



하나금융그룹

2018년 5월 2일 | Equity Research

# 한국가스공사 (036460)

## 2020년까지 매년 성장하는 이익

### 목표주가 64,000원, 투자의견 매수 유지

한국가스공사의 목표주가 64,000원과 투자의견 매수를 유지 한다. 5월 도시가스 도매요금은 원료비 인상으로 1.4% 증가 했다. 도시가스 원료비는 유가상승 반영으로 약 4.7% 인상 되었다. 공급비용은 도시가스의 경우 20.7%, 발전용은 13.4% 하락하며 전년대비 17.6% 평균 하락했다. 공급비용 감소 이유는 2017년 겨울철 한파로 목표판매물량 대비 실제 판매물량이 약 266만톤 증가하여 총괄원가 정산요인이 발생 했기 때문이다. 공급비용 감소는 국내이익의 안정성 여부와 관계가 없으며 연료비 증가요인을 상쇄할 수 있어 경쟁연료 대비 가격경쟁력 확보 차원에서 긍정적인 이슈로 판단된다.

### 2018년 적정투자보수 8,981억원(YoY +14.8%)

2018년 산정된 요금기저는 21조 2,974억원으로 전년대비 9,214억원 증가했다. 지난해 국내와 국외에서 집행된 규제 투자비가 반영되었고 2018년 목표 판매물량이 전년대비 약 228만톤가량 상향되어 운전자본이 증가하기 때문이다. 투자 보수율은 4.22%를 기록하며 전년대비 38bp 상승했다. 타인 자본보수율 감소에도 무위험수익률과 베타의 상승으로 자기 자본보수율이 1.09%p 상승했기 때문이다. 요금기저와 투자 보수율이 상승하면서 올해 적정투자보수는 전년대비 14.8% 증가한 8,981억원으로 산정되었다.

### 2018년은 구조적 이익증가 사이클의 첫 해

규제사업 Capex 증가와 유가 강세에 따라 요금기저는 상승 추세가 이어질 전망이다. 투자보수율은 5년 일평균 베타를 적용하기 때문에 2015년~2016년 높았던 베타가 반영되는 2020년까지 자기자본보수율은 점진적 우상향이 가능하다. 당분간 연간 순이익 흑자가 가능하며 이는 자기자본비중의 증가와 세후투자보수율 상승으로 이어진다. 안정적 실적의 관건은 손상차손으로 인한 이익훼손 여부이지만 현재 유가 수준에서 가능성은 극히 제한적인 것으로 판단된다. 안정적 이익성장 사이클로 BPS가 회복될수록 투자매력이 부각될 것으로 기대된다.

### Update

## BUY

| TP(12M): 64,000원 | CP(4월 30일): 54,800원

### Key Data

	2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,515.38	
52주 최고/최저(원)	54,800/40,600	
시가총액(십억원)	5,058.8	
시가총액비중(%)	0.42	
발행주식수(천주)	92,313.0	
60일 평균 거래량(천주)	207.0	
60일 평균 거래대금(십억원)	10.2	
18년 배당금(예상,원)	1,560	
18년 배당수익률(예상,%)	2.85	
외국인지분율(%)	10.82	
주요주주 지분율(%)		
(기획재정부 외 1 인)	46.63	
국민연금	8.21	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	13.1 33.0 17.6	
상대	10.0 32.3 3.1	

### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	24,515.9	25,826.0
영업이익(십억원)	1,242.7	1,358.1
순이익(십억원)	489.3	587.5
EPS(원)	5,309	6,376
BPS(원)	93,597	99,576

### 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	9.99	7.71	6.47
PBR	배	0.47	0.50	0.60	0.57	0.53
EV/EBITDA	배	11.53	10.26	9.29	8.66	8.10
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

표 1. 용도별 도매요금 조정내역

구분	내용	조정후	조정전	증감폭	증감률(%)
도시가스용	원료비	11,3643	10,8569	0,5074	4.7
	도매공급비용	1,2797	1,6142	(0,3345)	(20.7)
	<b>평균 도매요금</b>	<b>12,6440</b>	<b>12,4711</b>	<b>0,1729</b>	<b>1.4</b>
발전용	동절기	원료비+2,5364	원료비+2,1869	(0,3494)	(13.8)
	하절기	원료비+0,7983	원료비+0,6884	(0,1099)	(13.8)
	기타월	원료비+1,0971	원료비+0,8562	(0,2409)	(22.0)
	<b>평균</b>	<b>원료비+1,5257</b>	<b>원료비+1,3214</b>	<b>(0,2043)</b>	<b>(13.4)</b>

