Earnings preview

Korea / Utilities

29 April 2014

BUY

목표주가	**90,000** 원
현재주가 (25 Apr 2014)	**61,400** 원

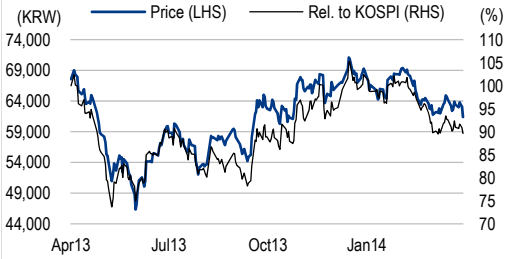
Upside/downside (%)	46.6
KOSPI	1,971.66
시가총액 (십억원)	5,668
52 주 최저/최고	46,352 - 71,100
일평균거래대금 (십억원)	13.73
외국인 지분율 (%)	13.1

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-12	Dec-13	Dec-14 E	Dec-15 E
매출액 (십억원)	**35,031**	**38,063**	**41,346**	**43,427**
영업이익 (십억원)	1,266.7	1,488.2	1,530.8	1,781.6
당기순이익 (십억원)	**362.0**	**(203.6)**	**627.0**	**816.8**
수정순이익 (십억원)	366.7	(200.7)	636.4	829.1
EPS (원)	4,586	(2,174)	6,894	8,981
EPS 성장률 (%)	102.0	적전	흑전	30.3
P/E (x)	**15.8**	**(30.6)**	**8.9**	**6.8**
EV/EBITDA (x)	14.1	13.6	12.6	11.4
배당수익률 (%)	2.2	(1.0)	3.3	4.3
P/B (x)	0.7	0.7	0.6	0.6
ROE (%)	**4.4**	**(2.4)**	**6.8**	**8.2**
순차입금/자기자본 (%)	320.7	327.2	315.7	300.0

Change to EPS	Dec-12	Dec-13	Dec-14 E	Dec-15 E
변경후 (원)	4,586	(2,174)	6,894	8,981
변경전 (원)	4,586	(2,174)	7,268	10,413

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(2.2)	(10.8)	(9.1)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(3.8)	(12.4)	(10.2)

이학무, Analyst
3774 1785 hmlee@miraeasset.com

정윤미
3774 1915 yoonmi.jung@miraeasset.com

한국가스공사 (036460 KS)

단기실적 약세 우려 있으나 모잠비크 기대 유효

한국가스공사에 대한 목표주가 9 만원 및 투자의견 BUY 를 유지함. 한국가스공사에 대한 긍정적인 의견을 유지하는 이유는 1) 2014 년에도 해외 자원개발의 수익이 지속적으로 반영되어 전년대비 영업이익 증가를 기대할 수 있고 2) 1 월 가스요금 인상과 안정화되는 유가 및 환율의 복합적인 영향으로 연간 1.2 조원의 미수금 회수가 원활히 이루어 질 뿐 아니라 3) 하반기부터 모잠비크의 사업 구체화로 인한 모멘텀을 기대할 수 있을 것이기 때문임. 현주가는 모잠비크 가치를 제외하고도 본업가치에도 미달하는 0.6 배의 PBR 수준이므로 주가 상승 여력은 충분하다고 판단함. 물론 1/4 분기 예상보다 높은 기온 영향으로 난방 및 발전용 가스 수요가 낮아 전체 판매량이 전년보다 5.5% 감소함에 따라 1/4 분기 매출 및 영업이익이 기대에 미치지 못해 단기 조정 요인이 될 수도 있을 것이나 이를 매수 기회로 활용할 것을 추천함.

2014 년 1/4 분기 영업이익 7,410 억원으로 기대에 미치지 못할 것으로 전망

2014 년 1/4 분기 매출 및 영업이익은 각각 12 조원 및 7,410 억원으로 컨센서스 매출 및 영업이익 12.5 조원 및 8,664 억원을 소폭 하회할 것으로 전망함. 1/4 분기에 예년보다 기온이 높아 난방수요가 감소함에 따라 도시가스 판매가 660 만톤 수준으로 전년 동기 대비 10% 감소하였고, 발전용 역시 예상보다 기온이 높아 가스발전이 크게 증가하지 않으면서 판매량이 500 만톤으로 전년 동기 수준에 그쳤음. 1/4 분기 판매량 감소로 인한 영업이익 감소는 올해 4/4 분기에 물량 정산을 통해서 충당될 수 있을 것이지만 단기적으로 투자심리를 위축시킬 수 있다고 판단함. 그러나 미수금 회수가 예상에 부합하는 속도로 진행되는 것은 긍정적일 것으로 기대함. 1 월에 가스요금 인상효과로 인해서 1/4 분기의 미수금 회수는 예상에 부합하는 약 4 천억원 수준이 될 것으로 추정함.

