

Target price raised / Earnings preview

Korea / Utilities

19 October 2012

BUY

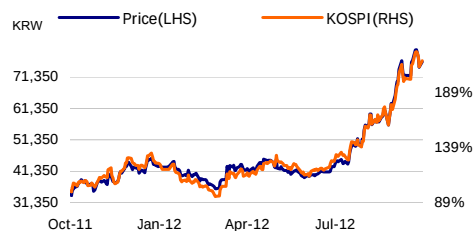
목표주가 110,000 원
현재주가 (17 Oct 12) 72,700 원

Upside/downside (%) 51.3
KOSPI 1955.15
시가총액 (십억원) 5,619
52 주 최저/최고 33,100 - 81,500
일평균거래대금 (십억원) 21.3
외국인 지분율 (%) 29.6

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
매출액 (십억원)	28,494	35,774	36,378	38,366
영업이익 (십억원)	1,018.2	1,241.8	1,357.3	1,525.0
당기순이익 (십억원)	174.7	431.7	545.8	701.5
수정순이익 (십억원)	181.5	434.3	537.6	691.0
EPS (원)	2,348	5,620	6,956	8,941
EPS 성장률 (%)	(34.4)	139.3	23.8	28.5
P/E (x)	17.8	12.9	10.5	8.1
EV/EBITDA (x)	14.1	13.4	13.2	12.0
P/B (x)	0.4	0.7	0.6	0.6
ROE (%)	2.3	5.3	6.2	7.5
순차입금/자기자본 (%)	285.8	297.9	280.4	259.0

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	11.0	65.8	111.6
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	13.4	58.5	106.8

이학무, Analyst

3774 1785 hmlee@miraeasset.com

정윤미

3774 1915 yoonmi.jung@miraeasset.com

한국가스공사 (036460 KS)

미수금 회수로 인한 기업가치 제고 기대

한국가스공사에 대한 목표주가를 기존 74,000 원에서 110,000 원으로 상향 조정함. 이는 셰일가스가 천연가스 가격을 안정화 시키는 데 기여할 뿐 아니라 유가 안정화에도 간접적으로 기여함에 따라 가스공사 기업가치를 훼손하고 있는 미수금이 회수될 수 있는 것을 반영한 것임. 최근 정부가 가스공사 재무구조 개선 의지를 보여주었기 때문에 그 가능성은 더욱 높다고 판단되어 목표주가 산정에 반영하였음. 천연가스 가격이 안정화 된다면 현 원재료비 수준에서 크게 올리지 않아도 미수금이 자연스럽게 회수될 수 있어 정부도 큰 부담은 없을 것으로 전망함. 모잠비크 가스전의 탐사정 및 평가정 단계가 진행중에 있어 자원개발 가치가 지속적으로 추가 모멘텀으로 작용하는 상황에서 미수금 유동화를 통해 기업가치가 상승할 수 있게 된다면 주가의 추가적인 상승은 충분히 기대 가능할 것임.

한국가스공사에 대한 목표주가를 110,000 원으로 상향하고 투자 의견 BUY 유지

한국가스공사에 대한 목표주가를 기존 74,000 원에서 110,000 원으로 상향 조정함. 2013년부터 셰일가스가 유가 안정화에 더욱 기여할 것이고 유가와 연동되어 있는 전통 천연가스 가격이 안정화 될 것으로 전망함. 따라서 현재 책정되어 있는 미수금 회수용 단가 48.65 원/m3 가 꾸준히 회수될 수 있을 것으로 전망될 뿐 아니라 정부도 이를 보장할 가능성이 높다고 판단함. 2013~2014 년에 회수될 수 있는 미수금 규모는 2.23 조원이 될 것이고 이를 선 유동화 하여 차입금 상환에 활용하여 재무구조를 개선할 가능성이 높다고 판단함. 영업자산 가치 29.4 조원 (FY12E EBITDA 2.2 조원에 EV/EBITDA 13.4 배 적용)에 모잠비크를 포함한 투자자산 가치 3.1 조원에 순차입금 22.8 조원(미수금 감소로 기존 순차입금 대비 2.2 조원 감소 반영)을 차감한 기존의 Sum-of-Part 방식으로 새로운 목표주가 110,000 원을 산정함. 새롭게 산정된 목표주가가 현 주가 대비 51%의 상승 여력이 있는 것을 감안하여 투자 의견 BUY 유지.

전통 천연가스와 다른 셰일가스의 전방위적인 원유 대체 효과에 주목

셰일가스는 풍부한 매장량과 이를 바탕으로 한 원가 우위로 천연가스 가격을 낮출 뿐 아니라 원유 수요를 일부 대체함으로 간접적으로 유가를 낮춰 유가와 연동된 가격 시스템을 가지고 있는 전통 천연가스 가격 안정화에도 기여할 것임. 전통 천연가스가 원유의 난방 및 발전 수요만 대체했던 것과는 다르게 셰일가스는 납사, 휘발유 및 경유 등의 수요에도 간접적인 영향을 주고 있는 것에 주목해야 할 것임. 에탄 그라커 산업을 활성화 시켜 납사 수요 증가를 일부 대체하기 시작하였고, CNG 자동차의 경제성을 높여 CNG 자동차 보급을 가속화 시켜 자동차용 연료 수요를 대체할 수 있을 것으로 기대함.

3/4분기 매출 6조 1,557억원 및 영업적자 1,383억원 전망

3/4 분기는 예상보다 높은 기온으로 인한 전력수요로 발전용 가스 판매가 전년대비 10% 가까이 증가하면서 예상보다 높은 6,257 톤의 가스 판매를 기록함. 예상보다 높은 가스 판매량을 기록하였으나 계절적으로인도 도시가스 판매가 전분기 대비 15.5% 감소하면서, 영업적자 1,383 억원을 시현할 것으로 추정. 물량 증가로 인해서 예상보다 손실이 100 억원 수준 감소한 것으로 추산함 (컨센서스 3/4 분기 영업 손실은 1,189 억원). 미수금은 도입원가가 3 개월 가량 지연되는 효과로 인해서 2/4 분기에 낮았던 유가 영향과 709 원으로 올린 연료비 인상 요인으로 미수금이 추가로 증가하지는 않았을 것으로 추정함.

한국가스공사에 대한 목표주가를 기존 74,000 원에서 110,000 원으로 상향 조정

한국가스공사 목표주가를 기존 74,000 원에서 110,000 원으로 상향 조정한다. 목표주가 상향은 5.6 조원에 달하는 미수금을 회수하면서 순차입금이 감소되어 기업가치가 상승하는 것을 반영한 것이다. 정부가 세일가스 투자 확대를 위해 가스공사의 재무구조 개선 의지를 보여주었기 때문에 원료비 연동제가 온전히 시행되어 현재 책정되어 있는 미수금회수용 단가 48.65 원/m3의 미수금이 꾸준히 회수될 것을 충분히 기대할 수 있는 상황이다. 연료비 연동제를 온전히 시행하면 미수금 회수 일정이 가시화 될 수 있고, 가스공사는 재무구조 개선을 위해 ABS 등의 방식으로 미수금을 유동화 시킬 수 있게 될 것이다. 중단기적으로 2013~2014년에 회수될 수 있는 미수금과 이를 바탕으로 유동화 시켜 재무구조 개선에 사용하면 2.23 조원의 차입금 감소를 기대할 수 있다. 이와 같은 수준의 차입금 감소를 기존에 적용하던 Sum-of-part 방식에 반영하여 목표주가를 110,000 원으로 상향 조정한다. 현재 가스공사에서 적용하고 있는 원료비는 두바이 유가 100 달러(원달러 환율 1,100 원)에 준하는 가격으로 세일가스로 인해 국제 유가 및 가스가격이 중기적으로 안정화 될 가능성이 높은 것을 감안할 때 원료비 연동제를 온전히 시행하는 것에 대한 부담은 높지 않은 상황이라고 판단한다.

