

한국가스공사(036460)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 110,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(8/13)	1,913
주가(8/13)	57,700
시가총액(십억원)	4,459
발행주식수(백만)	77
52주 최고/최저가(원)	86,000/47,950
일평균거래대금(6개월, 백만원)	16,386
유동주식비율/외국인지분율(%)	40.0/9.6
주요주주(%)	대한민국정부 외 1인 51.3
	국민연금공단 7.3

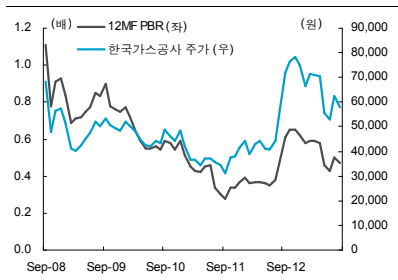
Valuation 지표

	2012A	2013F	2014F
PER(x)	14.9	17.2	5.2
PBR(x)	0.7	0.5	0.5
ROE(%)	4.5	2.9	9.1
EV/EBITDA(x)	14.0	12.9	10.0
EPS(원)	5,050	3,354	11,078
BPS(원)	109,734	110,991	119,858

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.5	(10.3)	16.9
상대주가(%p)	(1.8)	(7.1)	17.9

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

2분기 영업이익, 기준 변경돼 일시적으로 감소

What's new : 2분기 영업이익 12.5% 감소

2분기 연결기준 영업이익이 전년동기대비 12.5% 감소했다. 가스공사의 총괄위가 보상방식에 따르면 영업이익이 늘어나는 것이 당연한데, 이번에는 이익이 줄어드는 다소 이해하기 힘든 상황이 발생했다. 간략히 설명하면 정부가 가스공사에 보장해주는 이익은 요금기저(설비자산 + 일부 해외 투자자산)에 투자보수율(WACC)을 곱한 값인데, 이번에 요금기저를 정하는 기준이 변경됐다. 8월 초에 시장에 알려졌던 13년 요금기저는 22.1조원으로 전년대비 4.6조원 늘어나는 것이었는데, 기준이 바뀌면서 전년대비 2조원 증가하는데 그친 19.45조원으로 결정됐다. 요금기저가 전년대비 2조원 늘어났지만 세전투자보수율이 6.2%에서 5.4%로 하락해 올해 연간 보장이익이 전년대비 200~300억원 감소하게 됐다. 하지만 해외 자원개발 이익 증가에 힘입어 전체 영업이익은 계속 늘어나며, 보장이익 감소도 기준변경에 의한 일시적인 것이므로 장기적으로 보면 이익에 영향을 미치지 않아 부정적으로 볼 이유는 없다.

Positives : 2년을 끌어온 유상증자 드디어 확정

시장이 가장 싫어하는 '불확실성'이 드디어 해소됐다. 가스공사는 2년 전부터 이따금 유상증자 필요성을 언급해 왔고, 그 때마다 주가가 하락했다. 유상증자 일정이 공시됐으니 이 제 불확실성이 사라졌다고 볼 수 있다. 가스공사의 주식을 24.5% 들고 있는 한전의 유상증자 참여 여부는 10월에 돼야 알 수 있어(신주인수권 상장기간 10/1~10/10) 아직 불확실성이 남아 있지만, 향후 주가 상승을 전망하는 관점에서 보면 별다른 걸림돌이 될 것 같지는 않다.

Negatives : 이해하기 어려운 2분기 실적 & 유상증자 발표로 단기 주가 약세 가능성

요금기저 산정기준 변경으로 2분기 영업이익이 일시적으로 감소한 부분은 일반적인 투자자가 이해하기에 매우 어려운 내용이다. 또한 이미 시장에 다 알려진 이슈였지만 유상증자 발표는 어쨌든 주주 가치 희석 측면에서 보면 주가에 부담이 되는 이슈다. 이 두 가지 요인이 단기주가에 부정적인 영향을 미칠 수 있다.

결론 : 과거와 다르게 이익 증가 전망을 신뢰할 수 있어

5조원이 넘는 미수금 때문에 그 동안 손익계산서 상의 늘어나는 이익에 대한 불신이 컸다. 하지만 이제는 다르다. 2월부터 원가연동제가 시작돼 늘어나는 이익을 신뢰할 수 있고, 미수금이 추세적으로 감소하고 있으며, 현재 정부가 전망하고 있는 것과는 다르게 천연가스 수요가 계속 고성장 할 가능성이 높은 등 환경이 빠르게 우호적으로 바뀌고 있다. '매수'의견과 목표주가 11만원을 유지한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q13P				증감률		2013F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	8,277	8,177	(1.2)	7,931	(33.1)	9.6	36,785	37,097
영업이익	248	209	(15.7)	261	(75.4)	(12.5)	1,311	1,439
영업이익률(%)	3.0	2.6		3.3			3.6	3.9
세전이익	33	(20)	NM	67	적자전환	적자전환	319	498
순이익	25	(30)	NM	52	적자전환	적자전환	244	349

