

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	462 십억원
발행주식수	9,231 만주
자사주	468 만주
액면가	5,000 원
시가총액	5,520 십억원
주요주주	

기획재정부(외1) 46.62%

국민연금공단 8.17%

외국인지분률 13.20%

배당수익률 0.00%

Stock Data

주가(18/07/06) 59,800 원

KOSPI 2272.87 pt

52주 Beta 0.82

52주 최고가 64,500 원

52주 최저가 40,600 원

60일 평균 거래대금 21 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.9%	4.8%
6개월	37.6%	51.2%
12개월	18.4%	24.4%

한국가스공사 (036460/KS | 매수(유지) | T.P 75,000 원(상향))

2Q18 Preview: 2 분기에서 흑자 가능성을 바라보다

2Q18 영업이익 317 억원으로 추정하여 통상적으로 적자가 발생하는 비수기에는 이례적
이니 흑자를 기록할 수 있을 것으로 기대됨. 현재 기저발전 이용률 약화로 인해 발전용
가스 수요가 급증하고 있는데, 4~5 월 가스판매물량을 전년동기대비 +31.6% 급증했음.
유가 상승마저 이익에 호재임. 분명 현재 0.7x 에 이른 PBR 은 단기부담이지만, 문재인
탈원전 정책과 러시아 PNG 스토리의 중장기 수혜라는 중장기 그림은 여전히 매력적임

2Q18 영업이익 317 억원(QoQ -96.7% / YoY 흑전) 추정

7/6 기준 시장 컨센서스 726 억원 대비 -56.4% 하회하는 실적임. 다만 이익률 자체가
1% 이하 수준이고, 계절성 상 2 분기는 동사가 통상 적자를 내던 시기임을 감안한다면
양호한 실적으로 파악할 수 있음. 무엇보다 4~5 월 가스판매물량(도시가스+발전)이
508.8 만톤으로서 전년동기대비 +31.6% 증대한 것이 긍정적임. 기저발전의 가동 억제
상황인 만큼 발전용 수요가 +63.6% 급증하며 판매물량 강세를 견인하고 있음. 뿐만 아
니라 유가상승(Dubai 기준 4Q17 \$59.1/bbl → 1Q18 \$64.0/bbl → 2Q18 \$72.0/bbl)
으로 인해 E&P 의 실적도 개선추세를 이어갈 것으로 기대 받고 있음

미국+사우디 증산의지는 부담이지만, 중장기 그림은 여전히 최고

2018 년 상반기 유가는 fundamental 과 무관하게 지정학적 요인으로 상승을 지속했지
만, 최근 트럼프와 사우디는 증산을 통해 유가 안정화를 추진하고 있음. E&P 수익에서
수혜를 봤던 동사에게는 좋은 소식이 아님. 그렇지만 현재 문재인 정부의 탈원전 정책
상 가스발전량은 지속 증대될 수밖에 없고, 특히 9 월로 예상되는 러-북 협상 이후
PNG 스토리가 더욱 가시화될 것이기 때문에 중장기적인 동사에 대한 기대감은 여전히
높은 것으로 판단함

