

크레딧 전략



크레딧 전략 이경록

lee.kyoung-rok@shinyoung.com

공공기관 통폐합, 공사채 영향은?

분석의 기본가정

- 공공기관 통폐합이 정부의 방침대로 진행된다는 가정

공공기관 통폐합 추진과 공사채 시장 영향

최근 공공기관을 대상으로 대대적인 통폐합 작업이 가속화되고 있다. 지난 9월 3일 제11차 공공기관운영위원회에서 발표된 「공공기관 기능개혁 추진방안」에 따르면, 정부는 기존 524개에 달하던 공공기관을 415개로 축소하여 전체의 약 20%를 정비할 계획이다.

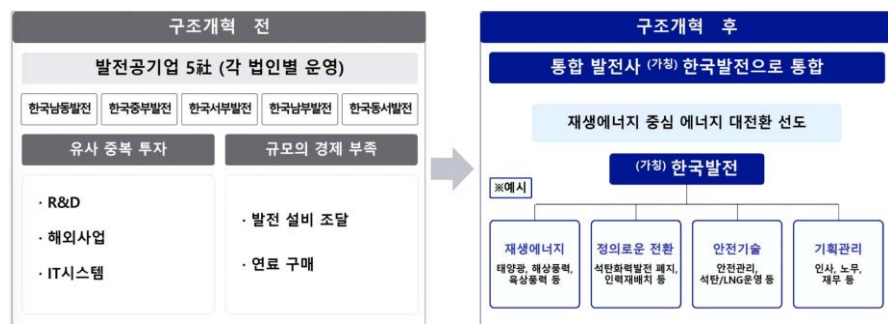
이번 개혁안의 핵심 축은 주요 에너지 및 기반시설 공기업의 대형화와 재편이다. 구체적으로는 ① 한전 5개 발전자회사의 '한국발전' 일원화, ② 석유공사, 가스공사 통합을 통한 '에너지자원공사' 설립, ③ 4개 지역 항만공사(부산, 인천, 울산, 여수광양)를 통합하는 '한국항만공사' 출범이다. 이 외에도 대한석탄공사 청산, LH의 기능별 분리(주택 도시개발공사/주택도시자산공사) 등이 포함되었으며, 양대 공항공사(인천국제공항공사/한국공항공사)의 통합은 추후 재검토하기로 하였다.

① 한전 발전자회사 5사(남동, 중부, 서부, 남부, 동서발전) → (주)한국발전

한국발전은 내년 10월 출범 예정이며, 기존 5사처럼 한전이 지분 100%를 모두 보유하는 자회사 형태로 통합될 예정이다. 통합 이후에도 한전 연결 대상에 남기 때문에 연결 재무제표 변화는 크지 않을 전망이다. 다만 자회사 방식으로 통합될 경우, 5개 발행인이 하나로 합쳐져 동일 발행인 투자한도 초과에 따른 물량의 사전적 조정이 필요할 수 있다.

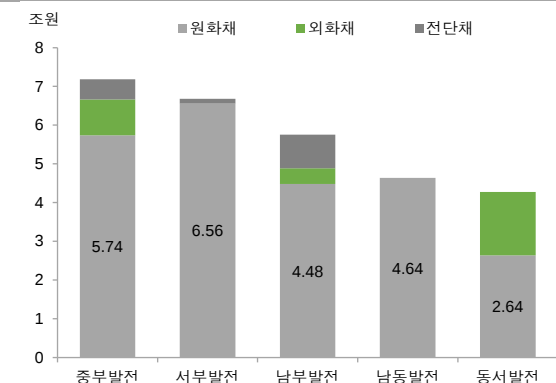
한편, 국회에 발의된 한국발전공사법안들은 모두 정부가 직접 출자하는 공사 형태를 담고 있어(정부 100% 출자안, 정부 51% 이상 출자안), 입법 과정에서 지배구조 조율이 남아 있다. 법률에 근거한 공사로 설립되면(여당 법안 발의) 발행 채권은 특수채로 격상되는 만큼 스프레드 축소 및 기관의 편입한도 확대 효과가 기대된다. 또한, 발전 5사의 기존 원화 회사채 약 24.1조원(9/23 기준)은 특수채로 격상될 가능성이 커지며, 앞으로 발전자회사 AAA급 회사채 발행 물량은 특수채 발행 증가로 나타날 수 있다.

