

2020. 10. 20



## ▲ 유틸리티/철강

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 37,000 원

현재주가 (10.19) 31,450 원

상승여력 17.6%

KOSPI 2,346.74pt

시가총액 29,032억원

발행주식수 9,231만주

유동주식비율 43.14%

외국인비중 8.63%

52주 최고/최저가 40,950원/16,600원

평균거래대금 92.9억원

## 주요주주(%)

대한민국정부(기획재정부) 외 1 인 46.63

국민연금공단 6.39

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 27.1 16.9 -22.1

상대주가 30.6 -4.6 -31.6

## 주가그래프



## 한국가스공사 036460

## 가스공사 수소사업의 정체

- ✓ 수소 사업에 대한 기대감으로 동사의 주가는 지난 3거래일 동안 +25.2% 상승
- ✓ 2030년까지 540만톤, 2040년까지 767만톤의 수소 제조용 가스 수요 발생 전망
- ✓ 장기적으로 수소 파이프라인 구축 및 해외 그린수소 도입 사업 계획 중
- ✓ 손상차손 규모 축소에 따라 배당 매력 발생. 2021E DPS 1,350원(배당수익률 4.3%)
- ✓ 투자 의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 +12.1% 상향

## 커져가는 수소 기대감, 사업 내용은?

수소 사업에 대한 기대감으로 동사의 주가는 지난 3거래일 동안 +25.2% 상승했다(10/19 종가 기준). 기대감에 발맞춰 경영진 역시 빠른 시일 내에 수소 사업에 대한 로드맵을 공유할 계획이나, 그 전까지 수소 사업 내용은 여전히 물음표인 상황이다. 손익에 대한 구체적 영향은 알기 어렵더라도 사업의 방향성 및 대략적인 규모는 확인할 필요가 있다.

## 한국가스공사의 수소에는 색깔이 없다

단기적으로는 직접적인 수소 사업보다 '그레이', '블루' 수소 제조용 LNG 수요 증가에 주목해야 한다. 당사의 대략적인 계산에 따르면 연료전지, 수소충전소 등에서 2030년까지 540만톤, 2040년까지 767만톤의 신규 가스 수요가 발생한다(vs 2019년 판매량 3,358만톤). 기존 적도입 증가에 따른 점유율 하락 우려를 극복하고도 남는 수준이다. 보다 큰 그림은 '그린' 수소 밸류체인에서 나온다. 동사는 수소 파이프라인 구축 및 해외 그린수소 도입 사업을 계획하고 있다.

## 가장 가파른 수혜는 아니지만, 가장 확실한 수혜

동사의 투자 매력은 정부 지정 '수소유통전담업체'로서 수소 밸류체인 내에서 가장 확실한 수혜주라는 점이다. 주가를 짓눌러왔던 손상차손에 대한 공포에서도 2021년부터는 벗어날 필요가 있다. 유가 추가 하락 가능성이 낮은 데다, 신규 프로젝트 규모도 제한적이기 때문이다. 2021년 DPS 1,350원(배당수익률 4.3%) 수준의 배당이 가능하다. 투자 의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 +12.1% 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	26,185.0	1,276.9	509.4	5,518	-144.2	88,751	8.7	0.5	10.0	6.4	367.0
2019	24,982.6	1,334.5	38.8	420	-88.9	85,073	90.1	0.4	9.9	0.5	382.6
2020E	20,332.2	887.8	-241.9	-2,620	-504.3	80,608	-12.0	0.4	11.3	-3.2	375.8
2021E	18,039.1	1,100.9	302.7	3,279	-229.8	82,632	9.6	0.4	10.3	4.0	341.7
2022E	16,723.7	1,210.7	430.5	4,663	42.2	86,040	6.7	0.4	9.7	5.5	328.2

## 수소유통업체로서의 가스공사

### 국가 지정 수소 수혜주

가스공사의 신규 성장동력, 수소

천연가스 사업 내 불확실성 증대로 만년 저평가에 머물던 가스공사에 성장 기회가 찾아왔다. 핵심 친환경 밸류체인으로 주목받는 수소 사업에서 동사가 유통의 핵심을 담당하고 있기 때문이다. 동사는 산업통상자원부가 진행한 수소 전담기관 공모에서 수소법 제34법에 따라 수소의 유통 및 가격 유지를 지원, 추진하는 '수소 유통 전담기관'으로 선정됐다.

동사는 수소 유통의 핵심

친환경 연료원으로 주목받고 있는 수소이지만, 현재로서는 천연가스에 함유된 메탄을 개질하여 생산하는 방식(추출 수소)이 절대 다수를 차지하고 있다. 2030년에도 추출 수소의 비중은 50%에 달할 전망이다. 또한 '그린 수소' 시장이 본격화 되더라도 수소와 가스의 물성이 비슷해 기존 가스 밸류체인의 저장, 유통 노하우가 유용하게 쓰인다. 수소 경제 내에서 천연가스의 유통을 전담하고 있는 동사의 역할이 늘어날 수 밖에 없는 이유이다.

수소 밸류체인 전반에 걸쳐  
수혜 가능

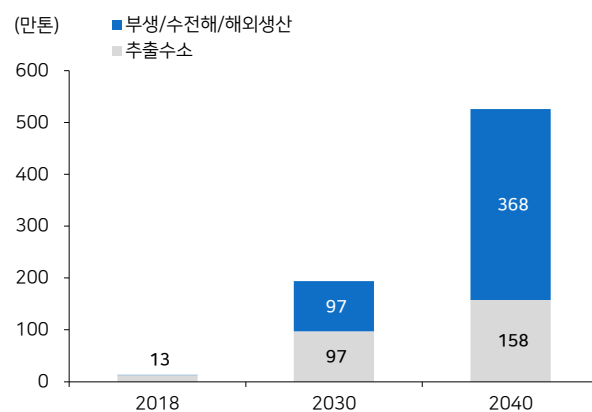
동사는 빠른 시일 내에 수소 사업 관련 장기적 로드맵을 공유할 계획이다. 구체적인 정보는 현재 알기 어렵지만, 조금 더 성공적인 투자를 위해서는 동사 수소사업의 대략적인 방향성을 확인할 필요가 있다. 2019년 4월 발표된 첫번째 로드맵과 그간 언론을 통해 노출된 정보를 종합해보면, 동사의 역할은 수소 생산 방식에 상관없이 생산-유통-활용 전반에 걸쳐져 있다는 점을 확인할 수 있다.

