



2018년 4월 25일 | Equity Research

한국가스공사 (036460)

앞으로 돈 벌 일만 남았다

목표주가 64,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

한국가스공사 목표주가를 64,000원으로 상향하고 투자의견 매수를 유지한다. 목표PBR은 0.70배로 다소 높다고 판단될 수 있지만 유가 레벨이 배럴당 70달러를 앞두고 있고 지난 2년간 대규모 손상차손으로 인한 BPS 감소 영향을 감안할 필요가 있다. 2020년까지 국내사업 이익개선세가 확실하며 해외사업도 올해부터 본격적으로 이익기여가 가능하다.

1분기 영업이익은 컨센서스에 부합할 전망이다. 총괄원가 배분비율이 평균치 적용으로 변경되고 기저효과와 투자보수 상승으로 전년대비 증익이 예상된다. 유가 상승에 해외사업 이익도 빠르게 증가하는 모습이다. 주가는 2018년 추정치 기준 PER 9.8배, PBR 0.59배 수준이다.

2018년 1분기 영업이익 9,530억원(YoY +15.3%) 전망

한국가스공사 1분기 매출액은 8.9조원으로 전년대비 15.6% 증가할 전망이다. 겨울철 한파로 가스 판매량이 전년대비 14.4% 증가했기 때문이다. 영업이익은 9,530억원으로 전년대비 15.3% 증가가 예상된다. 총괄원가 배분비율 상향으로 국내사업 이익이 늘어나고 해외사업도 유가 강세로 증익이 전망되기 때문이다. 호주 GLNG는 전분기에 이어 영업이익 흑자가 예상된다. 순이익 흑자전환이 가능하며 2012년 이후 배당 규모 정상화도 기대되고 있다.

유가를 포함하여 국내외 모든 여건이 긍정적인 상황

지난해 미수금 전액 회수로 회수단가가 인하되어 현금흐름 악화가 우려되었다. 하지만 현재 유가레벨에서는 손상차손 우려가 없고 해외사업 투자비 회수가 진행되고 있어 차입금 감소에 따른 이자비용 절감이 기대된다. 순이익 흑자가 지속 되면 자본이 늘어나고 투자보수율의 자기자본비중 상승과 BPS 증가로 자산가치 재평가가 기대된다. 올해도 OPEC의 감산의지가 확고하며 글로벌 경기회복으로 유가상승이 예상되고 있어 자산가치 재평가 시점으로 판단된다. 국내외 영업 환경 모두 구조적으로 성장할 수밖에 없는 상황으로 주가는 지속적인 우상향이 가능하다.

Update

BUY

| TP(12M): 64,000원(상향) | CP(4월 24일): 53,500원

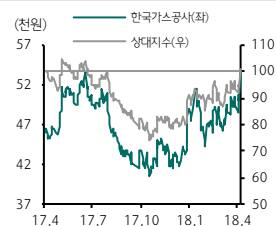
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,464.14
52주 최고/최저(원)	53,700/40,600
시가총액(십억원)	4,938.7
시가총액비중(%)	0.41
발행주식수(천주)	92,313.0
60일 평균 거래량(천주)	205.7
60일 평균 거래대금(십억원)	10.0
18년 배당금(예상, 원)	1,560
18년 배당수익률(예상, %)	2.92
외국인지분율(%)	10.68
주요주주 지분율(%)	
기획재정부 외 1인	46.63
국민연금	8.21
주가상승률	1M 6M 12M
절대	14.0 27.2 18.4
상대	11.8 28.6 4.4

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	24,484.3	25,993.6
영업이익(십억원)	1,241.0	1,356.1
순이익(십억원)	482.7	586.2
EPS(원)	5,238	6,362
BPS(원)	93,778	99,558

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	21,108.1	22,172.3	25,161.6	27,957.6	30,147.0
영업이익	십억원	998.2	1,033.9	1,300.5	1,478.8	1,655.6
세전이익	십억원	(769.0)	(1,250.2)	698.3	904.7	1,078.2
순이익	십억원	(613.0)	(1,205.1)	506.2	655.9	781.7
EPS	원	(6,641)	(13,055)	5,484	7,105	8,468
증감률	%	적전	적지	흑전	29.6	19.2
PER	배	N/A	N/A	9.76	7.53	6.32
PBR	배	0.47	0.50	0.59	0.55	0.52
EV/EBITDA	배	11.53	10.26	9.25	8.62	8.06
ROE	%	(6.31)	(14.03)	6.28	7.65	8.56
BPS	원	102,507	85,749	91,233	96,858	103,257
DPS	원	0	0	1,560	2,180	2,770