2014 년 해외사업의 수익 기여 및 미수금 회수 가속화 기대 유효

2014 년 연간 매출 및 영업이익은 41.4 조원 및 1.5 조원으로 2013 년 대비 영업이익이 1 천억원 수준 증가할 수 있을 것으로 전망함. 국내 가스사업에서는 전년 수준의 영업이익을 기대하고, 영업이익 증가의 대부분은 해외 비규제 사업에서 있을 것으로 전망함. 주바이르 및 바드라 등 이라크 비규제 사업에서 600~700 억원 영업이익 증가가 있을 것이고, 미얀마 가스전이 본격 상업 생산에 들어가면서 300~ 400 억원의 영업이익 증가를 기대할 수 있을 것임. 이라크는 주바이르가 증산을 하고 있고 바드라가 올해 하반기에 생산을 예정하고 있어 영업이익 증가세 유지가 가능할 것임. 1 월에 가스요금을 인상하였고 유가가 안정세를 보이고 있기 때문에 연간으로 기대에 부합하는 1.2 조원의 미수금 회수는 충분히 가능할 것으로 판단함.

하반기 모잠비크 모멘텀에 중점을 둔 투자전략 제시함

한국가스공사의 현 주가 수준은 PBR 0.6 배를 소폭 상회하는 수준으로 안정적인 국내 도시가스 도매업과 주바이르 및 미얀마 등 해외 비규제 자원 개발 사업으로 인한 영업이익 증가만을 고려한 적정가치 0.7 배에 미달함. 뿐만 아니라 2 조원 이상으로 추정하는 모잠비크의 지분가치까지 고려할 경우 주가는 상당히 저평가 되어 있다고 판단함. 그러나 단기적으로 재무구조 개선을 위한 자산 매각 등에 대한 불확실성이 있고 모잠비크 사업이 아직 탐사단계에 있을 뿐 아니라 향후 개발비 조달에 대한 구체적인 계획 부재 등으로 주가 반영이 지연되고 있다고 판단함. 대우인터내셔널의 경우를 참조해 보면 모잠비크 사업이 구체화 될 것으로 예상되는 하반기 이후에 모잠비크 가치가 주가에 재 반영될 수 있을 것으로 기대함. 하반기에 중점을 둔 투자전략이 유효할 것으로 판단하며, 목표주가 9 만원 및 투자의견 BUY 유지함.

Figure 1 1Q14 실적 프리뷰 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q14	4Q13	1Q13	YoY (%)	QoQ (%)	Consensus	Diff (%)
매출액	12,017	10,718	12,222	(1.7)	12.1	12,499	(3.9)
영업이익	741	502	850	(12.8)	47.6	866	(14.5)
순이익	447	(127)	282	58.5	흑전	509	(12.2)
(%)							
영업이익률	6.2	4.7	7.0			6.9	
순이익률	3.7	(1.2)	2.3			4.1	

자료: 한국가스공사, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 연간 추정치 변경 (K-IFRS 연결 기준)

	변경후		변경전		Diff (%)	
(십억원)	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
매출액	41,346	43,427	40,354	43,250	2.5	0.4
영업이익	1,531	1,782	1,512	1,863	1.3	(4.3)
순이익	627	817	661	947	(5.1)	(13.7)
(%)						
영업이익률	3.7	4.1	3.7	4.3		
순이익률	1.5	1.9	1.6	2.2		