표1 수소 생산 방법 분류

정의	수소 생산 방법	장점	단점
<b>회색 수소</b> (Grey Hydrogen) : 화석 연료에서 추출한 수소	<ul style="list-style-type: none"> <li>천연가스 수증기 개질(SMR)</li> <li>석탄가스화</li> </ul>	낮은 생산 단가	탄소 배출
<b>청색 수소</b> (Blue Hydrogen) : CCS통해 CO2 포집/제거	<ul style="list-style-type: none"> <li>천연가스 수증기 개질(SMR)</li> <li>석탄가스화</li> </ul>	CCS를 사용하면 탄소 중립적	화석연료 사용/CCS 비용 및 제약
<b>녹색 수소</b> (Green Hydrogen) : CO2 발생이 없는 수소	<ul style="list-style-type: none"> <li>물 전기 분해</li> <li>암모니아(NH3) 분해</li> <li>생물학적 수소 등</li> </ul>	탄소 중립적	높은 비용

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 한국의 수소 조달 계획



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

**표2 수소법 제34조에 따른 수소유통전담기관 주요 역할 및 수행 사업**

구분	내용
<b>주요 역할</b>	수소경제 활성화를 위한 수소의 유통체계 확립, 수소의 거래 및 수소의 적정가격 유지 등에 관한 업무를 지원
<b>수행 사업</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>수소의 유통 및 거래에 관한 업무</li> <li>수소의 적정 가격유지에 관한 업무</li> <li>수소의 수급관리에 관한 업무</li> <li>수소의 공정한 유통질서 확립을 위한 감시·점검·지도 및 홍보</li> <li>수소의 생산설비 및 충전소 등 이용설비 운영정보의 수집·제공 등</li> </ul>

자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

**표3 수소유통전담기관 주요 사업 계획**

분류	내용
<b>수소의 수급관리 및 유통질서 확립체계 구축</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>수소 생산량 및 지역별 수요예측을 통한 중장기 수급계획 수립</li> <li>부생수소, 추출수소, 수전해 수소 등 생산방식별 포트폴리오 분석·전망 및 중장기 수소 생산·공급 방식 다양화(액화·배관) 전략 등</li> <li>수소의 정량미달 판매 점검 및 정당한 사유없는 수소의 생산 감축 행위 감시·지도 등 공정한 유통질서 확립체계 구축</li> </ul>
<b>수소충전소 운영지원 및 실시간 정보제공 시스템 구축·운영</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>수소충전소에 튜브트레일러를 지원하여 수소의 운송비용 절감을 유도하고, 이를 통해 수소의 가격인하 도모</li> <li>울산 등 부생수소 공급지 기준으로 운송비용 추가 발생(예: 울산 7,00원, 안성 8,80원)</li> <li>수소충전소 운영현황·가격정보 등 실시간 정보제공 시스템 구축을 통해 수소차 이용고객의 편의성 향상 제고</li> <li>전용 어플리케이션 개발 및 내비게이션과 연계 등 모바일 서비스 제공</li> </ul>
<b>수소시장 발전단계별 수소시장 모델 구축·운영</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>현행 수소의 유통구조 및 석유·전력 등 유사 에너지원과의 비교 분석을 통한 수소시장 운영 모델 개발</li> <li>합리적인 수소 거래가 이루어질 수 있도록 전자상거래 등의 플랫폼을 구축하여 수소 거래시장의 투명성 제고</li> <li>수소 생산자·유통사업자·충전소 사업자·정부 등 다양한 이해관계자 의견을 수렴·반영하여, 단계별 수소시장 모델 확정·구축 추진</li> <li>수소시장 활성화를 위해 초기에는 시장참여자 다수가 합의 가능한 수준에서 가격 안정화에 중점을 두고, 향후 시장 발전상황에 따라 자율시장 모델로 운영 추진</li> </ul>

자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

## 단기 관점: 추출 수소 밸류체인 내 가스공사의 역할

### 수소 제조 원료로서 LNG 부각

단기적 관점에서는 수소 제조용  
LNG 수요 증가에 주목

우선 단기적 관점에서는 수소 제조 원료로서 LNG 수요의 성장세에 주목할 필요가 있다. 석탄 대비 탄소 배출이 약 30% 적은 LNG 발전의 특성 상 LNG 발전량 자체도 꾸준히 증가할 전망이다, 더 중요한 것은 연료전지 및 수소충전소가 LNG 수요에 미치는 영향이다.

2040년 발전용 연료전지가 최대  
1,160만톤의 신규 수요 창출

현재 70% 중반대의 개질 효율을 보이고 있는 발전용 연료전지는 대략 1MWh당 0.18톤의 LNG를 소비하는 것으로 추정된다. 일부 개질 효율의 개선을 감안하더라도 정부의 2040년 목표인 발전용 연료전지 8GW, 가정/건물용 연료전지 2.1GW가 실현된다면, 358만톤 가량의 신규 LNG 수요가 창출된다(30% 추출 수소 사용 시).

2040년 수소충전소가 최대  
220만톤의 신규 수요 창출

수소차 한 대는 평균 연간 31.6회 충전하고, 1회 충전 당 6.3kg의 수소를 소비한다. 정부 계획대로 국내에 2040년 290만대의 수소차가 보급된다면 66만톤 가량의 LNG가 필요하다(30% 추출 수소 사용 시).

2040년 LNG병커링이 최대  
343만톤의 신규 수요 창출

수소 경제의 일원은 아니지만, LNG 병커링향 수요도 주목해볼 만 하다. LNG병커링은 천연가스를 선박 연료로 공급하는 사업이다. 에너지경제연구원에 따르면 국내 LNG 병커링 수요는 최대 2025년 70만톤, 2030년 136만톤, 2040년 343만톤 가량 발생할 전망이다.

