



2018/08/09

한국가스공사(036460)

유틸리티 원민석

(2122-9193) ethan.won@hi-ib.com

국내외 실적 개선세 지속으로 흑자전환에 성공

Buy (Maintain)

■ 2Q18 Review : 적정투자보수 증가에 해외사업 실적 개선이 덤

동사의 2Q18 매출액은 5조 565억원(y/y +25.6%), 영업이익은 152.7억원(y/y 흑자전환)을 기록하며 컨센서스에 부합하였다 [3M 컨센서스 매출/영업이익 4조 9,133억원/96.8억원]. 동사의 2Q18 실적 개선은 1) 총괄원가 배분이 2Q17과 같은 13.0%를 유지한 상황에서 적정투자보수가 증가하였으며, 2) 국제유가 강세에 따라 호주 GLNG를 포함한 해외자산의 실적 개선세가 지속되었기 때문이다. 영업이익단에서 미얀마/주바이르/바드라의 q/q 감소분 -72억원을 호주GLNG의 q/q 증가분 +70억원이 상쇄하였으며 <그림1>, 지분법이 익단에서 인니DSLNG의 q/q 감소분 -46억원 [4월 유지보수 영향은 우즈벡/카타르/오만의 q/q 증가분 +79억원으로 인해 상쇄되었다 <그림2>.

■ 3Q18 Preview : 지속적인 실적개선세 유지 전망

동사의 3Q18 매출액은 4조 7,125억원(y/y +22.0%), 영업이익은 -1,886억원(y/y 적자지속)의 양호한 실적을 기록할 것으로 전망한다. 2Q18과 마찬가지로 '18년 연간 적정투자보수 증가로 인해, 같은 수준의 총괄원가 배분을 가정한다면 전년동기 대비 분기 실적 개선이 가능하기 때문이다 [3Q17/3Q18 총괄원가 배분율 9.0% 예상 <그림3>]. 지난 6월 가스관 사고로 인한 미얀마 실적 악화는 필연적이나, 호주 GLNG의 실적 호조 및 인니 DSLNG의 가동률 회복에 따른 실적 정상화가 전체적인 실적 개선세 유지에 기여할 것이다. '18년 연간 매출액은 26조 2,100억원(y/y +18.2%), 영업이익은 1조 3,020억원(y/y +25.9%)을 예상한다.

■ 투자의견 Buy, 목표주가 69,000원 유지

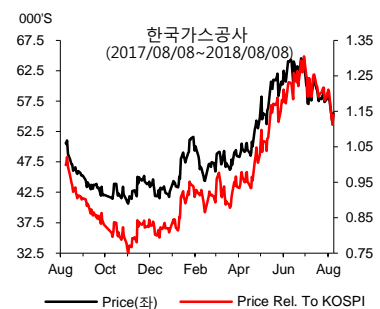
동사에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 69,000원을 유지한다. 최근의 주가 조정은 1) PBR 0.7x의 밸류에이션 부담 <그림4>, 2) 원달러환율 상승에 따른 배당 규모 축소 우려감, 3) 남북경협 기대감에 따른 주가 상승분 차익실현으로 인한 것이었다. 현재는 밸류에이션 부담도 어느정도 해소된 상황이고 [PBR 0.57x], 금번 실적발표를 통해 다시금 확인할 수 있었던 해외자산 실적 개선세를 감안한다면 '15년 이후 3년만의 배당 재개를 기대해 볼 수 있다. 목표주가는 12M Fwd BPS 91,997원에 Target PBR 0.75x [12M Fwd ROE 7.2%, COE 9.6%]를 적용하여 산출하였다.