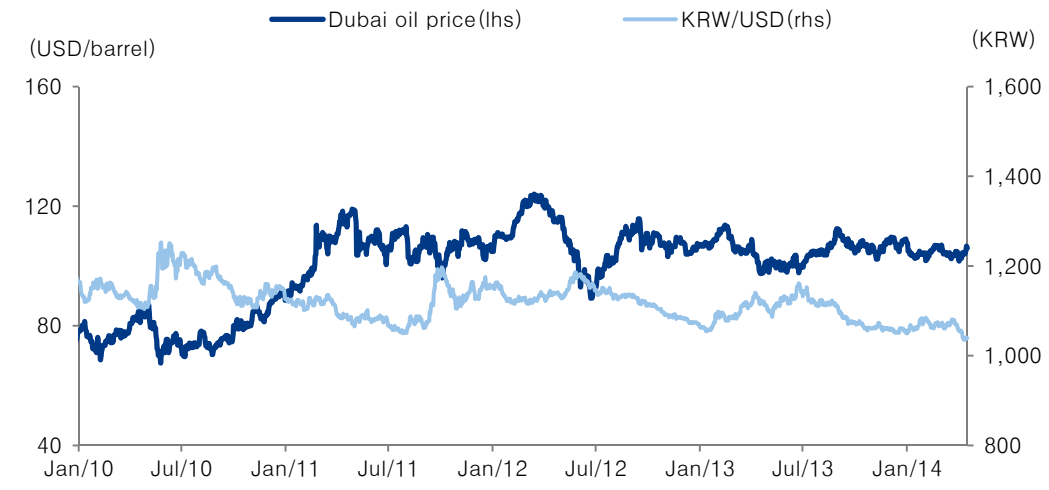
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 목표주가 산정 내역

(십억원)	Adjusted BV	PBR	
영업가치	9,121	0.70	6,385
투자자산			2,099
시가총액			8,484
보통주식수(천주)			92,313
목표주가(원)			**90,000**

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 유가 및 환율 추이

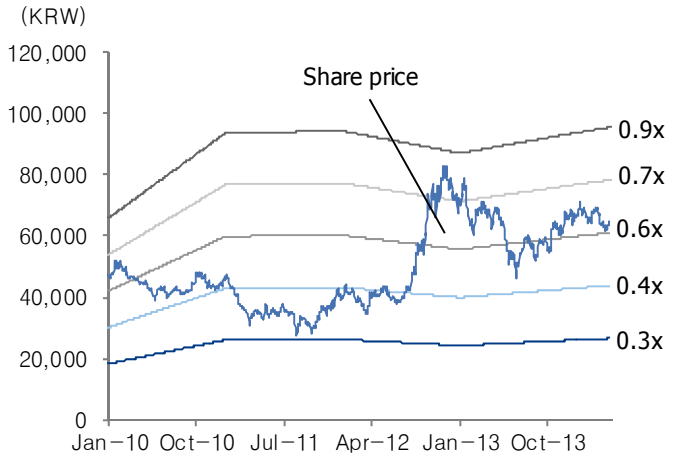


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 대우인터네셔널 자원개발 이벤트 차트

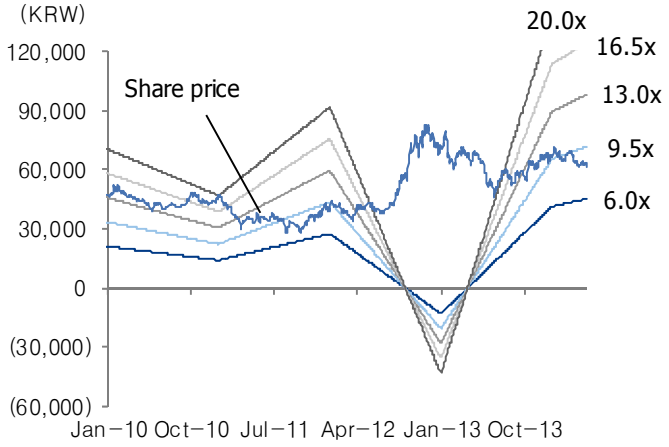
자료: 대우인터내셔널, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 P/B band chart



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 P/E band chart



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

이학무, Analyst, 3774 1785, hmlee@miraeasset.com
정윤미, 3774 1915, yoonmi.jung@miraeasset.com

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E
매출액	**35,031**	**38,063**	**41,346**	**43,427**
매출원가	33,422	36,215	39,414	41,224
매출총이익	**1,609**	**1,848**	**1,932**	**2,203**
판매비와관리비	343	360	401	421
영업이익 (조정)	**1,267**	**1,488**	**1,531**	**1,782**
영업이익	**1,267**	**1,488**	**1,531**	**1,782**
순이자손익	(841)	(821)	(698)	(736)
지분법손익	115	118	54	66
기타	(22)	(637)	(22)	(24)
세전계속사업손익	**519**	**149**	**865**	**1,087**
법인세비용	156	353	238	270
당기순이익	**362**	**(204)**	**627**	**817**
당기순이익 (지배주주지분)	**367**	**(201)**	**636**	**829**
EPS (지배주주지분, 원)	4,586	(2,174)	6,894	8,981