유상증자로 인한 할인요인은 있지만 주가 반영은 크지 않을 것으로 판단

정부가 고려하고 있는 재무구조 개선 방안에 유상증자도 포함되어 있고 2013년 예산에 가스공사 재무구조 개선을 위한 예산을 2,500 억원 수준으로 책정한 것을 감안하면 2013년에 1조원 규모의 유상증자 가능성도 충분히 있는 것으로 판단한다. 유상증자 가액에 따라 주가가 희석되는 수준이 달라지기 때문에 유상증자에 대한 구체적인 평가가 가능하지는 않지만 현재 주가 수준 및 새롭게 산정한 목표주가 사이에서 유상증자 가격이 산정될 경우 주가 희석 효과는 10~15% 정도 될 수 있다고 판단한다. 물론 단기적으로 이와 같은 유상증자는 주주가치의 할인요인이 될 수 있긴 하지만 중장기적으로 세일가스 등에 대한 투자재원 마련 및 이를 통한 기업 가치 재평가 요인 등을 감안하면 10~15%의 산술적인 할인이 주가에 모두 반영될 가능성은 높지 않다고 판단한다.

Figure 1 한국가스공사 밸류에이션 (EV/EBITDA 기준)

(십억원)		EBTDA	EV/EBITDA	Total
영업가치	영업가치	2,195.8	13.4	29,423.7
해외투자자자원가치	모잠비크			2,625.1
	미얀마			503.0
	투자자산가치 합계			3,128.1
순차입금				22,829.3
시가총액				9,722.5
보통주식수(주)				87,284,510
목표주가(원)				111,389

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 한국가스공사의 모잠비크 가스전 가치 산정

부존량(TCF)	62.0
가채 매장량(만톤)	57,288.0
가채 매장량(백만 BOE)	5,138.7
BOE 당 가치(\$/BOE)	10.0
자원 가치(십억 USD)	51.4
가스공사 지분	10.0
가스공사의 지분가치(십억 USD)	5.1
환율 가정(KRW/USD)	1,100.0
가스공사의 지분가치(2018년, 십억원)	5.65
할인된 지분가치 (2012년)	2.63
생산시작 계획연도	2018

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 한국가스공사 미안마 가스전 가치 산출

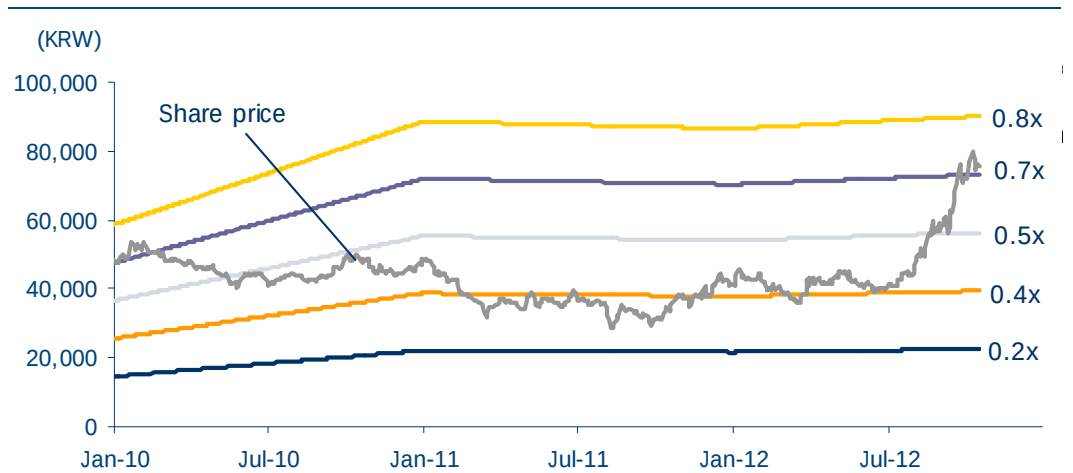
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
A 매장량 (tcf)	5.7	5.7	5.5	5.3	5.1	5.0	4.8	4.6	4.4
일평균 생산량 (tcf) / 1000		0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
연평균 생산량 (tcf) /1000		54.8	164.3	183.4	184.3	185.3	186.2	187.1	188.0
연평균 생산량 (mmbtu)* 10 ^6		55.8	167.5	187.1	188.0	189.0	189.9	190.9	191.8
B US\$/MMBTU		8.5	8.7	8.9	9.2	9.4	9.6	9.9	10.1
C 총매출 (US\$ m)		474.7	1459.6	1670.7	1721.0	1772.9	1826.3	1881.3	1938.0
D 한국가스공사 자본 매출량 (8.5%, US\$ m)		40.3	124.1	142.0	146.3	150.7	155.2	159.9	164.7
E 로열티 (10%)	10%	(3.9)	(11.3)	(12.9)	(13.3)	(13.7)	(14.1)	(14.5)	(15.0)
F 순매출 (US\$ m)		36.4	112.8	129.1	133.0	137.0	141.1	145.4	149.8
G 자본비용 (US\$m)	(50.0)	(50.0)	(83.3)	(83.3)	(9.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
H 운영비용 (US\$m) =7% to sales		(2.8)	(8.7)	(9.9)	(10.2)	(10.5)	(10.9)	(11.2)	(11.5)
I 감가상각비 (US\$m)25 year		(6.4)	(11.0)	(21.0)	(21.0)	(21.0)	(21.0)	(21.0)	(21.0)
J 최대 가격회복 현금흐름 within 50% to sales		20.2	62.0	71.0	73.1	75.3	77.6	80.0	82.4
K 실제 가격회복 이익 (US\$m) =(G+H+I)<0.5C		(20.2)	(62.0)	(71.0)	(73.1)	13.7	0.0	0.0	0.0
L 프로젝트 이익 (US\$m) = sales - royalty - cost recovery - OPEX		13.4	42.1	48.2	49.6	140.1	130.3	134.2	138.2
M 정부 자본 55% (US\$m)		(7.4)	(23.1)	(26.5)	(27.3)	(77.1)	(71.6)	(73.8)	(76.0)
N 대우인터내셔널 자본 40% (US\$m)		6.0	18.9	21.7	22.3	63.0	58.6	60.4	62.2
O 과세소득 (US\$m) = Net revenues - opex - depreciation - gov' share		19.8	69.9	71.6	74.4	28.4	37.6	39.3	41.2
P 소득세 (US\$m)					(22.3)	(8.5)	(11.3)	(11.8)	(12.3)
Q 할인전 현금흐름 (US\$m)		(83.3)	(57.1)	71.8	92.7	73.1	40.9	47.3	49.8
R 할인후 현금흐름 (rate 7%)		(77.9)	(49.9)	58.6	70.7	52.1	27.2	29.5	27.1
S 산정가치 (US\$m)									503.0

자료: 미래에셋증권 리서치센터

PBR 기준으로도 모잠비크 가치 고려하면 11만원 이상 목표주가 가능

한국가스공사의 2013년 예상 ROE가 6.2%로 전망되는데 이를 과거 5년간 한국가스공사의 ROE와 PBR 관계에 대입한 0.86배의 PBR을 2013년 PBS 115,000원에 적용하면 10만원의 목표주가 산출이 가능하다. 미수금회수 가능성이 높아지면서 기업가치가 상승하고 모잠비크 자원개발 가치의 가시성이 높아지는 것 등을 고려하면 과거 대비 리레이팅이 가능하기 때문에 새롭게 제시하는 목표주가 11만원은 충분히 기대 가능한 수준이라고 판단한다.

