



2025년 크레딧시장 전망

# 공사다망

公社多忙

2024.11.14 | 국내 Credit 김상만 credinal@hanafn.com RA 김상인 sanginkim@hanafn.com

하나증권

# 2025년 크레딧시장 전망

공사다망(公社多忙)

하나증권 리서치센터 글로벌투자분석팀

Credit 김상만 credinal@hanafn.com

# Contents

2025년 크레딧시장 전망	5
공사채시장/공기업 현황 및 시사점	
Part 1. 공사채시장 Overview	23
Part 2. 공공기관 중장기 재무관리계획	34
Part 3. 부동산공기업	44
Part 4. 에너지공기업	59
Part 5. 기타공기업	79

## Compliance Notice

본 조사항료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 공사다망(公社多忙)

### 2025년 신용스프레드 전망 및 대응전략

- 2025년 신용스프레드는 전반적으로 강보합세 흐름을 지속할 전망
- 신용채권의 절대/상대적인 레벨부담이 지속적으로 작용하면서 연초효과 또한 예년에 비해 상대적인 강도가 약할 것으로 전망
- 공사채의 강세전환시점 및 강도가 전체적인 시장흐름을 이끌어 갈 전망
- 투자전략 : 섹터별로는 하위등급회사채/초장기공사채>상위등급 회사채>은행/공사채>여전채

### 공사다망(公社多忙)

- 코로나 이후 공사채 발행이 크게 증가하였으며 이같은 추세는 당분간 지속될 전망
- 공사채 발행증가 이외에도 더 문제는 전반적인 발행만기가 짧아지고 있다는 점. 그에 따라 장기투자자인 보험권의 공사채투자가 눈에 띄게 감소
- 공사채 발행물량증가 및 만기축소는 시장에 일종의 대기심리를 형성하고 있음. 즉, 공사채는 오늘도 살 수 있고 내일도 살 수 있고 모래도 살 수 있는 물건으로 인식
- 공사채 발행물량증가는 어쩔수 없다고 치더라도 만기축소 구조는 개선될 필요. 발행만기 장기화되지 않으면 공사채 강세전환시기 늦추어질 전망