윤희도 3276-6165
heedo@truefriend.com

이창원 3276-4126
cw.lee@truefriend.com

<표 1> 7,000억원 규모의 유상증자 확정

○ 주요 내용

신주의 종류와 수	(주)	15,028,490
1 주당 액면가액	(원)	5,000
증자 전 발행주식총수	(주)	77,284,510
유상증자비율	(%)	19.4
유상증자 예상금액	(십억원)	700
예정발행가	(원)	46,550
1 주당 신주배정주식수	(주)	0.165583239
우리사주 우선배정비율	(%)	20

○ 주요 일정

이사회 결의일	8 월 3 일
1 차 발행가액 산정일	9 월 3 일
신주배정기준일	9 월 6 일
우리사주조합 청약예정일	9 월 12 일
2 차 및 확정발행가액산정일	10 월 16 일
구주주 청약예정일	10 월 21 일~22 일
납입일	10 월 29 일
신주의 상장예정일	11 월 8 일

- 주: 1. 신주의 종류와 수는 변경되지 않으며 확정발행가액이 변경되면서 유상증자규모가 달라질 수 있음
 2. 구주주에게 배정되는 신주인수권이 일정기간 동안 시장에서 거래됨(10/1~10/10)
 3. 한전과 지방자치단체가 각각 24.5%, 9.5%의 지분을 보유하고 있으며 유상증자 참여여부 미확정
 4. 이번 유상증자로 올해 예상이익 기준 단순계산 EPS와 BPS가 각각 16.3%, 9.4% 감소함

자료: 한국가스공사, 한국투자증권 정리

기업개요 및 용어해설

가스공사는 우리나라에 천연가스를 독점적으로 수입하는 업체로 POSCO 에너지와 SK E&S를 제외한 모든 법인은 가스공사가 수입한 천연가스를 사용하고 있음. 우리나라의 가스시장 구조는 가스공사가 액화천연가스를 수입해 일정 마진을 붙여 도시가스용과 발전용으로 판매하는 것이며, 도시가스용 천연가스는 민간회사 또는 국민들이 산업용, 난방용, 취사용 등으로 사용하며, 발전용 천연가스는 한국전력 발전자회사 및 민간 발전회사들이 발전연료로 사용함. 가스공사는 보유하고 있는 설비자산에 대해 정부와 협의된 일정 마진(=투자보수)을 취할 뿐 LNG수입가격의 변동이 이익에 미치는 영향이 없는 매우 안정적인 수익구조를 갖고 있음. 다만 08년부터 천연가스 수입가격이 급등하자 정부가 가스공사의 원가연동제를 유보한 이후 가스공사의 cashflow에 불확실성이 커진 바 있음. 올해 2월부터 정부가 가스공사의 원료비 연동제 복귀를 선언했고, 5조원에 달하는 미수금은 향후 5년 이내에 회수될 전망

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	11,987	11,786	12,376	12,882	13,399
현금성자산	155	245	258	268	279
매출채권및기타채권	6,455	8,067	8,471	8,817	9,171
채고자산	3,360	1,894	1,989	2,070	2,153
비유동자산	24,028	28,836	29,061	29,115	28,917
투자자산	1,685	1,995	1,870	1,947	2,025
유형자산	17,493	19,583	20,778	21,651	22,265
무형자산	1,749	2,407	2,527	2,631	2,736
자산총계	36,015	40,622	41,437	41,997	42,315
유동부채	8,137	10,183	10,452	10,522	10,082
매입채무및기타채무	2,805	2,948	3,096	3,223	3,352
단기차입금및단기사채	3,360	4,627	4,576	4,517	4,270
유동성장기부채	1,478	2,279	2,251	2,220	1,886
비유동부채	19,834	22,070	22,523	22,332	22,092
사채	14,711	17,010	17,461	17,375	17,117
장기차입금및금융부채	3,369	2,979	2,877	2,683	2,610
부채총계	27,971	32,253	32,975	32,854	32,174
지배주주지분	8,049	8,378	8,475	9,161	10,162
자본금	386	386	386	386	386
자본잉여금	1,385	1,385	1,385	1,385	1,385
자본조정	(102)	(102)	(102)	(102)	(102)
이익잉여금	5,690	5,996	6,120	6,806	7,807
비지배주주지분	(6)	(9)	(13)	(18)	(22)
자본총계	8,044	8,369	8,462	9,143	10,141