Figure 4 P/B band chart



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 한국가스공사 피어 밸류에이션

기업		KOREA GAS	TOKYO GAS	CHINA GAS	TOWNGAS CHINA	HONG KONG & CHINA GAS
Code		036460 KS	9531 JP	384 HK	1083 HK	3 HK
투자 의견		BUY	-	BUY	HOLD	HOLD
목표주가 (거래통화)		110,000	-	4.90	5.7	21.00
현재주가 (거래통화)		72,700	433	4.14	6.22	19.72
거래통화		KRW	JPY	HKD	HKD	HKD
괴리율 (%)		51.1	-	18.4	(8.4)	6.5
시가총액 (백만, 거래통화)		5,094.1	1,111,083	18,773	15,230	171,553
매출액	FY11	28,493.7	1,535,242.0	15,861.9	4,321.3	22,426.8
(십억원, 백만 거래통화)	FY12E	35,774.2	1,768,658.3	18,934.0	5,562.0	27,537.0
	FY13E	36,377.9	1,860,720.5	22,213.0	6,531.0	29,742.0
	FY14E	38,366.0	1,870,148.4	25,260.0	7,413.0	31,214.0
영업이익	FY11	1,018.2	122,451.0	1,623.0	586.4	5,675.0
(십억원, 백만 거래통화)	FY12E	1,241.8	77,134.7	2,318.0	669.2	7,483.0
	FY13E	1,357.3	136,287.6	2,620.0	761.0	8,179.0
	FY14E	1,525.0	133,546.4	3,044.0	842.6	8,533.0
순이익	FY11	174.7	95,467.0	625.9	708.8	6,149.6
(십억원, 백만 거래통화)	FY12E	431.7	44,154.0	954.0	914.0	8,497.0
	FY13E	545.8	85,666.3	1,200.0	1,018.0	9,270.0
	FY14E	701.5	82,664.8	1,424.0	1,121.0	9,577.0
영업이익률 (%)	FY11	3.6	8.0	10.2	13.6	25.3
	FY12E	3.5	4.4	12.2	12.0	27.2
	FY13E	3.7	7.3	11.8	11.7	27.5
	FY14E	4.0	7.1	12.1	11.4	27.3
순이익률 (%)	FY11	0.6	6.2	3.9	16.4	27.4
	FY12E	1.2	2.5	5.0	16.4	30.9
	FY13E	1.5	4.6	5.4	15.6	31.2
	FY14E	1.8	4.4	5.6	15.1	30.7
EPS 성장률 (%)	FY11	(34.4)	79.4	(37.7)	44.7	10.0
	FY12E	139.3	(43.4)	33.4	29.0	38.2
	FY13E	23.8	97.4	25.8	11.4	9.1
	FY14E	28.5	(0.8)	18.6	10.1	3.3
PER (x)	FY11	17.8	10.7	23.4	19.8	23.1
	FY12E	12.9	25.7	15.7	15.4	20.7
	FY13E	10.5	13.0	13.2	13.8	19.9
	FY14E	8.1	13.1	11.4	12.5	18.7
PBR (x)	FY11	0.4	1.2	1.9	1.5	3.4
	FY12E	0.7	1.3	1.7	1.3	2.8
	FY13E	0.6	1.2	1.7	1.2	2.7
	FY14E	0.6	1.2	1.5	1.1	2.6
EV/EVITDA (x)	FY11	14.1	5.7	12.2	8.3	23.1
	FY12E	13.4	7.7	9.3	6.7	20.7
	FY13E	13.2	6.1	8.7	5.8	19.3
	FY14E	12.0	6.1	7.7	5.2	18.7
ROE (%)	FY11	2.3	11.4	9.7	7.8	14.8
	FY12E	5.3	5.2	9.7	9.1	13.7
	FY13E	6.2	9.3	10.8	9.3	14.3
	FY14E	7.5	9.3	11.2	9.4	14.2
ROA (%)	FY11	0.5	5.2	2.3	4.3	7.8
	FY12E	1.2	2.4	2.3	4.6	8.9
	FY13E	1.4	6.3	2.5	4.5	8.4
	FY14E	1.8	5.9	2.8	4.5	8.1

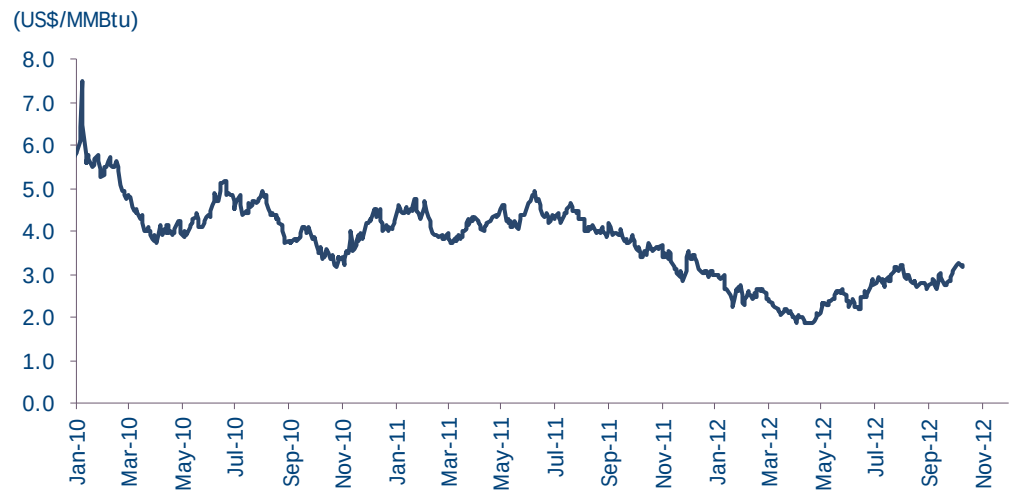
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 (추가 기준일 10/17)

*한국가스공사 (미래에셋증권 추정치), Tokyo Gas 제외한 해외상장기업 (미래에셋증권 홍콩 리서치센터 추정치)

미국산 셰일가스의 도입으로 10%의 도입 원료비 절감 기대 가능

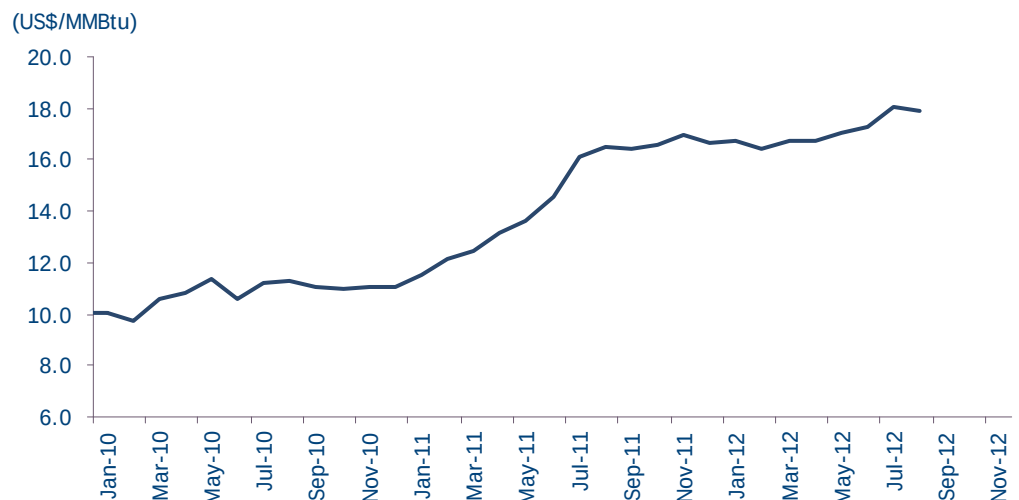
미국의 셰일가스 개발 및 생산으로 인한 영향이 단기적으로는 미국에만 국한되어 있는 것으로 보이지만 장기적으로는 전세계 에너지 시장의 흐름에 큰 영향을 줄 것임을 간과해서는 안될 것이다. 직접적으로는 미국의 천연가스가 액화되어 수출되기 시작하면 국제 LNG 가격에 영향을 줄 수 있을 것이다. 현재 미국내의 천연가스 가격은 2~3 \$/MMBTU 인 반면 아시아 지역의 LNG 가격은 14~17 \$/MMBTU(일본 후쿠시마 원전 사고 이후 가격)로 크게 차이가 난다. 2017년부터 미국에서 도입되는 가스 가격은 액화 및 수송비용과 수출로 인한 수요증가로 가격이 일부 상승하는 것을 감안하면 10~11 \$/MMBTU 에 도입할 수 있게 된다. 이는 가스공사 기준으로 10% 정도의 물량으로 이미 장기공급 계약을 감안할 경우 전체 도입단가를 3% 절감할 수 있는 효과를 기대할 수 있다. 또한 미국의 LNG 수출이 국제 가스 가격에 영향을 줄 수 있는 것까지 감안하면 최소한 10% 이상의 도입단가 인하를 기대할 수 있을 것이다.