도표 1. 발전 5사 통합 운영체계(잠정)



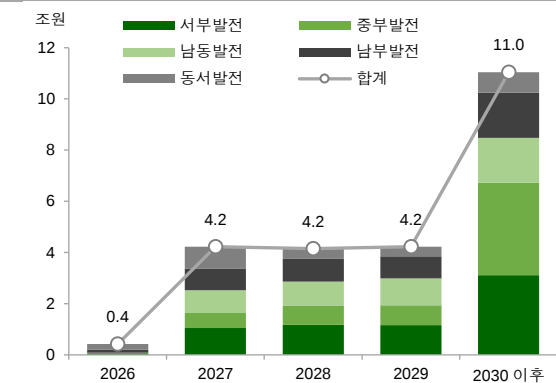
자료: 재정경제부, 신영증권 리서치센터

도표 2. 발전 5사 회사채 발행 잔액(9/23 기준)



자료: infomax, 신영증권 리서치센터

도표 3. 발전 5사 회사채 연도별 만기도래액



자료: infomax, 신영증권 리서치센터

② 석유, 가스공사 → 에너지자원공사(가칭)

정부는 한국석유공사와 한국가스공사를 가칭 '에너지자원공사'로 통합하기로 결정했다. 석유, 가스공사의 통합은 양 기관의 재무구조 차이가 큰 만큼 통합 이후 재무건전성의 큰 변화가 예상된다. 2025년 말 연결 기준 가스공사는 자산 53.6조원, 부채 42.8조원으로 약 10.8조원의 자본을 보유하고 있지만, 석유공사는 자산 19.4조원, 부채 약 21.9조원으로 2020년 이후 완전자본잠식 상태다.

공사채 발행 측면에서는 몇 가지 변화가 예상된다.

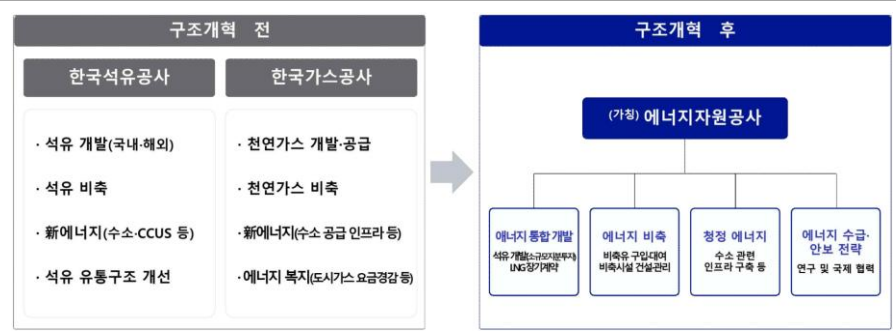
첫째, 통합 법인의 사채 발행한도다. 현행 한국가스공사법 제 14조에 따르면 가스공사의 사채발행액은 자본금과 적립금 합계의 5배를 초과할 수 없다. 이는 미수금 증가에 따른 발행한도 소진에 대응하기 위해 2022년 12월 기준 4배에서 5배로 상향 개정한 것이다. 통합 이후에는 석유공사의 결손금과 양사의 자본금, 적립금을 발행한도 산정에 어떻게 반영하는지가 중요하다. 특히 석유공사의 결손금이 반영될 경우 통합법인의 발행한도가 기존 가스공사보다 낮아질 가능성이 있는 만큼, 향후 한도 배수 및 산식 개정, 정부 출자 여부 및 규모가 핵심 변수가 될 수 있다.

둘째는, 통합 과정에서 기존 석유공사채를 포함한 채무의 처리 방식이다. 현재 정부는

석유공사 부실자산과 부채 일부를 별도 자회사로 이전해 매각 및 청산하는 방안을 검토 중이며, 세부 통합안은 2027년 상반기까지 마련할 계획이다.

