

# 한국가스공사(036460)

## 가공할 만한 이익 매력

### 안정적인 이익 모멘텀으로 리레이팅 국면 진입

국내와 해외 부문 이익 모두 좋아진다. 정부가 보장해주는 국내 이익의 가시성이 높고, 장기적인 천연가스 수요 증가에 대한 기대감은 우호적인 정책 기조 덕분에 멀게 느껴지지 않는다. 손상차손 반영을 마무리하고 생산량이 늘어나는 해외 자원개발의 이익 역시 증가하는 국면이다. 밸류에이션에 대한 눈높이를 역사적 고점에 국한할 필요가 없어 보인다. ‘매수’ 의견과 목표주가 67,000원(2019F PBR 0.7배 적용)으로 분석을 재개한다.

### 가장 중요한 LNG 수요가 꾸준히 증가

국내 사업의 이익을 결정짓는 요금기저는 늘어나고 투자보수율은 상승할 것이다. 구조적으로 늘어나는 LNG 수요에 맞춰 설비투자는 꾸준히 증가할 전망이다. 여기에 베타, 자기자본비율이 상승하며 투자보수율 역시 높아지는 구간이다. 내년 투자보수(보장이익)는 올해보다 9% 증가하며 2021년까지 연평균 5% 늘어날 전망이다. 본업에 대한 전망은 어느 때보다 밝다.

### 유가 하락에 따른 조정이 제공하는 투자 기회

영업이익의 약 90%는 투자보수에서 나온다. 반면 투자심리는 정해진 산식에 따라 이익을 보장받는 국내 부문보다 유가에 따라 업사이드가 달라지는 해외 사업에 더 민감했다. 최근 주가 조정은 유가 하락에 따른 실망감을 반영했다. 예측하기 어려운 유가에 대한 기대감을 걷어낸 만큼, 구조적으로 증가하는 LNG 수요를 바라보고 길게 투자하기에 편안한 주가라고 판단된다.

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	21,108	22,172	25,906	27,045	28,408
영업이익(십억원)	998	1,034	1,277	1,400	1,498
세전이익(십억원)	(769)	(1,250)	783	853	882
순이익(십억원)	(613)	(1,205)	625	654	676
EBITDA(십억원)	2,615	2,749	2,996	3,131	3,243
순차입금(십억원)	25,568	23,951	24,408	25,033	25,473
영업이익률(%)	4.7	4.7	4.9	5.2	5.3
ROE(%)	(6.3)	(14.0)	7.7	7.6	7.4
배당수익률(%)	0.0	0.0	2.8	3.4	3.4
EPS(원)	(7,043)	(13,802)	7,131	7,460	7,709
(EPS 증가율, %)	NM	NM	NM	4.6	3.3
BPS(원)	102,507	85,749	91,189	96,658	102,362
DPS(원)	0	0	1,400	1,700	1,700
PER(x)	NM	NM	7.0	6.7	6.5
PBR(x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(x)	11.5	10.2	9.8	9.5	9.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(분석재개)

목표주가: 67,000원

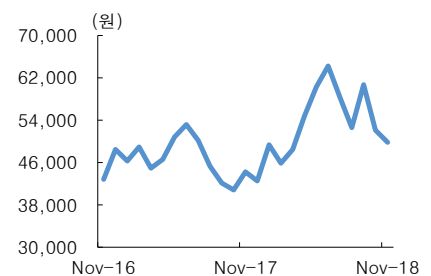
### Stock Data

KOSPI(11/29)	2,114
주가(11/29)	49,850
시가총액(십억원)	4,602
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저가(원)	64,500/41,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	13,608
유동주식비율/외국인지분율(%)	44.8/15.1
주요주주(%)	대한민국정부(기획재정부) 외 1인 46.6
	국민연금 9.1

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.3)	(17.9)	13.8
KOSPI 대비(%p)	(8.2)	(3.9)	29.7

### 주가추이



자료: WISEfn

### 최고운

gowoon@truefriend.com

# Contents

I. Executive summary	2
<hr/>	
2. 국내 투자보수 증가하는 국면	5
<hr/>	
1. 요금기저와 투자보수를 모두 개선	
2. 천연가스 수요 구조적 증가	
<hr/>	
3. 해외 사업에 대한 시각 개선되는 시점	11
<hr/>	
기업개요 및 용어해설	14
<hr/>	

## 리포트 작성 목적

- 전력시장 패러다임 변화에 따른 LNG 발전의 기회 요인 분석
- 국내와 해외 사업의 우호적 환경 분석 및 이익 전망 제시
- 정부의 에너지 전환 정책에 따른 수혜 및 투자보수의 안정성 점검

## I. Executive summary

### 가스 수요 늘어나 장기 전망이 밝다

한국가스공사 주가에 중요한 정부의 에너지 정책이 천연가스 수요 증가 전망을 뒷받침할 것이다. 전체 전력량의 80% 이상을 차지하는 원자력과 석탄 발전은 안전과 환경에 대한 우려로 의존도를 낮춰야 하는 상황이다. 정부는 장기적인 흐름에서 재생에너지를 육성할 계획이나 아직은 에너지 효율 측면에서 기저발전(원자력+석탄)을 대체하는데 한계가 따른다. 또한 정부는 신규로 늘어나는 재생에너지 설비의 95%를 태양광과 풍력으로 채울 방침인데, 날씨에 따라 전력 공급이 일정하지 못하기 때문에 보조 발전원이 필요해진다. 자연스럽게 현실적인 대안으로 천연가스에 이목이 집중되고 있다. 천연가스는 친환경적이며 사회적으로 거부감이 적는데다 총비용 관점에서 보면 원전보다 저렴할 수 있다. 제8차 전력수급 기본계획에서 정부는 LNG 수요가 늘어날 것으로 4년 만에 전망을 상향했다.

### 에너지 전환의 중심에 있는 LNG 발전, 불확실성 피하는 대안

유틸리티 업종은 공공성과 정책 의존도가 높다는 점에서 천연가스에 우호적인 정부의 에너지 정책기조는 가스공사에게 프리미엄 요인이다. 에너지 전환의 과도기에서 높아진 불확실성이 유틸리티 투자를 어렵게 만들고 있다. 이에 따라 기저발전과 재생에너지로 넘어가는 교두보 역할을 수행할 LNG 발전의 수혜가 부각되며 이 과정에서 늘어나는 설비자산에 대해 안정적으로 이익을 보장받는 가스공사의 매력력이 더 커지는 시점이다. 에너지 가격은 기업이 통제하기 어려운데 최근 변동성마저 커져왔다. 이를 요금에 효과적으로 반영할 수 있어 수익구조의 가시성이 높은 가스공사는 불확실성에 지친 투자자들에게 안전한 투자대안이 될 것이다.

### 유가 약세전환에 따른 조정은 저점 매수기회

가스공사 주가는 4분기 이후 18% 하락했다. 올해 들어 3분기까지 37% 상승하며 밸류에이션 부담으로 숨고르기에 들어간 상황에서 유가가 급락했기 때문이다. 한 때 주가가 2018F PBR 0.7배의 역사적 고점까지 높아지면서, 추가적인 리레이팅을 원하는 투자심리는 예측이 비교적 용이하고 잘 알려진 국내 부문보다 해외 자원개발 사업에 더 민감했었다. 다만 가스공사의 본업은 국내에서 가스를 판매하는 것이며 해외 사업의 이익 비중은 여전히 10%대에 머문다. 해외 부문이 재평가 받을 수 있는 모멘텀이 약해진 점은 분명 아쉽지만, 주가는 이미 이러한 실망감을 반영하고 있다. 한편으로는 기업이 통제하기 어려운 유가에 대한 기대감을 걷어낸 현 주가는 부담이 적다. 결국 구조적으로 증가하는 LNG 본업 수주를 바라보고 길게 투자하기에 매력적인 시점이다. 한국가스공사에 대해 ‘매수’의견과 목표주가 67,000원(2019F PBR 0.7배 적용)으로 분석을 재개한다.

