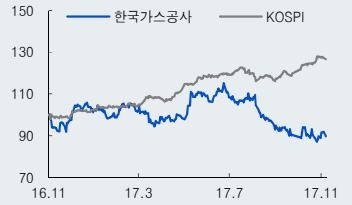
글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋대우

가스
Company Report
2017.11.14

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M,하향)	▼ 55,000원
현재주가(17/11/13)	41,800원
상승여력	32%

영업이익(17F,십억원)	1,039
Consensus 영업이익(17F,십억원)	1,016
EPS 성장률(17F,%)	-
MKT EPS 성장률(17F,%)	46.6
P/E(17F,x)	-
MKT P/E(17F,x)	10.4
KOSPI	2,530.35
시가총액(십억원)	3,859
발행주식수(백만주)	92
유동주식비율(%)	43.9
외국인 보유비중(%)	10.5
베타(12M) 일간수익률	0.54
52주 최저가(원)	40,600
52주 최고가(원)	53,700

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.7	-14.0	-4.6
상대주가	-6.8	-22.3	-25.2



[운송/에너지]

류제현
02-3774-1738
jay.ryu@miraeasset.com

한국가스공사 (036460)

앓던 이가 빠졌다

3Q17 Review: GLNG 손상 차손 추가 1조 2,736억원

한국가스공사의 3Q17 매출액은 6.5% YoY 증가한 3조 8,643억원을 기록했다. 가스판매량은 -9.3% YoY 감소했으나 판가상승으로 별도 부문 매출액이 7.9% YoY 상승했다. 도시가스 부문 판매량이 선전(4.8% YoY 증가)한 반면 발전용 LNG 판매량은 LNG 발전 가동률 하락의 영향으로 -17.8% YoY 감소했다.

영업손실은 2,111억으로 전년동기(영업손실 1,897억원) 대비 손실 폭이 소폭 확대되었다. 2017년 온기 기준 적정투자보수는 증가했지만, 총괄원가 배분이 4Q17에 집중되면서 별도 영업손실이 596억원 확대됐다. **주요 자원개발 부문의 영업이익은 537억원으로 전년 동기(51억원 적자)대비 흑자 전환**하였다.

이라크 주바이르 프로젝트 이익(478억원)이 선전한 반면 바드라는 감가상각비 영향으로 141억원 적자 전환했다. GLNG에서의 영업손실(40억원)은 전년동기(201억원) 및 전 분기(77억원) 대비 적자폭이 축소되었다. **영업 외에서는 GLNG에서의 대규모 손상(세전 1조 2,736억원)을 계상하면서 순 손실 1조 872억원을 기록**했다.

손상 관련 불확실성의 제거 속 이익 개선 본격화

1)GLNG: 이번 손상 차손 계상으로 호주 GLNG 프로젝트에서는 전체 투자금액의 38%인 1조 8,742억원을 손실처리 하였다. 대여금(2.7조원)이 남아있는 가운데 손상은 지분 투자 분에 대해 이루어져 현재 **지분투자 누적 금액은 3,000억원 미만**으로 낮아진 것으로 추정된다. 누적 손상 규모는 다른 GLNG 주요 투자자들과 비교해도 5~30% 보수적인 수치로 보인다.

장기 유가가정은 2020년까지 53~65달러, 장기적으로 88달러로 기존 대비 10달러 이상 낮아졌다. 이로 인해 GLNG에서 추가적인 손상 계상 리스크는 상당부분 제거되었다고 판단된다. 감가상각대상 자산의 손상으로 향후 **영업이익 턴어라운드 속도는 오히려 빨라질 것으로 예상**된다.

2) 기타 해외사업: 유가 상승으로 인해 기타 해외 사업부문인 미얀마 부문 실적이 본격 개선될 것으로 예상되며, 주바이르 부문의 영업이익도 지속 턴어라운드가 가능하다. 영업 외에서도 수르길(화학 플랜트)에서의 안정적인 지분법 이익 개선이 가능할 전망이다.

