발전 5사 통합의 향방



이현수 Credit Analyst
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

회사채 AAA 수급과 통합법인의 신용도 점검

I. 발전공기업 5사 통합, 어디쯤 왔을까?

정부는 9월 공공기관 기능개혁 방안과 후속 로드맵을 통해 한국남동·남부·동서·서부·중부발전 등 발전공기업 5사를 통합해 '27년 10월 출범시키겠다는 계획을 제시했다. 11월 10일 기준 국회에 발의된 관련 법안은 총 8건으로, 7건은 정부 출자 한국발전공사 설립을, 1건은 한전이 지분 100%를 보유하는 주식회사 형태를 제시한다. 자본금, 사채 발행한도, 본사 소재지도 법안별로 다르다. 여야의 관련 법안 발의로 통합 필요성에는 일정 부분 공감대가 형성된 것으로 보이나, 지분구조 이견과 본사 소재지 갈등 가능성은 과제로 남아 있다. 정부는 '26년 정기국회 내 특별법 제정을 목표로 하지만 예산안 심사 일정 등을 고려하면 시간적 여유가 크지 않다. 연내 제정이 지연되더라도 12월 또는 '27년 1~2월 임시국회 처리 가능성은 열려 있어, 법안 병합심사와 후속 준비 일정이 실제 출범 시기를 좌우할 전망이다.

II. 발전공기업 5사, 회사채 AAA 내 존재감 높아

국내 회사채(일반/무보증) AAA 시장에서 발전 5사는 금융업 다음으로 큰 발행주체다. '26년 1~10월 기준 발전 5사의 AAA 회사채 발행 비중은 35%이며, 순발행은 전체 4.8조원 중 3.3조원(약 70%)을 차지한다. 금융업·한전 자회사를 제외한 비금융 AAA 5개사(기아·현대차·SKT·KT·KT&G)가 2년 연속 순상환을 기록해 발전 5사의 공급 기여도가 두드러진다. 통합 이후 발행주체가 단일화되면 동일 발행인 투자한도와 채권 분류 변화가 수급에 영향을 줄 가능성이 있다. 다만 조사한 설정액 상위 공모펀드 7개 중 AAA 회사채 전용 상품은 없었으며, 채권 내 회사채 평균 편입 비중은 ETF 15%, 일반공모 30% 수준이다. 따라서 수급 영향은 상품별 발전 5사 채권 보유 규모, 동일 발행인 집중한도와 운용지침에 따라 차별화될 전망이다.

III. 통합법인 형태에 따른 크레딧 영향

발전 5사의 회사채는 한전의 지급보증이 없는 무보증채이지만, 전력산업의 공공성과 한전·정부의 지원가능성을 바탕으로 AAA(안정적) 등급을 유지하고 있다. 발전 5사의 합산 영업손익은 '25년 연간 2.2조원 흑자에서 '26년 상반기 1,830억원 적자로 전환됐고, 부채비율도 125.2%('25년 말)에서 148.9%('26년 6월 말)로 상승했다. 한전 100% 자회사로 통합되면 회사채 발행 형태와 기존 신용지위가 유지될 가능성이 있으나 채무 승계와 통합 후 재무정책은 확인이 필요하다. 반면 정부 출자 공사 형태로 전환하면 특별법상 사채 발행 근거에 따라 특수채로 분류돼 금리가 재평가될 수 있다(11월 9일 3년 민평 기준 회사채·특수채 AAA 간 12.7bp, 발전 5사·한전 간 10.1bp 차이). 정부는 자회사형을 우선 검토하나 미확정으로, 국회 심사에서 법적 형태가 구체화되는 시점이 신용·수급 변화를 가늠할 분기점이다.

I. 발전공기업 5사 통합, 어디쯤 왔을까?

'26년 정기국회 내 특별법 제정, 일정 다소 촉박

정부가 '26년 9월 3일 공공기관 기능개혁 추진방안을 발표했다. 공공기관 109곳을 감축·정비하는 방안을 제시한 가운데 전략적 구조개혁의 하나로 발전공기업 5사(한국남동발전, 한국남부발전, 한국동서발전, 한국서부발전, 한국중부발전)를 가칭 '한국발전'으로 통합하는 계획을 포함했다.

5사 중 한국남동발전은 경상남도 진주시를, 한국남부발전은 부산광역시를, 한국동서발전은 울산광역시를, 한국서부발전은 충청남도 태안군을, 한국중부발전은 충청남도 보령시를 본사 소재지로 삼고 있다.

본사 소재지는 각기 다르지만 5사 모두 한국전력이 지분 100%를 보유한 완전자회사다.

담당부처인 기후에너지환경부는 9월 4일 더 구체적인 로드맵을 발표했다. '26년 정기국회 내 관련 특별법을 제정하고 사전 통합작업을 거쳐 '27년 10월 '한국발전'을 공식 출범시킨다는 계획이며, 이에 9월 30일 '발전공기업 통합준비위원회'를 발족해 통합 준비에 본격 착수했다.

11월 10일 확인 가능한 자료 기준, 발전공기업 5사 통합과 관련하여 발의된 법안은 총 8개로 파악된다. 4월 17일 진보당 정혜경 의원을 시작으로 10월 16일 더불어민주당 신정훈 의원까지 8개 법안 모두 국회에 계류 중이다. 대표발의 의원 소속정당 기준으로는 더불어민주당 5건, 국민의힘 2건, 진보당 1건이다.

관련 보도에 따르면 8개 법안 중 더불어민주당 최기상 의원 발의 법안은 기후에너지환경부와 협의해 발의한 것으로 전해졌다. 최기상 의원 발의 법안은 '통합발전회사 설립 및 지원에 관한 특별법안'이며 나머지 7개 법안의 경우 '한국발전공사법안'이다.