표4 수소경제 활성화 로드맵 주요 내용 요약

		2018	2022	2040	비고
수소차(내수)		1.8천대 (0.9천대)	8.1만대 (6.7만대)	620만대 (290만대)	
수소충전소		14개소	310개소	1,200개소	
연료전지	발전용(내수)	307MW	1.5GW(1GW)	15GW(8GW)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 그린수소 REC 우대, 분산전원 지원 제도 설계 예정</li> <li>■ 부품 국산화율 100% 달성 목표</li> <li>■ 새만금 등 대규모 사업 추진</li> </ul>
	가정/건물용	7MW	50MW	2.1GW	
수소공급		연 13만톤	연 47만톤	연 526만톤 이상	
수소 가격			6,000원/kg	3,000원/kg	

자료: 산업통상자원부 외 관계부처, 메리츠증권 리서치센터

## 수소 제조용 천연가스 수요, 직도입 우려 상쇄하기에는 충분

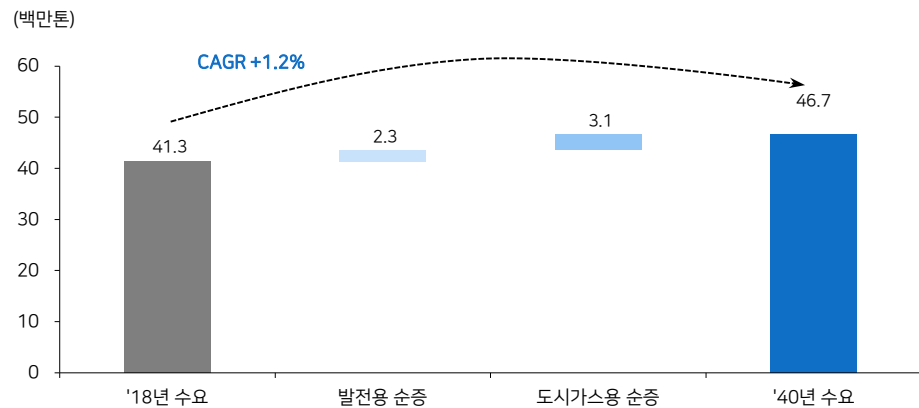
신규 수요처 고려하면 2030년까지  
500만톤 이상의 추가 수요 발생

에너지경제연구원의 2019년 장기에너지전망에 따르면 국내 가스 수요는 2018년 4,130만톤에서 2030년 4,670만톤으로 총 540만톤, 연간 평균 +1.2% 성장할 전망이다. 다만 해당 전망에는 연료전지, 수소충전소, LNG병커링 등 수소 제조용 가스 수요에 대한 고려가 부족하다는 판단이다. 이러한 새로운 수요처를 고려할 경우 2030년까지의 가스 수요 순증은 총 1,080만톤, 연간 성장률은 +1.9%로 늘어날 수 있다(2030년 추출 수소 비중 50% 가정).

직도입에 대한 우려를 상쇄시키기  
충분한 물량

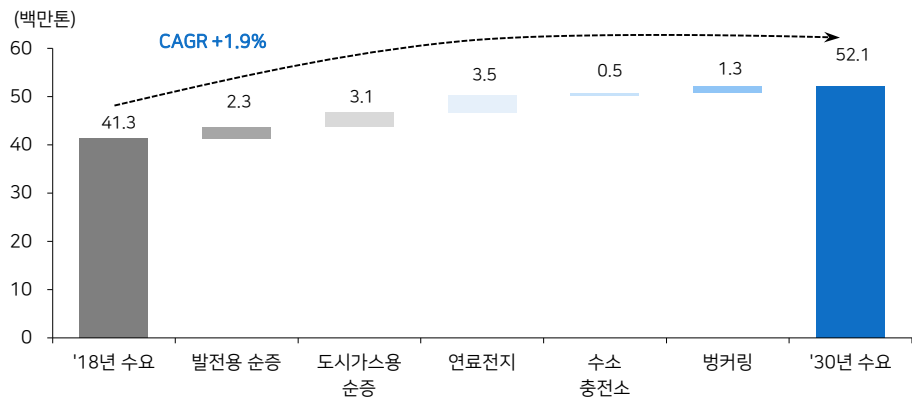
2030년까지 새로운 수요처가 창출하는 신규 수요 540만톤은 LNG 직도입에 대한 우려를 상쇄시키기 충분하다. 민간 발전사가 정부에 제출한 직도입의향서에 따르면 직도입 물량은 2019년 690만톤에서 2026년 1,080만톤으로 390만톤 늘어날 전망이다.

그림2 에너지경제연구원의 가스 소비량 예측



자료: 에너지경제연구원, 메리츠증권 리서치센터

그림3 수소 제조용 가스 수요를 반영한 가스 수요 예측



주: 2030년 추출 수소 생산 비중 50%를 가정한 수치

자료: 에너지경제연구원, 메리츠증권 리서치센터

## 장기 관점: 그린 수소 밸류체인 내 가스공사의 역할

'그린 수소' 밸류체인 내에서도  
동사의 역할은 절대적

수소 제조 공정에서 추출 수소의 비중이 감소한다면 동사의 성장 전망도 어두워지는 것일까? 그렇지 않다. '그린 수소' 밸류체인 내에서도 동사의 역할은 막중하다.

### 수소 배관 구축

수소 배관 설치로 2030년까지  
7천억원의 투자 예상

현재 수소는 기체 상태에서 탱크 로리를 통해 운반되는 것이 일반적이다. 그러나 대용량, 장거리 운반의 경우 배관의 경제성이 더 높다. 수소 배관을 설치할 경우 LNG 배관과 마찬가지로 동사가 독점적으로 진행할 확률이 높다. 2019년 4월 수소사업 추진 로드맵에서 동사는 2030년까지 누적 700km의 수소 배관망을 설치하겠다는 계획을 발표한 바 있다(현재 설치된 LNG 배관은 4,900km 가량). 1km 당 10억원의 구축 비용을 가정할 경우 약 7천억원의 투자비가 소요된다.

### 그린 수소 도입 & 생산

2030년부터 본격화될  
해외 그린수소 도입

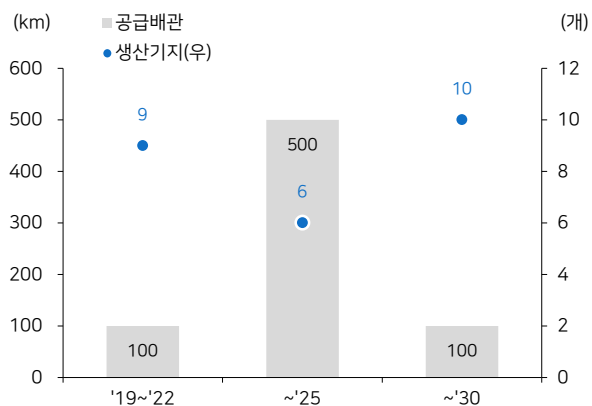
원유 및 천연가스 매장량이 특정 지역에 집중되어 있듯, '그린 수소' 역시 잉여 재생에너지가 풍부한 호주, 중동 등 특정 지역에서 채산성이 높다. 정부는 2030년부터 해외 그린수소를 본격적으로 도입해 2050년까지 40개 공급망을 구축할 계획이다. 여기서 LNG 도입과 마찬가지로 동사가 주도적인 역할을 할 전망이다.