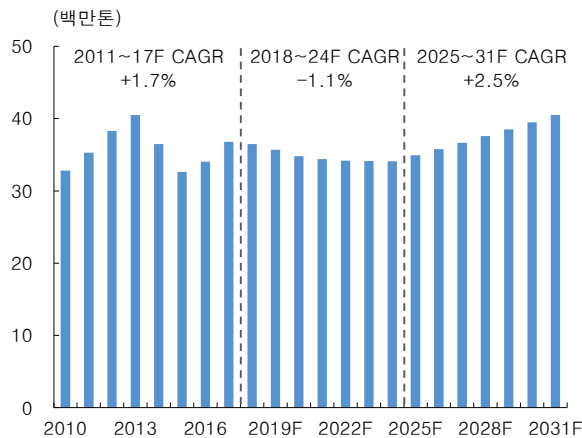
〈표 1〉 목표주가 67,000원으로 분석재개

(단위: 원, %, 배)

구분	내용	비고
BPS(A)	96,658	2019F BPS
ROE(B)	7.4	2019~21년 ROE 평균
자기자본비용(C=D+(E-D)*F)	10.6	
무위험수익률(D)	2.2	국고채 5년 기준
시장기대수익률(E)	12.2	시장 2019F PER 8.2배의 역수
베타(F)	0.8	과거 5년 일평균 베타
목표 PBR(G=B/C)	0.70	직전 고점인 2013년 대비 10% 할증에 해당
목표주가(A*G)	67,932	
현재주가	49,850	11/29(목) 주가
상승여력	34.4%	

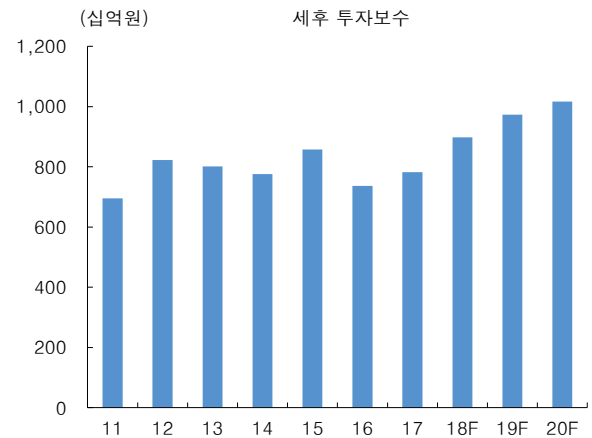
자료: 한국투자증권

[그림 1] 우리나라 천연가스 수요는 꾸준히 늘어나



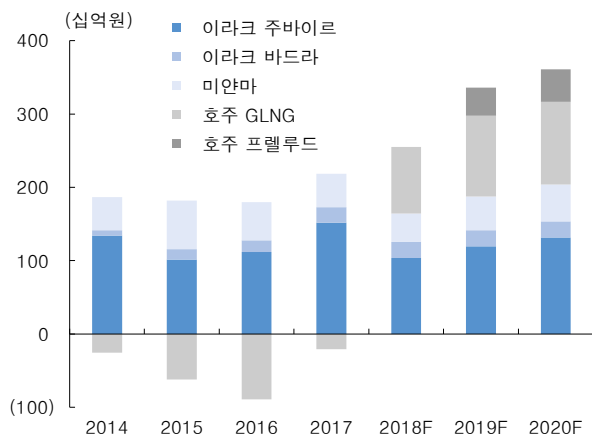
주: 2017년 이후 전망치는 제13차 장기 천연가스 공급계획 기준  
자료: 산업통상자원부, 한국투자증권

[그림 2] 국내 규제사업의 투자보수 증가 사이클 진입



주: 투자보수는 가스 판매와 관련해 투자한 가동 설비에 대해 정부로부터 보장받는 이익  
자료: 한국가스공사, 한국투자증권

[그림 3] 주요 자원개발 사업 영업이익 역시 증가 국면



자료: 한국가스공사, 한국투자증권

[그림 4] 최근 유가 하락에 따른 조정은 투자 기회를 제공



자료: Quantiwise, 한국석유공사, 한국투자증권

**LNG 수요 따라 국내  
투자보수 꾸준히 좋아지고**

가스공사 영업이익의 대부분은 LNG를 도입하고 판매하는 규제사업에서 나온다. 국내 사업은 연료비 연동제가 비교적 잘 지켜져 LNG 가격 변화가 손익에 영향을 미치지 않는다. 결국 가스공사의 국내 규제사업의 이익은 요금기저에 투자보수를 곱해 결정되는데, 두 요인 모두 우상향하는 전망이 밝다. 에너지 전환의 양 극단인 탈원전과 재생에너지 확대 정책에 대해 논란이 끊이지 않는 가운데, 가스공사는 묵묵히 설비투자를 확대하며 투자보수(보장이익)를 늘려갈 전망이다. 이에 따라 국내 투자보수는 2021년까지 연평균 5% 증가할 전망이다.

**해외 자원개발 이익  
함께 증가하는 국면**

해외 부문의 이익은 유가가 오를수록 증가하는 구조기 때문에 변동성이 크다. 반대로 어느 정도 예측가능한 투자보수 이상의 업사이드를 바라는 투자심리는 해외 자원개발 사업의 향방에 민감하다. 최근 5년간 총 3.4조원의 손상차손을 반영했는데, 이 중 절반을 차지하는 호주 GLNG가 유가 반등에 힘입어 올해 흑자전환했다. 최근 유가가 다시 급락했지만 현 수준이 유지되더라도 추가적인 손상 인식 가능성은 제한적이다. 2019년 호주 프렐루드 생산 개시와 주바이르 증산이 더해짐에 따라 유가 약세에도 해외사업의 이익 기여는 꾸준히 커질 전망이다.

**배당여력과 배당성향  
모두 커지는 투자매력**

연말로 다가갈수록 배당매력 역시 부각될 것이다. 올해를 기점으로 ROE는 다시 우상향하는 구간에 진입함에 따라, 가스공사는 3년 만에 배당금을 지급할 전망이다. 최근 2년 동안 해외사업의 손상차손 영향으로 배당을 하지 못했다. 이제는 국내외 부문 모두 이익 모멘텀을 회복했다. 여기에 정부는 공기업에 배당성향을 2020년까지 40%로 올릴 것을 주문했다. 이에 따라 올해와 내년 가스공사의 배당수익률은 현 주가 기준으로 각각 2.9%, 3.5%로 높아질 것이다.

**<표 2> 실적 전망**

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017				2018F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF	2016	2017	2018F	2019F
<b>매출액</b>	<b>7,718</b>	<b>4,026</b>	<b>3,864</b>	<b>6,564</b>	<b>8,772</b>	<b>5,057</b>	<b>4,728</b>	<b>7,351</b>	<b>21,108</b>	<b>22,172</b>	<b>25,906</b>	<b>27,045</b>
증가율	(0.6)	13.8	6.5	6.2	13.6	25.6	22.3	12.0	(19.0)	5.0	16.8	4.4
별도 매출액	7,475	3,747	3,606	6,227	8,527	4,764	4,401	7,008	20,177	21,056	24,700	25,642
연결자회사 등	244	278	258	337	244	293	326	342	931	1,117	1,206	1,402
매출원가	6,787	3,973	3,988	5,981	7,723	4,951	4,815	6,752	19,694	20,729	24,242	25,226
판관비	105	87	87	131	85	90	85	128	416	409	388	419
<b>영업이익</b>	<b>827</b>	<b>(34)</b>	<b>(211)</b>	<b>453</b>	<b>963</b>	<b>15</b>	<b>(172)</b>	<b>470</b>	<b>998</b>	<b>1,034</b>	<b>1,277</b>	<b>1,400</b>
증가율	(7.5)	NM	NM	50.7	16.6	NM	NM	3.9	(1.0)	3.6	23.5	9.6
영업이익률	10.7	(0.8)	(5.5)	6.9	11.0	0.3	(3.6)	6.4	4.7	4.7	4.9	5.2
세전이익	679	(340)	(1,584)	(5)	887	(124)	(315)	335	(769)	(1,250)	783	853
증가율	1.1	NM	NM	NM	30.7	NM	NM	NM	NM	NM	NM	9.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>497</b>	<b>(259)</b>	<b>(1,087)</b>	<b>(356)</b>	<b>774</b>	<b>(134)</b>	<b>(272)</b>	<b>256</b>	<b>(613)</b>	<b>(1,205)</b>	<b>625</b>	<b>654</b>
증가율	(2.8)	NM	NM	NM	55.8	NM	NM	NM	NM	NM	NM	4.6