8개 법안의 세부 내용은 다르지만 가장 큰 차이는 통합법인 형태 및 지분구조이다. 최기상 의원 발의 법안은 현재와 같은 지분구조(한국전력공사의 100% 자회사 형태)를 유지하는 것이나 나머지 7개 법안은 정부 출자를 기반으로 한 한국발전공사를 설립하는 것이다.

이 외에도 본사 소재지 및 자본금, 사채 발행한도 등에서도 차이를 보인다. 특히 공사 설립안의 자본금은 각각 발의안에 따라 6조원과 32조원으로 차이가 있어 발행한도를 배수만으로 비교하기 어렵다. 크레딧 분석 측면에서 핵심 쟁점 중 하나는 통합법인이 발행하는 사채가 '특수채'로 분류될 것인지, 아니면 '회사채'로 남을 것인지다. 현재 발전공기업 5사가 발행하는 사채는 상법에 따라 '회사채'로 분류되고 있다.

9월 1일 시작을 알린 제439회 정기국회는 12월 9일 종료된다. 일정상 아직 한 달 정도 남아 있지만 11월 하순은 예산안 법정 처리시한(12월 2일)을 앞두고 예산 심사가 집중될 것으로 예상되는 만큼 정부 목표대로 '26년 정기국회 안에 특별법이 제정되려면 입법 일정이 촉박할 것으로 판단된다.

발의된 법안들은 내용이 유사해 향후 소관위원회의 상정 및 병합심사 여부가 주요 일정 변수다. 발전공기업 5사 통합이라는 큰 그림에 대해서는 여당인 더불어민주당과 제1야당인 국민의힘 소속 의원 모두 관련 법안을 발의한 만큼 통합 필요성에는 일정 부분 공감대가 형성된 것으로 보인다.

하지만 통합법인 형태 및 지분구조에서 이견을 보이고 있고, 본사 소재지를 두고 지역 간 이견이 나타날 가능성도 있다. 다만, '26년 정기국회에서 특별법이 제정되지 못하더라도 12월 또는 '27년 1~2월 임시국회에서 통과된다면 준비 일정에 따라 '27년 10월 출범 목표를 유지할 여지는 있다.

[표 1] 발전공기업 5사 통합 관련 법안 발의 현황

대표발의	소속정당	통합법인 형태 및 지분구조	본사 소재지	사채 발행한도	심사진행상태
정혜경	진보당	한국발전공사 / 정부 100% 출자	정관으로 정함	자본금 · 적립금 합계의 5배	소관위심사
안호영	더불어민주당	한국발전공사 / 정부 51% 이상 출자, 한전도 출자	전북특별자치도	자본금 · 적립금 합계의 2배, 긴급 시 6배	소관위접수
강민국	국민의힘	한국발전공사 / 정부 51% 이상 출자, 한전도 출자	경상남도 진주시	자본금 · 적립금 합계의 2배, 긴급 시 6배	소관위접수
박해철	더불어민주당	한국발전공사 / 정부 100% 출자	정관으로 정함	자본금 · 적립금 합계의 4배	소관위접수
어기구	더불어민주당	한국발전공사 / 정부 51% 이상 출자, 한전도 출자	충청남도 당진시	자본금 · 적립금 합계의 4배	소관위접수
성일종	국민의힘	한국발전공사 / 정부 51% 이상 출자, 한전도 출자	충청남도 태안군	자본금 · 적립금 합계의 2배, 긴급 시 6배	소관위접수
최기상	더불어민주당	㈜한국발전 / 한전 100% 자회사	정관으로 정함	-	소관위접수
신정훈	더불어민주당	한국발전공사 / 정부 51% 이상 출자, 한전도 출자	전남광주통합특별시 나주시	자본금 · 적립금 합계의 2배, 긴급 시 6배	소관위접수

자료: 국회 의안정보시스템, 유안타증권 정리. 주: 발의일 순, 2026 년 11 월 10 일 확인

II. 발전공기업 5사, 회사채 AAA 내 존재감 높아

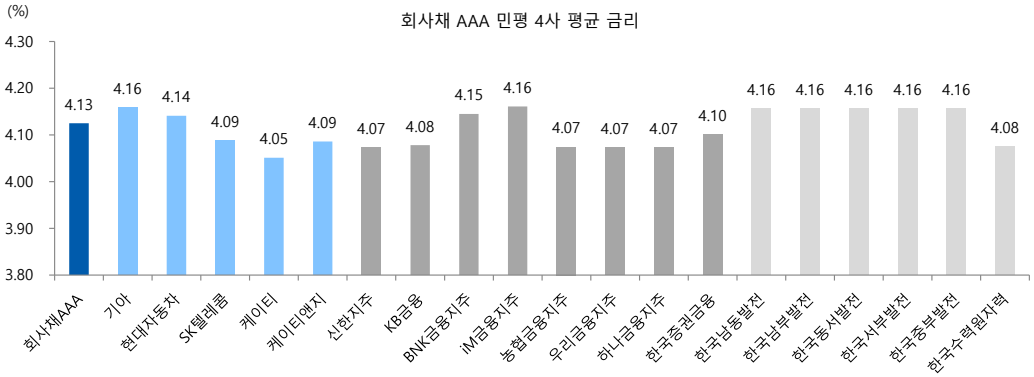
'26년 1~10월, 회사채 AAA 내 발행 비중 35%, 순발행 비중 70%

'26년 10월 말 기준 국내 주요 신용평가 3사에서 회사채(일반/무보증) AAA 등급을 부여받은 기업은 19개사로 파악된다. 금융업 8개사, 제조업 3개사, 정보통신업 2개사가 있으며 나머지 6개사는 한국전력공사가 100% 지분을 보유하고 있는 한국남동발전, 한국남부발전, 한국동서발전, 한국서부발전, 한국중부발전, 한국수력원자력이다.

금융업 8개사는 한국증권금융, 신한지주, 하나금융지주, KB금융, BNK금융지주, iM금융지주, 농협금융지주, 우리금융지주다. 제조업 3개사는 기아, 현대자동차, 케이티앤지이며, 정보통신업 2개사는 SK텔레콤, 케이티가 있다.