목표주가 60,000 원 → 75,000 원 / 투자의견 매수 유지

2018 년 영업이익 추정치를 19.3% 상향한 것을 반영해 목표주가 역시 상향 조정함. 최
근 주가급반등으로 valuation 부담(PBR 0.7x, 2011 년 이후 상단) 상존함. 다만 중장기
적인 그림에 주목해야 하기 때문에 매수관점은 지속 견지해야 할 것임.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	26,052.7	21,108.1	22,172.3	32,030.2	30,549.6	29,076.5
yoy	%	(30.1)	(19.0)	5.0	44.5	(4.6)	(4.8)
영업이익	십억원	1,007.8	998.2	1,033.9	1,192.1	1,094.1	1,315.5
yoy	%	(6.0)	(1.0)	3.6	15.3	(8.2)	20.2
EBITDA	십억원	2,354.6	2,615.4	2,749.5	2,864.9	2,766.9	2,988.3
세전이익	십억원	276.8	(769.0)	(1,250.2)	733.6	774.8	963.5
순이익(지배주주)	십억원	319.2	(613.0)	(1,205.1)	656.3	595.1	740.1
영업이익률%	%	3.9	4.7	4.7	3.7	3.6	4.5
EBITDA%	%	9.0	12.4	12.4	8.9	9.1	10.3
순이익률	%	1.1	(3.6)	(5.6)	2.3	2.5	3.3
EPS	원	3,458	(6,641)	(13,055)	7,109	6,447	8,018
PER	배	10.7	(7.3)	(3.3)	8.4	9.3	7.5
PBR	배	0.4	0.6	0.6	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	12.2	10.3	8.9	9.9	9.3	8.4
ROE	%	3.2	(6.3)	(14.0)	8.5	7.5	8.6
순차입금	십억원	25,301	22,427	20,631	22,926	20,301	19,500
부채비율	%	321.5	322.7	356.2	409.3	372.6	343.5

2Q18 preview

(단위: % 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	4,025.8	3,864.3	6,564.1	8,771.5	5,842.6	45.1	(33.4)	4,415.7	32.3
영업이익	(34.2)	(211.1)	452.5	963.5	31.7	(192.7)	(96.7)	72.6	(56.4)
세전이익	(340.2)	(1,584.2)	(4.6)	887.1	(61.7)	(81.9)	(107.0)	(63.9)	(3.4)
지배순이익	(258.5)	(1,087.2)	(356.4)	774.2	(47.4)	(81.7)	(106.1)	(49.7)	(4.6)
영업이익률	(0.8)	(5.5)	6.9	11.0	0.5	1.4	(10.4)	1.6	(1.1)
세전이익률	(8.5)	(41.0)	(0.1)	10.1	(1.1)	7.4	(11.2)	(1.4)	0.4
지배주주순이익률	(6.4)	(28.1)	(5.4)	8.8	(0.8)	5.6	(9.6)	(1.1)	0.3

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	6.9%	ROE(지배주주지분)	-14.0%	5.7%	8.5%	7.8%	6.6%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	6.9%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.97						
1Q19E BPS(지배주주지분)	76,494						
Target Price	74,355						

자료: 한국가스공사, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	(6,641)	5,037	8,216	8,195	7,513
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	6,552				
2Q19E EPS	5,037				
2Q20E EPS	8,216				

Multiple	6.0	7.0	8.0	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0
TP by weighted EPS	39,312	45,864	52,416	58,968	65,520	72,072	78,624	85,176	91,728	98,281
TP by 2Q19E EPS	30,223	35,260	40,297	45,334	50,372	55,409	60,446	65,483	70,520	75,557
TP by 2Q20E EPS	49,294	57,509	65,725	73,941	82,156	90,372	98,588	106,803	115,019	123,235

자료: 한국가스공사, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	22,172.3	25,669.1	25,252.2	22,172.3	32,030.2	30,549.6	0.0%	24.8%	21.0%
YoY %	5.0%	15.8%	-1.6%	5.0%	44.5%	-4.6%			
영업이익	1,033.9	999.4	1,074.3	1,033.9	1,192.1	1,094.1	0.0%	19.3%	1.8%
YoY %	3.6%	-3.3%	7.5%	3.6%	15.3%	-8.2%			
EBITDA	2,749.5	2,760.5	2,835.4	2,749.5	2,864.9	2,766.9	0.0%	3.8%	-2.4%
YoY %	5.1%	0.4%	2.7%	5.1%	4.2%	-3.4%			
순이익	(1,205.1)	466.4	441.1	(1,205.1)	656.3	595.1	0.0%	40.7%	34.9%
YoY %	적지	흑전	-5.4%	적지	흑전	-9.3%			