목표주가(12M)	69,000원
종가(2018/08/08)	55,500원

Stock Indicator

자본금	462십억원
발행주식수	9,231만주
시가총액	5,123십억원
외국인지분율	14.0%
배당금(2017)	-
EPS(2018E)	6,016원
BPS(2018E)	89,232원
ROE(2018E)	6.9%
52주 주가	40,600~64,500원
60일평균거래량	312,149주
60일평균거래대금	18.9십억원

Price Trend



2Q18 Review : 국내외 실적 개선세 지속으로 흑자전환에 성공

<그림 1> 한국가스공사의 해외자산 실적 추이 : 1) 미얀마는 지난 6월 가스관사고로 영업이익 규모가 축소된 상황. 가스관 복구 전까지는 감익이 불가피, 2) 호주 GLNG는 국제유가 강세를 기반으로 양호한 실적 시현중. '18년 연간 영업이익 Guidance 850억원 [하반기 적용유가 \$68/bbl 가정], 3) 이라크 주바이르는 연간 작업계획에 따라 지속 증산중으로, '18년 연간 영업이익 Guidance 1,000억원 [연도별 생산량 목표 '18년 43만배럴, '19년 49만배럴, '20년 54만배럴. 일일최대생산량 85만배럴 달성 시점은 '23년 예상], 4) 이라크 바드라는 상반기 일일생산량이 8만 2천배럴로 y/y +1만배럴 추가되며 매출이 증가하였으나, 추정 생산량 감소분을 반영하여 감가비 증가로 영업이익은 축소됨

(억원)	미얀마			호주 GLNG			이라크 주바이르			이라크 바드라		
	매출액	영업이익	당기순이익	매출액	영업이익	당기순이익	매출액	영업이익	당기순이익	매출액	영업이익	당기순이익
1Q15	232	158	158	31	-76	-12	846	305	284	90	19	17
2Q15	208	137	137	31	-113	-97	1,200	603	587	157	33	34
3Q15	274	194	194	48	-360	-231	1,152	393	357	355	86	88
4Q15	258	177	175	345	-71	-905	907	-285	-381	221	1	-9
1Q16	232	152	151	737	-190	-352	740	260	232	166	11	15
2Q16	163	104	104	614	-258	-450	1,851	408	378	349	83	80
3Q16	197	134	134	796	-201	-451	1,733	77	-1	495	-7	4
4Q16	199	130	129	911	-242	-4,502	1,079	373	370	443	72	86
1Q17	207	130	130	948	-107	-282	1,079	305	288	636	118	124
2Q17	162	99	99	1,080	-77	-256	1,271	146	108	689	169	176
3Q17	126	67	66	1,142	-40	-9,177	1,111	478	446	580	-141	-137
4Q17	251	163	163	1,192	15	-252	1,388	587	552	939	66	-916
1Q18	247	171	170	1,104	140	-114	801	224	181	851	51	56
2Q18	202	132	132	1,367	210	-57	986	207	162	1,030	35	49

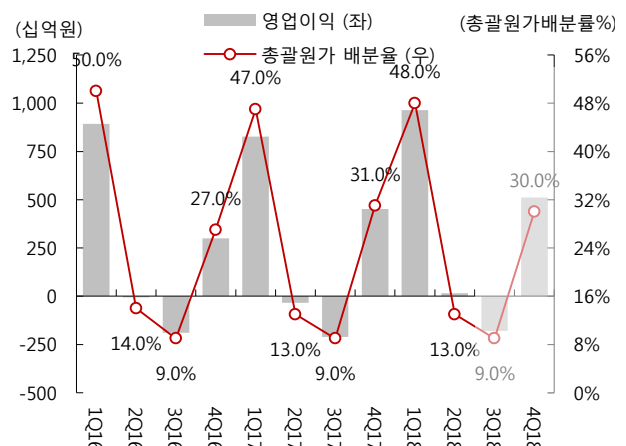
자료: 하이투자증권

<그림 2> 한국가스공사의 해외자산 지분법이익 추이 : 우즈벡 수르길, 카타르 KORAS, 오만 KOLNG 모두 지분법이익 개선되었으나, 인니 DSLNG는 지난 4월 플랜트 유지보수로 생산량 감소가 실적에 악영향. DSLNG는 3Q18에 실적 정상화 전망

(억원)	우즈벡 수르길	카타르 KORAS	오만 KOLNG	인니 DSLNG
1Q17	79	155	22	82
2Q17	80	291	24	74
3Q17	177	94	14	53
4Q17	65	79	17	64
1Q18	148	185	29	89
2Q18	189	218	34	43