직접 수소 생산도 담당

'수소유통전담기관'인 동사이지만, 수소 생산에 있어서도 중추적인 역할을 한다. 창원과 광주의 거점형 수소생산기지는 각각 2022년 하반기/2022년 말부터 하루 5톤/4톤의 수소를 생산하게 된다. 2019년 4월 로드맵에 따르면 생산기지는 2030년 25곳으로 늘어난다. 아직은 천연가스 개질 방식으로 수소를 생산하고 있으나, 장기적으로 수전해 방식의 생산으로 나아갈 계획이다.

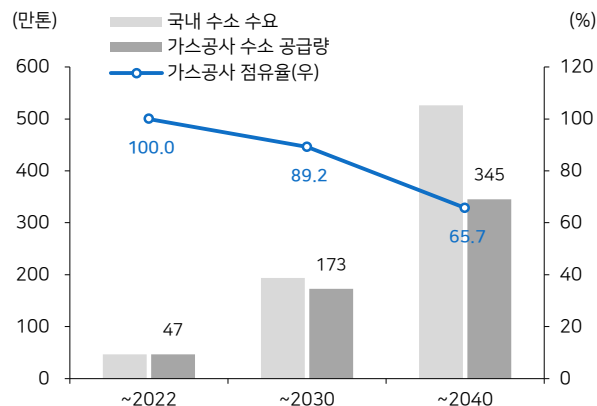
동사는 해외 수소 도입과 자체 생산을 통해 2040년 345만톤 가량의 수소 공급을 목표로 하고 있다(국내 전체 수요의 66%). 당사 계산에 따르면 이 중 절반 가량이 추출 수소, 절반이 수전해 및 해외수소 도입을 통해 공급된다.

그림4 수소 생산 시설 및 배관망 구축 계획



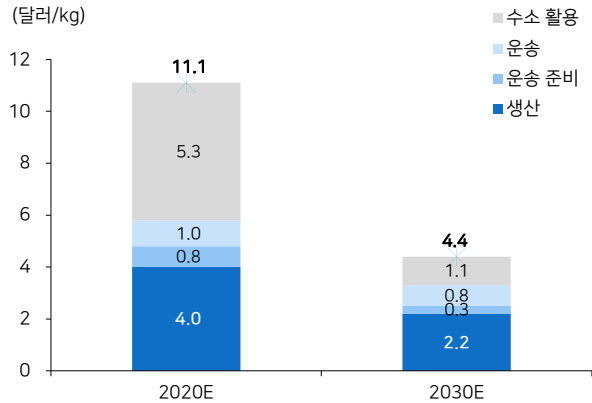
자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

그림5 수소 공급 목표



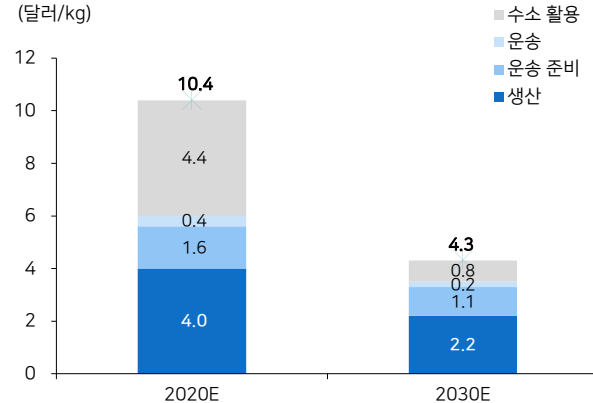
자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

그림6 수소 원가 전망: 기체 상태 트럭 운반



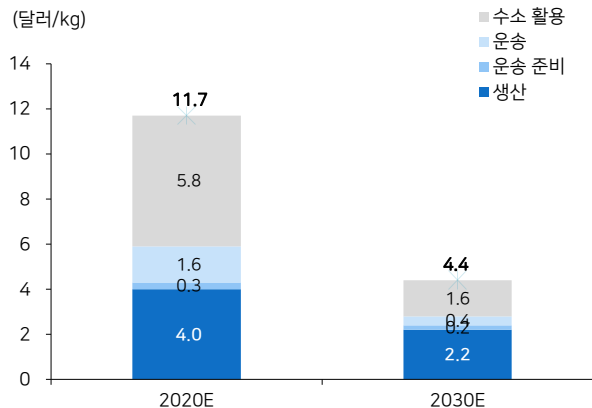
자료: McKinsey, 메리츠증권 리서치센터

그림7 수소 원가 비용 전망: 액체 상태 트럭 운반



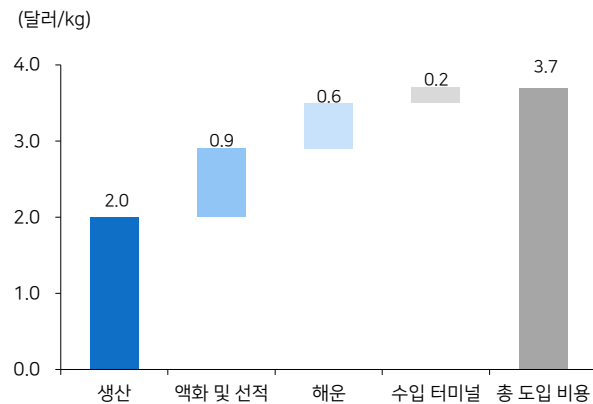
자료: McKinsey, 메리츠증권 리서치센터

그림8 수소 원가 전망: 액체 상태 배관 운반



자료: McKinsey, 메리츠증권 리서치센터

그림9 사우디 - 일본 간 수소 도입 비용



자료: McKinsey, 메리츠증권 리서치센터

## 그 외: 수소 '소매'사업자로서의 가스공사

'하이넷' 통해 2022년까지  
수소충전소 100기 건설 계획

동사는 수소충전소 설치 및 운영에도 직접 참여한다. 동사는 현대차 등 총 10개 기업이 운영 중인 '하이넷'의 1대 주주로 참여하고 있는데, '하이넷'은 2022년까지 수소충전소 100기를 전국에 세울 계획이다.