이들 19개사는 '25년에도 AAA 등급이었으며 '26년에도 같은 등급을 유지한 것으로 확인된다. '25년 초 이후 AA+에서 AAA 등급으로 상향된 기업은 없었으며, 반대로 AAA 등급에서 AA+로 하향된 기업도 없었다.

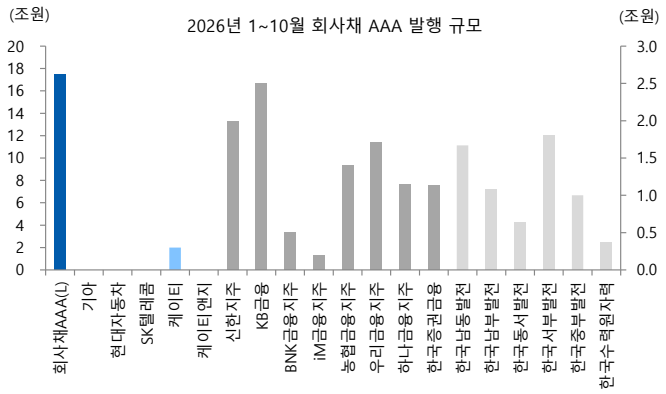
[그림 1] 회사채(일반/무보증) AAA 등급 및 19개사 민평 4사 평균 금리 (3년)



자료: 연합인포맥스, 주: 11 월 9 일 기준

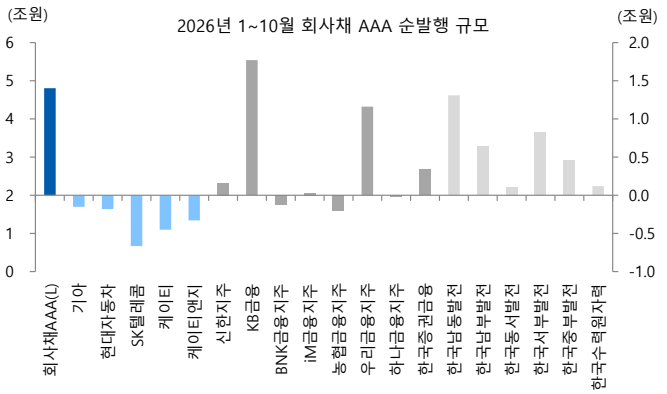
19개사 중 '25년 원화 회사채를 발행(후순위 제외)한 기업은 15개사로 발행하지 않은 4개사는 기아, 현대자동차, 케이티앤지, 한국중부발전이다. '26년 역시 15개사가 원화 회사채를 발행했으며 기아, 현대자동차, SK텔레콤, 케이티앤지는 발행내역이 없다.

[그림 2] 2026년 1~10월 회사채 AAA 발행 규모



자료: 연합인포맥스. 주: 일반/무보증(후순위 제외)

[그림 3] 2026년 1~10월 회사채 AAA 순발행 규모



자료: 연합인포맥스. 주: 일반/무보증(후순위 제외)

기아와 현대자동차는 '22년 이후 현재까지 원화 회사채 발행내역이 없다. 양사 모두 같은 기간 호실적에 따른 풍부한 현금창출력을 바탕으로 기존에 발행한 회사채를 상환하는 모습만 나타냈다. '26년 들어 영업이익률은 전년 대비 다소 낮아진 상황이나 여전히 견조한 수익성을 유지하고 있어 향후 원화 회사채 발행(차환 등) 여부는 좀 더 지켜봐야 할 것으로 판단한다.

다만, 기아는 '27년 원화채 만기액이 700억원에 불과하나 '27년 2월과 10월 각각 3억달러, 총 6억달러(원화 환산 시 8,082억원, 원/달러 환율 1,347원 가정)의 외화채 만기가 돌아온다. '25년 2월과 '26년 4월 각각 4억달러, 3억달러 만기가 도래했던 외화채는 상환한 것으로 파악된다.

'22년까지 사채 발행을 하지 않았던 케이티앤지는 '23~'24년 원화 회사채를 발행한 바 있으나 '25~'26년에는 원화 회사채 대신 외화채(달러)를 발행했다. 발행 규모는 '25년과 '26년 각각 3억달러이며, 해외사업 확대에 대응한 외화 조달과 조달원 다변화 목적이 있었던 것으로 해석된다. '27년 케이티앤지의 국내 원화 회사채 복귀 여부는 아직 불확실하다.

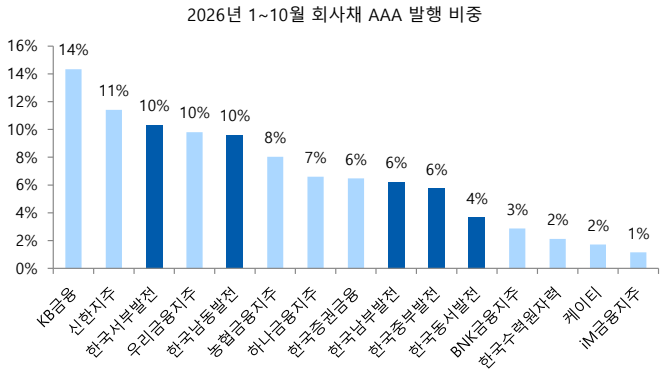
다만, 케이티앤지는 '27년 4월과 10월 각각 1,500억원과 1,600억원 규모의 원화 회사채 만기가 도래하는 것으로 파악되어 이에 대한 차환 가능성은 열어 둘 필요가 있어 보인다.

발행 주체별 구성을 살펴보면, '25년 연간 및 '26년 1~10월 국내 회사채(일반/무보증) AAA 발행 시장에서 가장 큰 발행 비중을 차지한 업종은 금융업이다. 금융지주와 한국증권금융이 해당되며, 발행금액 기준 비중은 약 60%였다.