자료: 하이투자증권

<그림 3> 한국가스공사의 총괄원가 배분율 및 영업이익 추이 : 2Q18의 총괄원가 배분율은 작년과 같은 13.0%였고, 3Q18의 총괄원가 배분율은 9.0%로 예정되어 있음



자료: 하이투자증권

<표 1> 한국가스공사 실적 추이 및 전망 테이블

구분	단위	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	십억원	7,718	4,026	3,864	6,564	8,772	5,057	4,715	7,667	21,108	22,172	26,210	26,910
매출원가	십억원	6,787	3,973	3,988	5,981	7,724	4,951	4,819	7,015	19,694	20,729	24,508	25,149
판매관리비	십억원	105	87	87	131	85	90	85	140	416	409	400	405
영업이익	십억원	827	-34	-211	452	964	15	-189	512	998	1,034	1,302	1,357
영업이익률	%	10.7%	-0.8%	-5.5%	6.9%	11.0%	0.3%	-4.0%	6.7%	4.7%	4.7%	5.0%	5.0%
세전이익	십억원	679	-340	-1,584	-5	887	-124	-344	292	-769	-1,250	712	823
법인세비용	십억원	179	-82	-498	342	106	6	-76	121	-157	-59	157	181
법인세율	%	26.3%	24.0%	31.4%	27.2%	11.9%	23.5%	20.9%	18.8%	20.4%	4.7%	22.0%	22.0%
당기순이익	십억원	500	-259	-1,086	-347	781	-130	-268	172	-612	-1,192	555	642
지배주주순이익	십억원	497	-259	-1,087	-347	774	-134	-268	183	-613	-1,196	555	642
지배주주순이익 비중	%	99.4%	99.9%	100.1%	100.1%	99.1%	99.1%	99.1%	99.1%	100.1%	100.4%	100.0%	100.0%

자료: 하이투자증권

<표 2> 한국가스공사 2Q18 잠정실적 및 컨센서스의 비교

(십억원)	2Q17	2Q18(a)	y/y%	컨센서스(b)	Gap(a/b-1)
매출액	4,025.8	5,056.6	25.6%	4,913.3	-2.8%
영업이익	-34.2	15.3	흑전	9.7	-36.6%
당기순이익	-258.5	-133.7	적지	-116.7	-12.7%

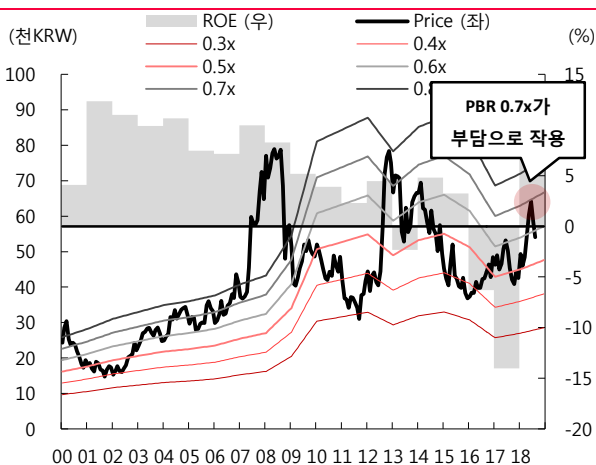
자료: 하이투자증권

<표 3> 한국가스공사 연간 실적 추정 변경 테이블

(십억원)	변경 전	변경 후	Chg%
매출액			
2018	24,385.0	26,210.1	7.5%
2019	24,868.8	26,910.2	8.2%
영업이익			
2018	1,225.5	1,302.1	6.3%
2019	1,292.6	1,356.8	5.0%
지배주주순이익			
2018	492.3	555.4	12.8%
2019	567.6	642.0	13.1%

자료: 하이투자증권

<그림 4> 한국가스공사의 PBR/ROE Band Chart : 과거 PBR 0.7x 가 밸류에이션 부담으로 작용하였음. 현재 주가 수준은 PBR 0.57x 수준으로 밸류에이션 부담이 완화된 상황



자료: 하이투자증권

<표 4> 한국가스공사 목표주가 산정 Table: 목표주가는 12M Fwd BPS 91,997 원에 Target PBR 0.75x [12M Fwd ROE 7.2%, COE 9.6%]를 적용하여 산출

