



Outperform(Downgrade)

목표주가: 42,000원 (하향)

주가(2/12): 36,450원

시가총액: 33,648억원

유틸리티

Analyst 김상구

02) 3787-4764 sangku@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(2/12)		1,835.28pt
시가총액		33,648억원
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	52,000원	31,450원
당락률	-29.90%	15.90%
수익률	절대	상대
1M	6.4%	9.6%
6M	-11.4%	-4.7%
1Y	-13.0%	-8.0%

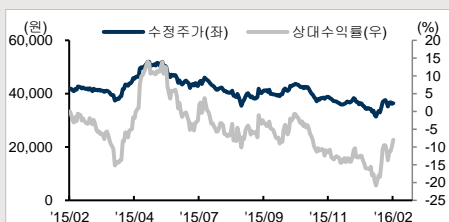
Company Data

발행주식수	92,313천주
일평균 거래량(3M)	203천주
외국인 지분율	12.34%
배당수익률(15E)	0.68%
BPS(15E)	105,224원
주요 주주	기획재정부 외 2인
	55.71%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2013	2014	2015P	2016E
매출액	380,627	372,849	260,527	294,396
보고영업이익	14,882	10,719	10,078	11,909
핵심영업이익	14,882	10,719	10,078	11,909
EBITDA	26,105	22,192	21,048	23,275
세전이익	1,491	3,841	3,617	4,695
순이익	-2,036	4,472	3,192	3,559
지배주주지분순이익	-2,007	4,472	3,192	3,558
EPS(원)	-2,430	4,845	3,458	3,855
증감률(%)YoY)	N/A	N/A	-28.6	11.5
PER(배)	-27.4	10.2	10.7	9.6
PBR(배)	0.7	0.5	0.4	0.3
EV/EBITDA(배)	13.4	15.7	14.6	13.6
보고영업이익률(%)	3.9	2.9	3.9	4.0
핵심영업이익률(%)	3.9	2.9	3.9	4.0
ROE(%)	-2.4	4.8	3.3	3.6
순부채비율(%)	323.1	312.4	282.1	282.0

Price Trend



실적 리뷰

한국가스공사 (036460)

판매감소 지속과 손상인식, 시장 기대치 하회



포근한 기온과 기저발전 증가로 난방용 및 발전용 가스 소비가 감소한 점과 가격 인하로 실적이 둔화되었습니다. 유가하락을 반영한 호주와 캐나다 프로젝트의 손상 인식도 실적 악화에 영향을 미쳤습니다. 1분기 가스수요가 일부 회복될 것으로 보이나 당분간은 유가와 연동한 흐름을 보일 것으로 예상됩니다.

>>> 유가하락과 판매량 감소로 시장 기대치 하회

동사 4분기 실적은 매출 6조 4,829억원(QoQ 47.7%, YoY -39.9%), 영업이익 2,837억원(QoQ 흑전, YoY -17.1%), 순이익 192억원(QoQ 흑전, YoY -87.1%)으로 시장 기대치를 크게 하회하였다.

영업이익 둔화의 직접적인 배경은 유가하락과 발전용 가스발전 소비의 감소에 기인한다. 순이익 감소는 유가하락을 반영하여 호주 GLNG 980억원과 LNG캐나다 550억원 손상인식에 기인한다.

주요 비규제사업 영업이익은 미얀마 169억원, 주베이크 -284억원, GLNG -71억원으로 미얀마를 제외하고 유가하락의 영향이 확대된 것으로 보인다. 4분기말 미수금 잔액은 2.67조원으로 전분기 대비 약 7천억원 감소하였다.

>>> 유가 흐름과 연동된 흐름 전망

뒤늦은 한파로 가스수요가 일부 회복할 것으로 보이나 전반적으로 유가와 연동된 움직임을 보일 것으로 전망한다. 장기적으로는 2분기말 예정된 총괄 원가 산정에서 천연가스 수요감소가 반영될 것으로 예상되나, 1분기 발전용 가스수요 감소와 도시가스요금 인하 영향이 지속될 가능성이 높아 보인다. 또 유가약세가 지속되고 있어 3월 연동제 적용 여부도 고려할 시점이다.