Analyst 유재선
02-3771-8011
jaeseon.yoo@hanafn.com

1Q18 영업실적 전망

매출액 8.9조원(YoY +15.6%)+

영업이익 9,530억원(YoY +15.3%)

2018년 1분기 영업이익 9,530억원(YoY +15.3%) 전망

한국가스공사 1분기 매출액은 8.9조원으로 전년대비 15.6% 증가할 전망이다. 올 겨울철 한파로 가스 판매량이 전년대비 14.4% 증가했기 때문이다. 영업이익은 9,530억원으로 전년대비 15.3% 증가가 예상된다. 올해 적정투자보수가 증가하고 총괄원가 배분비율도 작년 1분기(47%) 대비 올해 1분기에는 소폭 상향이 예상되기 때문이다. 해외사업도 유가 강세로 증익이 전망되고 있다. 호주 GLNG는 전분기에 이어 영업이익 흑자가 예상된다. 하반기 가동되는 Prelude는 당장 이익기여도가 크지는 않지만 2019년이 기대된다. 올해 순이익 흑자전환이 가능하며 2012년 이후 배당규모 정상화도 기대되어 긍정적이다.

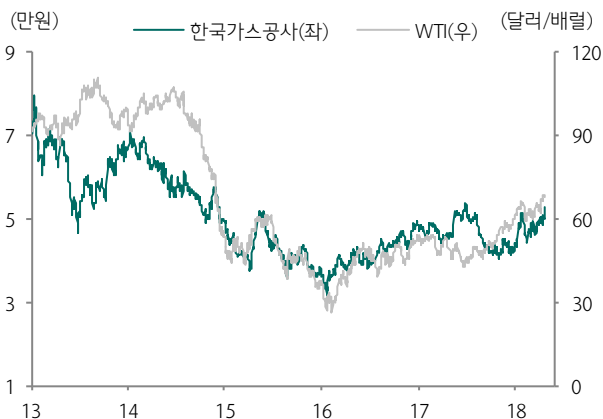
표 1. 한국가스공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2017				2018F				1Q18 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	77,182	40,258	38,643	65,641	89,241	43,420	43,375	75,580	15.6	36.0
가스도입 및 판매	74,746	37,475	36,065	62,271	85,722	39,819	39,402	71,259	14.7	37.7
해외/기타	2,436	2,783	2,578	3,369	3,520	3,601	3,973	4,321	44.5	4.5
영업이익	8,267	(342)	(2,111)	4,525	9,530	311	(1,790)	4,954	15.3	110.6
가스도입 및 판매	7,969	(564)	(2,442)	4,056	8,910	(402)	(2,293)	4,286	11.8	119.7
해외/기타	298	222	331	469	620	713	503	668	108.3	32.2
세전이익	6,787	(3,401)	(15,842)	(46)	7,751	(1,200)	(2,838)	3,269	14.2	흑전
순이익	4,970	(2,585)	(10,872)	(3,429)	5,620	(870)	(2,057)	2,370	13.1	흑전
영업이익률(%)	10.3	(1.4)	(6.3)	6.2	10.0	(0.9)	(5.3)	5.7	-	-
세전이익률(%)	8.8	(8.4)	(41.0)	(0.1)	8.7	(2.8)	(6.5)	4.3	-	-
순이익률(%)	6.4	(6.4)	(28.1)	(5.2)	6.3	(2.0)	(4.7)	3.1	-	-
도시가스용(천톤)	6,812	3,187	2,604	5,787	7,510	3,346	2,734	6,250	10.3	29.8
발전용(천톤)	4,051	2,609	3,158	3,955	4,914	2,557	3,095	3,876	21.3	24.2
해외영업이익	446	337	364	831	790	882	604	924	77.1	(4.9)

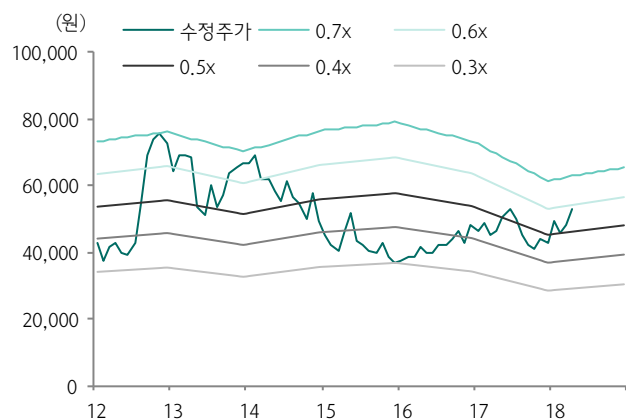
자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 1. 한국가스공사 주가와 유가 추이