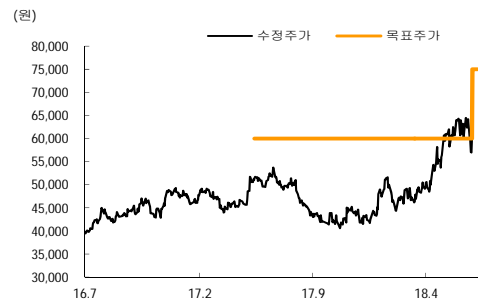
자료: 한국가스공사 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E
매출액	4,936.4	5,251.9	8,248.9	9,281.2	5,842.6	6,333.8	11,082.3	11,546.7	18.4%	20.6%	34.3%	24.4%
YoY %	22.6%	35.9%	25.7%	28.3%	45.1%	63.9%	68.8%	31.6%				
QoQ %	-31.7%	6.4%	57.1%	12.5%	-33.4%	8.4%	75.0%	4.2%				
영업이익	(27.0)	(294.7)	349.2	1,128.4	31.7	(94.5)	291.4	872.1	-217.3%	-67.9%	-16.6%	-22.7%
YoY %	적지	적지	-22.8%	16.1%	흑전	적지	-35.6%	-9.5%				
QoQ %	적전	적지	흑전	223.1%	-96.7%	적전	흑전	199.3%				
EBITDA	413.3	145.6	789.5	1,568.7	449.9	323.7	709.6	1,290.3	8.9%	122.4%	-10.1%	-17.7%
YoY %	1.0%	-30.7%	-11.6%	11.1%	10.0%	54.1%	-20.5%	-6.6%				
QoQ %	-70.7%	-64.8%	442.4%	98.7%	-67.4%	-28.0%	119.2%	81.8%				
순이익	(52.2)	(284.8)	135.4	737.3	(47.4)	(157.0)	86.5	562.7	-9.2%	-44.9%	-36.1%	-23.7%
YoY %	적지	적지	흑전	10.4%	적지	적지	흑전	-27.3%				
QoQ %	적전	적지	흑전	444.5%	적전	적지	흑전	550.8%				

자료: 한국가스공사 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.07.09	매수	75,000원	6개월		
2018.04.02	매수	60,000원	6개월	-18.12%	7.50%
2018.01.08	매수	60,000원	6개월	-22.38%	-10.50%
2017.12.04	매수	60,000원	6개월	-23.09%	-10.50%
2017.09.27	매수	60,000원	6개월	-22.19%	-10.50%
2017.05.25	매수	60,000원	6개월	-19.11%	-10.50%



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 7월 9일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	8,658	7,582	10,743	10,829	11,885
현금및현금성자산	483	441	1,510	4,135	4,936
매출채권및기타채권	4,989	5,280	6,938	5,008	5,202
재고자산	1,070	1,542	1,948	1,406	1,461
비유동자산	31,384	29,557	29,843	29,698	29,479
장기금융자산	570	483	542	542	542
유형자산	26,042	24,723	24,960	24,815	24,596
무형자산	2,416	1,814	1,813	1,813	1,813
자산총계	40,042	37,139	40,586	40,527	41,365
유동부채	5,556	6,590	9,667	8,979	9,049
단기금융부채	3,003	3,823	5,748	5,748	5,748
매입채무 및 기타채무	1,805	1,648	2,472	1,784	1,854
단기충당부채	42	71	98	98	98
비유동부채	25,013	22,409	22,926	22,926	22,926
장기금융부채	23,255	20,624	21,193	21,193	21,193
장기매입채무 및 기타채무	17	10	0	0	0
장기충당부채	139	200	202	202	202
부채총계	30,569	28,999	32,593	31,906	31,975
지배주주지분	9,360	7,813	7,639	8,240	8,986
자본금	462	462	462	462	462
자본잉여금	1,325	1,325	1,325	1,325	1,325
기타자본구성요소	591	591	591	591	591
자기주식	(102)	(102)	(102)	(102)	(102)
이익잉여금	5,811	4,601	5,261	5,862	6,609
비지배주주지분	113	327	323	323	323
자본총계	9,473	8,140	7,963	8,563	9,310
부채외자본총계	40,042	37,139	40,586	40,527	41,365