자료: 한국가스공사, 한국투자증권

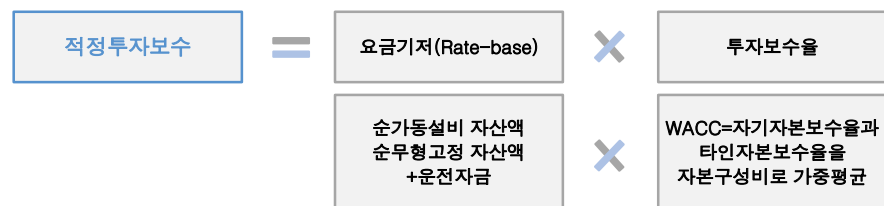
## II. 국내 투자보수 증가하는 국면

### 1. 요금기저와 투자보수를 모두 개선

요금기저와 투자보수로  
투자보수가 결정

가스공사는 우리나라에서 천연가스를 독점적으로 수입해 도시가스용과 발전용으로 판매하고 있다. 정부와 협의해 가동 설비에 대한 적정이익을 보장받을 수 있어 수익구조가 안정적이다. 2개월마다 연료비가 3% 이상 변동할 경우 비용증가분은 요금 인상을 통해 적정원가에 반영된다. 이러한 연료비 연동제 덕분에 판매량과 판매가격의 변화는 가스공사의 손익에 영향을 미치지 않는다. 실질적으로 얻는 보장이익은 요금기저에 투자보수율을 곱해 정해진다. 요금기저는 가스공사가 도매사업을 하기 위해 투자한 자산으로 순가동설비(저장탱크, 배관), 무형고정자산, 투자자산 그리고 운전자금으로 구성된다. 투자보수율은 주주나 채권자가 제공한 자금에 대한 보상을 개념으로 가중평균자본비용(WACC)에 해당한다.

[그림 5] 가스공사의 적정투자보수는 요금기저와 투자보수율의 곱



자료: 한국가스공사, 한국투자증권

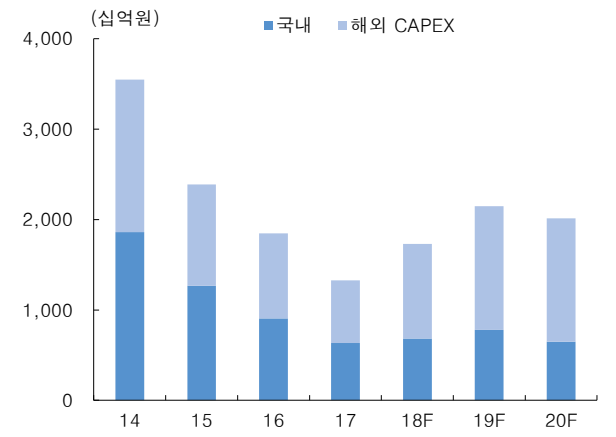
천연가스 수요 따라  
설비투자 늘어나면  
요금기저 역시 증가

올해 4월 확정된 ‘제13차 장기 천연가스수급계획’에 따라 우리나라 천연가스 수요 전망은 상향조정됐다. 정부는 이미 진행중인 기저발전에 대한 투자가 일단락 되는 2025년부터 발전용 천연가스 수요가 2031년까지 매년 4.1%씩 늘어날 것으로 전망하고 있다. 2년 전 12차 계획에서 연평균 2.3% 줄어든 것으로 예상했던 것에 비해 천연가스를 바라보는 방향이 바뀐 것이다. 이에 맞춰 정부는 2031년까지 천연가스 설비투자에 5.8조원을 투입할 계획이다. 가스공사의 가동설비 역시 다시 증가하며 요금기저는 꾸준히 늘어날 전망이다.

베타, 자기자본비율이  
투자보수를 상승 뒷받침

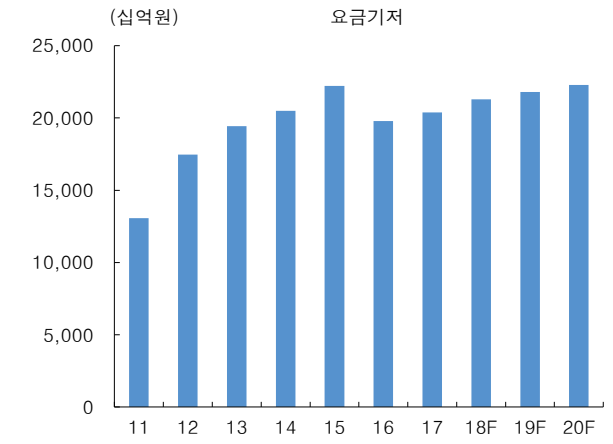
여기에 투자보수율도 상승할 것이다. 자기자본보수율 산정에 적용되는 가스공사의 베타 역시 2015년 이후 매년 높아지고 있다. 과거 5년 동안의 일평균 베타를 적용하는 만큼 2020년까지 우상향 추세가 이어질 것이다. 또한 이익이 늘어날수록 자기자본비율은 높아져 WACC도 함께 상승하는 구조다.

[그림 6] 2018년부터 다시 늘어나는 투자 규모



자료: 한국가스공사, 한국투자증권

[그림 7] 요금기저는 2016년 이후 꾸준히 증가



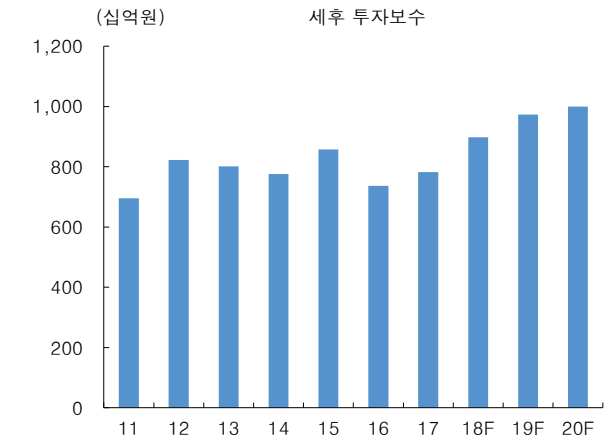
자료: 한국가스공사, 한국투자증권

[그림 8] 가스공사의 베타는 우상향 추세



자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 9] 투자보수는 2021년까지 연평균 5% 증가 전망



자료: 한국가스공사, 한국투자증권

## 보장이익은 우상향할 것

요금기저 확대와 투자보수를 상승에 힘입어 가스공사의 적정투자보수가 늘어나는 국면에 있다. 올해 요금기저는 21.3조원, 투자보수율은 4.2%로 세후기준 보장이익은 전년대비 14.8% 증가했다. 2019년에도 요금기저는 3.5% 늘어나며 보수율은 0.2%p 상승할 것이다. 이에 따라 내년 세후 보장이익은 전년대비 810억원 또는 9% 할 전망이다.

