 때 금년 GLNG 프로젝트 영업손실 수준은 전년대비 크게 감소한 400억원 내외로 추정
- 호주 에너지 LNG 수출량 규제 영향	- 호주 동부지역 가스가격 폭등, 일시적 공급 부족현상. 7월 1일부터 에너지 수출 제한정책 발동되었음. 7.24일 호주 에너지장관이 '18년 가스공급부족이 발생할지 여부에 대해 시장 조사 착수할 것으로 공시. 조사 결과는 10월말 경에 나올 것으로 예상되나, 당국 에너지조사기관 IMO에 의하면 '18년 공급부족 발생 하지 않을 것으로 전망되어 있어 호주 에너지 수출량 규제가 GLNG 프로젝트에 발생하지 여부는 확실하지 않음
- 호주 에너지 규제가 동사 손익에 미치는 영향	- GLNG가 판매하는 LNG 판매단가와 호주 내부시장에 판매하는 단가는 7~8달러/mmbtu 수준으로 크게 차이가 없음. 호주 국내 단가가 크게 변하지 않는 이상 동사에 미치는 영향은 크지 않을 예정. 수출규제 정책 영향으로 GLNG가 원료 수출용으로 판매할 LNG 생산량이 감소할 수도 있을 전망.
- 이라크 아카스 추가 손상차손 발생 사유	- IS사태 장기화로 아카스 투자금 가운데 범용성 기자재를 제외한 기투자 3,335억원을 '16년 손상차손으로 인식. 범용성 기자재를 활용하여 나시리아 사업성 검토 중 7월 이라크 에너지부는 동사와 협의 없이 GE와 나시리아 개발 예비협약을 체결. 이에 따라 범용성 기자재를 모두 손상차손으로 인식
- 아카스 손상차손 발생한 부분 투자비 회수로도 이어질 수 있을지	- 아카스 사업 기투자비 회수를 위한 이라크 정부와의 협상을 진행 중
- 이라크로부터 대체사업 받을 수 있을지?	- 현재로서는 나시리아 사업 추진 이외 다른 계획은 검토하고 있지 않음. 이라크 정부로부터도 다른 대체자산에 대한 제의 없었음.
- 이라크 주바이르 사업 영업이익 감소 사유와 향후 전망	- 1분기 대비 2분기 영업이익 감소 사유는 용수 일 최대 생산량인 85만 배럴 달성이 미루어지고 있음. 1분기 대비 2분기 생산량은 증가하면서 매출액은 증가. 그러나 생산비용 및 처리설비 등 생산량 증가를 위해 설비 추가 등으로 감가상각비를 포함한 기투자 비용이 증가. - 현 시점 일 생산량 43만배럴과 생산비 증가를 고려했을 때 올해 영업이익은 당초 기대치보다 낮은 1,000억원 수준으로 전망. 다만 향후 프로젝트 생산량이 점차 증가할 전망으로, 향후 실적 또한 점진적으로 개선될 전망
- '17년 상반기 국내외 투자비 구분 및 연간 집행계획은?	- 현재 집행된 투자비 6,758억원 중 국내 생산 및 공급설비에 집행금액은 3,187억원. 상세 내역은 인천 21, 22, 23호기, 삼척 10, 11, 12호기, 제주 터미널 등 저장탱크에 1,300억원, 거제, 진해 및 동탄 2지구 열병합 등 시설보강 및 공급설비에 1,887억원을 집행 - 해외 3,571억원 중 바드라 1,295억원, 호주 GLNG 528억원, 호주 Prelude사업에 802억원, 모잠비크 Coral 가스 473억원, LNG 캐나다 169억원 집행 - 올해 연간 투자비 전망 2,200억원 감소한 1조 5,000억원 내외로 집행할 계획
- '18년 요금기저, 투자보수율 전망?	- '17년 국내외 투자비 1,5조원 집행 예정, 유가 상승에 따른 운전자금 증가에 따라 '18년 요금기저도 증가할 전망 - '18년 투자보수율: 자기자본 - 국고채 5년물 7월말 기준 1.88%로 '16년말 1.5%에서 35bp 상승하여 무위험이자율 상승. 베타 역시 7월말 기준 0.86 수준. 요금기저와 투자보수율 상승으로 적정 투자보수 약 1,000억원 내외 증가할 전망
- 모잠비크 개발 진행상황은? Mamba 가스 국내 도입 가능성?	- Area 4 단독 구조인 Coral 가스전을 개발하고, 후속으로 Area 1을 Mamba공동구조로 추진 중. Area 4는 연간 337만톤 생산하여 BP에 판매 예정. 최초 상업생산은 '22년 예상. 공사는 총 1조원을 투자할 예정이며, 50%는 PF방식으로 투자, 나머지는 직접 투자할 계획 - Mamba 가스의 국내 도입 여부는 국내 LNG 수요 여부에 따라 진행될 예정. '23년 이후 다수의 공급계약이 종료되고 탈원전, 탈석탄 정책으로 국내 LNG수요 증가가 예상됨. 결과적으로 Mamba가스 도입 여부는 타 LNG 프로젝트와의 가격 경쟁력에 따라 도입도 가능
- '17년 바드라 생산량 좋은데, 향후 생산량과 영업이익 전망은?	- 바드라 프로젝트 '16년말 일 생산량 57,000배럴에서 1H17 현재 일 생산량 71,500배럴로 증가. 최대 일생산량은 115,000배럴로 '19년 달성 전망. 바드라 프로젝트 상반기 영업이익은 생산량 전년대비 193억 증가한 효과로 287억원 달성. 연간 영업이익 기대치는 당초 목표치보다 상향된 500억원 수준