연료전지 직접 운영도 가능

흥미를 끄는 점은 동사가 직접 연료전지 발전소를 운영할 수도 있다는 점이다. 정관 변경으로 연료전지 발전 사업 진출을 시사했으며, 실제로 지난 2019년 송도 LNG 기지 내 100MW(총 투자비 5,800억원, 동사 지분율 20%)의 대규모 연료전지 발전소 구축을 추진한 바 있다.

## 한국가스공사 실적 및 주가 전망

### 배당에 성장을 더하다

저평가의 원인은 연이은  
손상차손과 직도입 물량 확대

한국가스공사는 역사적 평균을 하회하는 2021년 예상 PBR 0.38배 수준에서 거래 중이다. 지금까지의 저평가 원인은 1) 유가 하락 시 불거지는 해외 자산손상차손 우려, 2) LNG 직도입 물량 확대에 있다는 판단이다.

2021년 이후 손상차손 규모  
감소 예상

우선 자산손상차손 규모는 2021년부터 유의미하게 감소할 확률이 높다. 2021년 이후 생산 개시를 앞둔 프로젝트가 제한적이기 때문이다. 또한 유가가 급락하면서, 해외 자원 개발 밸류에이션에 적용되는 장기 유가 가정도 하락 조정되었다. 추가적 유가 급락에 따른 손상차손 가능성은 제한적이다. 수소 사업을 떠나 당장의 순이익 턴어라운드가 매력적인 상황이다.

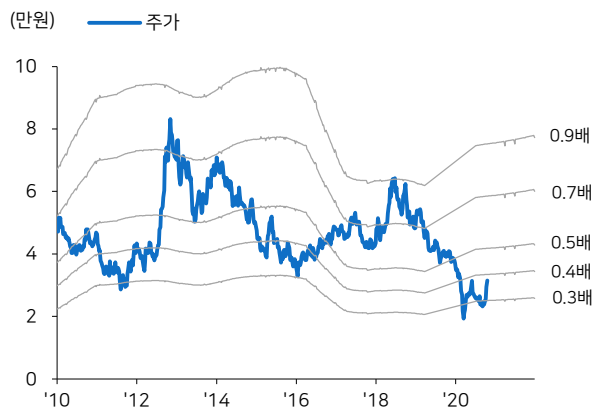
직도입 확대 필연적이나 추출  
수소용 LNG 수요 증가가 상쇄

LNG 직도입 물량 확대와 발전용 LNG 시장 내 점유율 하락은 필연적이다. 그러나 앞서 말했듯 연료전지, 수소충전소, LNG병커링 등 신규 수요처 확대가 이를 상쇄할 전망이다. 2030년 천만톤 이상의 추가 수요가 창출되는 점을 감안하면 수소 사업의 영향으로 운전자금만 1조원 상승할 수 있으며, 도입량이 늘어나면 필요 저장, 배관 설비도 증가하므로 실제 요금기저에 미치는 영향은 그 이상이다.

수소 생산, 저장, 배관 사업의  
손익 영향은 아직 판단 쉽지 않음

LNG를 잠시 제쳐놓고, 수소 생산 및 운송 사업은 어떨까? 2019년 4월 동사는 2030년까지 수소 사업에 4.7조원 투자 계획(vs 2019년 CAPEX 1.2조원)을 발표했으며, 이는 향후 상향 조정될 가능성이 높다. 수소 사업이 규제 영역에 포함될 시 해당 투자비는 요금기저에 반영되나, 현재로서는 비규제 사업에 포함될 가능성이 높다. 비규제 사업 진행 시 시장 가격 및 판매량에 따라 수익성이 결정되나 현재 단계에서는 손익 영향에 대한 판단이 쉽지 않다.

그림10 한국가스공사 P/B 밴드



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

표5 민간발전사들의 신규 LNG 직도입 사업 추진 현황

구분	업체	탱크 규모	완공 예정 시기
보령LNG 터미널 5,6호기	GS에너지(50%), SK건설(50%)	20만kL	2021년 10월
광양LNG터미널 5호기	포스코	20만kL	2020년 4월
묘도LNG터미널 1,2호기	한양	40만kL	미정, 올해 중 착공
KET (Korea Energy Terminal)	한국석유공사(49.5%), SK가스(45.5%), MOLCT(5.0%)	43만kL	2024년
통영천연가스발전	현대산업개발-한화에너지	20만kL	2024년

자료: 메리츠증권 리서치센터



수소 시장 확대 시 동사의 이익이  
늘어나는 방향성 자체는 확실

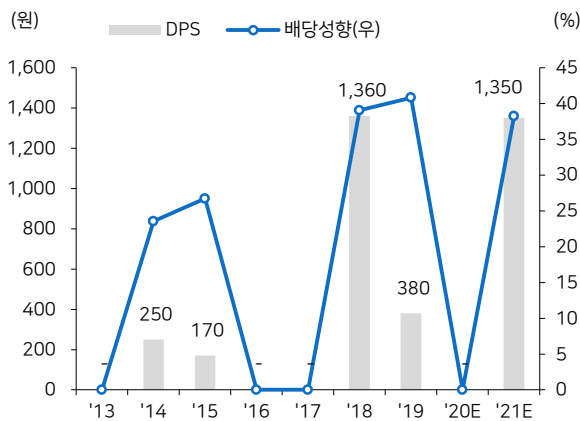
추가적인 측면에서 바라보자면, 수소 사업이 비규제 사업의 영역에 포함된다는 것은 곧 동사의 이익이 수소 사업의 성장에 동행하게 된다는 의미이다. 앞으로 동사와 수소 관련주들의 주가 흐름이 동조화되더라도 이상할 것이 없다. 수소 수혜주 내에서 동사의 매력은 불확실성이 적다는 점에 있다. 기술 발전 및 정책 방향에 따라 수소 사업 성패가 결정되는 기업들도 많지만, 동사는 수소전담유통기관으로서 어떤 식으로든 시장과 성장 방향을 같이한다.

2021년부터 배당과 성장성  
둘 모두 부각 예상

결론적으로, 현재 동사는 2021년부터 순이익 정상화와 함께 현 주가 기준 배당 수익률 4.3% (DPS 1,350원)을 기대할 수 있으며, 장기적으로는 수소 사업 진출에 따른 영업이익 성장이 가능한 상황이다. 배당과 성장 두 마리 토끼를 잡을 수 있는 투자 기회라는 판단이다.