<표 3> 한국가스공사 규제사업의 투자보수 전망

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
요금기저	17,468	19,445	20,492	22,212	19,782	20,376	21,297	22,037	22,698
증가율	33.6	11.3	5.4	8.4	(10.9)	3.0	4.5	3.5	3.0
자기자본 투자보수율(%)	7.8	6.7	6.2	5.8	5.4	5.8	6.9	7.2	7.2
타인자본 투자보수율(%)	3.5	3.2	3.0	3.0	2.9	2.8	2.7	2.8	2.8
자기자본비율(%)	28.0	27.2	23.5	30.1	33.0	30.0	36.2	37.2	38.2
세후 투자보수율(%)	4.7	4.1	3.8	3.9	3.7	3.8	4.2	4.4	4.5
세후 투자보수액	823	802	776	858	737	783	898	979	1,017
증가율	18.4	(2.5)	(3.2)	10.6	(14.1)	6.2	14.8	9.0	3.9

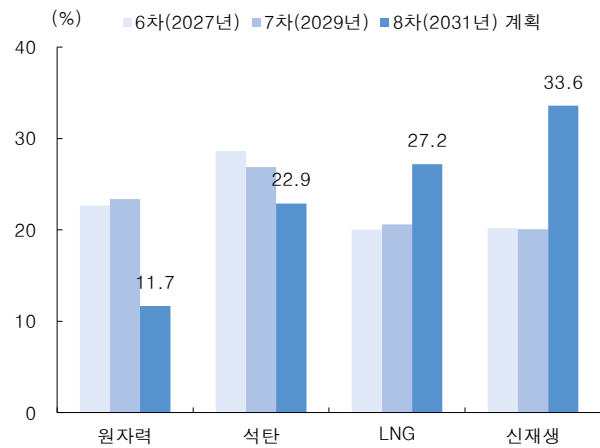
자료: 한국가스공사, 한국투자증권

## 2. 천연가스 수요 구조적 증가

### 에너지 전환 정책 따라 늘어나는 천연가스 수요

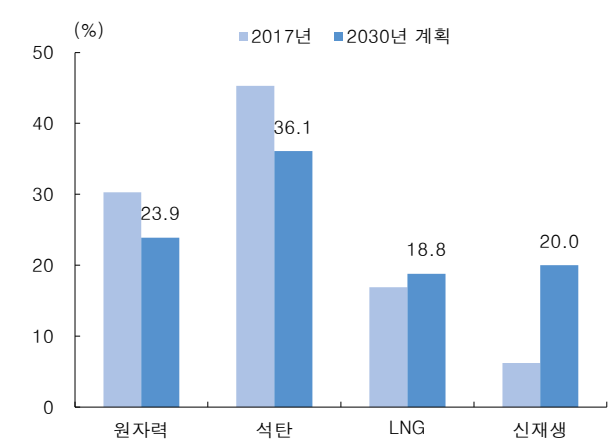
에너지 정책에서 환경과 안전에 대한 고민이 커지면서 LNG 발전이 중요해지고 있다. 정부는 작년 12월 수립된 8차 전력수급계획에서 2031년 LNG 발전설비 비중을 27%로 제시했다. 지난 7차(15년)와 6차(13년) 계획에서 15년 뒤 전망을 20% 내외로 봤던 것보다 크게 상향된 것이다. 올해 4월 확정된 13차 천연가스수급계획에서도 천연가스 수요가 2031년까지 연평균 1.2% 증가할 것으로 전망했다. 신규 기저발전 설비 확충이 완료되는 2024년까지는 줄어들다가 2025년부터는 2.5%씩 증가하는 그림이다. 기존 계획에서 소폭 감소할 것으로 예상했던 천연가스 수요를 다시 늘어나는 방향으로 4년 만에 수정한 것이다. 2029년 발전용 수요 전망은 2년 전 제시한 12차 계획보다 67% 높아졌다.

[그림 10] 발전설비 비중 - 15년 뒤 LNG 비중 상향



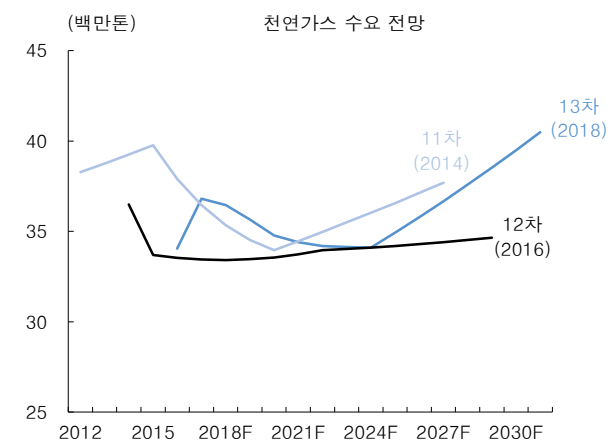
자료: 산업통상자원부, 한국투자증권

[그림 11] 발전량 비중 - 신재생 다음으로 LNG 늘어날 것



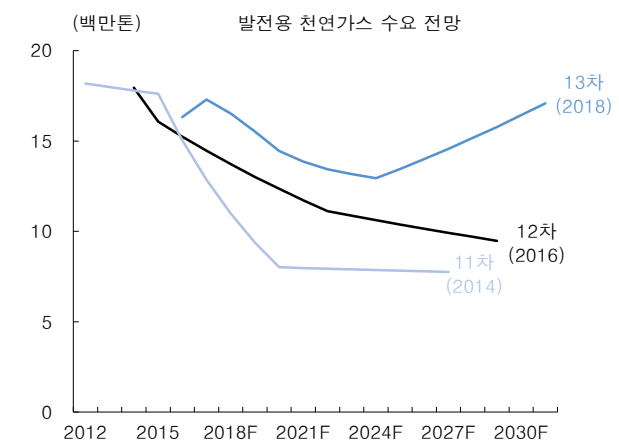
자료: 산업통상자원부, 한국투자증권

[그림 12] 천연가스 수요 2025~2031년 CAGR +2.5% 전망



자료: 산업통상자원부, 한국투자증권

[그림 13] 발전용 천연가스 수요 다시 늘어날 것으로 전망



주: 천연가스는 발전용과 도시가스용으로 구분되며 2017년 기준 47:53 비율을 기록  
자료: 산업통상자원부, 한국투자증권



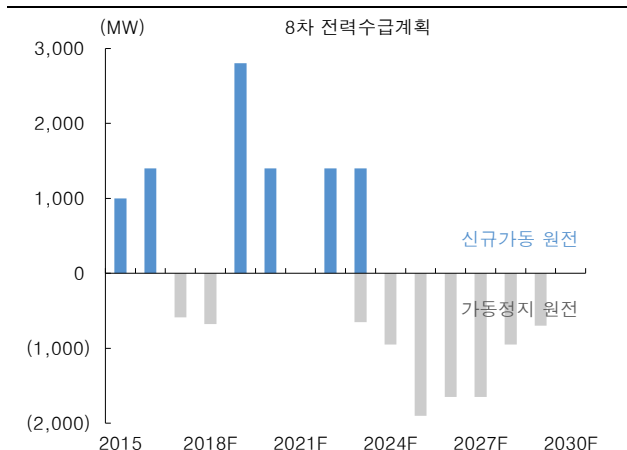
## 석탄은 환경에 좋지 않고

작년 6월 문재인 대통령의 탈원전·탈석탄 선언으로 석탄화력과 원자력 발전의 입지는 더욱 좁아지고 있다. 먼저 환경에 대한 우려로 신규 투자계획에서 석탄의 이름은 지워지고 있다. 파리기후협약에 맞춰 이산화탄소 배출을 줄이는 노력이 강화되고 있다. 여기에 미세먼지 관리 종합대책이 구체화되면서 노후 석탄발전소는 3월부터 6월까지 봄철 가동이 중단된다. 정부는 30년 이상 된 발전소 7기를 조기에 폐지하는 한편 건설중인 신규 설비도 LNG 발전으로 전환시킬 계획이다.