Figure 6 천연가스 spot 가격 (Henry Hub, 2001~)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 LNG 일본 수입 가격 (2001~)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

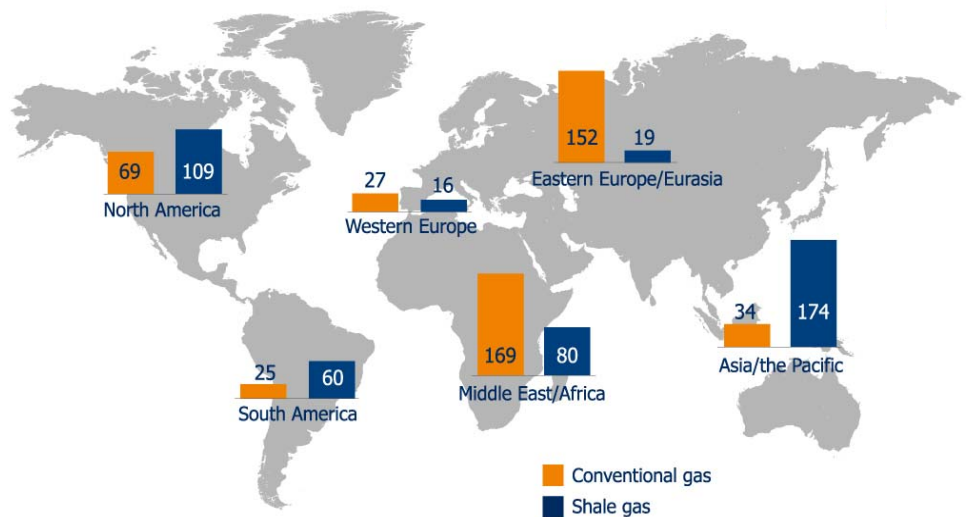
세일가스 분포지역에서의 중장기적인 도입으로 가스 도입 원가 안정화 유도

세일가스는 기존 전통가스 대비 매장지역이 전세계에 걸쳐서 넓게 분포되어 있을 뿐 아니라 아시아/태평양 및 북미에 60% 이상 매장되어 있어 한국 입장에서 운송비 절감을 통한 도입가격 인하를 기대할 수 있을 것이다. PNG 방식으로 도입할 수 있다면 20% 이상의 도입원가 절감을 기대할 수 있으나 지정학적으로 가능성은 그리 높지 않다고 보여진다. 그러나 지리적으로 근접한 아시아/태평양으로부터 LNG를 도입할 수 있게 되는 것을 감안할 때 최소한 5% 이상의 운송비 절감을 기대할 수 있을 것이다.

천연가스 가격 중장기적으로 안정화 기대 가능

천연가스 가격은 중장기적으로 안정화 될 수 있을 것으로 전망한다. 전세계적으로 이슈가 되고 있는 세일가스 개발로 인해 현재까지 확인된 매장량이 기존의 전통가스 매장량의 2배 수준인 451조 m³ 수준으로 중장기적으로 안정적인 공급 증가를 기대할 수 있기 때문이다. 전통적으로 가스는 원유에 수반되어 나오는 것이 대부분이었기 때문에 아직도 대부분의 가스 가격은 원유 가격과 연동되어 있다. 물론 원유와 수반되지 않은 세일가스가 대규모로 공급되기 시작하면서 미국에서는 원유가격과 무관하게 천연가스 가격이 정해지고 있지만 대부분의 지역에서는 원유와 연동된 가격을 유지하고 있다. 따라서 국제적으로 천연가스 가격이 안정화되기 위해서는 유가 안정화가 동반되어야 했지만, 세일가스가 향후 유가 및 천연가스 가격 안정화에 기여하게 될 것으로 판단한다. 세일가스가 도입되기 이전에 가스의 주요 사용처는 난방 및 발전에 불과했다. 원유 사용의 60~70%가 휘발유, 경유 및 납사 등인 것을 감안하면 기존 천연가스는 원유 사용의 일부분만을 대체할 수 있었으나 세일가스의 개발로 납사를 대체할 수 있게 되었고 CNG 차량이 도입된다면 자동차 연료로 사용되는 휘발유 및 경유 사용도 일부 대체할 수 있게 되어 원유 가격은 향후에 더욱 안정화 될 수 있을 것으로 기대한다.

Figure 8 글로벌 세일가스 매장량 (조 m³)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

납사를 대체하는 셰일가스의 역할 주목

에탄, 부탄 및 프로판으로 에틸렌, 부타디엔 및 프로필렌을 제조하기 위해서 높은 기술 수준을 요구하지는 않는다. 그러나 이들 가스는 석유화학에서 주요 원재료로 사용하는 납사보다 가격이 낮지만 저장 및 수송이 어려워 원거리에서 조달할 경우 물류 비용이 크게 증가하여 원가 경쟁력이 낮아지게 된다. 따라서 중동과 같이 풍부한 가스를 파이프를 통해서 안정적으로 조달할 수 있는 지역에서만 에탄 중심의 석유화학 산업이 활성화 되었다. 그 이외 지역에서는 크게 활성화 되지 못했었다. 특히, 이들 지역은 원유와 함께 생산되는 천연가스(수반가스)이기 때문에 에탄 비중이 높아 더 많은 에탄을 낮은 비용으로 확보할 수 있는 장점까지 있어서 이들 지역을 중심으로만 에탄 크래커가 활성화 되었다. 이들 지역을 제외한 지역은 저장 및 수송이 용이한 납사를 중심으로 한 화학공장이 대부분이다.

그러나 미국에서 셰일가스가 개발되고 천연가스를 분리하고 유통하는 인프라가 갖춰지면서 천연가스를 기반으로 한 석유화학 산업이 활성화되기 시작하였다. 셰일가스는 미국 전체적으로 109 조 m³ 의 엄청난 양이 매장되어 있어 장기적으로 에탄 공급이 안정적으로 이루어 질 수 있어서 에탄 크래커 투자가 활발히 이루어진 것으로 판단한다. 물론, 최근 미국 천연가스 가격의 급격한 하락으로 납사를 원재료로 한 에틸렌 대비 500 \$/톤 수준의 원가 경쟁력을 갖게 해준 것도 에탄 크래커 투자를 가속화하는 역할을 한 것으로 보인다. 또한 이는 미국을 제외한 지역에서 수반가스를 기반으로 한 에탄 크래커 투자를 가속화 시키는 역할도 하였다. 이와 같은 에탄 크래커의 생산능력 확대는 추가적으로 증가하는 납사 수요의 일부를 대체하게 될 것이고 최종적으로 원유의 수요를 감소시키는 것에 기여할 것이다. 납사가 전체 원유 사용의 15% 정도를 차지하고 있는 것을 감안하면 에탄, 부탄 및 프로판을 활용한 석유화학 산업이 원유 수요에 미치는 영향이 적지 않을 것으로 전망한다.

Figure 9 석유제품 비중 비교

(%)	한국	미국	글로벌 수요
휘발유, 납사	20.0	46.0	32.0
등유, 항공유	15.2	9.6	37.0
경유	38.5	28.9	
BC유, 중유	16.9	3.4	23.0
기타유	9.4	2.2	8.0

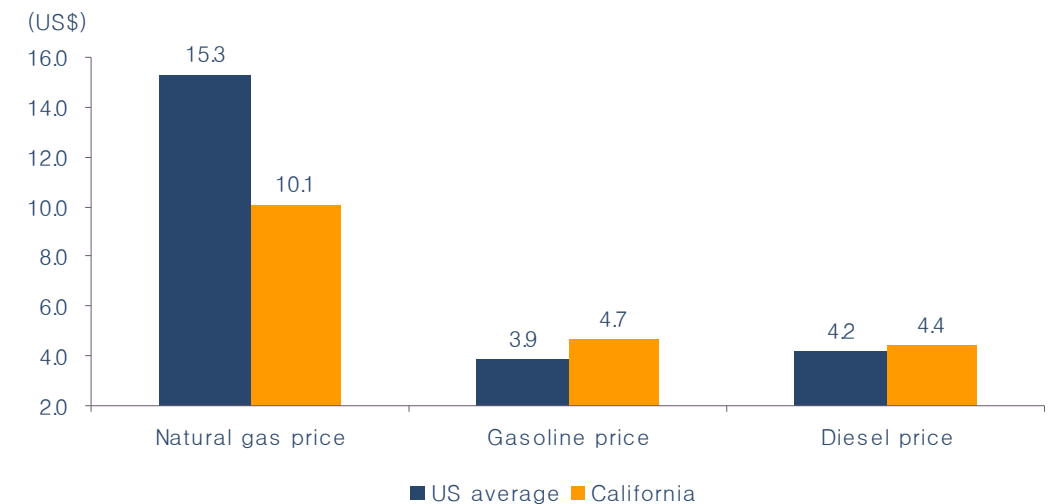
자료: 미래에셋증권 리서치센터

CNG 차량의 도입으로 천연가스가 휘발유 및 경유 수요 증가도 일부 대체 가능할 것

미국에서 셰일가스가 대규모로 공급되면서 천연가스 가격이 크게 하락함에 따라 미국발 CNG 자동차의 성장을 기대할 수 있다. 물론 CNG 자동차의 안전성에 대한 미국 소비자들의 낮은 신뢰와 가스 충전소의 부족 등 넘어야 할 문제가 많긴 하지만 경제적으로 매력적이고 자동차 업체가 보급 의지가 있다면 시장은 열릴 수 있을 것이다. 캘리포니아 지역 기준으로 CNG 자동차의 경제성을 분석해 보면 2,000cc 급 차 기준으로 연간 1만킬로미터 운행하는데 700 달러 이상의 연료비 절감을 할 수 있다. 평균적으로 연간 3만킬로미터 운행하는 것을 감안하면 연간 2천달러의 연료비 절감이 가능하고 CNG 차로 개조하는 비용 4~5천달러는 3년이내로 회수가능할 것으로 기대할 수 있다. 충전소 문제만 해결된다면 CNG로 개조하는 것은 충분히 매력적이 있다는 것인데 캘리포니아 지역에만 215개의 천연가스 충전소가 이미 있기 때문에 캘리포니아를 필두로 CNG 차량 보급을 기대할 수 있을 것으로 전망한다.