목표주가 55,000원으로 하향조정하나 매수의견 유지

대규모 손상을 감안, 목표주가를 60,000원에서 55,000원으로 하향하나 매수의견을 유지한다. 단, 2018년 이익 전망치는 오히려 상향 조정되었다. **자산 상각으로 인한 이익 증가 효과, 유가 상승에 따른 해외 자원개발 부문에서의 지분법 및 배당 손익 증가** 등을 감안했다. PBR 0.5배 이하로 여전히 매력적이며, 손상 이후 불확실성 개선과 ROE 개선 (2018년 5.9%)을 감안 시 주가도 반등의 계기를 만들었다고 판단된다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	37,285	26,053	21,108	21,991	22,664	23,077
영업이익 (십억원)	1,072	1,008	918	1,039	1,188	1,228
영업이익률 (%)	2.9	3.9	4.3	4.7	5.2	5.3
순이익 (십억원)	447	319	-674	-630	519	525
EPS (원)	4,845	3,458	-7,302	-6,822	5,618	5,691
ROE (%)	4.8	3.2	-7.0	-7.1	5.9	5.6
P/E (배)	10.2	10.7	-	-	7.4	7.3
P/B (배)	0.5	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한국가스공사, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 3Q17 실적 비교표 (십억원, %, %p)

	3Q16	2Q17	3Q17P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	3,628	4,026	3,864	4,065	4,012	6.5	-4.0
영업이익	-190	-34	-211	-68	-164	적지	적지
영업이익률	-5.2	-0.8	-5.5	-1.7	-4.1	-0.2	-4.6
세전이익	-387	-340	-1,588	-208	-356	적지	적지
순이익	-298	-259	-1,090	-162	-254	적지	적지

주: K-IFRS 연결 기준
자료: 한국가스공사, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표 (십억원, %)

	변경 전		변경 후		변경률		변경 이유
	17F	18F	17F	18F	17F	18F	
매출액	21,787	21,268	21,991	22,664	0.9	6.6	단가 및 판매량 조정
영업이익	1,027	1,200	1,039	1,188	1.2	-1.0	3Q17 반영, E&P 손익 전망 변경
세전이익	285	663	-957	702	-435.5	5.9	GLNG 손상차손 등
순이익	197	505	-630	519	-419.1	2.7	
EPS (KRW)	2,138	5,469	-6,822	5,618	-419.1	2.7	