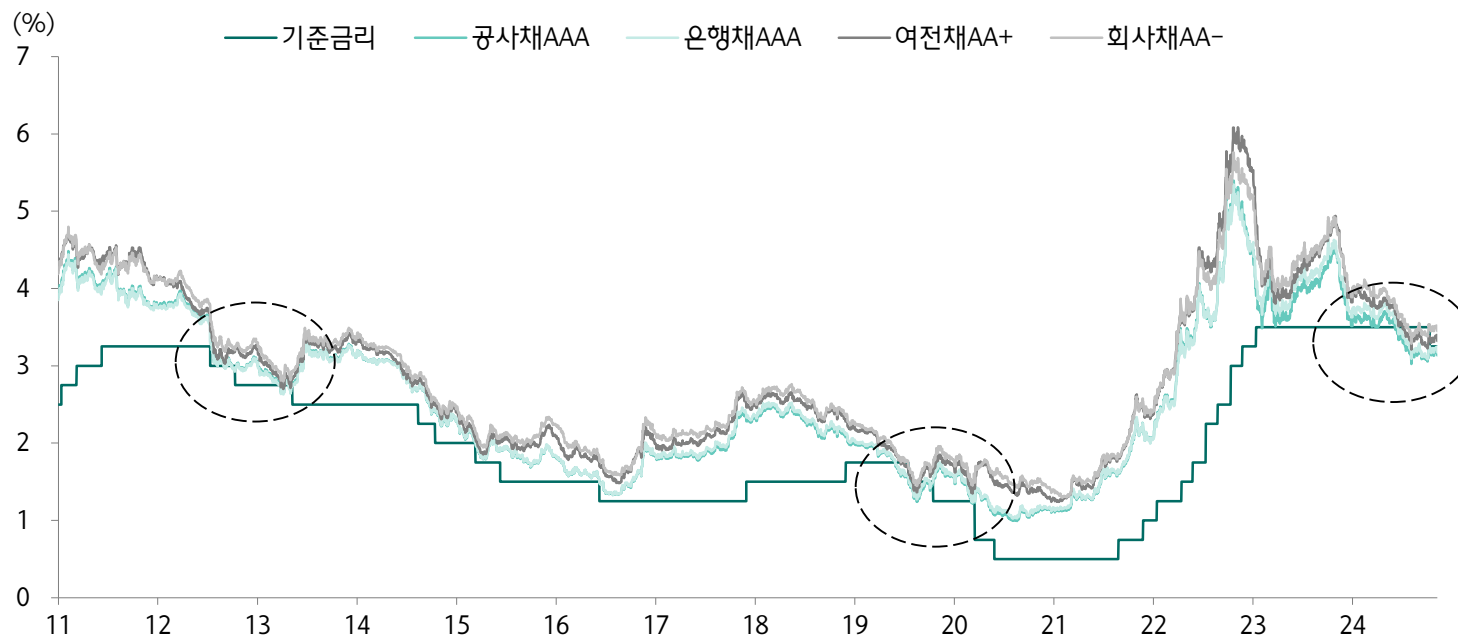
### 기타 이슈

- 과거 기준금리인하 사이클에서 신용스프레드가 하락추세를 보였던 것은 사실. 다만, 이번의 경우 시장기대가 너무 일찍 선반영된 측면이 강하기 때문에 이전 대비 효과가 제한적일 가능성
- 한편, 트럼프당선자의 관세부과/반이민정책 등은 물가부담을 자극하고 감세정책은 채권공급 불안을 야기
- 따라서 현 시장의 기대만큼 정책금리 인하속도 및 시장금리 하락속도가 빠르지 않을 수 있다는 변수를 감안할 필요

## 신용과 기준이 만날 때...

- 기준금리 인하에도 초우량 신용채권 금리가 여전히 기준금리보다 낮은 역캐리현상 지속
- 과거 기준금리 인하기대가 있거나 인하가 진행중일 때 나타났던 현상
- 대표적인 사례가 2012년, 2019년 금리인하 사이클

기준금리 및 섹터별 절대금리 추이

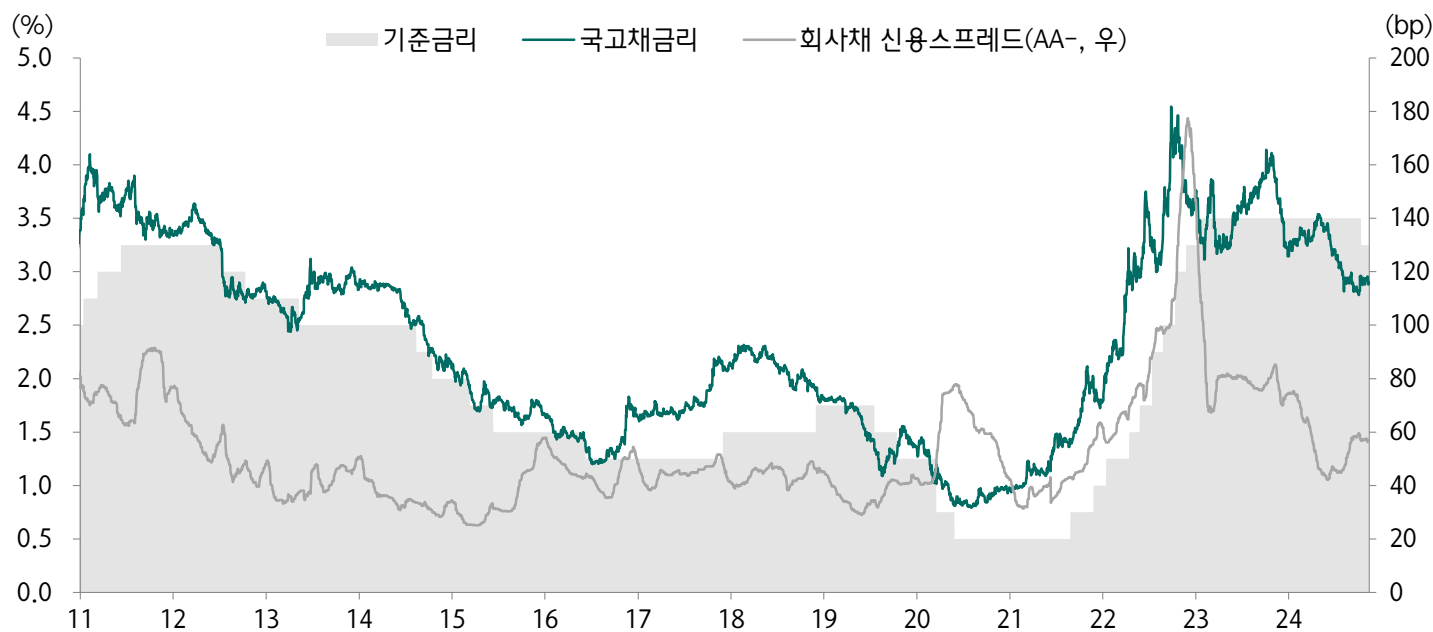


자료: 인포맥스, 하나증권

## 신용스프레드는 하향안정세를 보였지만 이번에는?

- 기준금리인하 → 시장금리하락 → 신용스프레드하락의 선순환 구조 발생
- 기준금리 절대레벨이 비슷했던 2012년 사례가 보다 유사한 상황
- 당시 유럽발 재정위기로 인해 2011년 신용스프레드 반등 직후 하락했던 흐름 감안 필요. 지금은 레고랜드 반등 이후 이미 2년 경과