Target PBR (ROE/COE)	0.75x
자기자본이익률 (ROE, 12M Fwd)	7.2%
자기자본비용 (COE, CAPM)	9.6%
Risk Free Return (Rf, 국채 5년물 수익률)	2.5%
Beta (β, KOSPI 수익률 대비)	0.8222
Market Risk Premium (MRP, Rm-Rf)	8.7%
Market Return (Rm, KOSPI 수익률)	11.2%
BPS (12M Fwd)	91,997
Target Price (12M)	69,000
Implied Target Price (12M)	69,100
Closing Price (08/08)	55,500
Upside	24.3%

자료: 하이투자증권

2Q18 Conference Call Q&A Session Script

1) 호주 Prelude 상업생산 시점은 언제가 될 것인지?

호주 Prelude사업은 FLNG 건조 완료후에 해저 가스전과 연결하여 현재 시운전 중. 올해 4분기에 상업생산을 계획 중이다. 호주 Prelude 사업은 2018회계연도에는 영업이익 창출이 쉽지 않으나, 2019회계연도에는 JCC 60불기준 600억원 영업이익 실현이 기대된다.

2) 호주 GLNG 하반기 유가와 영업이익 전망은?

호주 GLNG 판매가격 공식에 적용되는 국제유가는 JCC로, 통상 3~4개월 후행하여 반영되고 있다. 올해 1/4분기 적용유가는 54.6불 2/4분기는 64.3불이었다. 올해 6백만톤 생산목표 및 하반기 적용유가 68불 감안시, 2018년 호주 GLNG 영업이익은 850원 이상이 가능할 것이다.

3) 호주 동부지역 내수가스가 부족하는데, 2019년도에 GLNG사업 수출 제한이 이루어질 것인지?

최근 호주 에너지시장기구와 국제에너지기구에 따르면 단기적으로 2023년까지는 호주내 내수가스 공급 부족이 없을 것이나, 장기적으로 2024~2038년까지는 공급부족이 전망되어, 지속적인 신규자산 개발이 필요할 것이다. 2017년도에 실시한 호주 에너지시장기구 예측에 따르면 2018년부터 공급부족이 예상된다고 하였으나, 올해 실시한 예측발표에서는 공급부족 시점이 2024년으로 늦춰졌다. 호주 에너지시장기구가 올해 전망을 내놓음에 따라 호주 정부의 가스수출제한정책은 당분간 계속 보류될 것으로 기대한다.

4) 사이프러스 탐사 진행상황은 어떻게 되는지?

운용사 ENI는 사이프러스 탄광구 시추를 올해 2월 11일부터 약 한달간 계획했으나 터키 정부의 반대로 3광구 시추는 잠정 연기되었다. 현재 지정학적 리스크로 사이프러스 정부와 대안을 논의중이다. 6월말 기준 3광구 투자비는 242억원, 9광구 투자비는 903억원이다.

5) 이라크 바드라 사업 매출액 증가했는데, 영업이익은 감소한 이유는?

바드라 사업은 올해 상반기 일일생산량이 8만 2천배럴로, y-y 7만 2천배럴 대비 1만배럴 증가하며 매출액이 증가하였다. 영업이익은 생산계획변경으로 계약기간인 2030년 내에는 추정생산량이 감소한 내용을 반영하여, 감가상각비를 증가시킨 것이 주된 영업이익 감소사유이다.

6) 이라크 주바이르 사업 연도별 생산량 증가계획 및 영업이익 전망은?

이라크 주바이르 생산량은 연간 작업계획에 따라 증산중이며, 연도별 생산량 목표는 올해는 43만배럴, 2019년 49만배럴, 2020년 54만배럴이다. 일일최대생산량인 85만배럴 달성시점은 2023년을 목표로 하고 있다. 올해의 영업이익은 1천억원대로 예상된다.

7) 이라크 아카스 자산활용 추가사업 추진 여부?

2018년 4월 이라크 석유부가 GE/나시리아사와 사업계약을 체결함에 따라, 공사가 추진하였던 자산활용 사업은 성사되지 못하였다. 별도의 자산활용 추가사업은 검토하고 있지 않다.