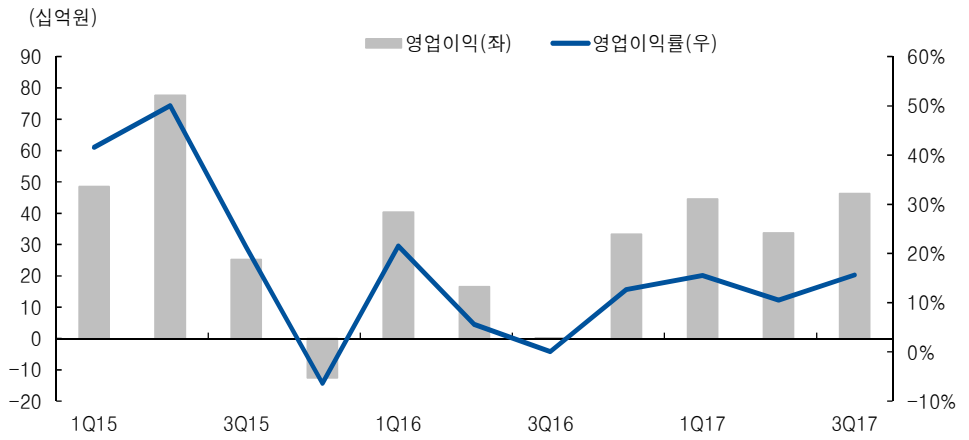
주: K-IFRS 연결 기준
자료: 미래에셋대우 리서치센터 예상

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망 (십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	7,765	3,537	3,628	6,179	7,718	4,026	3,864	6,383	21,108	21,991	22,664
영업이익	894	-6	-190	220	827	-34	-211	457	918	1,039	1,188
도입부문	854	-23	-190	186	782	-68	-257	422	827	879	948
E&P	40	17	0	33	45	34	46	35	91	160	240
세전이익	671	-212	-387	-922	679	-340	-1,588	293	-850	-957	702
순이익(지배)	511	-106	-298	-782	497	-259	-1,090	222	-674	-630	519
영업이익률 (%)	11.5	-0.2	-5.2	3.6	10.7	-0.8	-5.5	7.2	4.3	4.7	5.2
세전이익률 (%)	8.6	-6.0	-10.7	-14.9	8.8	-8.5	-41.1	4.6	-4.0	-4.4	3.1
순이익률 (%)	6.6	-3.0	-8.2	-12.6	6.5	-6.4	-28.2	3.5	-3.2	-2.9	2.3
가스판매 증감률 (%)	1.0	-8.9	6.4	17.1	0.7	-2.8	-8.9	2.0	4.2	-1.4	2.1
평균환율(원/달러)	1,201	1,163	1,119	1,157	1,154	1,130	1,133	1,100	1,160	1,129	1,114
판매단가(천원/톤)	704	543	525	613	688	697	626	628	616	651	660

주: K-IFRS 연결 기준,
자료: 한국가스공사, 미래에셋대우 리서치센터 예상

그림 1. 한국가스공사 4대 해외 자원개발 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

한국가스공사 (036460)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	**21,108**	**21,991**	**22,664**	**23,077**
매출원가	**19,775**	**20,531**	**20,952**	**21,312**
매출총이익	**1,333**	**1,460**	**1,712**	**1,765**
판매비와관리비	**416**	**421**	**524**	**538**
조정영업이익	**918**	**1,039**	**1,188**	**1,228**
영업이익	**918**	**1,039**	**1,188**	**1,228**
비영업손익	**-1,768**	**-1,996**	**-486**	**-514**
금융손익	-807	-830	-546	-593
관계기업등 투자손익	115	227	60	80
세전계속사업손익	-850	-957	702	714
계속사업법인세비용	-176	-331	184	190
계속사업이익	-674	-626	518	525
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**-674**	**-626**	**518**	**525**
지배주주	-674	-630	519	525
비지배주주	1	4	0	0
총포괄이익	**-761**	**-709**	**518**	**525**
지배주주	-764	-713	522	529
비지배주주	3	5	-4	-4
EBITDA	2,535	2,772	2,939	2,967
FCF	2,928	-279	448	529
EBITDA 마진율 (%)	12.0	12.6	13.0	12.9
영업이익률 (%)	4.3	4.7	5.2	5.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	-3.2	-2.9	2.3	2.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	**8,544**	**10,033**	**10,453**	**10,616**
현금 및 현금성자산	483	1,706	1,724	1,743
매출채권 및 기타채권	4,985	5,150	5,399	5,488
재고자산	1,070	1,105	1,159	1,178
기타유동자산	2,006	2,072	2,171	2,207
비유동자산	**31,384**	**31,598**	**31,819**	**32,035**
관계기업투자등	1,736	1,678	1,621	1,567
유형자산	26,042	26,238	26,086	25,947
무형자산	2,416	2,462	2,862	3,262
자산총계	**39,928**	**41,631**	**42,272**	**42,651**
유동부채	**5,556**	**8,917**	**9,563**	**9,386**
매입채무 및 기타채무	1,801	2,124	2,226	2,263
단기금융부채	3,003	6,016	6,522	6,295
기타유동부채	752	777	815	828
비유동부채	**24,985**	**24,054**	**23,530**	**23,561**
장기금융부채	23,255	22,267	21,657	21,657
기타비유동부채	1,730	1,787	1,873	1,904
부채총계	**30,541**	**32,970**	**33,093**	**32,947**
지배주주지분	**9,273**	**8,549**	**9,068**	**9,593**
자본금	462	462	462	462
자본잉여금	1,325	1,325	1,325	1,325
이익잉여금	5,725	5,079	5,597	6,123
비지배주주지분	**113**	**112**	**111**	**111**
자본총계	**9,386**	**8,661**	**9,179**	**9,704**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	**4,769**	**1,186**	**2,048**	**2,129**
당기순이익	-674	-626	518	525
비현금수익비용가감	3,240	2,180	2,261	2,282
유형자산감가상각비	1,617	1,734	1,751	1,739
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	1,623	446	510	543
영업활동으로인한자산및부채의변동	3,138	345	-166	-59
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	1	-168	-233	-83
재고자산 감소(증가)	725	-37	-53	-19
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	324	262	64	23
법인세납부	-84	35	-184	-190
투자활동으로 인한 현금흐름	**-2,079**	**-1,747**	**-2,038**	**-2,014**
유형자산처분(취득)	-1,841	-1,464	-1,600	-1,600
무형자산감소(증가)	-58	-214	-400	-400
장단기금융자산의 감소(증가)	-137	-25	-38	-14
기타투자활동	-43	-44	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-2,377**	**1,787**	**-109**	**-231**
장단기금융부채의 증가(감소)	-2,256	2,025	-104	-227
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-15	-15	0	0
기타재무활동	-106	-223	-5	-4
현금의 증가	**345**	**1,223**	**18**	**19**
기초현금	138	483	1,706	1,724
기말현금	483	1,706	1,724	1,743