그 다음으로 큰 비중을 차지하는 곳은 '27년 통합이 예정되어 있는 발전공기업 5사다. '25년 연간과 '26년 1~10월 5사의 회사채(일반/무보증) AAA 등급 내 발행 비중은 30~35%를 차지했다.

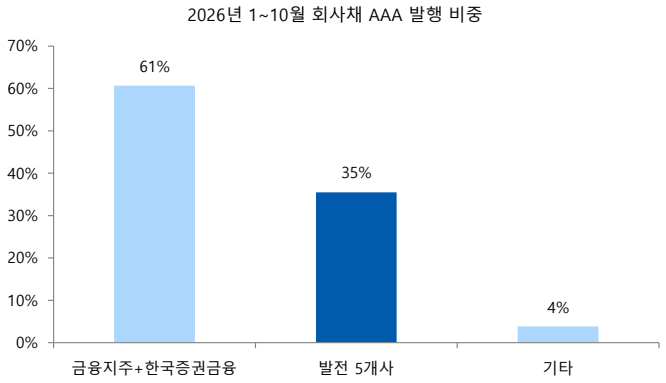
순발행 측면에서는 발전공기업 5사의 무게감이 더 커진다. '26년 1~10월 회사채 AAA 순발행 약 4.8조원 중 발전공기업 5사가 3.3조원으로 약 70%를 차지했다. 회사채(일반/무보증) AAA 등급 내 금융업 8개사와 한전 자회사 6개사를 제외한 5개사(기아, 현대자동차, SK텔레콤, 케이티, 케이티앤지)는 2년 연속 순상환 국면을 이어가고 있다. '25년 1.6조원, '26년 1~10월 1.8조원 규모의 순상환이다.

[그림 4] 2026 년 1~10 월 회사채 AAA 발행 비중 - 기업별



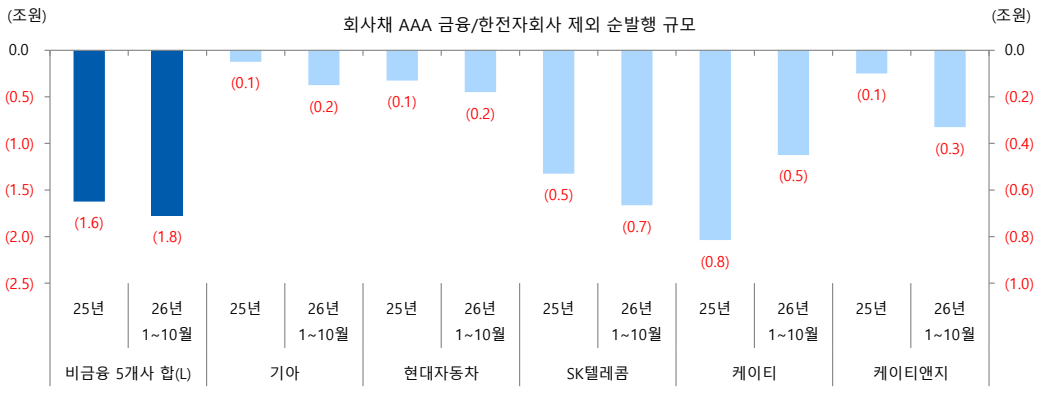
자료: 연합인포맥스. 주: 일반/무보증(후순위 제외)

[그림 5] 2026 년 1~10 월 회사채 AAA 발행 비중 - 발행주체 유형별



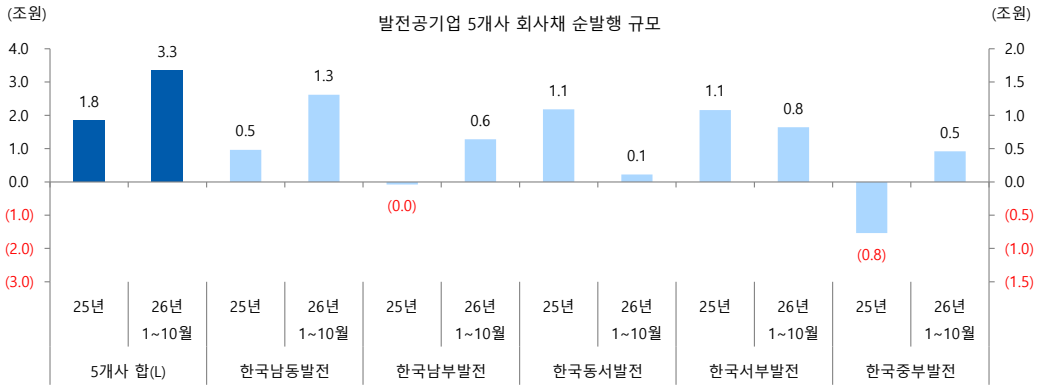
자료: 연합인포맥스. 주: 일반/무보증(후순위 제외)

[그림 6] 회사채 AAA 금융업 · 한전 자회사 제외 5 개사 순발행 규모



자료: 연합인포맥스. 주: 일반/무보증(후순위 제외), 2025 년 연간 · 2026 년 1~10 월 비교

[그림 5] 발전공기업 5 사 회사채 순발행 규모



자료: 연합인포맥스. 주: 일반/무보증(후순위 제외), 2025 년 연간 · 2026 년 1~10 월 비교

통합 후 펀드 수급 영향, 상품별 차별화

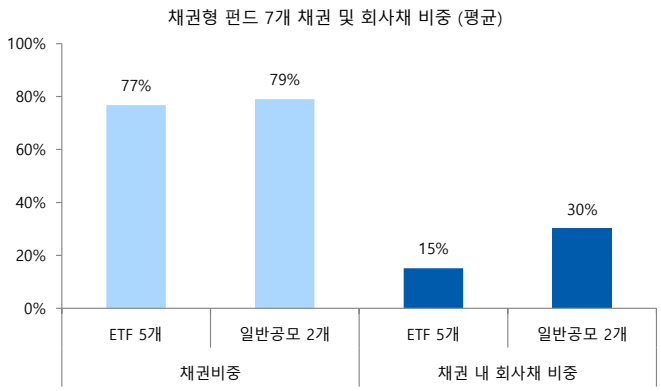
이처럼 회사채(일반/무보증) AAA 내에서 발전공기업 5사 비중이 높은 바 통합 시 투자한도 및 수급 변화에 대한 우려가 제기될 수 있다. 투자상품별로 차이가 있겠지만 개별 발행인에 대한 투자비중에 제한을 두는 경우가 많다.