셋째는 발행인 통합에 따른 보유 물량 조정 가능성으로, 통합 이후 동일 발행인 투자 한도에 따라 기존 가스공사채와 석유공사채의 보유 물량 조정이 필요할 수 있다. 가스 공사는 원화채 중심으로 조달을 해온 반면, 석유공사채는 원화채가 900억원 수준에 불과하고 외화채 비중이 높은 구조이다. 이에 따라 원화채 기준으로 통합에 의한 보유 비중 상승 폭은 제한적일 것으로 보이나, 외화채 보유 기관은 기관별 보유 규모에 따라 영향이 차별화될 수 있다.

도표 4. 석유·가스공사 통합 운영체계(잠정)



자료: 재정경제부, 신영증권 리서치센터

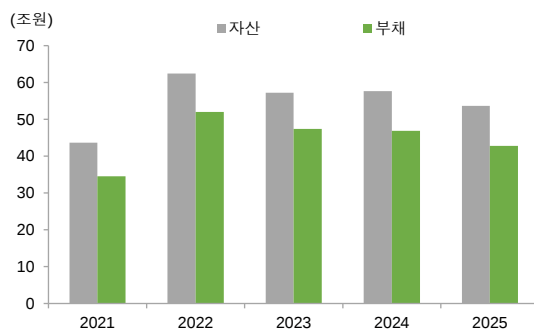
도표 5. 한국가스공사법

제14조(사채의 발행 등)

- ① 공사는 이사회회의 의결을 거쳐 사채(사채)를 발행할 수 있다.
- ② 사채의 발행액은 공사의 자본금과 적립금을 합한 금액의 5배를 초과하지 못한다. <개정 2022.12.31>
- ③ 정부는 공사가 발행하는 사채의 원리금 상환을 보증할 수 있다.
- ④ 사채의 소멸시효는 원금은 5년, 이자는 2년이 지나면 완성한다.

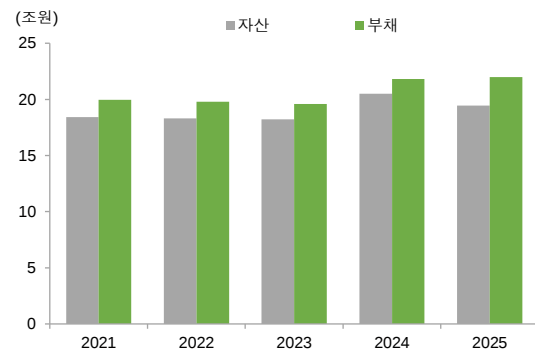
자료: 국가법령정보센터, 신영증권 리서치센터

도표 6. 한국가스공사 자산 및 부채 추이



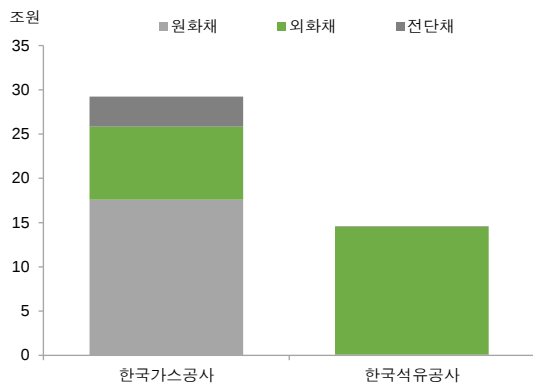
자료: 알리오(ALIO), 신영증권 리서치센터

도표 7. 한국석유공사 자산 및 부채 추이



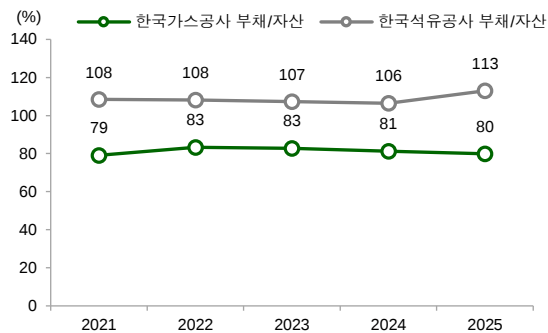
자료: 알리오(ALIO), 신영증권 리서치센터

표 8. 한국가스공사, 한국석유공사 사채 발행 잔액(9/23 기준)