8) 모잠비크 개발 추진 현황, 맘바 가스 국내 도입 여부?

모잠비크 Area 4에 대해 지난 2017년 10% 지분 참여하였으며, 이후 85Tcf 가스전을 발견하였다. 발견된 가스전의 상업화를 위해 순차개발이 필수적이며, Coral South FLNG사업은 광구 내 최초 투자사업으로써 2017년 5월 최종 투자결정을 승인하였다. 2022년부터 상업생산 연간 LNG 약 3백만톤 예정으로, 안정적 수익창출이 기대된다.

맘바 육상 LNG 사업은 2018년 최종 투자결정하였고, 2023년 산업생산(연간 1,500만톤)을 목표로 하고 있다. Area 1과 공동으로 개발하는 맘바 육상 LNG 도입 가능성여부는 국내 LNG 수급여건과 프로젝트 경쟁력에 따라 결정될 것이다. 국내 수급여건을 보면 2023년 국내 기존 도입계약이 상당부분 종료되고, 신정부 탈석탄/탈원전 정책에 따라 국내 LNG 수요 증대가 예상된다. 타 LNG프로젝트 대비 가격 경쟁력 확보가 가능하다면, 국내 도입도 가능하다.

9) 러시아 PNG쪽 된다 안된다 이야기 많은데, 향후에 계획은 어떻게 되는지?

남북러 PNG 사업은 러시아의 풍부한 천연가스를 도입하여 에너지 수급안정을 강화하고, PNG 인프라 구축으로 LNG와 공급경쟁을 유발하여 LNG 가격 협상력을 제고하기 위해 검토 중인 사업이다. PNG 사업은 남북관계와 주변국과의 지정학적 관계에 크게 영향을 받을 수밖에 없는 상황으로, 최근 북미/남북간 우호적인 분위기로 남북러 PNG 사업 환경이 개선되고 있는 상황이다. 다만, PNG 사업은 사업기간이 길어 1) 당사자들간의 협력관계 유지, 2) 공급안정성 담보 방안, 3) 품질/가격조건에 대한 세부준비가 선행되어야 한다.

10) LNG 도입방안이 어떻게 바뀔 예정인지?

정부의 에너지 전환 정책에 따라 천연가스 수요는 증가할 것이다. 1단계로 2024년 오만/카타르 만기물량이 9백만톤으로, 적기구매가 가능하도록 주요 판매자와 협의중이며, 국제 시장을 모니터링 중이다. 도입계약시 프로젝트의 가격경쟁력을 최우선 고려사항으로 삼아 판매자측과 협상중에 있다.

11) 혁신위에서 나온 해외자산 매각 관련해서 매각 자산여부 등을 업데이트 해줄 수 있는지

혁신 PEF는 에너지안보, 경제충격 완화, 산업육성 측면에서 해외자원개발은 여전히 중요한 국가 정책적 과제이다. 다만, 사업별 구조조정과 내실화 측면에서 선택과 집중이 필요하기 때문에 일부 해외자산의 매각은 검토/추진될 수 있다. 다만 매각자산의 공개는 매매파트너에게 협상카드 노출 우려가 있어, 계약 체결시까지 매매자산의 공개는 어렵다.

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,582	8,868	9,092	8,981
현금 및 현금성자산	441	470	465	475
단기금융자산	55	55	55	55
매출채권	5,516	6,476	6,638	6,528
재고자산	1,542	1,823	1,872	1,841
비유동자산	29,557	29,708	29,812	29,827
유형자산	24,723	24,632	24,493	24,265
무형자산	1,814	1,814	1,814	1,814
자산총계	37,139	38,577	38,904	38,808
유동부채	6,590	6,991	6,855	6,514
매입채무	1,069	1,264	1,297	1,276
단기차입금	610	610	610	610
유동성장기부채	2,819	2,988	2,888	2,688
비유동부채	22,409	23,021	22,974	22,697
사채	18,526	19,131	19,131	19,131
장기차입금	163	163	163	163
부채총계	28,999	30,012	29,829	29,211
지배주주지분	7,813	8,237	8,748	9,270
자본금	462	462	462	462
자본잉여금	1,325	1,325	1,325	1,325
이익잉여금	4,601	5,025	5,536	6,058
기타자본항목	1,426	1,426	1,426	1,426
비지배주주지분	327	327	327	327
자본총계	8,140	8,564	9,075	9,597