AAA 등급 회사채만 편입하는 상품은 발행인 집중도에 영향을 받을 수 있으나, 이번 공모펀드 조사 표본에서는 해당 상품이 확인되지 않았다. 사모펀드는 운용규약과 편입내역에 대한 정보 접근에 한계가 있어 영향 여부를 일률적으로 판단하기 어렵다.

채권형 공모펀드(ETF 포함) 중 일반채권 및 회사채권 유형의 설정액 상위 8개 펀드(ETF 6개, 일반공모 2개) 중 회사채를 담고 있는 펀드는 7개(ETF 5개, 일반공모 2개)가 있다. 5개 ETF의 평균 채권 편입 비중은 77%이며 채권 내에서 회사채 평균 편입 비중은 15%로 나타난다. 일반공모 2개의 평균 채권 편입 비중은 79%이며 채권 내에서 회사채 평균 편입 비중은 30%로 파악된다.

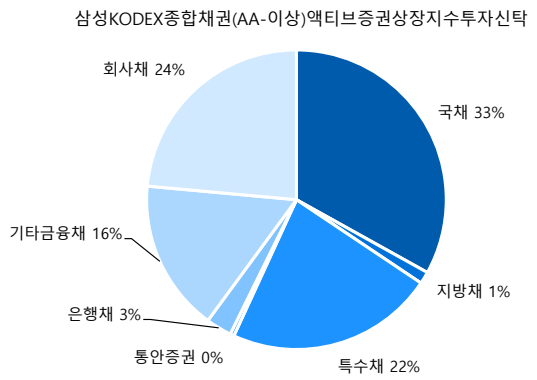
상위 7개 표본의 평균 회사채 편입 비중만으로는 통합 이후 비중 조정 필요성을 단정하기 어렵다. 영향은 발전 5사 채권의 실제 편입 비중, 동일 발행인 집중한도 및 펀드별 운용지침에 따라 달라질 수 있다.

[그림 8] 채권형 펀드 7개 채권 및 회사채 편입 비중(평균)



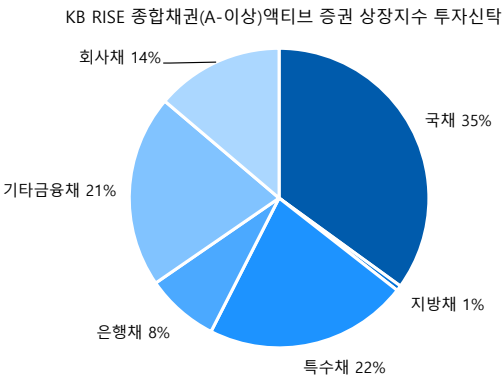
자료: 증권정보포털, 유안타증권 정리. 주: 2026 년 8 월 기준

[그림 6] 삼성 KODEX 종합채권(AA-이상)액티브증권상장지수투자신탁 (ETF)



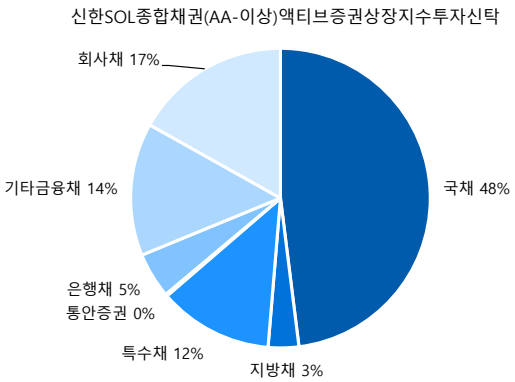
자료: 증권정보포털, 유안타증권 정리. 주: 2026 년 8 월 기준

[그림 7] KB RISE 종합채권(A-이상)액티브증권상장지수투자신탁 (ETF)



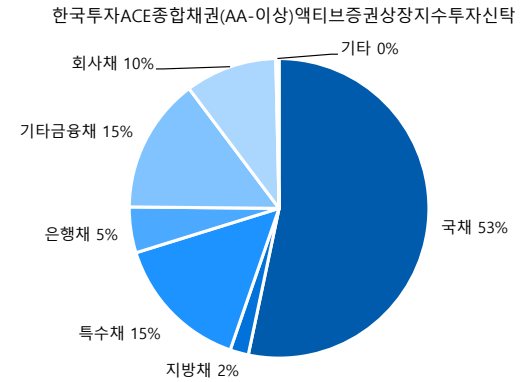
자료: 증권정보포털, 유안타증권 정리. 주: 2026 년 8 월 기준

[그림 8] 신한 SOL 종합채권(AA-이상)액티브증권상장지수투자신탁 (ETF)



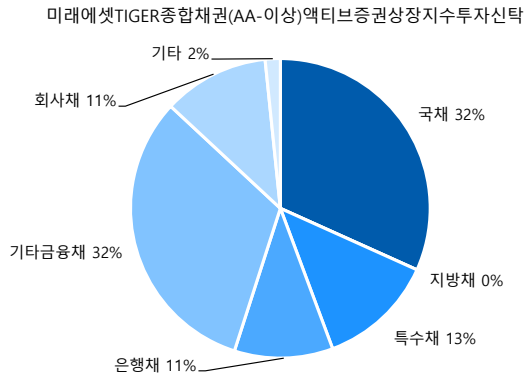
자료: 증권정보포털, 유안타증권 정리. 주: 2026 년 8 월 기준

[그림 9] 한국투자 ACE 종합채권(AA-이상)액티브증권상장지수투자신탁 (ETF)