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 2. 한국가스공사 PBR 추이



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

현재 유가 수준에서는 연간 순이익 달성 무리 없다는 판단

연간 순이익 달성 시 자기자본비중
증가로 이어지며 이는 투자보수율
상승으로 연결되는 선순환구조 가능

유가 약세에 지난 2년간 해외자산 손상차손을 인식하며 2017년 BPS는 2015년 말 대비 22.1% 훼손되었다. 올해는 3년 만에 연간 기준 순이익 달성이 가능하다. 현재 유가 수준에서는 손상차손 가능성은 거의 없으며 해외사업 이익과 국내 보장이익이 증가하는 구간이기 때문에 당분간 연간 순이익 지속 가능성에 의문이 없다.

보장이익 증가로 순이익이 증가하면 자본이 늘어나며 요금기저 상 자기자본비중이 증가한다. 투자보수율은 자기자본비용과 타인자본비용의 가중평균으로 당기순이익 흑자 또는 차입금 상환으로 자기자본비용 가중치가 증가하면 투자보수율이 상승하게 된다. 따라서 올해를 시작으로 적정투자보수가 증가하는 이익 선순환구조로의 진입이 가능하다.

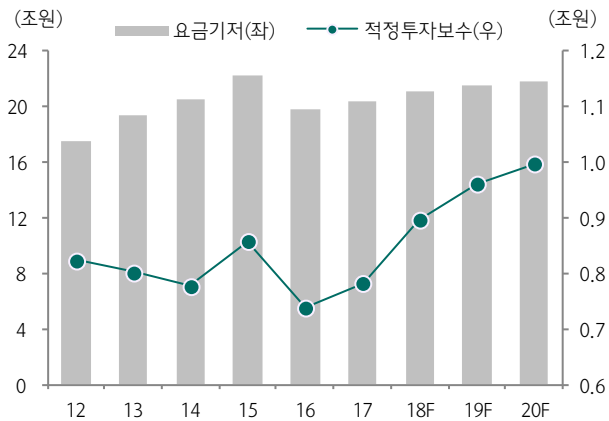
표 2. 한국가스공사 적정투자보수 추정

(단위: %, 억원)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2019F
(1)국고채(5년) 금리 연간 평균	3.9	3.2	3.0	2.8	2.0	1.5	2.0	2.5	2.6
(2)5년 일평균 베타	0.7	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
(3)시장리스크프리미엄	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
자기자본비용(COE=(1)+(2)X(3))	7.8	6.7	6.2	5.8	5.4	5.8	7.0	7.6	7.8
타인자본비용(DOE)	3.5	3.2	3.0	3.0	2.9	2.8	2.7	2.6	2.5
세후적정투자보수율	4.71	4.12	3.79	3.86	3.73	3.84	4.23	4.48	4.58
요금기저	174,683	194,452	204,923	222,123	197,824	203,760	211,760	214,760	217,760
세후적정투자보수	8,228	8,011	7,767	8,580	7,380	7,824	8,965	9,614	9,977

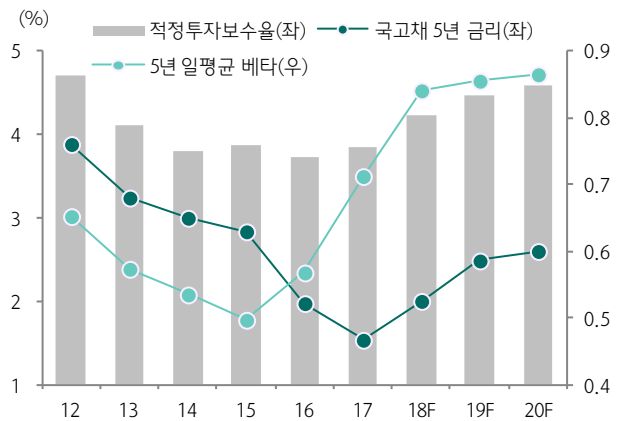
자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 3. 요금기저와 적정투자보수 추이 및 전망