미국의 자동차 업체가 CNG 차량을 출시하는 것을 보면 시장 성장에 대한 가능성은 상당히 높다고 판단한다. 크라이슬러는 올해 상반기부터 CNG와 가솔린을 동시에 사용할 수 있는 Ram truck 제조를 시작하였고 최근에 일반에 판매를 개시한 것으로 파악된다. 동종의 휘발유 자동차 대비 1만달러 정도의 프리미엄이 있지만, 연간 3만킬로미터 운행하는 것을 가정할 경우 캘리포니아 지역 기준으로 연간 5천달러 가까이 연료비가 절감되고 미국 평균 휘발유 및 천연가스 가격을 기준으로도 3천달러 이상의 연료비 절감을 기대할 수 있다. 캘리포니아 지역은 3년 미만이면 회수할 수 있고 미국 평균으로도 3년이 크게 넘지 않는 기간이면 추가 비용이 회수 될 수 있게 된다. GM도 CNG와 휘발유를 모두 사용할 수 있는 Chevy Silverado와 GMC Sierra를 4/4분기 중으로 출시할 계획을 가지고 있는 등 light truck 중심으로 미국 자동차 회사들의 대응을 간과하지 말아야 할 것으로 판단한다. 전세계적으로 CNG 자동차는 이미 1,500 만대 가까이 운행되고 있다. 이란, 파키스탄 및 아르헨티나 등에서 2 백만대 이상의 CNG 차가 운행되고 있다. 그러나 전세계 자동차 수요의 20% 가까이 차지하고 있는 미국이 자국에 엄청난 매장량을 가지고 있는 천연가스 자동차를 생산해서 팔기 시작한다는 것은 전세계 자동차 시장의 흐름에 큰 영향을 줄 수 있을 것이고 이는 곧 천연가스가 전세계 자동차용 연료 증가를 의미 있는 수준만큼 대체할 수 있는 가능성이 높다는 것을 의미하는 것이다.

Figure 10 미국 평균 및 캘리포니아주 에너지 소매 가격 비교



자료: EIA, 미래에셋증권 리서치센터

참고: 천연가스(US\$ per 1,000 cubic feet), 가솔린, 디젤 (US\$ per gallon)

Figure 11 CNG 전환 운행 절감 비용

2000cc급 승용차	휘발유 (캘리포니아)	휘발유 (미국평균)	CNG (캘리포니아)	CNG (미국 평균)
연료단가(\$/gal, \$/1000 ft3)	4.7	3.8	10.1	15.3
연료단가(\$/L, \$/m3)	1.24	1.00	0.36	0.54
연비(km/L, km/m3)	13.8	12.8	19.3	17.9
연비 환산액(\$/100 km)	9.0	7.8	1.8	3.0
유지비용 비율	100.0	100.0	20.5	38.4
CNG로 전환시 1만km 운행당 절감 비용(\$)	715.6	482.7		

Chrysler RAM truck	휘발유 (캘리포니아)	휘발유 (미국평균)	CNG (캘리포니아)	CNG (미국 평균)
연료단가(\$/gal, \$/1000 ft3)	4.7	3.8	10.1	15.3
연료단가(\$/L, \$/m3)	1.24	1.00	0.36	0.54
연비(km/L, km/m3)	6.0	6.0	8.3	8.3
연비 환산액(\$/100 km)	20.9	16.9	4.3	6.5
유지비용 비율	100.0	100.0	20.5	38.4
CNG로 전환시 1만km 운행당 절감 비용(\$)	1,659.8	1,038.5		

자료: 미래에셋증권 리서치센터

2005년 대우인터내셔널 주가 상승 스토리 적용은 지속 유효

국내에서 해외 가스전 개발이 기업가치에 가장 큰 영향을 준 최초이자 유일한 예는 당연 대우인터내셔널의 미안마 가스전일 것이다. 한국가스공사에 있어서 모잠비크에 대한 지분은 10%에 지나지 않고 직접 개발하지 않는다는 측면에서 대우인터내셔널의 미안마 가스전(51% 지분 보유)과는 기업가치에 미치는 영향이 다르다고 이야기할 수도 있겠다. 그러나 가스전의 규모가 5배 크다는 측면에서 지분율이 10%로 낮다는 것은 충분히 상쇄할 수 있다고 본다. 규모가 크다는 것은 LNG로 개발할 수 있다는 것이고 이는 경제성이 더 높고 개발 기간도 더 단축될 수 있다는 측면에서 그 가치는 더 높아질 수 있다는 것까지 감안하면 지분율이 낮고 직접 개발하지 않는 디스카운트 요인은 충분히 상쇄되고도 남을 것이다.

한국가스공사의 모잠비크는 이제 탐사정 단계로 가스 존재 여부와 대략적인 매장량을 확인해 나가는 과정에 있는 것이다. 가스전 사업화까지는 실제로 가용한 매장량이 어느 정도인지 확인하는 평가정 및 매장량 평가와 인증을 받고 다양한 개발준비를 거쳐 본격 생산까지 7~8년 이상의 시간이 걸리는 긴 여정이다. 그러나 기업가치에 주가로서 반영되는 것은 가치의 가시성이 확보될 때가 대부분이라는 것이 현 시점에 우리가 한국가스공사에 주목해야 하는 이유가 된다. 이는 앞에 언급한 바와 같이 8~9년전 대우인터내셔널에서 확인이 가능하다. 미안마 가스전이 부각되기 이전인 2003년 상반기까지 대우인터내셔널의 평균 시가총액은 4천억 이하에 불과했다. 2003년 11월 제1탐사정을 시추하고 2004년초에 시추 결과를 발표할 즈음 시가총액은 2배가 넘는 8천억원을 상회하고 있었다. 2004년 말에 평가정 단계로 진입하자 기업가치는 다시 한단계 레벨업 되면서 1.5조원의 시가총액에 이르게 되고 2005년 10월부터 시작된 매장량 평가 및 인증 단계를 거치면서 현재 시가 총액 4조원을 넘어서게 된다. 이 시기 대우인터내셔널의 순이익이 크게 변하지 않았던 것을 감안하면 기업가치 평가의 대부분은 미안마 가스전에 의한 것이라고 판단해도 좋을 것이다. 그 이후로 6년이 지나고 2013년에 본격 상업화를 앞두고 있는 현 시점에 대우인터내셔널의 시가총액은 4조원 수준에 있는 것을 보면 개발 초기에 대부분을 반영하였음을 다시 확인할 수 있는 것이다.