적정주가는 12개월 별도순이익에 이전과 같은 12.7배를 곱하여 산정하였다. 이익 전망치 상향은 LNG 도입량 가정치 상향, 환율 가정치 하향 조정에 기인한다. 적정주가는 2021년 예상 PBR 0.45배에 해당한다.

그림11 한국가스공사 DPS 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 한국가스공사 적정주가 산출

구분	적용값	내용
12개월 선행 순이익(십억원)	269.8	배당의 기반이 되는 별도 순이익 기준
적용 배수(배)	12.7	배당이 가시화되던 1Q10~1Q13 평균
<b>적정 시가총액(십억원)</b>	<b>3,412.7</b>	
발행 주식수(백만주)	92,313	기말 주식수
<b>적정 주가(원)</b>	<b>37,000</b>	
현재 주가(원)	31,450	
<b>상승 여력(%)</b>	<b>17.6</b>	

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 3Q20 Preview

### 3Q20 실적은 컨센서스 하회

3Q20 연결 실적은 매출액 3조 89억원(-33.4% YoY), 영업이익 -2,751억원(적확 YoY)으로 컨센서스를 하회할 전망이다. 주요 원인은 유가 급락으로 인한 해외 프로젝트들의 수익성 악화이다. 호주 GLNG, Prelude의 부진은 예견된 바 있으나 이라크 정부가 OPEC 감축 계획을 뒤늦게 이행하면서 이라크 주바이르 역시 예상보다 부진할 전망이다.

### 2021년부터 순이익 정상화

2021년에는 별도 영업이익 증가와 동시에 해외 프로젝트들의 수익성 개선으로 연결 실적이 회복될 전망이다. 2021년 연결 영업이익은 1조 1천9억원(+24.0% YoY)을 예상한다. 보다 중요한 점은 순이익 정상화에 따른 배당 매력으로, 2,000억원의 자산손상차손을 가정할 시 1,350원의 DPS 지급이 가능하다는 판단이다.

표7 한국가스공사 연결 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>7,967.8</b>	<b>4,094.6</b>	<b>3,008.9</b>	<b>5,261.0</b>	<b>6,427.0</b>	<b>3,789.6</b>	<b>3,263.3</b>	<b>4,559.2</b>	<b>26,185.0</b>	<b>24,982.6</b>	<b>20,332.2</b>	<b>18,039.1</b>
매출액 증가율(%)	-8.4	-16.0	-33.4	-23.6	-19.3	-7.4	8.5	-13.3	18.1	-4.6	-18.6	-11.3
가스도매판매	7,654.9	3,962.8	2,732.1	5,085.3	6,221.7	3,599.1	3,004.9	4,311.4	24,331.4	23,645.6	19,434.7	17,137.1
해외주요사업	350.4	463.1	294.6	201.8	265.8	263.7	311.7	316.7	1,417.5	1,351.4	1,310.0	1,157.8
기타 및 연결조정	-37.5	-331.3	-17.9	-26.1	-60.5	-73.2	-53.2	-68.9	436.1	-14.4	-412.5	-255.8
매출원가	6,901.8	4,094.5	3,125.5	4,833.7	5,380.5	3,658.3	3,297.8	4,064.1	24,508.5	23,227.1	18,955.5	16,400.6
매출총이익	1,066.0	0.0	-116.6	427.3	1,046.5	131.4	-34.5	495.1	1,676.5	1,755.5	1,376.7	1,638.5
판관비	107.0	96.8	158.5	126.7	85.0	197.6	145.5	109.6	399.6	421.0	488.9	537.6
<b>영업이익</b>	<b>959.0</b>	<b>-96.7</b>	<b>-275.1</b>	<b>300.6</b>	<b>961.5</b>	<b>-66.2</b>	<b>-180.0</b>	<b>385.5</b>	<b>1,276.9</b>	<b>1,334.5</b>	<b>887.8</b>	<b>1,100.9</b>
영업이익 증가율(%)	10.3	적전	적확	-28.5	0.3	적축	적축	28.2	23.3	4.5	-33.5	24.0
영업이익률(%)	12.0	-2.4	-9.1	5.7	15.0	-1.7	-5.5	8.5	4.9	5.3	4.4	6.1
가스도매판매	941.4	-82.8	-230.0	336.6	948.6	-78.0	-198.1	361.8	1,108.7	1,185.8	965.2	1,034.2
해외자원개발	53.5	71.6	-35.1	-3.7	46.9	46.1	55.5	58.8	236.0	256.4	86.3	207.3
미안마A1/A3(별도)	20.1	19.1	20.3	19.0	18.4	16.1	13.7	16.2	46.3	80.1	78.5	64.4
이라크 주바이르	27.3	17.2	11.1	15.7	21.2	21.3	21.4	21.3	82.5	79.7	71.3	85.2
이라크 바드라	2.5	33.3	-0.6	-0.1	1.5	1.5	5.0	5.0	13.9	15.2	35.2	13.0
호주 GLNG	28.6	30.7	-25.9	-8.4	13.4	14.6	15.8	16.5	93.3	85.7	25.0	60.2
호주 Prelude	-25.0	-28.7	-40.0	-30.0	-7.6	-7.4	-0.4	-0.2	0.0	-4.3	-123.7	-15.6
모잠비크 Coral FLNG	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타 및 연결조정	-35.8	-85.6	-10.0	-32.3	-33.9	-34.2	-37.4	-35.1	-67.8	-107.6	-163.7	-140.6
금융손익	1,107.7	-178.1	-172.7	-169.6	-172.7	-171.8	-167.6	-163.7	-743.3	-802.1	-749.9	-675.8
기타영업외손익	1.9	-434.8	-37.0	-111.8	-40.8	-47.8	-17.0	-94.1	-89.1	-520.8	-581.7	-199.6
관계기업 관련 손익	-19.0	49.6	35.4	47.7	48.2	49.5	50.3	48.4	204.5	104.7	113.7	196.3
<b>세전이익</b>	<b>712.5</b>	<b>-660.0</b>	<b>-449.4</b>	<b>66.8</b>	<b>796.2</b>	<b>-236.3</b>	<b>-314.3</b>	<b>176.1</b>	<b>649.0</b>	<b>116.4</b>	<b>-330.0</b>	<b>421.7</b>
법인세비용	170.7	-159.9	-123.6	18.4	219.0	-65.0	-86.4	48.4	95.5	58.1	-94.4	116.0
법인세율(%)	24.0	24.2	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	14.7	49.9	28.6	27.5
<b>연결 당기순이익</b>	<b>541.8</b>	<b>-500.1</b>	<b>-325.8</b>	<b>48.5</b>	<b>577.3</b>	<b>-171.3</b>	<b>-227.9</b>	<b>127.7</b>	<b>526.7</b>	<b>58.3</b>	<b>-235.6</b>	<b>305.7</b>
지배주주순이익	537.2	-504.5	-322.6	48.0	571.5	-169.6	-225.6	126.4	509.4	38.8	-241.9	302.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