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 4. 적정투자보수율과 금리 및 베타 추이



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

해외사업 실적도 유가도 매우 좋은 상황

GLNG 2분기 연속 흑자전환 전망
하반기 Prelude 생산 후 2019년부터
본격적으로 이익기여 가능

유가 레벨이 배럴당 70달러를 앞두고 있다. 낮아진 유가로 손상차손을 대규모로 인식했던 지난 2년을 딛고 이제는 BEP를 넘어서는 유가에서 긍정적인 기대감만 존재한다. 호주 GLNG는 지난 분기에 이어 영업이익 흑자가 예상된다. 하반기 가동되는 호주 Prelude도 BEP를 넘어서는 것으로 알려져 있어 생산개시 이후 2019년부터는 본격적으로 이익기여가 가능하다. 해외사업 투자비 회수가 진행되고 있어 차입금 감소에 따른 이자비용 절감이 기대된다. 올해도 OPEC의 감산의지가 확고하며 글로벌 경기회복으로 유가상승이 예상되고 있어 자산가치 재평가 시점으로 판단된다.

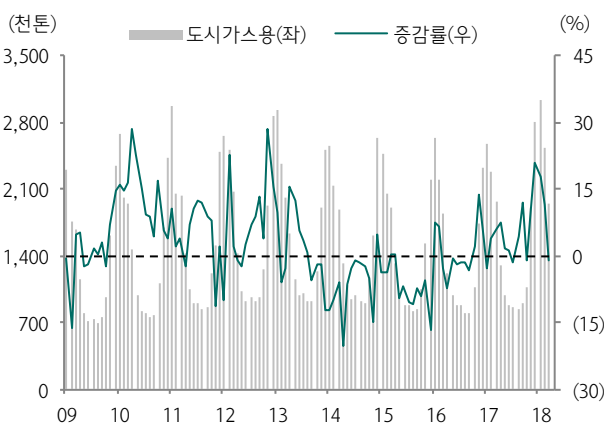
표 3. 한국가스공사 주요 해외사업 영업실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

		2017				2018F			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF
이라크 주바이르	매출액	1,079	1,271	1,111	1,388	1,417	1,436	1,485	1,507
	영업이익	305	146	478	587	362	335	255	287
	순이익	288	108	446	552	341	315	240	270
이라크 바드라	매출액	636	689	580	939	968	990	1,034	1,060
	영업이익	118	169	(141)	66	130	214	(5)	100
	순이익	124	176	(137)	(916)	165	272	(12)	220
미얀마 A-1/A-3	매출액	207	162	126	251	264	275	293	306
	영업이익	130	99	67	163	167	177	175	219
	순이익	130	99	66	163	166	177	175	219
호주 GLNG	매출액	948	1,080	1,142	1,192	1,253	1,306	1,391	1,454
	영업이익	(107)	(77)	(40)	15	132	157	188	218
	순이익	(282)	(256)	(9,177)	(252)	(18)	7	38	68
호주 Prelude	매출액					-		185	399
	영업이익					-		(9)	100
	순이익					-		(69)	40

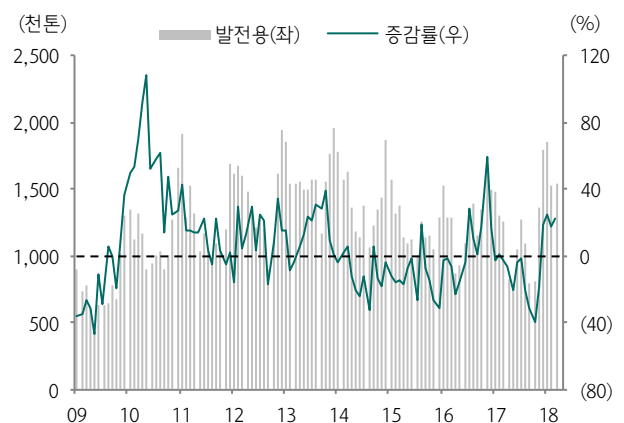
자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 5. 월별 도시가스 판매량 추이 (1Q18 +10.3%)



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 6. 월별 발전용 판매량 추이 (1Q18 +21.7%)