## 원자력은 위험할 수 있어 입지 좁아진 기저발전

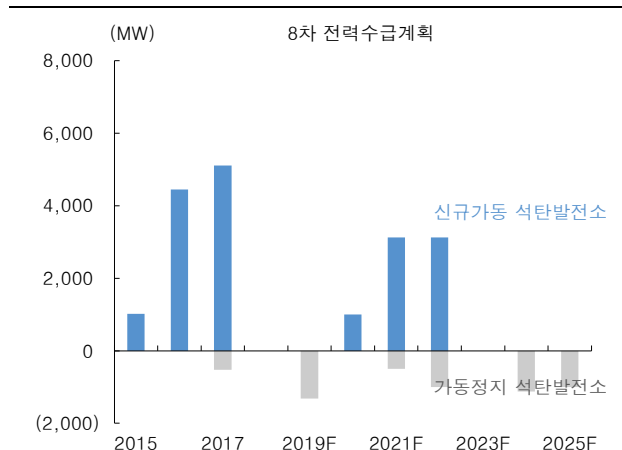
2011년 후쿠시마 원전사고를 계기로 잠재적 위험성과 안전비용을 감안하면 원전이 값싼 에너지가 아닐 수 있다는 인식이 선진국을 중심으로 확산되고 있다. 우리나라도 2013년 원전 비리에 이어 2016년 경주 지진을 겪으면서 원전 의존도를 낮출 필요성이 부각되고 있다. 안전점검 및 정비강화로 비용부담이 커지고 가동률은 떨어지면서 원전의 경제성에 대한 기대치는 이미 낮아졌다. 특히 고리 1호기와 월성 1호기 가동이 정지되면서 그동안 과소평가되었을 가능성이 높은 사후처리비용을 걱정해야 하는 시기에 접어들었다. 정부는 이러한 고민을 반영해 기존 원전의 수명 연장과 2024년 이후 신규 도입을 불허할 방침이다.

[그림 14] 2023년부터 수명 만료된 원전 폐로 본격화



자료: 한국수력원자력, 산업통상자원부, 한국투자증권

[그림 15] 노후 석탄화력 발전소 조기 폐쇄할 계획



자료: 산업통상자원부, 한국투자증권

## 에너지 대안으로 재생에너지보다 먼저 부각되는 LNG

정부는 기저발전의 빈자리를 가스화 재생에너지로 채워갈 방침이다. 신규 원자력과 석탄 발전소 건설은 백지화됐기 때문에 정책이 전면 수정되지 않는 이상 장기적으로 기저 설비용량은 줄어든다. 정부는 원자력과 석탄 발전량 비중을 2017년 77%에서 2030년까지 60%로 낮출 것이다. 대신 현재 한자리수에 불과한 재생에너지의 발전량 비중을 2030년까지 20%로 높일 계획이다. 이를 위해서는 설비용량을 현재의 4배로 늘려야 하며 90조원 이상의 대규모 투자가 필요하다.

하지만 재생에너지는 에너지 효율이 떨어지는 한계를 해결해야 한다. 원전과 비교했을 때, 2017년 전세계 태양광의 설비용량은 유사한 규모였으나 실제 발전량은 1/6에 불과했다. 무엇보다 재생에너지는 날씨와 같은 환경적 요인에 따라 일정한 전력수급이 어렵다. 이러한 현실적인 문제로 인해 2024년부터 줄어들 기저발전을 대체하지 못할 경우에 대비하려면 유일한 대안은 가스밖에 남지 않는다.

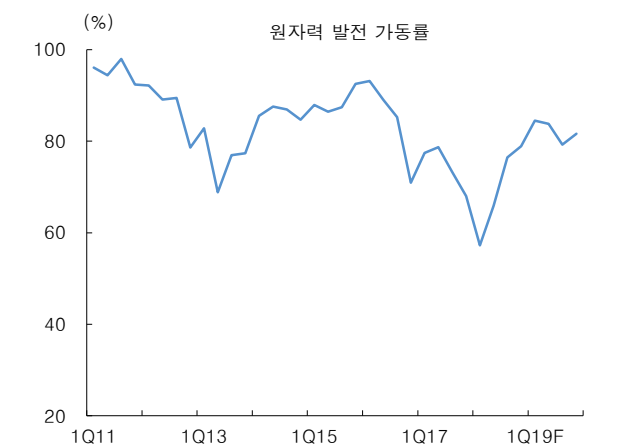
**전력 패러다임 전환에서  
기대되는 LNG 발전 수혜**

신재생에너지 체제로 넘어가는 교두보로서 LNG 발전의 역할은 중요해질 것이다. 전력 공급의 안정성과 효율성을 감안하면 재생에너지는 갈 길이 멀어 보인다. 여기에 원전이용률의 하락으로 한전의 수익성이 크게 악화되면서 탈원전에 대해서도 속도조절의 필요성이 제기되는 상황이다. 장기적인 이상을 지속 가능하게 추구하기 위해서 때로는 현실적인 고민 먼저 돌아봐야 한다. 원전과 석탄을 지양하는 정책 방향성에 부합하면서 출력 변동성이 큰 태양광과 풍력 발전의 보조 에너지로 적합한 LNG 발전에게 수혜가 예상된다.

**단기적으로 LNG 발전  
줄어드는 것으로 보이지만**

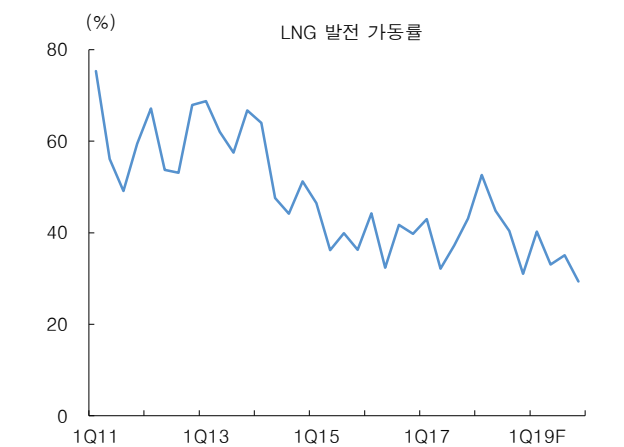
물론 2023년까지는 여전히 기저발전이 늘어나는 국면이다. 신고리 4호와 신월성 1~2호 등 이미 건설중인 원전을 백지화하기는 현실적으로 어렵다. 최근 1년간 안전정비 문제로 원전이용률이 이례적인 수준으로 떨어졌던 탓에 단기적으로 발전용 가스 판매량이 줄어드는 착시도 존재한다. 일부 원전에서 안전상의 결함이 발견된 까닭에 가동을 중단한 채 정비를 받아야 하는 기간이 작년 하반기 이후 크게 늘었다. 이에 따라 2010년대 초까지 90%를 기록했던 원전이용률은 올해 1분기 57%까지 떨어졌다. 2분기 들어 정비일정이 일단락되고 원전이 하나둘 정상 가동되기 시작했다. LNG는 원자력보다 발전단가가 비싸 급전지시에서 후순위에 놓여있다. 원전 가동이 정상화되는 만큼 LNG 발전은 단기적으로 둔화될 것이다.

[그림 16] 원전가동률 이례적인 급락에서 2분기 반등



자료: 한국수력원자력, 한국투자증권

[그림 17] LNG 발전 가동률은 단기 낮아질 가능성 존재



자료: 한국전력거래소, 한국투자증권

**장기 설비투자 확대기조가  
가스공사 이익에 더 중요**

하지만 가스공사의 이익은 단기적으로 천연가스 판매량이 줄더라도 크게 영향받지 않는다. 설비자산에 대해 이익을 보장받는 수익구조에서는 장기적인 천연가스 수요에 대한 전망이 상향조정됨에 따라 제5기지 건설 등 설비투자 증가 기조가 더 중요하다. 가스공사는 연료비 연동제와 적정투자보수 산정에 있어 이익에 대한 가시성이 높은 편이다. 그만큼 투자심리도 단기적인 판매량이나 연료비보다 중장기적인 수요 전망과 정책적 방향성에 더 초점을 맞추게 된다. 정부는 2031년까지 천연가스 생산 및 공급 설비에 5.8조원을 투자할 방침이다. 이는 가스공사의 요금기저 증가로 이어져 투자보수가 장기적으로 우상향하는 기반이 된다.