Figure 12 과거 대우인터내셔널 해외사업 및 주가 추이



Events

- A. 탐사 연장 1기 진입
- B. 제1탐사정 (Shwe-1) 시추(2003.11), 시추 결과 발표(2004.1)
- C. 탐사 연장 2기 진입
- D. Shwe 구조 평가정 및 인근 구조 탐사정 시추
- E. 매장량 평가 및 인증, Feasibility Study 실시, 탐사 연장 3기

자료: 대우인터내셔널, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

한국가스공사가 지분 10%를 가지고 있는 아프리카 모잠비크 가스전은 이제 5 개의 탐사정 작업을 마치고 62TCF 수준의 가스가 매장되어 있는 것을 확인했다. 2012 년에 추가적으로 2 개의 탐사정 작업을 진행할 예정이고 2013 년에는 탐사정 단계를 진행해 실질적으로 채굴 가능한 매장량을 확인할 예정이다. 채굴 가능한 매장량이 확인된다는 것은 가스전의 가치가 거의 다 확인되는 것이므로 당연히 주가에 상당 부분 반영될 수 있음을 간과해서는 안될 것이다. 8년전 평가정 및 매장량 평가와 인증 단계를 거치면서 3 조원의 미얀마 가스전 가치가 충분히 반영되었던 대우인터내셔널의 경우가 한국가스공사에게 다시 반복될 가능성이 높다고 보고 있다. 최소한 24 조원의 가치가 있는 것으로 평가되고 있는 모잠비크 Area4 의 한국가스공사 지분가치가 2013 년 탐사정 및 매장량 탐사 및 인증 단계를 거치면서 한국가스공사의 주가에 대부분 반영될 수 있을 것으로 기대 가능하다. 특히 2013 년은 미얀마 가스전의 상업생산이 시작되어 대우인터내셔널의 수익에 직접적으로 영향을 주는 것을 확인시켜 줄 것이므로 한국 가스공사의 주가에는 더욱 긍정적일 수 있다고 본다. 게다가 규모가 5 배 가까이 크기 때문에 LNG 로 개발할 수 있어 훨씬 빠른 속도로 진행됨으로 주가에 반영되는 속도는 더 빠를 수 있을 것으로 전망한다.

Figure 13 한국가스공사 해외 가스전 가치

	Mozambique	Myanmar
부존량 (TCF)	62.0	5.0
가채 매장량 (만톤)	57,288.0	6,300.0
가채 매장량 (BOE)	5,138.7	565.1
BOE 당 가치 (\$/BOE)	10.0	10.0
자원 가치 (십억 USD)	51.4	5.7
가스공사 지분	10.0	51.0
가스공사의 지분가치 (십억 USD)	5.1	2.9
환율 가정 (KRW/USD)	1,100.0	1,101.0
가스공사의 지분가치 (조원)	5.7	3.2
할인된 지분가치 (2012 년)	2.63	1.27
생산시작 계획연도	2018	2010

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 14 한국가스공사 해외사업 및 주가 추이



Events

- A. 미쓰비시 상사와 LNG 사업 MOU 체결 (2006.11)
- B. 한국가스공사와 오만 정부 조인트벤처 설립 (2007.05)
- C. 고유가로 연료비 연동제 중단 (2008.03~2010.08)
- D. 한국가스공사와 우즈베키스탄 정부간 수르길 프로젝트를 위한 조인트 벤처 설립 (2008.03)
- E. 이라크와 유전 개발 및 생산을 위한 본계약 체결 (2010.02)
- F. 캐나다 가스전 첫 상업 생산 시작 (2010.10)
- G. 모잠비크 가스전 발견 (2012.03)
- H. 연료비 연동제 중단 (2011.10~present)

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

3/4분기 매출 6조 1,557억원 및 영업적자 1,383억원 전망

3/4분기는 예상보다 높은 기온으로 인한 전력수요 증가로 발전용 가스 판매가 전년대비 10% 가까이 증가하면서 예상보다 높은 6,257톤의 가스 판매를 기록하였다. 그러나 계절적 요인으로 도시가스 판매가 전분기 대비 15.5% 감소하면서 영업적자 1,380억원을 시현할 것으로 추정한다. 물량 증가로 인해서 예상보다 손실이 100억원 수준 감소한 것으로 추산한다. 미수금은 도입원가가 3개월 가량 지연되는 효과 및 2/4분기에 낮았던 유가 영향과 709원으로 올린 연료비 인상 요인으로 추가로 증가하지는 않았을 것으로 추정한다.

Figure 15 분기 실적 프리뷰 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, %)	3Q preview					QoQ		YoY	
	New	Previous	(%,ppt)	Market	(%,ppt)	2Q12	(%,ppt)	3Q11	(%,ppt)
매출액	6,155.7	5,863.4	5.0	6,010.8	2.4	7,996.3	(23.0)	5,062.0	21.6
영업이익	(138.3)	(149.0)	(7.2)	(118.9)	(16.3)	232.6	TN	(126.7)	NR
순이익	(212.2)	(219.6)	(3.4)	(231.7)	8.4	40.3	TN	(342.5)	NR
영업이익률	(2.2)	(2.5)	0.3	(2.0)	(0.3)	2.9		(2.5)	
순이익률	(3.4)	(3.7)	0.3	(3.9)	0.4	0.5		(6.8)	

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

참고: TN: Turn negative, RN: Negative remained

Figure 16 연간 수익추정 변경 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, %)	변경전		변경후		차이(%, %p)	
	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E
매출액	34,604.3	33,976.4	35,774.2	36,377.9	3.4	7.1
영업이익	1,179.1	1,307.7	1,241.8	1,357.3	5.3	3.8
EBITDA	2,138.0	2,312.3	2,195.8	2,317.8	2.7	0.2
순이익	384.2	501.1	431.7	545.8	12.4	8.9
영업이익률	3.4	3.8	3.5	3.7	0.1	(0.1)
EBITDA마진	6.2	6.8	6.1	6.4	(0.0)	(0.4)
순이익률	1.1	1.5	1.2	1.5	0.1	0.0

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 17 한국가스공사 분기별 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, %, ppt)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12E	4Q12E
매출액	8,833.1	5,844.4	5,062.0	8,754.1	11,870.5	7,996.3	6,155.7	9,751.7
도시가스	5,173.9	2,973.4	2,447.1	5,144.4	7,278.5	3,749.8	2,901.9	5,671.6
발전	3,656.3	2,872.0	2,616.8	3,615.0	4,593.3	4,246.5	3,253.8	4,080.1
영업이익	645.6	137.3	(126.7)	362.1	720.4	232.6	(138.3)	427.0
EBITDA	834.7	332.6	99.2	600.3	956.9	481.5	95.3	662.1
순이익	406.2	16.2	(342.5)	94.7	411.3	40.3	(212.2)	192.3
영업이익률	7.3	2.3	(2.5)	4.1	6.1	2.9	(2.2)	4.4
EBITDA마진	9.4	5.7	2.0	6.9	8.1	6.0	1.5	6.8
순이익률	4.6	0.3	(6.8)	1.1	3.5	0.5	(3.4)	2.0
주요가정 (천톤)								
도시가스	7,048	3,400	2,605	5,202	7,256	3,385	2,859	5,410
발전	4,747	3,516	3,123	3,929	4,897	4,025	3,398	4,125
총계	11,795	6,916	5,728	9,131	12,153	7,410	6,257	9,536