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

주정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F	
매출액	21,108.1	22,172.3	25,161.6	27,957.6	30,147.0	
매출원가	19,694.2	20,729.0	23,398.0	25,968.4	27,940.9	
매출총이익	1,413.9	1,443.3	1,763.6	1,989.2	2,206.1	
판관비	415.8	409.3	463.1	510.4	550.5	
영업이익	998.2	1,033.9	1,300.5	1,478.8	1,655.6	
금융손익	(796.1)	(709.2)	(714.5)	(732.7)	(729.7)	
중속/관계기업손익	114.5	149.4	142.3	158.6	152.3	
기타영업외손익	(1,085.7)	(1,724.3)	(30.0)	0.0	0.0	
세전이익	(769.0)	(1,250.2)	698.3	904.7	1,078.2	
법인세	(156.6)	(58.5)	192.0	248.8	296.5	
계속사업이익	(612.5)	(1,191.7)	506.2	655.9	781.7	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	(612.5)	(1,191.7)	506.2	655.9	781.7	
비지배주주지분순이익	0.5	13.4	0.0	0.0	0.0	
지배주주순이익	(613.0)	(1,205.1)	506.2	655.9	781.7	
지배주주지분포괄이익	(703.0)	(1,542.5)	504.8	654.1	779.5	
NOPAT	795.0	985.6	942.9	1,072.1	1,200.3	
EBITDA	2,615.4	2,749.5	3,071.6	3,265.9	3,458.7	
성장성(%)						
매출액증가율	(19.0)	5.0	13.5	11.1	7.8	
NOPAT증가율	(31.6)	24.0	(4.3)	13.7	12.0	
EBITDA증가율	11.1	5.1	11.7	6.3	5.9	
영업이익증가율	(1.0)	3.6	25.8	13.7	12.0	
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	29.6	19.2	
EPS증가율	적전	적지	흑전	29.6	19.2	
수익성(%)						
매출총이익률	6.7	6.5	7.0	7.1	7.3	
EBITDA이익률	12.4	12.4	12.2	11.7	11.5	
영업이익률	4.7	4.7	5.2	5.3	5.5	
계속사업이익률	(2.9)	(5.4)	2.0	2.3	2.6	
투자지표						
	2016	2017	2018F	2019F	2020F	
주당지표(원)						
EPS	(6,641)	(13,055)	5,484	7,105	8,468	
BPS	102,507	85,749	91,233	96,858	103,257	
CFPS	28,678	31,540	33,702	35,553	37,742	
EBITDAPS	28,332	29,784	33,273	35,378	37,467	
SPS	228,658	240,186	272,568	302,856	326,574	
DPS	0	0	1,560	2,180	2,770	
주가지표(배)						
PER	N/A	N/A	9.8	7.5	6.3	
PBR	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5	
PCR	1.7	1.3	1.6	1.5	1.4	
EV/EBITDA	11.5	10.3	9.2	8.6	8.1	
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	
재무비율(%)						
ROE	(6.3)	(14.0)	6.3	7.6	8.6	
ROA	(1.5)	(3.1)	1.4	1.7	2.0	
ROIC	2.2	3.0	3.0	3.3	3.7	
부채비율	322.7	356.2	335.2	318.0	301.9	
순부채비율	269.9	294.2	268.8	251.8	234.8	
이자보상배율(배)	1.2	1.2	1.6	1.9	2.2	

자료: 하나금융투자

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea					
Emerging Market					
World					