표8 한국가스공사 별도 실적 및 세후적정투자 보수 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020E	2021E
<b>별도 실적 전망</b>												
<b>매출액</b>	<b>7,696.2</b>	<b>3,916.1</b>	<b>2,687.4</b>	<b>5,118.3</b>	<b>6,255.7</b>	<b>3,556.7</b>	<b>2,955.7</b>	<b>4,339.4</b>	<b>24,985.6</b>	<b>23,903.8</b>	<b>19,418.1</b>	<b>17,107.5</b>
매출액 증가율(%)	-8.6	-14.9	-36.1	-23.3	-18.7	-9.2	10.0	-15.2	18.7	-4.3	-18.8	-11.9
도시가스용	6,604.0	3,285.0	2,778.6	5,487.6	6,703.1	3,334.3	2,820.3	5,570.0	19,813.0	18,808.8	18,155.2	18,427.6
발전용	5,811.2	5,374.8	5,769.7	5,300.5	4,659.5	6,244.0	4,519.5	2,545.2	24,202.3	21,939.5	22,256.3	17,968.1
매출원가	6,661.0	3,915.4	2,837.1	4,670.9	5,210.5	3,548.7	3,071.0	3,863.5	23,547.7	22,354.7	18,084.4	15,693.7
매출총이익	1,035.2	0.8	-149.7	447.4	1,045.2	8.0	-115.3	475.9	1,437.9	1,549.1	1,333.7	1,413.8
판매비	93.8	83.5	80.4	110.8	96.6	86.1	82.8	114.1	329.2	363.4	368.5	379.6
<b>영업이익</b>	<b>941.4</b>	<b>-82.8</b>	<b>-230.0</b>	<b>336.6</b>	<b>948.6</b>	<b>-78.0</b>	<b>-198.1</b>	<b>361.8</b>	<b>1,108.7</b>	<b>1,185.8</b>	<b>965.2</b>	<b>1,034.2</b>
영업이익 증가율(%)	15.4	적전	적확	-14.1	0.8	적축	적축	7.5	22.9	7.0	-18.6	7.2
영업이익률(%)	12.2	-2.1	-8.6	6.6	15.2	-2.2	-6.7	8.3	4.4	5.0	5.0	6.0
금융손익	-342.4	-87.4	-80.3	-109.4	-110.6	-96.3	-122.9	-105.5	-694.4	-653.3	-619.5	-435.4
기타영업외손익	-1.8	-408.8	-53.5	-76.1	-33.6	-49.7	-37.6	-71.9	-139.2	-400.6	-540.3	-192.8
관계기업 관련 손익	0.0	0.0	-0.3	-0.4	2.4	2.7	3.1	3.5	-28.8	20.1	-0.7	11.7
<b>세전이익</b>	<b>597.2</b>	<b>-579.0</b>	<b>-364.2</b>	<b>150.7</b>	<b>806.8</b>	<b>-221.2</b>	<b>-355.6</b>	<b>187.8</b>	<b>246.2</b>	<b>151.9</b>	<b>-195.3</b>	<b>417.8</b>
법인세비용	130.5	-18.7	-100.2	41.4	221.9	-60.8	-97.8	51.6	-59.1	70.3	53.1	114.9
법인세율(%)	21.9	3.2	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	-24.0	46.3	-27.2	27.5
<b>별도 당기순이익</b>	<b>466.6</b>	<b>-560.3</b>	<b>-264.0</b>	<b>109.3</b>	<b>584.9</b>	<b>-160.4</b>	<b>-257.8</b>	<b>136.1</b>	<b>305.3</b>	<b>81.6</b>	<b>-248.4</b>	<b>302.9</b>
<b>세후적정투자보수 전망</b>												
<b>요금기저</b>									21,297.4	22,509.1	21,991.2	22,118.4
<b>적정투자보수율(%)</b>									4.22	4.37	3.94	4.03
COE									6.9	7.3	6.7	7.1
COD(세후)									2.7	2.6	2.5	2.5
자기자본비율									36.5	37.0	35.3	34.2
타인자본비율									63.5	63.0	64.7	65.8
<b>세후적정투자보수</b>									898.1	983.3	866.1	891.0
적정원가									1,374.5	1,127.8	1,657.1	1,657.1
총괄원가									2,272.6	2,111.1	2,523.2	2,548.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

표9 한국가스공사의 주요 해외 자원개발 프로젝트 현황 및 손상차손 추이

프로젝트 (연결기준)	생산개시 (년)	지분율 (%)	유형	규제 여부	인식	취득금액 (십억원)	장부가 (십억원)	손상차손(십억원)							
								2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	1H20
미얀마 A-1/A-3	2013	9	개발,생산	비규제	별도포함	560.0	0.0								
이라크 주바이르	2011	15	원유 생산	비규제	연결	0.0	0.0								
<b>이라크 바드라</b>	<b>2014</b>	<b>10</b>	<b>원유생산</b>	<b>비규제</b>	<b>연결</b>	<b>0.0</b>	<b>416.7</b>								<b>15.4</b>
<b>호주 GLNG</b>	<b>2015</b>	<b>15</b>	<b>LNG생산</b>	<b>규제</b>	<b>연결</b>	<b>2,170.5</b>	<b>139.4</b>			<b>98.5</b>	<b>420.4</b>	<b>1,273.6</b>			<b>338.7</b>
<b>호주 Prelude</b>	<b>2019</b>	<b>10</b>	<b>LNG생산</b>	<b>규제</b>	<b>연결</b>	<b>1,154.7</b>	<b>610.5</b>					<b>203.6</b>		<b>418.0</b>	<b>81.6</b>
<b>모잠비크 Area 4</b>	<b>2022</b>	<b>10</b>	<b>미정</b>	<b>연결</b>	<b>연결</b>	<b>0.0</b>	<b>290.9</b>								
<b>LNG 캐나다</b>	<b>2024</b>	<b>5</b>	<b>LNG생산</b>	<b>비규제</b>	<b>연결</b>	<b>1,354.5</b>	<b>388.9</b>								
사이프러스 광구	N/A	20	탐사	비규제	연결	151.6	34.4				19.4		88.3		
카타르 KORAS	1999	3	LNG생산	규제	지분법	19.0	313.4								
오만 O LNG	2000	1	LNG생산	규제	지분법	3.3	35.3								
에멘 Y LNG	2009	9	LNG생산	규제	지분법	149.8	68.2								
인니 DSLNG	2015	15	LNG생산	규제	지분법	414.6	264.3								
우즈벡 수르길	2016	11	LNG생산	비규제	지분법	347.5	617.0								
인니 세노로 토일리	2015	10	개발,생산			161.8	239.0								
<b>합계</b>						<b>3,436.8</b>		<b>668.7</b>	<b>66.4</b>	<b>98.5</b>	<b>824.7</b>	<b>1,632.8</b>	<b>88.3</b>	<b>533.7</b>	<b>435.7</b>