유가하락에 따른 해외 비규제사업에 대한 주의도 지속할 필요가 있다. 올해 연간 생산량이 약 9배로 증가할 GLNG의 경우 자산재평가가 (16년 42\$, 17년 58\$, 장기 103\$) 이루어졌으나 유가반등이 지연될 경우 수익성을 둔화시킬 소지가 남아있다.

프로젝트 시작 당시에 비하여 크게 하락한 원유 가격으로 인해 올해 상업 운전을 시작하게 될 우즈벡 수르길 사업도 당초 기대하였던 수익성을 기대하기는 어려울 것으로 판단된다. 동사 해외사업 대부분이 유가가 고점인 시기에 시작되었다는 점을 상기할 필요가 있다.

>>> 목표주가, 투자의견 조정

미수금 제도와 연동제로 인해서 도시가스사업의 수익성은 안정적인 수준을 유지할 것으로 보인다. 낮은 밸류에이션 수준에 머물고 있으나 유가반등 이전까지는 모멘텀 확대가 여의치 않은 상황으로 판단한다. 이를 반영하여 목표주가를 PB 0.4X, 42,000원으로 조정하고 투자의견을 Outperform 으로 조정한다.

GLNG 전망

GLNG는 지난 9월말 상업생산을 시작하였다. 2015년 연간 매출액 455억원, 영업이익 -620억원, 순이익 -1,245억원으로 확인된다. 순이익은 유가하락을 반영, 8400만 \$의 손상을 인식하며 적자폭이 확대되었다.(반영 내용, 유가 16년 42\$, 17년 58\$, 장기 103\$, 생산 2044년까지)

15년 총생산량은 9카고였으며 램프 업과 train2 가동으로 2016년 생산량은 약 9배 증가한 78카고로 예상된다. 유가하락을 반영 일부 손상이 반영되었으나, 유가가 기준 이상으로 상승하지 않을 경우에는 영업손실 폭이 확대될 가능성이 상존한다.

한국가스공사 4분기 실적 요약, 판매량 감소, 유가하락, 손상반영으로 기대치 하회

(단위: 억원, 천톤)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q 15	2Q 15	3Q 15	4Q 15P	QoQ	YoY
매출액	125,224	73,744	66,093	107,787	102,121	49,681	43,896	64,829	47.7%	-39.9%
영업이익	7,211	946	-859	3,422	8,654	37	-1,450	2,837	흑전	-17.1%
순이익	4,223	201	-1,439	1,487	5,812	-404	-2,408	192	흑전	-87.1%
판매량	11,569	7,043	6,478	10,084	10,684	6,549	5,951	8,272	39.0%	-18.0%
도시가스	6,592	3,358	2,803	5,471	6,422	3,190	2,534	4,784	88.8%	-12.6%
발전용	4,977	3,685	3,675	4,658	4,262	3,359	3,417	3,488	2.1%	-25.1%
주요 비규제	(OP)									
주베이르	279	564	78	419	304	604	392	-284	98.7%	7.1%
미얀마	92	121	120	118	162	141	194	169	-13.0%	16.5%
GLNG								-71		