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Appendix

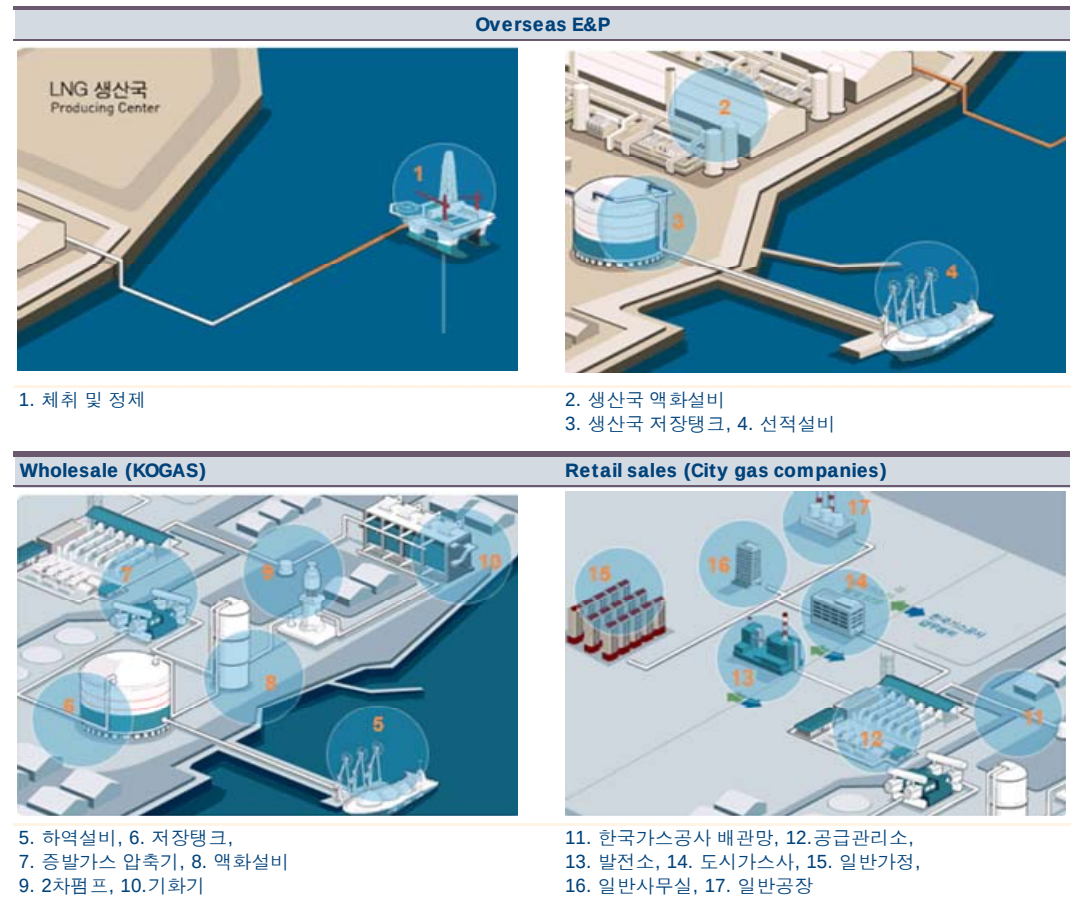
기업 개요

한국가스공사는 청정에너지인 천연가스의 공급을 통한 국민생활의 편익 증진 및 복리 향상을 위하여 1983년 8월에 설립되었으며, 천연가스의 제조, 공급 및 그 부산물의 정제, 판매, 생산기지와 공급망의 건설, 운영, 천연가스와 액화석유가스의 개발, 수출입 등의 업무를 수행하고 있음. 또한 동사는 인도네시아, 말레이시아 등 해외로부터 액화천연가스(LNG)를 도입하여 발전소와 일반 도시가스사 등지로 판매하고, 전국적인 가스인프라 구축을 위한 건설공사를 수행하고 있음.

사업 체계

천연가스는 해외 원산지에서 액화천연가스(LNG)상태로 한국가스공사에 의해 유입되며 한국가스공사에서는 LNG를 다시 기화하여 발전소 등지에 직접 공급하거나 일반도시가스회사에 공급하게 됨.

Figure 18 LNG value chain



자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

요금 체계

한국가스공사가 공급하는 LNG 요금은 1) 도입원료비용, 2)공급비용, 3)투자보수액으로 구성됨. LNG 원료비용은 LNG 원재료비, 수송비, 보험료, 세금 등 기타 부대비용으로 구성되며 공급비는 감가상각비, 판관비, 인건비 등을 포함하고 있음. 원료비 연동제에 따라 한국가스공사는 연간 손익을 예상 원료비에 따라 산정한 후 추후 조정 연료비를 적용하여 요금에 반영하지만, 실제 원료비 변동이 회사의 비용 및 LNG 계절 수요 변화에 반영되는데에는 시차가 존재함. 원료비 변동은 연동제에 따라 요금에 반영되지만 동사의 영업이익 및 당기순이익에 영향은 없으며, 투자보수액은 도매사업부분의 대략적인 영업이익과 동일함.

Figure 19 한국가스공사 요금 체계

원료비 (원 / m ³)	+	(공급비 + 투자보수액) ÷ 타겟물량 (m ³)	=	도매요금 (원 / m ³)
원재료비 (LNG)		공급마진 (원 / m ³)		
수송비		감가상각비		
보험료		판관비		
세금 등 기타 부대비용		인건비		
		기타		

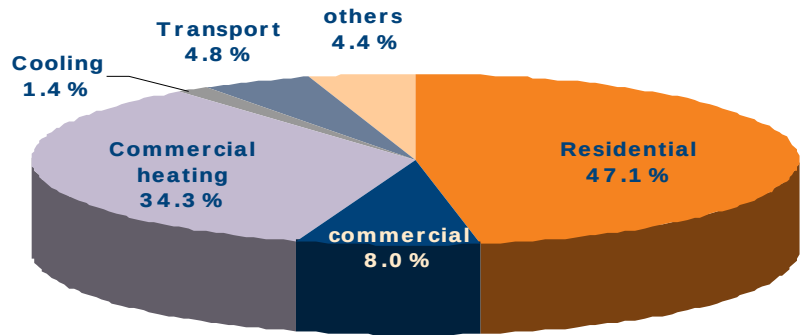
자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 20 해외 자원개발 과정 및 설명

단계별 절차	세부 절차	설명
1 자료정보 수집	문헌조사	기존보고서 및 책자를 토대로 탐사유망지역 발굴 환경, 채광 등 제약요인의 사전분석
	탐사권 신청 및 획득	
2 탐사	탐사 및 시추	광역탐사: 항공, 지표지질, 지화학, 물리탐사 및 소량의 시추 시행, 지질구조 파악, 정밀탐사대상구역 선정, 부존매장량 추정 등 정밀탐사 및 탐광시추: 정밀탐사 구역내에서 각종 탐사를 행하고 시추를 중점 시행
	사업타당성 조사	* 사전조사: 광역탐사정보를 토대로 광산의 개략설계, 투자비 및 생산원가 추정, 사전경제성 분석 및 다른 대체투자기회와의 경제성 비교 등 * 본조사: 정밀탐사정보, 선광시험결과와 사전타당성 조사결과를 토대로 광산 세부 설계 및 개발계획 수립, 투자비 생산원가 산출, 경제성 분석 등
3 개발준비	개발 시추 및 시험생산	개발시추: 개발대상지의 개발시추시행 및 부대시설 예정지의 지반조사 시험생산: 시추 혹은 탐광굴진으로 다량의 시료를 채취, 수요자측에 사용가능성 판단용으로 제공하고, 조업초기의 생산관리정보로 활용
	최종타당성조사 및 정밀설계	최종타당성조사: 개발시추 결과와 입찰직전의 건적가격을 적용하여 보고서 보완, 자금조달방안 강구 정밀설계: 각종 공사 및 구매입찰을 거쳐 투자비, 생산원가, 생산, 판매계획 및 자금계획 확정, 제반허가취득 등
4 개발투자	개발자금 융자, 개발 투자비 송금, 건설시공 및 구매(부대시설 공사 등)	
5 초기조업	생산착수	시험생산 정보를 활용하여 판매계약과 범위내에서 생산, 시장확대 노력 및 확장투자 개시
6 정상조업	정상규모 생산	사업타당성 조사시 확정된 최적규모로 정상가행
	영업활동	지분별 판매담당량 개발수입, 국내 반입
	수익분배	법인설립시: 세후순이익 배당 비법인 설립시: 현금유입액 또는 생산물 분배