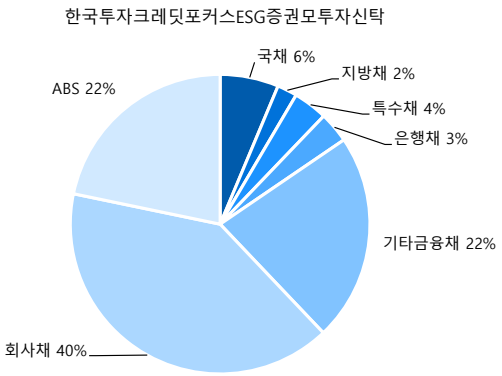
자료: 증권정보포털, 유안타증권 정리. 주: 2026 년 8 월 기준

[그림 10] 미래에셋 TIGER 종합채권(AA-이상)액티브증권상장지수투자신탁 (ETF)



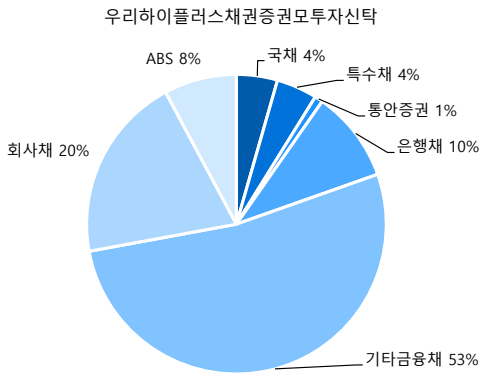
자료: 증권정보포털, 유안타증권 정리. 주: 2026 년 8 월 기준

[그림 11] 한국투자크레딧포커스 ESG 증권모투자신탁 (일반공모)



자료: 증권정보포털, 유안타증권 정리. 주: 2026 년 8 월 기준, 모투자신탁

[그림 12] 우리하이플러스채권증권모투자신탁 (일반공모)



자료: 증권정보포털, 유안타증권 정리. 주: 2026 년 8 월 기준, 모투자신탁

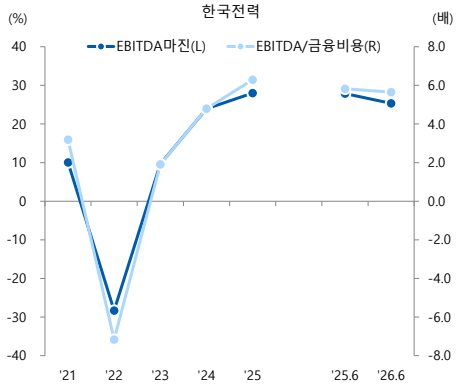
III. 통합법인 형태에 따른 크레딧 영향

정부 출자 공사와 한전 자회사, 두 가지 통합 시나리오

발전공기업 5사 통합과 관련하여 발의된 8건의 법안을 살펴보면 통합법인은 '한국발전공사' 또는 '㈜한국발전' 등 두 가지 형태가 논의되고 있다. ㈜한국발전의 경우 기존 발전공기업과 마찬가지로 한국전력이 100% 지분을 보유하는 구조가 제시되어 있다.

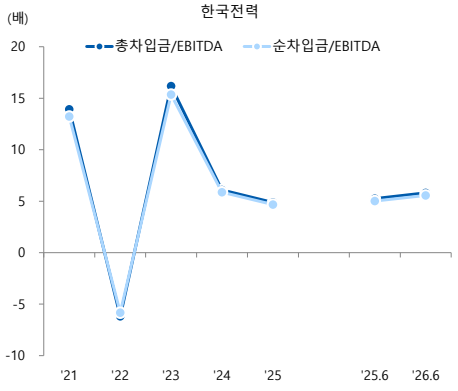
3곳의 국내 신평사는 5개 발전공기업이 발행한 회사채(일반/무보증)에 대해 줄곧 AAA(안정적) 등급을 유지하고 있다. 신평사들의 평가요소가 조금씩은 다르지만 공통적으로 ① 전력산업의 공공성, ② 재무안정성, ③ 정부 및 한전의 지원가능성을 언급하고 있다.