주: 실질적으로 종료된 프로젝트는 표시하지 않음. 자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

## 한국가스공사 (036460)

### Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	26,185.0	24,982.6	20,332.2	18,039.1	16,723.7
매출액증가율 (%)	18.1	-4.6	-18.6	-11.3	-7.3
매출원가	24,508.5	23,227.1	18,955.5	16,400.6	14,927.0
매출총이익	1,676.5	1,755.5	1,376.7	1,638.5	1,796.7
판매관리비	399.7	421.0	488.9	537.6	586.0
영업이익	1,276.9	1,334.5	887.8	1,100.9	1,210.7
영업이익률	4.9	5.3	4.4	6.1	7.2
금융손익	-743.3	-802.1	-749.9	-675.8	-641.4
중속/관계기업손익	204.5	104.7	113.7	196.3	194.6
기타영업외손익	-89.1	-520.8	-581.7	-199.7	-164.2
세전계속사업이익	649.0	116.4	-330.0	421.7	599.8
법인세비용	95.5	58.1	-94.4	116.0	164.9
당기순이익	526.7	58.3	-235.6	305.8	434.8
지배주주지분 순이익	509.4	38.8	-241.9	302.7	430.5

### Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	9,924.9	9,232.8	7,919.7	6,797.1	7,539.2
현금및현금성자산	239.8	257.1	1,047.2	838.2	1,628.5
매출채권	5,171.1	4,973.9	3,800.1	3,293.2	3,266.4
재고자산	3,168.6	2,645.3	2,021.0	1,751.4	1,737.2
비유동자산	29,764.8	30,079.1	28,829.6	28,162.8	27,714.4
유형자산	24,764.1	24,377.4	23,694.5	23,250.7	22,814.1
무형자산	1,771.9	1,746.6	1,734.0	1,734.0	1,734.0
투자자산	2,053.5	2,316.3	1,832.4	1,609.3	1,597.6
자산총계	39,689.7	39,311.9	36,749.3	34,959.9	35,253.6
유동부채	9,871.2	8,900.5	6,785.0	7,008.5	6,993.9
매입채무	1,628.5	1,483.2	1,133.2	982.0	974.1
단기차입금	3,682.8	3,800.3	3,172.1	4,172.1	4,172.1
유동성장기부채	2,595.2	2,346.9	1,540.1	1,040.1	1,040.1
비유동부채	21,320.5	22,264.8	22,239.9	20,037.1	20,026.4
사채	17,255.5	17,766.7	18,058.6	16,058.6	16,058.6
장기차입금	265.3	476.5	484.6	484.6	484.6
부채총계	31,191.7	31,165.3	29,024.9	27,045.6	27,020.3
자본금	461.6	461.6	461.6	461.6	461.6
자본잉여금	2,018.8	2,018.3	2,018.3	2,018.3	2,018.3
기타포괄이익누계액	8.8	78.2	-7.4	-7.4	-7.4
이익잉여금	5,497.9	5,397.7	5,121.1	5,308.0	5,622.6
비지배주주지분	305.2	293.2	283.3	286.3	290.7
자본총계	8,498.0	8,146.5	7,724.5	7,914.3	8,233.3

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	57.1	1,985.8	3,017.8	2,120.5	1,857.5
당기순이익(손실)	526.7	58.3	-235.6	305.8	434.8
유형자산상각비	1,802.7	1,735.3	1,567.7	1,466.4	1,433.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-2,112.7	-671.2	1,099.5	344.7	24.3
투자활동 현금흐름	-1,275.2	-1,397.0	-513.4	-794.3	-949.5
유형자산의증가(CAPEX)	-1,193.8	-1,223.2	-901.0	-1,022.6	-996.4
투자자산의감소(증가)	-67.2	-262.8	447.0	219.3	46.4
재무활동 현금흐름	994.2	-581.9	-1,721.2	-1,535.2	-117.7
차입금의 증감	1,889.5	470.6	-1,112.0	-1,535.2	-1.9
자본의 증가	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-201.5	17.3	790.1	-208.9	790.3
기초현금	441.3	239.8	257.1	1,047.2	838.2
기말현금	239.8	257.1	1,047.2	838.2	1,628.5

### Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	283,655	270,630	220,253	195,413	181,163
EPS(지배주주)	5,518	420	-2,620	3,279	4,663
CFPS	34,883	35,066	27,195	27,814	28,593
EBITDAPS	33,360	33,254	26,600	27,810	28,638
BPS	88,751	85,073	80,608	82,632	86,040
DPS	1,360	380	0	1,350	1,350
배당수익률(%)	2.8	1.0	0.0	4.3	4.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	8.7	90.1	-12.0	9.6	6.7
PCR	1.4	1.1	1.2	1.1	1.1
PSR	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
EBITDA	3,079.6	3,069.8	2,455.5	2,567.3	2,643.7
EV/EBITDA	10.0	9.9	11.3	10.3	9.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	6.4	0.5	-3.2	4.0	5.5
EBITDA 이익률	11.8	12.3	12.1	14.2	15.8
부채비율	367.0	382.6	375.8	341.7	328.2
금융비용부담률	3.0	3.2	3.7	3.9	4.0
이자보상배율(x)	1.6	1.7	1.2	1.6	1.8
매출채권회전율(x)	5.0	4.9	4.6	5.1	5.1
재고자산회전율(x)	11.1	8.6	8.7	9.6	9.6

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.7%
중립	18.3%
매도	0.0%

2020년 9월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 한국가스공사 (036460) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