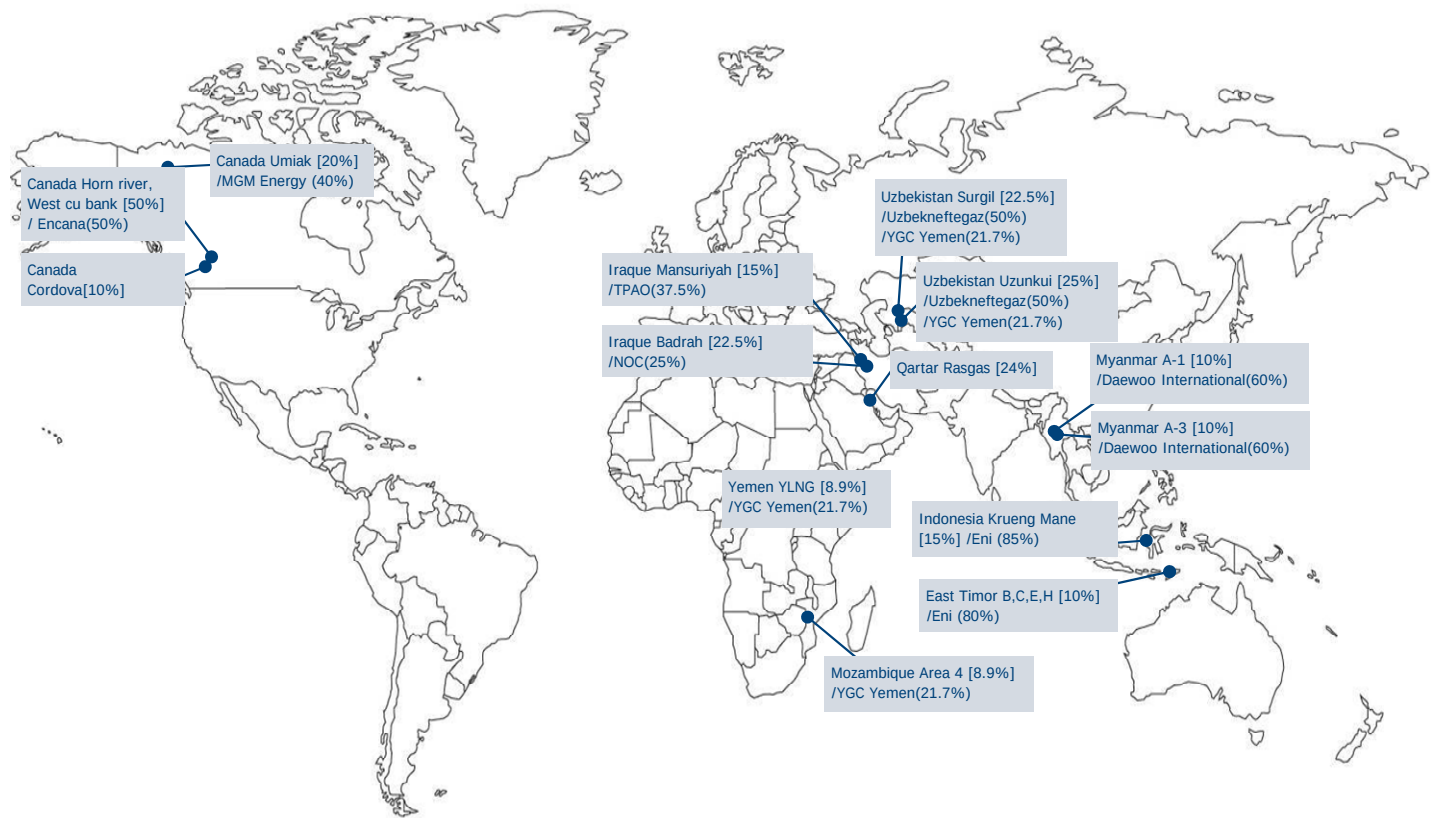
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 21 용도별 가스판매 비중 (2011 년)



자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 22 한국가스공사 해외 자원개발 프로젝트 지도



자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 23 CNG 차량 예시 (Dodge Ram pickup truck)



자료: CNG chat.com, EIA, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 24 CNG 차량 다량 보유 국가 (백만대)

Rank	Country	Registered fleet
1	Iran	2.86
2	Pakistan	2.85
3	Argentina	2.07
4	Brazil	1.70
5	India	1.10
6	Italy	0.78
7	China	0.61
8	Colombia	0.36
9	Uzbekistan	0.31
10	Thailand	0.30

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	28,494	35,774	36,378	38,366
매출원가	(27,179)	(34,191)	(34,674)	(36,474)
매출총이익	1,315	1,583	1,704	1,892
판매비와관리비	(292)	(314)	(346)	(363)
영업이익 (조정)	1,023	1,269	1,358	1,529
영업이익	1,018	1,242	1,357	1,525
순이자손익	(701)	(786)	(813)	(812)
지분법손익	142	118	98	98
기타	(70)	(13)	77	117
세전계속사업손익	389	560	719	928
법인세비용	(215)	(129)	(173)	(227)
당기순이익	175	432	546	702
당기순이익 (지배주주지분)	181	434	538	691
EPS (지배주주지분, 원)	2,348	5,620	6,956	8,941

증가율 & 마진 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액 증가율	25.3	25.6	1.7	5.5
매출총이익 증가율	0.9	20.4	7.6	11.0
영업이익 증가율	5.0	22.0	9.3	12.4
당기순이익 증가율	(34.4)	139.3	23.8	28.5
EPS 증가율	(34.4)	139.3	23.8	28.5
매출총이익율	4.6	4.4	4.7	4.9
영업이익률	3.6	3.5	3.7	4.0
당기순이익률	0.6	1.2	1.5	1.8

자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
영업현금	(470)	1,551	1,557	1,623
당기순이익	175	432	546	702
유무형자산상각비	845	954	961	992
운전자본증감	(1,689)	(17)	70	(54)
투자현금	(3,663)	(3,663)	(1,388)	(1,315)
자본적지출	(2,094)	(1,914)	(1,600)	(1,600)
유무형 자산감소	(1,284.8)	(1,066.0)	(800.0)	(800.0)
재무현금	4,117	2,305	(119)	(88)
배당금	(45)	(55)	(62)	(62)
자본의증가 (감소)	0	0	0	0
부채의증가 (감소)	4,162	2,360	(57)	(26)
기초현금	150	348	397	618
기말현금	(470)	1,551	1,557	1,623

자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

* 경기회복 및 가스발전 비중 증가로 매출이 급증하며 운전자금이 크게 증가하였고, 이후 2012년부터 정상화됨.

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	11,983	10,781	10,740	11,128
현금및현금성자산	155	348	397	618
단기금융자산	15	116	120	125
매출채권	8,082	6,733	6,665	6,921
재고자산	3,360	3,206	3,174	3,076
기타유동자산	371	379	383	387
비유동자산	24,028	28,225	28,746	29,163
유형자산	17,493	18,517	19,157	19,765
투자자산	1,344	1,552	1,615	1,680
기타비유동자산	5,191	8,156	7,975	7,718
자산총계	36,010	39,006	39,486	40,290
유동부채	8,140	7,493	4,767	1,876
매입채무	2,823	2,795	2,767	2,873
단기금융부채	5,082	4,460	1,760	(1,240)
기타유동부채	235	237	240	242
비유동부채	19,826	23,103	25,824	28,880
장기금융부채	18,080	21,054	23,697	26,671
기타비유동부채	1,746	2,049	2,128	2,209
부채총계	27,967	30,596	30,591	30,756
지배주주지분	8,049	8,409	8,893	9,533
비지배주주지분	(6)	1	1	1
자본총계	8,044	8,410	8,894	9,534
BVPS (원)	104,153	108,809	115,071	123,348

자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2011A	2012E	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	2.3	5.3	6.2	7.5
총자산이익률 (%)	0.5	1.2	1.4	1.8
재고자산 보유기간 (일)	37.0	35.0	33.6	31.3
매출채권 회수기간 (일)	91.4	75.6	67.2	64.6
매입채무 결제기간 (일)	31.0	30.0	29.3	28.2
순차입금/자기자본 (%)	285.8	297.9	280.4	259.0
이자보상배율 (x)	1.5	1.6	1.7	1.9

자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자의견 (12개월 기준)

BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
Hold : 현주가 대비 목표주가 $\pm 10\%$ 이내
Reduce : 현주가 대비 목표주가 -10% 초과
단, 업종 투자의견에 의한 $\pm 10\%$ 내의 조정치 감안 가능

업종별 투자의견

Overweight : 현 업종지수대비 +10% 초과
Neutral : 현 업종지수대비 $\pm 10\%$ 이내
Underweight : 현 업종지수 대비 -10% 초과

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관 투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
작성 자: 이학무, 정윤미

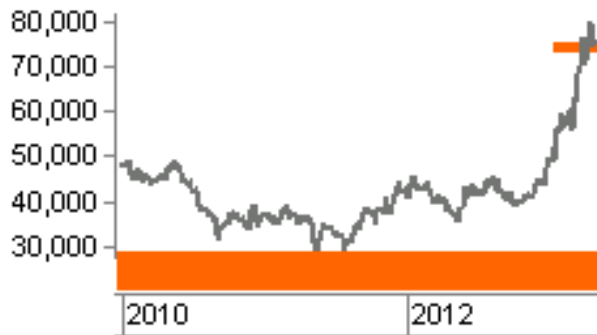
종목	담당자	종류	담당자 보유주식수		취득일	1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
			수량	취득가					

REMARK: Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.

Target Price and Recommendation Chart

Stock Price & Target Price Trend ■ Stock Price ■ Target Price

■ B - Buy ■ H - Hold ■ R - Reduce



한국가스공사 (036460 KS)

Date	Recommendation	12m target price
2012-08-20	BUY (Initiation)	74,000
2012-10-19	BUY	110,000 (Up)