[그림 13] 한국전력 수익성 · 금융비용 지표



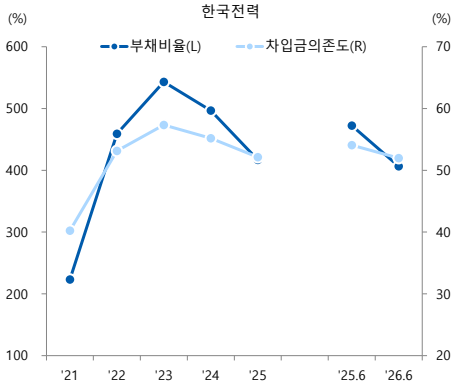
자료: 유안타증권 정리

[그림 14] 한국전력 차입금/EBITDA



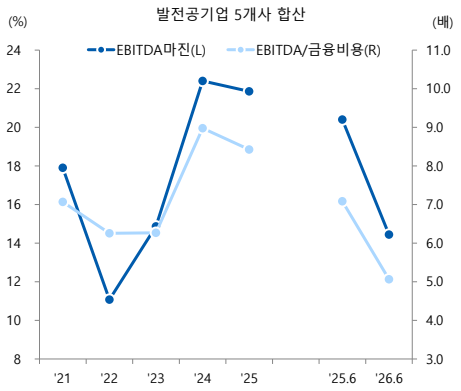
자료: 유안타증권 정리

[그림 15] 한국전력 재무안정성 지표



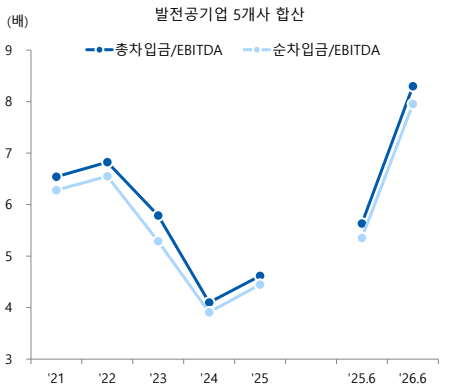
자료: 유안타증권 정리

[그림 16] 발전 5 사 합산 수익성 · 금융비용 지표



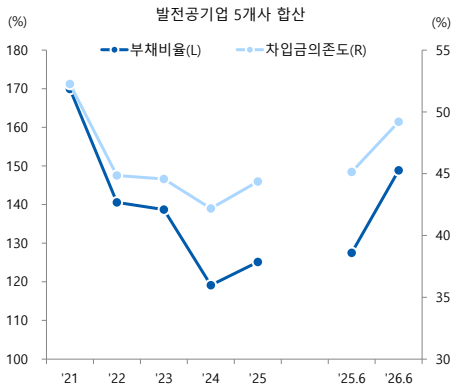
자료: 유안타증권 정리. 주: 재무항목 단순 합산 후 비율 산출

[그림 17] 발전 5 사 합산 차입금/EBITDA



자료: 유안타증권 정리. 주: 재무항목 단순 합산 후 비율 산출

[그림 18] 발전 5 사 합산 재무안정성 지표



자료: 유안타증권 정리. 주: 재무항목 단순 합산 후 비율 산출

[표 2] 한국전력 및 발전공기업 5 사 실적 현황 (단위: 십억원)

	한국전력		발전 5사 합		한국남동발전		한국남부발전		한국동서발전		한국서부발전		한국중부발전	
	2025	1H26	2025	1H26	2025	1H26	2025	1H26	2025	1H26	2025	1H26	2025	1H26
매출액	97,429	46,317	29,449	13,862	6,632	3,008	6,479	2,823	5,051	2,593	5,496	2,770	5,790	2,668
영업이익	13,491	4,913	2,203	-183	423	-64	523	12	645	86	305	-78	307	-139
OPM	*13.8%*	*10.6%*	*7.5%*	*-1.3%*	*6.4%*	*-2.1%*	*8.1%*	*0.4%*	*12.8%*	*3.3%*	*5.5%*	*-2.8%*	*5.3%*	*-5.2%*
EBITDA	27,279	11,750	6,439	2,003	1,238	331	1,404	448	1,408	495	1,161	398	1,227	331
EBITDA 마진	*28.0%*	*25.4%*	*21.9%*	*14.4%*	*18.7%*	*11.0%*	*21.7%*	*15.9%*	*27.9%*	*19.1%*	*21.1%*	*14.4%*	*21.2%*	*12.4%*
세전이익	11,587	3,821	2,130	-264	476	-75	536	26	616	99	260	-139	242	-175
순이익	8,667	2,797	1,592	-202	356	-48	413	11	443	71	200	-105	180	-132
자산총계	254,927	262,561	66,999	67,564	13,490	13,355	13,085	13,212	12,353	12,721	13,223	13,204	14,849	15,073
부채총계	205,605	210,716	37,242	40,415	7,237	7,629	7,009	7,642	5,606	6,455	7,968	8,478	9,422	10,210
부채비율	*416.9%*	*406.4%*	*125.2%*	*148.9%*	*115.7%*	*133.2%*	*115.4%*	*137.2%*	*83.1%*	*103.0%*	*151.7%*	*179.4%*	*173.6%*	*210.0%*
자본총계	49,323	51,845	29,757	27,149	6,253	5,726	6,076	5,569	6,747	6,267	5,254	4,726	5,427	4,862
배당금지급	-219	-1,053	-1,136	-876	-251	-175	-203	-203	-304	-261	-235	-84	-142	-153

자료: 유안타증권 정리. 주: 한전은 연결 기준(발전 5 사 포함), 발전 5 사는 개별 재무항목 단순 합산 후 비율 산출(내부거래 미제거)

발전공기업이 발행하는 회사채(일반/무보증)는 한국전력이 직접 지급보증하지 않는다. 그럼에도 불구하고 한국전력의 100% 자회사라는 점과 국가에서 발전산업이 차지하는 중요성을 고려할 때 유사시 한국전력 또는 정부의 지원가능성이 신용도 평가에 반영되고 있다.

재무지표 외에 유사시 지원가능성이 중요한 신용도 완충요인으로 판단된다. 실제 발전 5사의 합산 영업이익은 '25년 연간 2.2조원 흑자였으나 '26년 상반기에는 1,830억원의 영업손실을 기록했다. 따라서 통합 이후의 신용등급은 지원체계뿐 아니라 재무부담과 수익성 회복 여부를 함께 살펴봐야 한다. 발전 5사의 합산 부채비율은 2025년 말 125.2%에서 2026년 6월 말 148.9%로 상승했다.

11월 9일 3년 만기 민평 4사 평균 금리에서는 발전공기업 5사가 유사한 수준으로 관측된다. 다만 해당 시점의 평균값만으로 개별 평가사가 전 기간에 걸쳐 5사를 동일하게 평가했다고 단정할 수는 없다.

한국전력이 100% 지분을 보유하는 형태의 ㈜한국발전이 된다면 기존 발전공기업의 신용지위가 대체로 유지될 가능성이 있다. 다만 채무 승계, 통합법인의 재무정책 및 신용평가 결과에 따라 달라질 수 있다. 기후에너지환경부와 협의한 내용을 바탕으로 발의한 최기상 의원의 발의안에는 기존 회사의 권리·의무 및 고용계약 승계, 합병절차 간소화, 조세 부담 완화 등이 포함되어 있다.

또한 기후에너지환경부는 신속하고 원활한 통합을 위해 기업결합 심사 면제 근거를 마련하는 방안도 검토한다고 밝힌 바 있으나 일부 언론에 따르면 공정위는 기업결합심사가 필요하다는 의견을 제시해 입법 과정에서 논의가 필요한 쟁점이다.