자료: 한국가스공사, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
매출액	380,627	372,849	260,527	294,396	332,667
매출원가	362,148	358,570	247,962	279,676	316,034
매출총이익	18,479	14,279	12,565	14,720	16,633
판매비및일반관리비	3,597	3,560	2,487	2,811	3,176
영업이익(보고)	14,882	10,719	10,078	11,909	13,457
영업이익(핵심)	14,882	10,719	10,078	11,909	13,457
영업외손익	-13,391	-6,878	-6,461	-7,215	-7,763
이자수익	169	166	116	131	148
배당금수익	0	276	193	218	247
외환이익	5,290	4,207	0	0	0
이자비용	8,375	8,430	7,986	8,361	8,361
외환손실	5,177	1,929	1,000	1,000	0
관계기업지분손익	1,184	966	966	5,000	4,000
투자및기타자산처분손익	-122	-94	272	500	500
금융상품평가및기타금융이익	6,483	2,776	4,343	100	0
기타	-12,842	-4,816	-3,366	-3,803	-4,297
법인세차감전이익	1,491	3,841	3,617	4,695	5,694
법인세비용	3,528	-631	425	1,136	1,378
유효법인세율 (%)	236.6%	-16.4%	11.8%	24.2%	24.2%
당기순이익	-2,036	4,472	3,192	3,559	4,316
지배주주지분순이익(억원)	-2,007	4,472	3,192	3,558	4,316
EBITDA	26,105	22,192	21,048	23,275	25,201
현금순이익(Cash Earnings)	9,187	15,945	14,162	14,924	16,060
수정당기순이익	6,650	1,349	-881	3,104	3,937
증감율(% YoY)					
매출액	8.7	-2.0	-30.1	13.0	13.0
영업이익(보고)	17.5	-28.0	-6.0	18.2	13.0
영업이익(핵심)	17.5	-28.0	-6.0	18.2	13.0
EBITDA	12.4	-15.0	-5.2	10.6	8.3
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	-28.6	11.5	21.3
EPS	N/A	N/A	-28.6	11.5	21.3
수정순이익	1,428.1	-79.7	N/A	N/A	26.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
영업활동현금흐름	13,601	20,303	47,439	2,413	2,215
당기순이익	-2,036	4,472	3,192	3,559	4,316
감가상각비	11,223	11,473	10,970	11,366	11,744
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	-17	-1,589	1,000	1,000	0
자산처분손익	0	0	-272	-500	-500
지분법손익	0	0	-966	-5,000	-4,000
영업활동자산부채 증감	-4,757	5,831	37,874	-6,818	-9,127
기타	9,188	115	-4,358	-1,193	-218
투자활동현금흐름	-44,693	-36,754	-8,915	-14,067	-15,860
투자자산의 처분	-2,132	-688	2,325	-701	-792
유형자산의 처분	13	211	0	0	0
유형자산의 취득	-38,151	-33,878	-20,000	-20,000	-20,000
무형자산의 처분	-5,716	-3,398	0	0	0
기타	1,293	999	8,761	6,634	4,933
재무활동현금흐름	31,255	15,969	4,397	17,232	2,566
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	25,356	12,901	13,000	15,000	0
자본의 증가	7,090	0	0	0	0
배당금지급	-1,191	0	-219	-219	-219
기타	0	3,068	-8,384	2,451	2,785
현금및현금성자산의순증가	-229	-131	42,921	5,578	-11,079
기초현금및현금성자산	2,455	2,226	2,094	45,016	50,593
기말현금및현금성자산	2,226	2,094	45,016	50,593	39,514
Gross Cash Flow	18,358	14,472	9,566	9,231	11,342
Op Free Cash Flow	-57,724	-7,492	37,737	-6,425	-7,182

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
유동자산	122,394	137,913	132,185	147,673	149,214
현금및현금성자산	2,226	2,094	45,016	50,593	39,514
유동금융자산	584	596	416	470	532
매출채권및유동채권	76,190	78,842	57,895	63,999	72,319
재고자산	24,932	35,795	14,474	16,355	18,481
기타유동비금융자산	18,463	20,586	14,385	16,255	18,368
비유동자산	314,269	329,807	328,844	337,366	346,343
장기매출채권및기타비유동채권	1,879	1,998	1,396	1,577	1,783
투자자산	24,712	24,543	23,641	29,481	34,430
유형자산	224,576	250,321	259,351	267,985	276,241
무형자산	20,753	22,342	22,342	22,342	22,342
기타비유동자산	42,350	30,603	22,114	15,980	11,547
자산총계	436,664	467,720	461,029	485,039	495,558
유동부채	83,384	98,621	87,839	90,932	94,428
매입채무및기타유동채무	24,539	32,573	22,760	25,719	29,062
단기차입금	34,701	35,148	35,148	35,148	35,148
유동성장기차입금	22,587	28,894	28,894	28,894	28,894
기타유동부채	1,557	2,007	1,037	1,172	1,324
비유동부채	263,952	271,855	276,056	293,632	296,558
장기매입채무및비유동채무	1,878	1,380	964	1,089	1,231
사채및장기차입금	234,159	242,390	255,390	270,390	270,390
기타비유동부채	27,915	28,086	19,702	22,153	24,938
부채총계	347,336	370,476	363,894	384,564	390,986
자본금	4,616	4,616	4,616	4,616	4,616
주식발행초과금	13,035	13,035	13,035	13,035	13,035
이익잉여금	56,691	61,375	64,348	67,687	71,784
기타자본	14,986	15,136	15,136	15,136	15,136
지배주주지분자본총계	89,328	97,244	97,135	100,474	104,571
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	89,328	97,244	97,135	100,474	104,571
순차입금	288,636	303,741	273,999	283,367	294,385
총차입금	291,446	306,431	319,431	334,431	334,431