자료: 한국가스공사, 하나금융투자

표 2. 2018년 조정된 요금기저 및 투자보수율 세부내역

구분	2018년	2017년	증감폭	증감률(%)
요금기저(억원)	212,974	203,760	9,214	4.5
조정전 총괄원가(억원)	31,636	28,196	3,440	12.2
조정 후 총괄원가(억원)	22,726	25,595	(2,869)	(11.2)
세후투자보수율(%)	4.22	3.84	0.38	-
자기자본비용(%)	6.90	5.81	1.09	-
타인자본비용(%)	2.68	2.83	(0.15)	-
세후투자보수(억원)	8,981	7,825	1,156	14.8
목표판매물량(백만톤)	3,178	2,951	228	7.7

자료: 한국가스공사, 하나금융투자

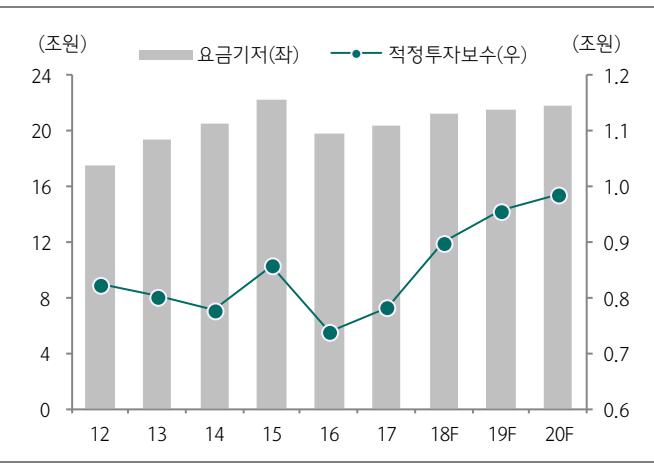
표 3. 한국가스공사 적정투자보수 추정

(단위: %, 억원)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
(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	6.9	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	4.22	4.52	4.62
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

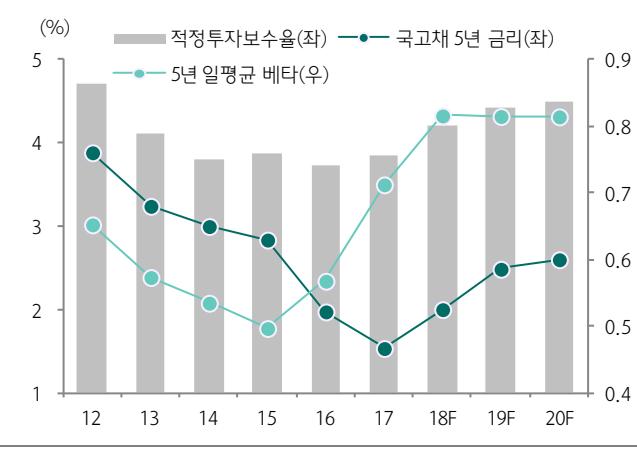
자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 1. 요금기저와 적정투자보수 추이 및 전망



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 2. 적정투자보수율과 금리 및 베타 추이



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>21,108.1</b>	<b>22,172.3</b>	<b>25,161.6</b>	<b>27,957.6</b>	<b>30,147.0</b>
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
<b>영업이익</b>	<b>998.2</b>	<b>1,033.9</b>	<b>1,300.5</b>	<b>1,478.8</b>	<b>1,655.6</b>
금융순익	(796.1)	(709.2)	(714.5)	(732.7)	(729.7)
종속/관계기업순이익	114.5	149.4	142.3	158.6	152.3
기타영업이익	(1,085.7)	(1,724.3)	(30.0)	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>(769.0)</b>	<b>(1,250.2)</b>	<b>698.3</b>	<b>904.7</b>	<b>1,078.2</b>
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
<b>당기순이익</b>	<b>(612.5)</b>	<b>(1,191.7)</b>	<b>506.2</b>	<b>655.9</b>	<b>781.7</b>
비지배주주기여분순이익	0.5	13.4	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>(613.0)</b>	<b>(1,205.1)</b>	<b>506.2</b>	<b>655.9</b>	<b>781.7</b>
지배주주기여포괄이익	(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
<b>성장성(%)</b>					
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) 순익증가율	적전	적지	흑전	29.6	19.2
EPS증가율	적전	적지	흑전	29.6	19.2
<b>수익성(%)</b>					
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
<b>주당지표(원)</b>					
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
<b>주가지표(배)</b>					
PER	N/A	N/A	10.0	7.7	6.5
PBR	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5
PCFR	1.7	1.3	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	11.5	10.3	9.3	8.7	8.1
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>재무비율(%)</b>					
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