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	4,769	2,508	1,570	4,646	2,647
당기순이익(손실)	(612)	(1,192)	662	600	747
비현금성항목등	3,260	4,103	2,216	2,097	2,097
유형자산감가상각비	1,617	1,716	1,673	1,673	1,673
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,643)	(2,388)	(543)	(424)	(424)
운전자본감소(증가)	3,057	962	(1,122)	1,949	(196)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	3	(540)	(1,597)	1,895	(191)
재고자산감소(증가)	725	(472)	(406)	542	(55)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	336	14	671	(488)	49
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	424	424	424
투자활동현금흐름	(2,079)	(1,226)	(1,568)	(1,527)	(1,454)
금융자산감소(증가)	(156)	129	(56)	0	0
유형자산감소(증가)	(1,841)	(1,346)	(1,487)	(1,527)	(1,454)
무형자산감소(증가)	(58)	(28)	(23)	0	0
기타	(24)	19	(3)	0	0
재무활동현금흐름	(2,377)	(1,266)	(897)	0	0
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(2,460)	(1,468)	(887)	0	0
자본의증가(감소)	1	5	0	0	0
배당금의 지급	15	7	1	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	345	(42)	1,068	2,625	801
기초현금	138	483	441	1,510	4,135
기말현금	483	441	1,510	4,135	4,936
FCF	3,568	2,686	(563)	2,845	1,052

자료 : 한국가스공사, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	21,108	22,172	32,030	30,550	29,076
매출원가	19,694	20,729	30,529	29,161	27,481
매출총이익	1,414	1,443	1,501	1,389	1,596
매출총이익률 (%)	6.7	6.5	4.7	4.5	5.5
판매비와관리비	416	409	309	294	280
영업이익	998	1,034	1,192	1,094	1,315
영업이익률 (%)	4.7	4.7	3.7	3.6	4.5
비영업손익	(1,767)	(2,284)	(459)	(319)	(352)
순금융비용	228	286	367	581	538
외환관련손익	(32)	(15)	16	0	0
관계기업투자등 관련손익	115	149	134	130	140
세전계속사업이익	(769)	(1,250)	734	775	964
세전계속사업이익률 (%)	(3.6)	(5.6)	2.3	2.5	3.3
계속사업법인세	(157)	(59)	71	174	217
계속사업이익	(612)	(1,192)	662	600	747
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(612)	(1,192)	662	600	747
순이익률 (%)	(2.9)	(5.4)	2.1	2.0	2.6
지배주주	(613)	(1,205)	656	595	740
지배주주귀속 순이익률(%)	(2.9)	(5.4)	2.0	1.9	2.5
비지배주주	1	13	6	5	7
총포괄이익	(700)	(1,545)	653	600	747
지배주주	(703)	(1,543)	648	595	740
비지배주주	3	(2)	5	5	7
EBITDA	2,615	2,749	2,865	2,767	2,988

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	(19.0)	5.0	44.5	(4.6)	(4.8)
영업이익	(1.0)	3.6	15.3	(8.2)	20.2
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	5.6	24.4
EBITDA	11.1	5.1	4.2	(3.4)	8.0
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	(9.3)	24.4
수익성 (%)					
ROE	(6.3)	(14.0)	8.5	7.5	8.6
ROA	(1.5)	(3.1)	1.7	1.5	1.8
EBITDA마진	12.4	12.4	8.9	9.1	10.3
안정성 (%)					
유동비율	155.8	115.0	111.1	120.6	131.4
부채비율	322.7	356.2	409.3	372.6	343.5
순차입금/자기자본	236.7	253.4	287.9	237.1	209.5
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	0.0	(0.0)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(6,641)	(13,055)	7,109	6,447	8,018
BPS	87,611	73,063	70,641	77,145	85,234
CFPS	26,130	29,260	29,230	27,306	29,165
주당 현금배당금	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	(7.3)	(3.3)	8.4	9.3	7.5
PER(최저)					
PBR(최고)	0.6	0.6	0.8	0.8	0.7
PBR(최저)					
PCR	1.9	1.5	2.0	2.2	2.1
EV/EBITDA(최고)	10.3	8.9	9.9	9.3	8.4
EV/EBITDA(최저)	12.8	16.1	12.3	12.3	12.1