자료: infomax, 신영증권 리서치센터

도표 9. 한국가스공사, 한국석유공사 부채/자산



자료: 알리오(ALIO), 신영증권 리서치센터

③ 부산, 인천, 울산, 여수광양 4개 항만공사 → 한국항만공사(가칭)

항만 부문은 부산, 인천, 울산, 여수광양 4개 항만공사를 '한국항만공사(가칭)'로 통합하고, 기존 공사는 통합공사 산하 지역지사로 전환하는 방안이다. 항만 부문의 핵심 쟁점은 부산항만공사의 부채다. 2024년 결산 기준 부산항만공사의 부채비율은 99.7%로 인천(62.1%), 여수광양(41.2%), 울산(18.6%)을 크게 웃돌며, 부채 규모는 나머지 3사 합계를 뛰어넘는 수준이다. 공사채 발행 잔액 역시 부산항만공사가 4.5조원으로 나머지 3사 합계(1.7조원)의 2.7배에 달한다.

이에 따라 향후 공사 통합 시 항만공사들의 재무건전성이 희석될 가능성이 존재하나, 항만공사채는 모두 AAA 특수채로 거래되는 만큼 실제 가격 영향은 제한적일 것으로 판단된다.

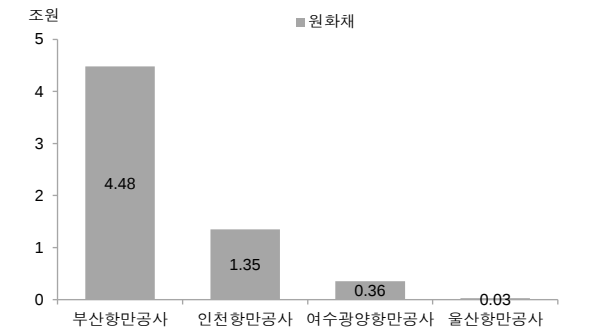
한편 관련 반발에 따른 법 개정의 불확실성이 존재하기에 진행 상황을 지속 점검할 필요가 있다.

도표 10. 항만공사 통합 및 권역별 운영체제(잠정)



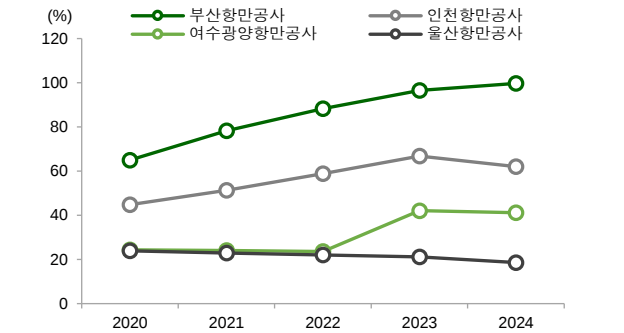
자료: 재정경제부, 신영증권 리서치센터

도표 11. 항만공사별 사채 발행 잔액(9/23 기준)



자료: infomax, 신영증권 리서치센터

도표 12. 4대 항만공사 부채비율 추이



자료: 알리오(ALIO), 신영증권 리서치센터

이번 통폐합이 공사채 시장에 미치는 영향은 섹터별로 엇갈린다. 발전 5사는 한전 자회사 지위가 유지되며(정부안) 재무, 신용 변화가 제한적인 반면, 석유, 가스는 양 기관의 재무건전성 차이가 큰 만큼 통합 과정에서 재무구조의 변화가 예상된다. 항만공사들의 경우에도 통합에 따른 재무건전성 하락이 예상되나 법 개정 등 통합 과정에서의 불확실성이 남아있다.

따라서 통합 확정을 전제로 한 선제적 포지션보다는 법 개정과 이해관계에 따른 불확실성을 감안할 필요가 있다. 2026년 4분기 공공기관 지방이전 계획 발표를 시작으로, 내년 상반기 석유가스 세부 통합안 마련과 10월 한국발전 출범, 항만공사법 개정 논의 등 주요 진행 상황을 점검해야 한다.

Compliance Notice

이 조사항료는 고객의 투지에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사항료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사항료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사항료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.