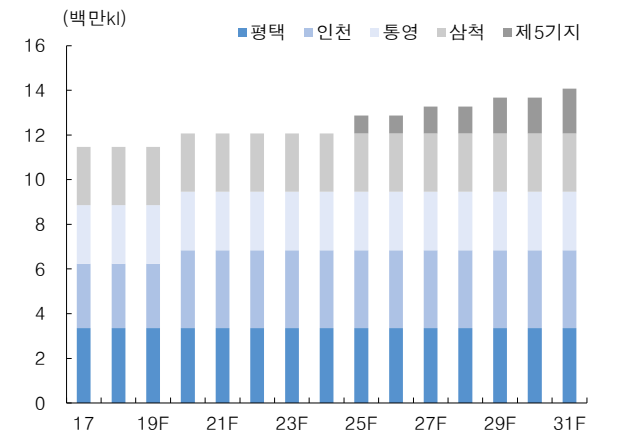
〈표 4〉 공급설비 투자계획

(단위: 십억원)

	2017~2019	2020~2022	2023~2025	2026~2028	2029~2031	계
생산설비	889	803	1,342	724	458	4,216
공급배관	680	826	52			1,558
계	1,569	1,629	1,393	724	458	5,774

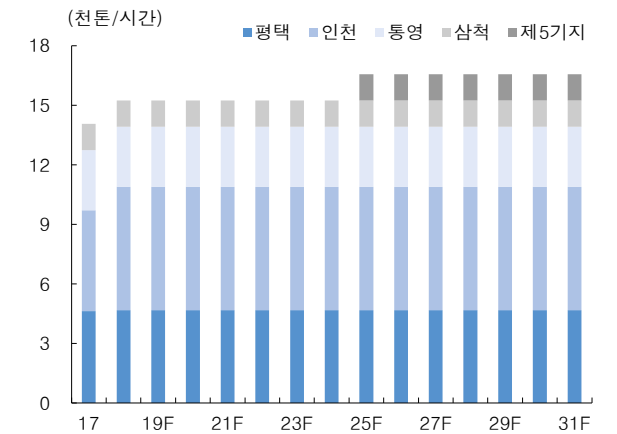
주: 생산설비는 저장설비, 부두설비, 기화송출설비 포함  
자료: 13차 장기천연가스수급계획(2018), 한국투자증권

[그림 18] 저장설비 건설계획



자료: 13차 장기천연가스수급계획(2018), 한국투자증권

[그림 19] 기화·송출설비 건설계획

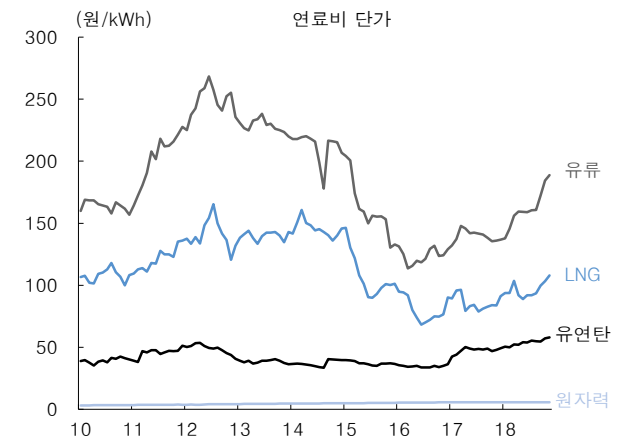


자료: 13차 장기천연가스수급계획(2018), 한국투자증권

## 기저발전보다 비싼 가격이 관건

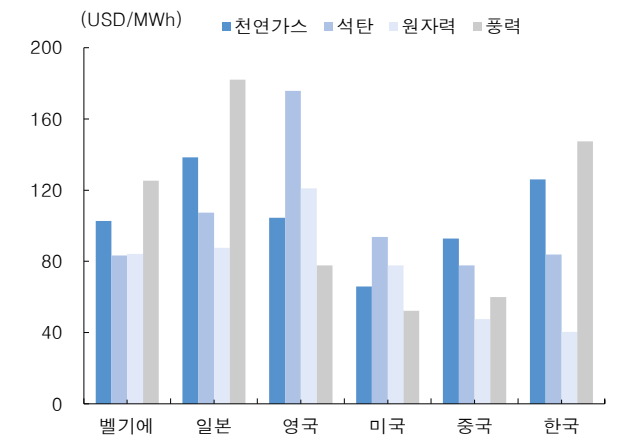
올해 유가가 상승하면서 LNG의 kWh당 발전단가는 다시 100원대로 올라섰다. 유연탄 대비 80% 높다. 다만 해외 사례를 보면 LNG가 항상 비싸다는 인식은 달라질 수 있다. 천연가스가 풍부하거나 환경 및 사후처리비용이 원가에 반영된 선진국에서는 원전이나 석탄보다 LNG의 가격경쟁력이 높기도 하다. 우리나라 역시 도입채널 및 계약구조를 다변화함으로써 발전단가의 격차를 좁힐 수 있을 것이다. 2019년 4월부터는 유연탄에 부과되는 개별소비세가 kg당 10원 오르는 반면 LNG의 체세부담금은 68.4원 낮아진다. 정부의 에너지 정책에서 LNG 발전이 우선순위에 있는 만큼 석탄 대비 불리한 조세 구조가 추가로 완화될 가능성이 있다.

[그림 20] 좁혀지지 않는 우리나라 LNG와 석탄 단가 차이



자료: 한국전력거래소, 한국투자증권

[그림 21] 반면 미국과 영국은 가스가 석탄, 원전보다 저렴



자료: IEA, 한국투자증권

### III. 해외 사업에 대한 시각 개선되는 시점

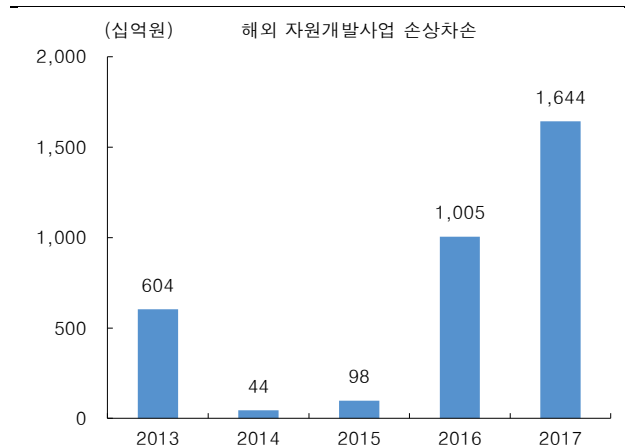
#### 해외 프로젝트 가치 주가 기여 낮았던 이유

2017년 영업이익의 87%를 차지하는 국내 규제사업(LNG 도입과 도매판매 부문)은 설비자산 운영 및 투자에 대한 이익을 정해진 산식에 따라 보장받고 있다. 수익구조가 안정적인 만큼 주가 판단에서 적정가치를 수렴해 가고 있다. 국내 규제사업은 예측이 용이한 만큼 투자자들의 관심은 영업이익 기여가 낮음에도 해외 자원개발 사업에 종종 맞춰져 왔다. 가스공사는 이라크, 미얀마, 호주 등 13개 국가에서 20개가 넘는 자원개발 사업을 진행하고 있다. 대부분의 해외 프로젝트 이익은 유가에 연동되어 있다. 하지만 해외 프로젝트는 자원개발의 특성 상 불확실성이 높고 이익 전망의 가시성은 낮다. 특히 2015~17년에는 유가 하락에 따른 손상차손 우려가 커지면서 해외 부문의 가치는 주가에 거의 반영되지 못했다.

#### 지난 5년동안 해외사업 3.4조원 손상차손 반영

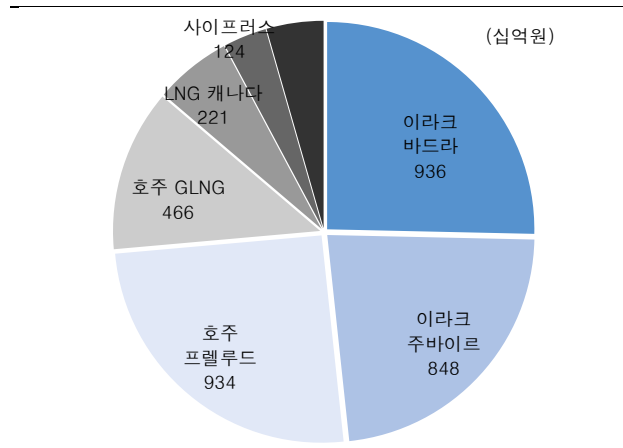
이제는 추가적인 손상차손 위험성은 제한적이라 판단한다. 최근 유가가 다시 약세로 전환했지만 2~3년 전의 저유가 기조와는 여전히 거리가 있다. 이미 가스공사는 2012년부터 2017년까지 해외 자원개발사업에 대해 3.4조원의 손상차손을 인식했다. 유가가 이익의 중요한 기준이 되는 호주 GLNG 사업은 최근 3년간 1.8조원의 자산손상을 반영했다. 호주 GLNG 프로젝트의 자본금은 4,665억원으로 낮아졌다. 현재 JCC(일본평균 원유도입가격) 기준으로 배럴당 50~53달러가 BEP 수준인 것으로 추정된다. 또한 일부 지역에서는 정세불안 등의 이유로 계획했던 대로 개발사업을 진행하기 어려웠던 탓에 투자금을 손상처리했다. 아직 탐사단계인 사이프러스 프로젝트는 성공 여부를 장담하기 어렵지만 장부가치가 1,243억원으로 손상에 따른 실질적인 위험성은 크지 않을 것이다.