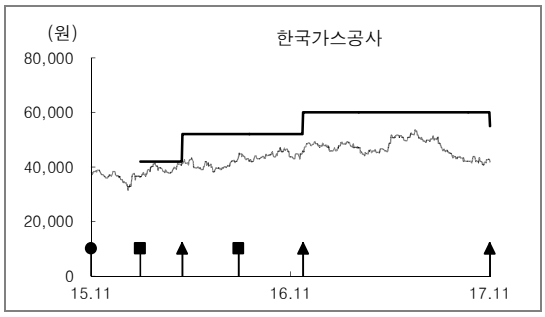
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	-	-	7.4	7.3
P/CF (x)	1.7	2.5	1.4	1.4
P/B (x)	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	11.9	10.9	10.3	10.1
EPS (원)	-7,302	-6,822	5,618	5,691
CFPS (원)	27,806	16,830	30,105	30,404
BPS (원)	101,569	93,720	99,338	105,029
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-19.0	4.2	3.1	1.8
EBITDA증가율 (%)	7.6	9.3	6.0	1.0
조정영업이익증가율 (%)	-8.9	13.2	14.3	3.4
EPS증가율 (%)	-	-	-	1.3
매출채권 회전율 (회)	4.5	4.6	4.6	4.5
재고자산 회전율 (회)	14.7	20.2	20.0	19.8
매입채무 회전율 (회)	22.0	17.1	15.4	15.2
ROA (%)	-1.6	-1.5	1.2	1.2
ROE (%)	-7.0	-7.1	5.9	5.6
ROIC (%)	2.0	2.0	2.8	2.7
부채비율 (%)	325.4	380.7	360.5	339.5
유동비율 (%)	153.8	112.5	109.3	113.1
순차입금/자기자본 (%)	272.4	304.4	285.8	267.8
조정영업이익/금융비용 (x)	1.1	1.1	1.8	1.8

자료: 한국가스공사, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한국가스공사(036460)				
2017.11.13	매수	55,000	-	-
2016.12.06	매수	60,000	-21.41	-10.50
2016.08.10	Trading Buy	52,000	-18.20	-9.52
2016.04.29	매수	52,000	-21.88	-16.83
2016.02.12	Trading Buy	42,000	-6.68	-0.95
2015.11.10	중립		-	-



* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상

산업

비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
74.52%	12.50%	12.98%	0.00%

* 2017년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.