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>8,658.0</b>	<b>7,582.2</b>	<b>8,666.2</b>	<b>9,202.5</b>	<b>9,926.3</b>
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
<b>비유동자산</b>	<b>31,384.0</b>	<b>29,557.2</b>	<b>28,843.9</b>	<b>28,880.3</b>	<b>28,948.5</b>
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
<b>자산총계</b>	<b>40,042.0</b>	<b>37,139.4</b>	<b>37,510.1</b>	<b>38,082.8</b>	<b>38,874.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>5,556.3</b>	<b>6,590.4</b>	<b>6,512.8</b>	<b>6,445.5</b>	<b>6,519.6</b>
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
<b>비유동부채</b>	<b>25,012.7</b>	<b>22,408.6</b>	<b>22,378.8</b>	<b>22,527.6</b>	<b>22,682.9</b>
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
<b>부채총계</b>	<b>30,569.0</b>	<b>28,999.0</b>	<b>28,891.6</b>	<b>28,973.1</b>	<b>29,202.5</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>9,360.3</b>	<b>7,813.3</b>	<b>8,319.5</b>	<b>8,838.9</b>	<b>9,429.6</b>
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
<b>비지배주주지분</b>	<b>112.7</b>	<b>327.1</b>	<b>299.0</b>	<b>270.8</b>	<b>242.7</b>
<b>자본총계</b>	<b>9,473.0</b>	<b>8,140.4</b>	<b>8,618.5</b>	<b>9,109.7</b>	<b>9,672.3</b>
<b>순금융부채</b>	<b>25,568.2</b>	<b>23,951.1</b>	<b>23,166.9</b>	<b>22,939.0</b>	<b>22,710.9</b>

## 현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>4,769.3</b>	<b>2,507.6</b>	<b>1,877.8</b>	<b>2,225.8</b>	<b>2,327.9</b>
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)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(2,078.9)</b>	<b>(1,225.9)</b>	<b>(1,095.1)</b>	<b>(1,858.9)</b>	<b>(1,907.5)</b>
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)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(2,376.6)</b>	<b>(1,266.1)</b>	<b>(747.3)</b>	<b>(410.7)</b>	<b>(379.0)</b>
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)
<b>현금의 증감</b>	<b>345.5</b>	<b>(42.2)</b>	<b>35.5</b>	<b>(43.8)</b>	<b>41.5</b>
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

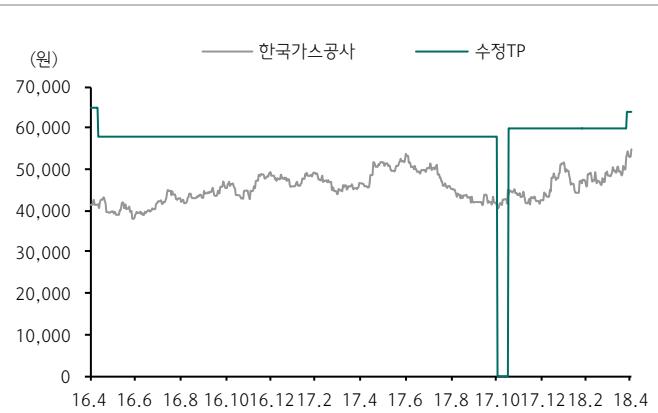
## Sector Aggregates

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



### 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

#### 한국가스공사



날짜	투자의견	목표주가	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 투자의견 비율구성

- 투자의견의 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: 2000년 0월 0일

### Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 05월 02일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2018년 05월 01일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.