[그림 22] 추가적인 해외 손상차손 반영 제한적



자료: 한국가스공사, 한국투자증권

[그림 23] 해외 사업의 장부가치는 3.7조원

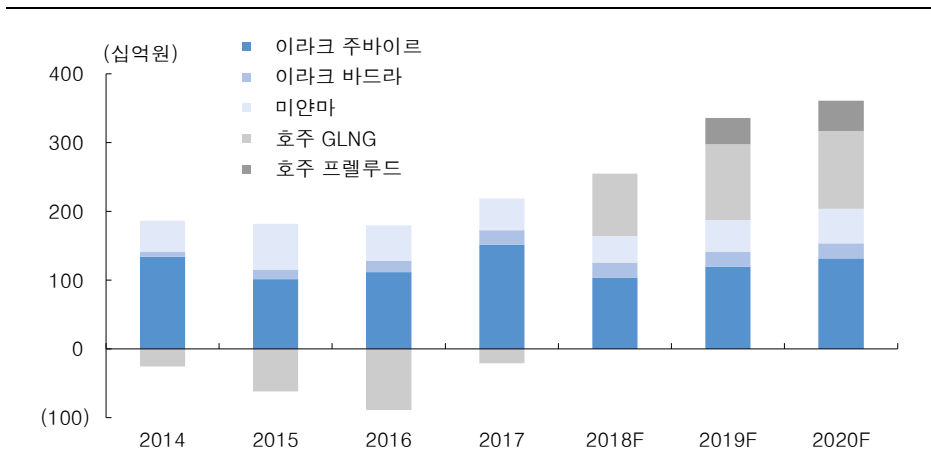


자료: 한국가스공사, 한국투자증권

해외 자원개발 사업가치  
높아지는 시점

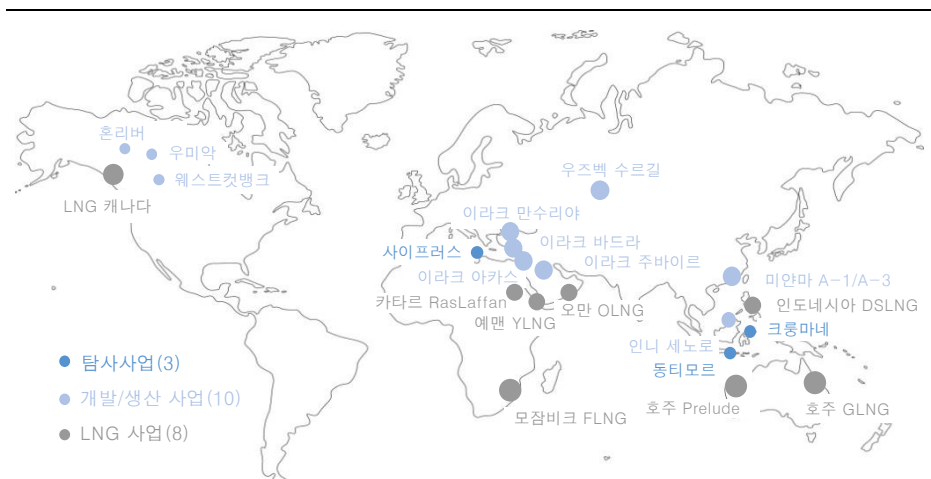
유가가 현 수준을 유지하더라도 생산량 확대에 따라 해외 부문의 이익은 증가하는 국면이다. 4개 주요 프로젝트(주바이르, 바드라, 미얀마, GLNG)의 올해 영업 이익은 2,550억원으로 전년대비 29% 증가할 전망이다. 호주 GLNG는 대규모 손상차손 인식 이후 유가 상승기조와 맞물려 올해 흑자전환에 성공했다. 여기에 호주 프렐루드의 생산이 시작되면서 2019년에도 해외 이익은 증가세가 이어질 전망이다. 앞으로도 해외 자원개발 사업은 가스공사 가치 평가에 플러스 알파로서 기여할 것이다.

[그림 24] 주요 E&P 프로젝트 영업이익 늘어날 전망



자료: 한국가스공사, 한국투자증권

[그림 25] 13개 국가에서 21개 자원개발 사업을 추진 중



자료: 한국가스공사, 한국투자증권

〈표 5〉 가스공사 해외 프로젝트 현황

프로젝트	LNG 여부	단계	지분 인식	규제/비규제	지분율
호주 GLNG	LNG	생산중	연결	규제	15.0%
이라크 주바이르	비 LNG	생산중	연결	비규제	23.8%
이라크 바드라	비 LNG	생산중	연결	비규제	22.5%
미얀마 upstream	비 LNG	생산중	연결	비규제	8.5%
미얀마 육상 midstream	비 LNG	생산중	지분법	비규제	8.5%
카타르 Ras Laffan	LNG	생산중	지분법	규제	3.0%
HYLNG (YLNG 의 2.88%)	LNG	생산중	지분법	비규제	49.0%
예멘 YLNG	LNG	생산중	매도가능증권	규제	8.9%
오만 O LNG	LNG	생산중	지분법	규제	1.2%
인도네시아 DSLNG	LNG	생산중	지분법	규제	15.0%
우즈벡 수르길	비 LNG	생산중	지분법	비규제	22.5%
인도네시아 세노르	비 LNG	생산중	지분법	비규제	9.8%
LNG 캐나다	LNG	개발 지연	연결	규제	5.0%
호주 프렐루드	LNG	생산예정	연결	규제	10.0%
모잠비크	LNG	생산예정	연결	미정	10.0%
사이프러스		탐사단계	연결		20.0%
인도네시아 크롱마네		탐사단계	연결		10.0%
동티모르		탐사단계	연결		10.0%
캐나다 홀리버, 웨스트컷, 코르도바, 우미악	비 LNG	개발 포기	연결	비규제	
이라크 아카스	비 LNG	개발 중단	연결	비규제	75.0%
이라크 만수리아	비 LNG	개발 중단	연결	비규제	15.0%

자료: 한국가스공사, 한국투자증권

## 2024년부터 장기 LNG 구매계약 순차적 종료

가스공사의 장기 LNG 도입계약들은 2024년을 기점으로 종료되기 시작한다. 먼저 우리나라 LNG 수요의 24%를 차지하는 카타르 RasGas와 오만 O LNG의 장기계약이 마무리될 예정이다. 2028년까지 넓혀 보면 절반 수준인 1,600만톤의 계약이 종료된다. 이미 2017년부터 2018년까지 인도네시아 BADAQ과 말레이시아 MLNG2, 부르나이 BLNG 등의 장기계약 프로젝트가 종료됐다. 이들의 연간 계약물량은 총 400만톤으로 국내 천연가스 수요의 13%에 달한다. 천연가스 수요는 중장기적으로 꾸준히 증가한다는 점에서 가스공사는 만료 계약을 대신할 신규 LNG 도입처를 확보해야 한다. 통상적으로 도입처 결정과 플랜트 건설에는 3~5년이 소요되는 만큼 가스공사도 2020년부터 본격적인 준비에 나설 전망이다.