투자지표

(단위: 원, %, %)

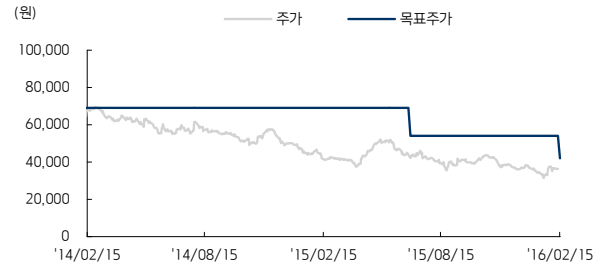
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	-2,430	4,845	3,458	3,855	4,675
BPS	96,766	105,341	105,224	108,841	113,279
주당EBITDA	31,603	24,040	22,801	25,213	27,300
CFPS	11,121	17,273	15,341	16,167	17,397
DPS	0	250	250	250	250
주가배수(배)					
PER	-27.4	10.2	10.7	9.6	7.9
PBR	0.7	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	13.4	15.7	14.6	13.6	13.0
PCFR	6.0	2.9	2.4	2.3	2.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.9	2.9	3.9	4.0	4.0
영업이익률(핵심)	3.9	2.9	3.9	4.0	4.0
EBITDA margin	6.9	6.0	8.1	7.9	7.6
순이익률	-0.5	1.2	1.2	1.2	1.3
자기자본이익률(ROE)	-2.4	4.8	3.3	3.6	4.2
투자자본이익률(ROIC)	-6.3	3.5	2.5	2.6	2.8
안정성(%)					
부채비율	388.8	381.0	374.6	382.7	373.9
순차입금비율	323.1	312.4	282.1	282.0	281.5
이자보상배율(배)	1.8	1.3	1.3	1.4	1.6
활동성(배)					
매출채권회전율	4.8	4.8	3.8	4.8	4.9
재고자산회전율	17.4	12.3	10.4	19.1	19.1
매입채무회전율	14.0	13.1	9.4	12.1	12.1

- 당사는 2월 12일 현재 '한국가스공사' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
한국가스공사(036460)	2014/01/02	Marketperform(Downgrade)	69,000원
	2014/01/10	Marketperform(Maintain)	69,000원
	2014/02/14	Marketperform(Maintain)	69,000원
	2014/02/24	Marketperform(Maintain)	69,000원
	2014/05/14	Outperform(Upgrade)	69,000원
	2014/05/28	Outperform(Maintain)	69,000원
	2014/06/16	Outperform(Maintain)	69,000원
	2014/06/30	Outperform(Maintain)	69,000원
	2014/07/21	Outperform(Maintain)	69,000원
	2014/08/13	Outperform(Maintain)	69,000원
	2014/11/14	Buy(Upgrade)	69,000원
	2014/11/30	Buy(Maintain)	69,000원
	2014/12/17	Buy(Maintain)	69,000원
	2015/01/02	Buy(Maintain)	69,000원
	2015/04/20	Buy(Maintain)	69,000원
	2015/05/12	Buy(Maintain)	69,000원
	2015/06/29	Buy(Maintain)	54,000원
	2015/08/13	Buy(Maintain)	54,000원
	2015/11/11	Buy(Maintain)	54,000원
	2016/2/15	Outperform(Downgrade)	42,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2015/1/1~2015/12/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	178	93.19%
중립	13	6.81%
매도	0	0.00%