자료: 한국가스공사, 메리츠증권증권 리서치센터

한국가스공사(036460)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	26,052.7	21,108.1	22,585.7	24,166.7	25,858.3
매출액증가율 (%)	-30.1	-19.0	7.0	7.0	7.0
매출원가	24,668.2	19,774.7	21,136.7	22,652.4	24,274.5
매출총이익	1,384.5	1,333.4	1,449.0	1,514.2	1,583.8
판매비와관리비	376.7	415.8	451.7	483.3	517.2
영업이익	1,007.8	917.6	997.3	1,030.9	1,066.6
영업이익률 (%)	3.9	4.3	4.4	4.3	4.1
금융수익	-711.3	-796.1	-694.5	-713.7	-687.8
종속/관계기업관련손익	89.6	114.5	50.2	51.2	52.2
기타영업외손익	-109.3	-1,085.7	4.4	4.9	5.4
세전계속사업이익	276.8	-849.6	357.3	373.3	436.5
법인세비용	-42.4	-176.1	74.0	77.4	90.4
당기순이익	319.2	-673.6	283.3	296.0	346.0
지배주주지분 손이익	319.2	-674.1	283.5	296.2	346.3

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	10,014.6	8,543.9	8,702.5	9,522.8	10,711.4
현금및현금성자산	138.0	483.5	335.6	683.0	1,365.7
매출채권	4,676.5	4,672.4	5,001.7	5,351.8	5,726.4
재고자산	1,795.0	1,070.0	1,532.7	1,640.0	1,754.8
비유동자산	32,370.8	31,384.0	30,909.3	30,391.6	29,851.2
유형자산	26,455.5	26,042.4	25,506.9	24,937.3	24,342.0
무형자산	2,520.9	2,415.7	2,415.7	2,415.7	2,415.7
투자자산	2,348.1	2,294.5	2,642.2	2,694.2	2,749.1
자산총계	42,385.3	39,927.8	39,611.7	39,914.3	40,562.7
유동부채	5,728.7	5,556.3	5,519.1	5,655.6	5,798.5
매입채무	731.9	1,067.1	962.5	1,029.8	1,101.9
단기차입금	1,233.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	2,428.9	2,632.3	2,684.9	2,738.6	2,793.4
비유동부채	26,599.7	24,985.1	24,904.1	24,828.2	25,057.8
사채	21,903.8	21,097.7	21,028.2	20,958.7	20,689.2
장기차입금	444.5	420.7	308.3	195.9	583.5
부채총계	32,328.4	30,541.3	30,423.2	30,483.8	30,856.3
자본금	461.6	461.6	461.6	634.6	861.6
자본잉여금	1,324.9	1,324.9	1,324.9	1,324.9	1,324.9
기타포괄이익누계액	951.9	862.9	862.9	862.9	862.9
이익잉여금	6,419.0	5,724.8	5,835.3	5,904.5	5,953.6
비지배주주지분	0.0	112.7	112.5	112.3	112.0
자본총계	10,056.9	9,386.5	9,188.6	9,430.5	9,706.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	5,456.2	4,769.3	1,089.0	1,072.5	1,058.0
당기순이익(손실)	319.2	-673.6	283.3	296.0	346.0
유형자산감가상각비	1,346.8	1,617.2	1,233.8	1,198.2	1,160.9
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	3,855.9	3,138.0	-382.7	-375.2	-401.6