〈표 6〉 가스공사 LNG 도입계약 현황

(단위: 천톤)

생산국	공급원	계약기간	총계약물량
말레이시아	Malaysia LNG SDN. BHD.	1995~2018	1,000
		2008~2028	2,000
카타르	Rasgas Company Limited	1999~2024	4,920
		2007~2026	2,100
		2013~2032	2,000
오만	Oman LNG L.L.C.	2000~2024	4,060
예멘	Yemen LNG Company Ltd.	2008~2028	2,000
러시아	Sakhalin Energy Investment Company Ltd.	2008~2028	1,500
한국	동해가스전	2004~2018	400
호주	Gladstone LNG	2015~2035	3,500
미국	Sabine Pass LNG	2017~2037	2,800
인도네시아	PT Donggi Senoro LNG	2015~2027	700
기타	Shell Eastern Trading (Pte.) Ltd.	2013~2038	3,640
	TOTAL Gas & Power Limited	2014~2031	2,000
총			32,620

자료: 한국가스공사, 한국투자증권

## 기업개요 및 용어해설

### ■ 기업개요

가스공사는 우리나라에 천연가스를 독점적으로 수입하는 업체로 POSCO 에너지, SK E&S, 한국중부발전(한전 자회사)을 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.

### ■ 용어해설

- 액화천연가스(LNG): 가스전에서 채취한 천연가스를 정제하여 얻은 메탄을 냉각해 액화시킨 상태
- 요금기저: 총괄원가 산정을 위해 사용되는, 공익사업회사의 진실하고 유효한 자산액으로 요금반영의 기준

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	8,658	7,582	8,859	9,248	9,715
현금성자산	483	441	516	538	565
매출채권및기타채권	5,006	5,295	6,186	6,458	6,784
재고자산	1,070	1,542	1,802	1,881	1,976
비유동자산	31,384	29,557	29,934	30,659	31,361
투자자산	2,295	1,986	2,321	2,423	2,545
유형자산	26,042	24,723	24,286	24,762	25,167
무형자산	2,416	1,814	2,119	2,213	2,324
자산총계	40,042	37,139	38,794	39,907	41,075
유동부채	5,556	6,590	7,768	8,470	9,132
매입채무및기타채무	2,043	1,874	2,190	2,286	2,402
단기차입금및단기사채	0	610	1,276	1,835	2,216
유동성장기부채	2,632	2,819	3,023	3,280	3,479
비유동부채	25,013	22,409	22,356	22,258	22,235
사채	21,098	18,526	17,851	17,557	17,302
장기차입금및금융부채	2,158	2,099	2,420	2,525	2,647
부채총계	30,569	28,999	30,123	30,728	31,367
지배주주지분	9,360	7,813	8,316	8,820	9,347
자본금	462	462	462	462	462
자본잉여금	1,325	1,325	1,325	1,325	1,325
기타자본	900	900	900	900	900
이익잉여금	5,811	4,601	5,103	5,608	6,135
비지배주주지분	113	327	355	358	362
자본총계	9,473	8,140	8,670	9,178	9,708

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	4,769	2,508	1,411	1,735	1,902
당기순이익	(612)	(1,192)	653	657	679
유형자산감가상각비	1,617	1,716	1,719	1,731	1,744
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	3,057	962	(820)	(473)	(345)
기타	707	1,022	(141)	(180)	(176)
투자활동현금흐름	(2,079)	(1,226)	(1,726)	(2,211)	(2,193)
유형자산투자	(1,841)	(1,352)	(1,287)	(2,212)	(2,155)
유형자산매각	1	5	5	5	5
투자자산순증	(156)	129	(130)	92	71
무형자산순증	(58)	(28)	(305)	(93)	(112)
기타	(25)	20	(9)	(3)	(2)
재무활동현금흐름	(2,377)	(1,266)	390	498	318
자본의증가	104	224	0	0	0
차입금의순증	(2,460)	(1,468)	540	651	471
배당금지급	(15)	(7)	0	(123)	(149)
기타	(6)	(15)	(150)	(30)	(4)
기타현금흐름	32	(58)	0	0	0
현금의증가	345	(42)	74	23	27

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	21,108	22,172	25,906	27,045	28,408
매출원가	19,694	20,729	24,242	25,226	26,462
매출총이익	1,414	1,443	1,665	1,819	1,946
판매관리비	416	409	388	419	448
영업이익	998	1,034	1,277	1,400	1,498
금융수익	754	883	599	680	682
이자수익	34	48	44	48	50
금융비용	1,550	1,592	1,322	1,420	1,492
이자비용	841	830	809	937	1,009
기타영업외손익	(1,086)	(1,724)	24	0	0
관계기업관련손익	115	149	204	194	194
세전계속사업이익	(769)	(1,250)	783	853	882
법인세비용	(157)	(59)	130	196	203
연결당기순이익	(612)	(1,192)	653	657	679
지배주주지분순이익	(613)	(1,205)	625	654	676
기타포괄이익	(87)	(353)	0	0	0
총포괄이익	(700)	(1,545)	653	657	679
지배주주지분포괄이익	(703)	(1,543)	625	654	676
EBITDA	2,615	2,749	2,996	3,131	3,243

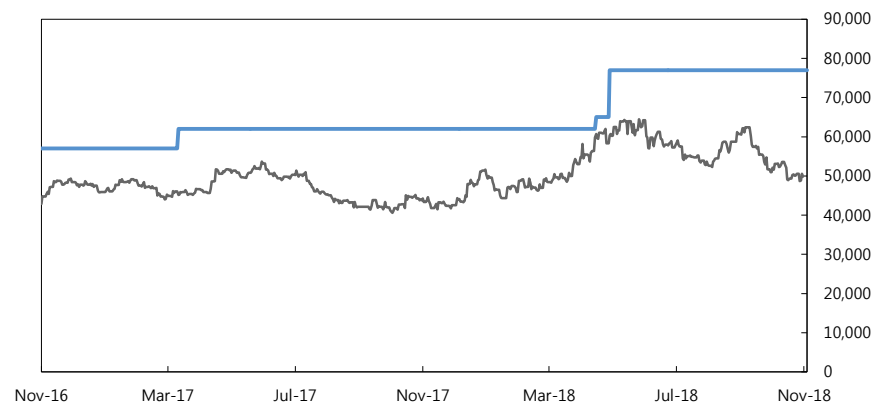
## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(7,043)	(13,802)	7,131	7,460	7,709
BPS	102,507	85,749	91,189	96,658	102,362
DPS	0	0	1,400	1,700	1,700
성장성(% YoY)					
매출증가율	(19.0)	5.0	16.8	4.4	5.0
영업이익증가율	(1.0)	3.6	23.5	9.6	7.0
순이익증가율	NM	NM	NM	4.6	3.3
EPS증가율	NM	NM	NM	4.6	3.3
EBITDA증가율	11.1	5.1	9.0	4.5	3.6
수익성(%)					
영업이익률	4.7	4.7	4.9	5.2	5.3
순이익률	(2.9)	(5.4)	2.4	2.4	2.4
EBITDA Margin	12.4	12.4	11.6	11.6	11.4
ROA	(1.5)	(3.1)	1.7	1.7	1.7
ROE	(6.3)	(14.0)	7.7	7.6	7.4
배당수익률	0.0	0.0	2.8	3.4	3.4
배당성향	NM	NM	19.6	22.8	22.1
안정성					
순차입금(십억원)	25,568	23,951	24,408	25,033	25,473
차입금/자본총계비율(%)	277.2	300.3	288.2	279.3	268.9
Valuation(X)					
PER	NM	NM	7.0	6.7	6.5
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	11.5	10.2	9.8	9.5	9.4



### 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한국가스공사 (036460)	2016.08.10	매수	57,000원	-19.6	-13.5
	2017.04.10	매수	62,000원	-24.6	-13.4
	2018.04.10	1년경과		-14.6	-3.5
	2018.05.15	매수	65,000원	-7.1	-4.6
	2018.05.28	매수	77,000원	-	-



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 11월 30일 현재 한국가스공사 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

#### ■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

#### ■ 투자등급 비율 (2018. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

\* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

#### ■ 업종 투자 의견은 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.