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	(471)	403	2,296	2,809	3,149
당기순이익	175	362	239	800	1,117
유형자산감가상각비	845	1,056	1,126	1,202	1,254
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(1,687)	(1,179)	1,040	920	893
기타	196	164	(109)	(113)	(115)
투자활동현금흐름	(3,663)	(4,715)	(2,463)	(2,337)	(2,135)
유형자산투자	(2,097)	(3,211)	(2,321)	(2,075)	(1,868)
유형자산매각	3	23	0	0	0
투자자산순증	(316)	(409)	214	43	44
무형자산순증	(1,287)	(1,101)	(120)	(103)	(105)
기타	34	(17)	(236)	(202)	(206)
재무활동현금흐름	4,117	4,477	179	(461)	(1,003)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	4,162	4,532	298	(342)	(884)
배당금지급	(45)	(55)	(119)	(119)	(119)
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	(38)	(74)	0	0	0
현금의증가	(56)	91	12	11	11

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

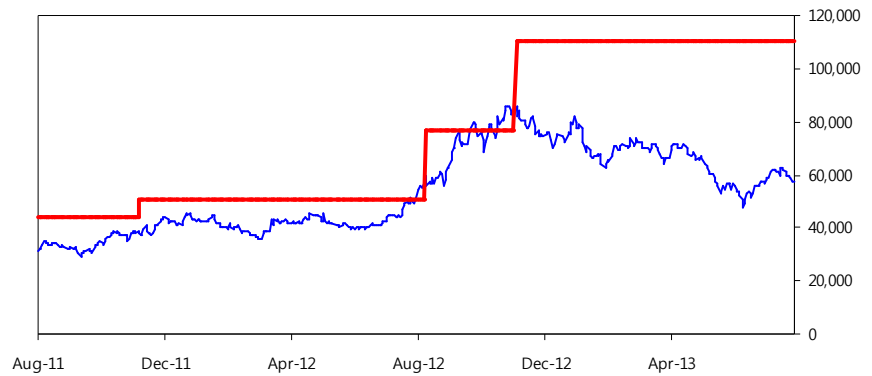
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	28,430	35,031	36,785	38,291	39,826
매출원가	27,109	33,422	35,121	36,032	37,185
매출총이익	1,321	1,609	1,664	2,258	2,641
판매관리비	297	343	352	362	369
영업이익	1,023	1,267	1,311	1,896	2,272
금융수익	492	500	503	512	516
이자수익	23	16	22	23	24
금융비용	1,262	1,363	1,396	1,420	1,391
이자비용	724	857	931	930	909
기타영업외손익	(5)	0	(216)	(3)	(3)
관계기업관련손익	142	115	117	119	122
세전계속사업이익	389	519	319	1,105	1,515
법인세비용	215	156	80	305	398
연결당기순이익	175	362	239	800	1,117
지배주주지분순이익	181	367	244	804	1,121
기타포괄이익	184	18	(27)	0	0
총포괄이익	359	380	212	800	1,117
지배주주지분포괄이익	366	384	244	804	1,121
EBITDA	1,869	2,323	2,437	3,098	3,525

주요 투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	2,499	5,050	3,354	11,078	15,436
BPS	105,478	109,734	110,991	119,858	132,819
DPS	760	1,640	1,640	1,640	1,640
성장성(% YoY)					
매출증가율	25.0	23.2	5.0	4.1	4.0
영업이익증가율	(2.3)	23.8	3.5	44.6	19.8
순이익증가율	(34.4)	102.0	(33.6)	230.3	39.3
EPS증가율	(34.5)	102.1	(33.6)	230.3	39.3
EBITDA증가율	0.8	24.3	4.9	27.1	13.8
수익성(%)					
영업이익률	3.6	3.6	3.6	5.0	5.7
순이익률	0.6	1.0	0.7	2.1	2.8
EBITDA Margin	6.6	6.6	6.6	8.1	8.9
ROA	0.5	0.9	0.6	1.9	2.6
ROE	2.3	4.5	2.9	9.1	11.6
배당수익률	1.8	2.2	2.8	2.8	2.8
안정성					
순차입금(십억원)	22,993	26,840	27,121	26,766	25,867
차입금/자본총계비율(%)	288.0	324.6	324.5	296.6	258.7
Valuation(X)					
PER	16.7	14.9	17.2	5.2	3.7
PBR	0.4	0.7	0.5	0.5	0.4
PSR	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA	14.0	14.0	12.9	10.0	8.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
한국가스공사(036460)	2011.10.12	중립	44,000 원
	2011.11.22	매수	51,000 원
	2012.08.23	매수	77,000 원
	2012.11.19	매수	110,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2013년 8월 13일 현재 한국가스공사 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 한국가스공사 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.