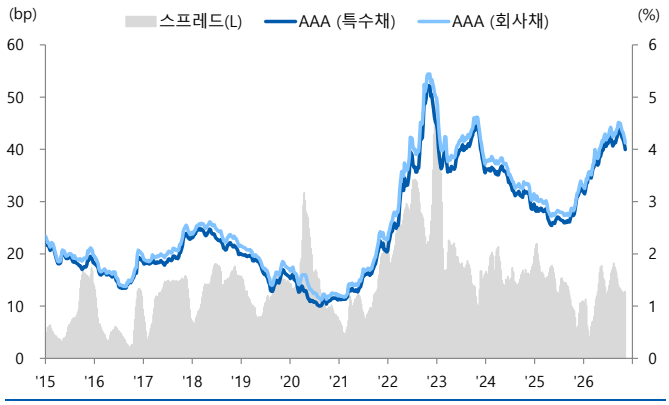
공사 전환 시 채권 분류 변화 가능성

만약 통합법인이 정부가 출자하는 '공사' 형태를 띠게 된다면 크레딧 측면에서도 변수가 발생한다. 동일한 AAA 등급이라도 특수채와 회사채는 발행 근거가 다르다. 발행근거 법률과 정부의 지원체계가 달라질 수 있기 때문이다.

공사 설립안에서는 정부가 자본금의 51% 이상 또는 100%를 출자하도록 규정하고 있다. 다만 공사 전환만으로 특수채 분류나 AAA 등급이 자동 확정되는 것은 아니다. 제정법의 사채 발행 근거, 정부지원 체계 및 신용평가 결과를 확인할 필요가 있다.

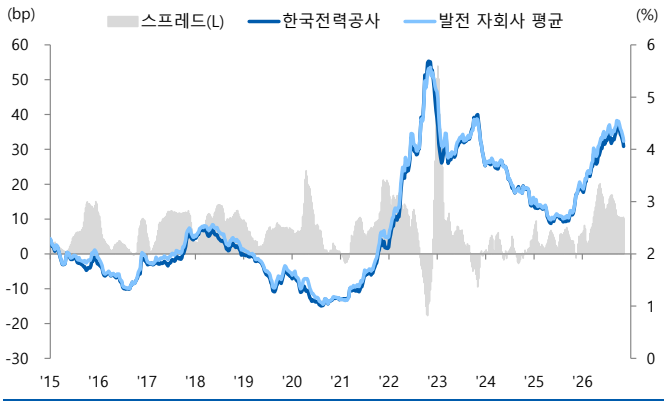
특수채 AAA로 분류될 경우 민평 4사의 금리도 바뀔 가능성이 있다. 발행주체의 법적 지위가 달라질 수 있기 때문이다. 민평 4사 평균 기준 11월 9일 회사채 AAA 금리가 특수채 AAA보다 12.7bp 높았다. 발전공기업 5사 평균 금리도 한국전력보다 10.1bp 높았다.

[그림 22] 특수채 AAA · 회사채 AAA 금리 및 스프레드(3 년)



자료: 연합인포맥스. 주: 주간평균

[그림 23] 한국전력 · 발전 5 사 평균 금리 및 스프레드(3 년)



자료: 연합인포맥스. 주: 주간평균

다만 현 시점에서 통합법인이 한국발전공사가 될 것이라고 단정하기는 어렵다. 발의된 8개의 법안 중 7개가 공사 형태를 띠고 있지만 정부가 한전 자회사 형태의 통합을 우선 검토하고 있기 때문이다.

11월 5일 국회에서 열린 토론회에서 강경택 기후에너지환경부 전력산업정책과장은 가장 중요한 것은 통합 동력을 잃지 않고 신속하게 통합하는 일이라고 밝히면서 한전 자회사 형태의 통합을 우선 검토하고 있다고 언급했다. 다만 정부 검토안이 확정된 것은 아니며, 국회 논의에 따라 다른 방향으로 결정될 가능성도 있다고 덧붙였다.

통합 절차의 속도를 고려하면 새로 공사를 설립하는 것보다 지금과 같은 형태를 유지하며 통합을 하는 방식이 절차상 더 간편할 것으로 보이며, 정부가 기존 지배구조를 활용하는 방안을 선호하는 것으로 해석된다.

[표 3] 한전 100% 자회사 통합 vs 정부 출자 공사 통합

구분	한전 100% 자회사로 통합	정부 출자 공사로 통합
발행주체	주식회사 한국발전	한국발전공사
신규 발행채권	회사채 형태 유지 가능성	법률에 따른 특수채 분류 가능성
신용도	기존 발전 5사 신용지위의 유지 가능성 검토	정부 지원체계 및 신용평가 재검토
수급 영향	동일 발행인 집중한도 변화 가능성	회사채 · 특수채 투자 가능 범위 변화
기존 발행채권	채무 승계와 신용도 변화 확인 필요	채무 승계 · 기존채권의 분류 별도 확인 필요

자료: 유안타증권 리서치센터

통합법인이 한국발전공사가 될 것인가 아니면 한국전력 자회사인 ㈜한국발전이 될 것인가를 확인할 수 있는 시기가 다가오고 있다. 정부 목표대로 '26년 정기국회 내 특별법을 제정하려면 연내 소관위원회 심사와 법제사법위원회 심사, 본회의 의결이 필요하다. 특히 위원회 대안 또는 심사 과정에서 통합법인의 법적 형태와 지분구조가 구체화되는 시점이 향후 채권 분류와 공급 구조를 가늠할 첫 관문이다. 다만 기발행 회사채의 권리·의무 승계와 채권 유형 변경 여부, 신설 법인의 신용등급은 별도로 확인해야 한다.

Appendix

1. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.(작성자: 투자전략팀 이현수)
2. 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.