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

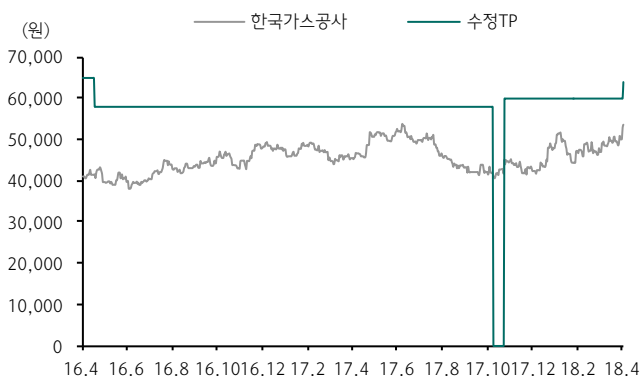
대차대조표		(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F	
유동자산	8,658.0	7,582.2	8,666.2	9,202.5	9,926.3	
금융자산	689.9	496.1	539.8	500.6	547.5	
현금성자산	483.5	441.3	476.7	433.0	474.5	
매출채권 등	5,006.4	5,294.7	6,096.4	6,538.2	7,058.4	
재고자산	1,070.0	1,542.2	1,775.7	1,904.4	2,055.9	
기타유동자산	1,891.7	249.2	254.3	259.3	264.5	
비유동자산	31,384.0	29,557.2	28,843.9	28,880.3	28,948.5	
투자자산	2,294.5	1,986.2	1,880.1	1,943.6	2,014.8	
금융자산	558.8	521.1	600.0	643.5	694.7	
유형자산	26,042.4	24,723.3	24,732.2	24,755.1	24,752.1	
무형자산	2,415.7	1,813.9	1,813.9	1,813.9	1,813.9	
기타비유동자산	631.4	1,033.8	417.7	367.7	367.7	
자산총계	40,042.0	37,139.4	37,510.1	38,082.8	38,874.8	
유동부채	5,556.3	6,590.4	6,512.8	6,445.5	6,519.6	
금융부채	3,002.7	3,822.8	3,382.4	3,115.3	2,954.0	
매입채무 등	2,042.7	1,874.4	2,158.3	2,314.6	2,498.8	
기타유동부채	510.9	893.2	972.1	1,015.6	1,066.8	
비유동부채	25,012.7	22,408.6	22,378.8	22,527.6	22,682.9	
금융부채	23,255.4	20,624.4	20,324.4	20,324.4	20,304.4	
기타비유동부채	1,757.3	1,784.2	2,054.4	2,203.2	2,378.5	
부채총계	30,569.0	28,999.0	28,891.6	28,973.1	29,202.5	
지배주주지분	9,360.3	7,813.3	8,319.5	8,838.9	9,429.6	
자본금	461.6	461.6	461.6	461.6	461.6	
자본잉여금	1,324.9	1,324.9	1,324.9	1,324.9	1,324.9	
자본조정	899.6	899.6	899.6	899.6	899.6	
기타포괄이익누계액	862.9	526.1	526.1	526.1	526.1	
이익잉여금	5,811.3	4,601.2	5,107.4	5,626.7	6,217.4	
비지배주주지분	112.7	327.1	299.0	270.8	242.7	
자본총계	9,473.0	8,140.4	8,618.5	9,109.7	9,672.3	
순금융부채	25,568.2	23,951.1	23,166.9	22,939.0	22,710.9	
현금흐름표		(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F	
영업활동 현금흐름	4,769.3	2,507.6	1,877.8	2,225.8	2,327.9	
당기순이익	(612.5)	(1,191.7)	506.2	655.9	781.7	
조정	2,324.4	2,737.1	1,779.0	1,796.7	1,812.5	
감가상각비	1,617.2	1,715.5	1,771.1	1,787.1	1,803.1	
외환거래손익	(23.1)	156.4	1.0	2.8	2.8	
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타	730.3	865.2	6.9	6.8	6.6	
영업활동자산부채변동	3,057.4	962.2	(407.4)	(226.8)	(266.3)	
투자활동 현금흐름	(2,078.9)	(1,225.9)	(1,095.1)	(1,858.9)	(1,907.5)	
투자자산감소(증가)	52.9	308.0	106.1	(63.5)	(71.2)	
유형자산감소(증가)	(1,840.7)	(1,346.4)	(1,780.0)	(1,810.0)	(1,800.0)	
기타	(291.1)	(187.5)	578.8	14.6	(36.3)	
재무활동 현금흐름	(2,376.6)	(1,266.1)	(747.3)	(410.7)	(379.0)	
금융부채증가(감소)	(2,256.2)	(1,811.0)	(740.3)	(267.1)	(181.3)	
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	(105.5)	552.0	(7.0)	(6.9)	(6.7)	
배당지급	(14.9)	(7.1)	0.0	(136.7)	(191.0)	
현금의 증감	345.5	(42.2)	35.5	(43.8)	41.5	
Unlevered CFO	2,647.4	2,911.6	3,111.2	3,282.0	3,484.1	
Free Cash Flow	2,927.9	1,156.0	97.8	415.8	527.9	

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea					
Emerging Market					
World					

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국가스공사



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.4.25	BUY	64,000		
17.11.16	BUY	60,000	-22.24%	-12.00%
17.11.1	Analyst Change	0	-	-
17.5.11	1년 경과		-17.79%	-7.41%
16.5.10	BUY	58,000	-23.43%	-15.00%
15.12.1	BUY	65,000	-41.89%	-34.38%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.6%	7.8%	0.6%	100.0%

* 기준일: 0000년 0월 0일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 04월 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2018년 04월 25일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.