투자활동 현금흐름	-2,246.6	-2,078.9	-723.3	-644.7	-584.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,272.4	-1,841.4	-698.3	-628.5	-565.6
투자자산의 감소(증가)	103.6	52.9	-297.5	-0.8	-2.7
재무활동 현금흐름	-3,266.0	-2,376.6	-205.4	-80.4	209.6
차입금증감	-2,655.3	-2,256.2	-27.6	-21.6	284.7
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-71.4	345.5	-147.9	347.4	682.7
기초현금	209.4	138.0	483.5	335.6	683.0
기말현금	138.0	483.5	335.6	683.0	1,365.7

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	282,222	228,658	244,664	201,377	165,749
EPS(지배주주)	3,458	-7,302	3,071	2,468	2,220
CFPS	26,345	27,806	24,870	19,284	14,968
EBITDAPS	25,507	27,459	24,168	18,574	14,279
BPS	108,944	100,460	75,630	59,729	47,307
DPS	170	0	1,500	1,500	1,500
배당수익률(%)	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	11.2		16.4	20.4	22.7
PCR	1.5	1.7	2.0	2.6	3.4
PSR	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
PBR	0.4	0.5	0.7	0.8	1.1
EBITDA	2,354.6	2,534.8	2,231.0	2,229.1	2,227.6
EV/EBITDA	13.9	11.9	13.6	13.4	13.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.2	-7.0	3.1	3.2	3.7
EBITDA 이익률	9.0	12.0	9.9	9.2	8.6
부채비율	321.5	325.4	331.1	323.2	317.9
금융비용부담률	3.0	4.0	3.6	3.3	3.1
이자보상배율(x)	1.3	1.1	1.2	1.3	1.3
매출채권회전율(x)	4.3	4.5	4.7	4.7	4.7
재고자산회전율(x)	9.7	14.7	17.4	15.2	15.2

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 8월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 8월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 8월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김승철, 김정섭)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2016년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한국가스공사(036460) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.08.13	기업브리프	Buy	70,000	김승철	
2015.11.11	기업브리프	Buy	70,000	김승철	
2015.12.10	산업분석	Buy	70,000	김승철	
2016.02.15	기업브리프	Buy	50,000	김승철	
2016.04.12	산업브리프	Buy	50,000	김승철	
2016.05.02	기업브리프	Buy	50,000	김승철	
2016.07.19	산업브리프	Buy	50,000	김승철	
2016.08.11	기업브리프	Buy	56,500	김승철	
2016.10.17	산업브리프	Buy	56,500	김승철	
2016.11.16	산업분석	Buy	56,500	김승철	
2017.04.17	산업브리프	Buy	56,500	김승철	
2017.05.31	산업분석	Buy	64,500	김승철	
2017.08.10	기업브리프	Buy	64,500	김승철	