증가율&마진 (%)	2012	2013	2014E	2015E
매출액증가율	23.2	8.7	8.6	5.0
매출총이익증가율	21.9	14.8	4.6	14.0
영업이익증가율	23.8	17.5	2.9	16.4
당기순이익증가율	102.0	적전	흑전	30.3
EPS 증가율	102.0	적전	흑전	30.3
매출총이익율	4.6	4.9	4.7	5.1
영업이익률	3.6	3.9	3.7	4.1
당기순이익률	1.0	(0.5)	1.5	1.9

자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E
유동자산	**11,786**	**12,239**	**14,694**	**15,096**
현금및현금성자산	245	223	215	241
단기금융자산	77	58	61	63
매출채권	8,045	7,409	8,360	8,789
재고자산	1,894	2,493	3,981	3,906
기타유동자산	1,524	2,056	2,076	2,097
비유동자산	**28,836**	**31,427**	**32,147**	**33,069**
유형자산	19,583	22,458	23,521	24,910
투자자산	1,605	2,091	2,176	2,264
기타비유동자산	7,648	6,879	6,451	5,895
자산총계	**40,622**	**43,666**	**46,841**	**48,164**
유동부채	**10,183**	**8,338**	**9,589**	**9,770**
매입채무	2,725	2,223	3,471	3,648
단기금융부채	7,174	5,790	5,790	5,790
기타유동부채	285	325	328	332
비유동부채	**22,070**	**26,395**	**27,631**	**28,145**
장기금융부채	19,987	23,720	24,854	25,263
기타비유동부채	2,083	2,676	2,777	2,882
부채총계	**32,253**	**34,734**	**37,220**	**37,915**
지배주주지분	8,378	8,933	9,621	10,249
비지배주주지분	(9)	0	0	0
자본총계	**8,369**	**8,933**	**9,621**	**10,249**
BVPS (원)	104,795	96,766	104,218	111,027

자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E
영업현금	**403**	**1,360**	**802**	**2,073**
당기순이익	362	(204)	627	817
유무형자산상각비	1,056	1,122	1,337	1,410
기타	164	917	47	40
운전자본증감	(1,179)	(476)	(1,208)	(193)
투자현금	**(4,715)**	**(4,469)**	**(2,005)**	**(2,269)**
자본적지출	(3,187)	(3,814)	(2,400)	(2,800)
기타	(1,528)	(656)	395	531
재무현금	**4,477**	**3,126**	**1,195**	**221**
배당금	(55)	(119)	61	(188)
자본의증가 (감소)	0	709	0	0
부채의증가 (감소)	4,532	2,536	1,134	409
기초현금	155	245	223	215
기말현금	245	223	215	241

자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2012	2013	2014E	2015E
자기자본이익률 (%)	4.4	(2.4)	6.8	8.2
총자산이익률 (%)	0.9	(0.5)	1.4	1.7
재고자산보유기간 (일)	27.4	21.0	28.6	33.1
매출채권회수기간 (일)	75.5	74.1	69.6	72.1
매입채무결재기간 (일)	27.9	23.7	25.1	29.9
순차입금/자기자본 (%)	320.7	327.2	315.7	300.0
이자보상배율 (x)	1.5	1.8	2.2	2.4

자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

이학무, Analyst, 3774 1785, hmlee@miraeasset.com
정윤미, 3774 1915, yoonmi.jung@miraeasset.com

Recommendations

종목별 투자의견 (12개월 기준)

BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
HOLD : 현주가 대비 목표주가 ±10%이내
REDUCE : 현주가 대비 목표주가 10%초과
단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

업종별 투자의견

OVERWEIGHT : 현 업종지수대비 +10% 초과
NEUTRAL : 현 업종지수대비 ±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 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
[작성자 : 이학무, 정윤미]

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

Target Price and Recommendation Chart

한국가스공사 (036460 KS)

Date	Recommendation	12m target price
2012-10-19	BUY	110,000
2012-11-26	BUY	110,000
2012-12-04	BUY	110,000
2012-12-07	BUY	110,000
2013-01-22	BUY	110,000
2013-01-24	BUY	110,000
2013-02-20	BUY	110,000
2013-02-28	BUY	110,000
2013-03-08	BUY	110,000
2013-05-15	BUY	110,000
2013-07-23	BUY	90,000 (Down)
2013-08-14	BUY	90,000
2014-02-11	BUY	90,000
2014-04-29	BUY	90,000