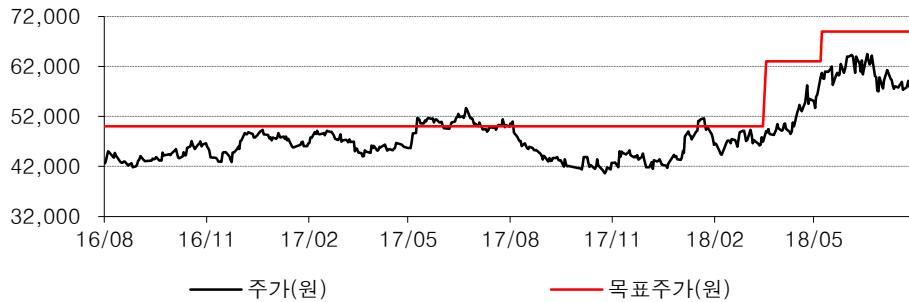
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	22,172	26,210	26,910	26,470
증가율(%)	5.0	18.2	2.7	-1.6
매출원가	20,729	24,508	25,149	24,708
매출총이익	1,443	1,702	1,761	1,763
판매비와관리비	409	400	405	402
연구개발비	55	65	67	66
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,034	1,302	1,357	1,360
증가율(%)	3.6	25.9	4.2	0.3
영업이익률(%)	4.7	5.0	5.0	5.1
이자수익	48	51	50	51
이자비용	830	854	847	837
지분법이익(손실)	-	226	226	226
기타영업외손익	-1,724	-200	-150	-150
세전계속사업이익	-1,250	712	823	838
법인세비용	-59	157	181	184
세전계속이익률(%)	-5.6	2.7	3.1	3.2
당기순이익	-1,192	555	642	654
순이익률(%)	-5.4	2.1	2.4	2.5
지배주주귀속 순이익	-1,205	555	642	654
기타포괄이익	-353	-	-	-
총포괄이익	-1,545	555	642	654
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	2,508	3,210	4,181	4,201
당기순이익	-1,192	555	642	654
유형자산감가상각비	1,716	1,647	1,644	1,636
무형자산상각비	-	-	-	-
지분법관련손실(이익)	-	226	226	226
투자활동 현금흐름	-1,226	-1,874	-1,822	-1,727
유형자산의 처분(취득)	-1,346	-1,556	-1,505	-1,409
무형자산의 처분(취득)	-28	-	-	-
금융상품의 증감	308	-6	-6	-6
재무활동 현금흐름	-1,266	436	-570	-670
단기금융부채의증감	-	169	-100	-200
장기금융부채의증감	-1,144	605	-	-
자본의증감	224	-	-	-
배당금지급	-103	-103	-103	-103
현금및현금성자산의증감	-42	28	-5	10
기초현금및현금성자산	483	441	470	465
기말현금및현금성자산	441	470	465	475

주요투자지표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	-13,055	6,016	6,954	7,080
BPS	84,640	89,232	94,762	100,418
CFPS	5,529	23,863	24,763	24,806
DPS	-	1,500	1,500	1,500
Valuation(배)				
PER		9.2	8.0	7.8
PBR	0.5	0.6	0.6	0.6
PCR	7.7	2.3	2.2	2.2
EV/EBITDA	9.3	9.3	9.1	9.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-14.0	6.9	7.6	7.3
EBITDA 이익률	12.4	11.3	11.2	11.3
부채비율	356.2	350.4	328.7	304.4
순부채비율	265.6	261.2	245.4	229.9
매출채권회전율(x)	4.1	4.4	4.1	4.0
재고자산회전율(x)	17.0	15.6	14.6	14.3

자료 : 한국가스공사, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(한국가스공사)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018-03-26(담당자변경)	Buy	63,000	1년	-17.8%	-5.1%
2018-05-15	Buy	69,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 원민석)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-