기준금리/국고채금리/신용스프레드 추이

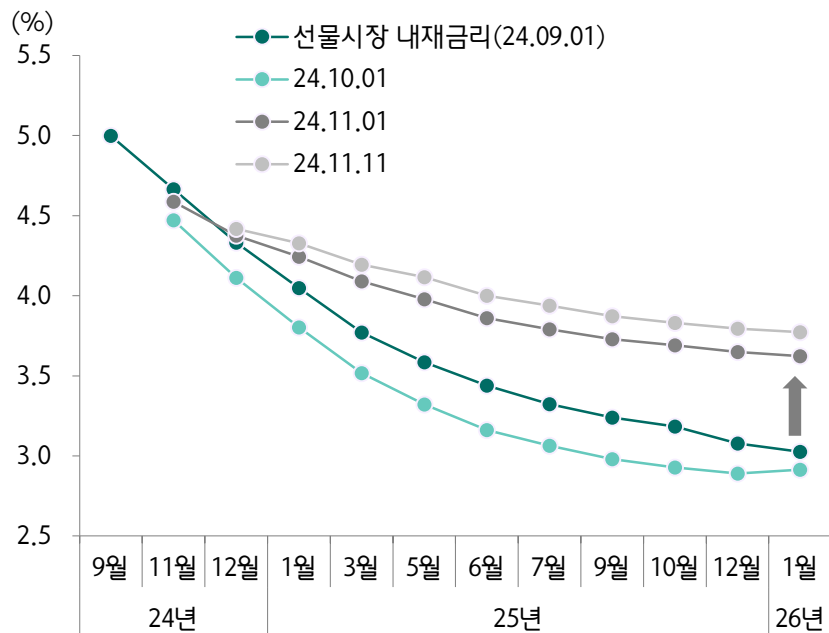


자료: 인포맥스, 하나증권

## 정말 기준금리 인하사이클에 들어가는걸까? 막상 가봐야 알 것!

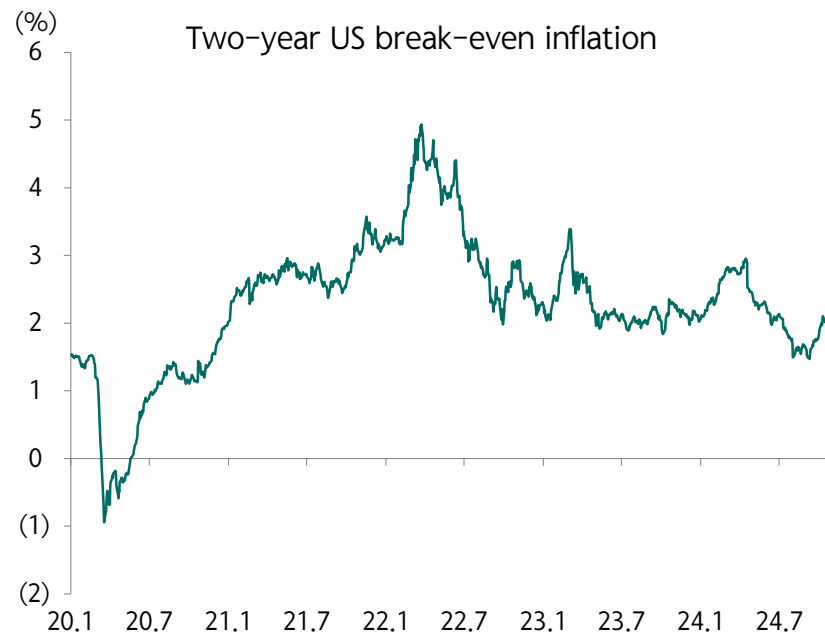
- 트럼프 2.0시대는 그야말로 불확실성이 변수가 아닌 상수가 될 전망
- 과거의 잣대가 이번에는 적용되지 않을 가능성 열어두어야
- 금리인하 및 금리하락사이클이 과거처럼 재연된다는 것이 컨센서스이긴 하지만 막상 가봐야 알 수 있을 것

### 선물시장에서 바라본 시장금리에 대한 생각



자료: Bloomberg, 하나증권

### 다시 고개를 드는 물가압력

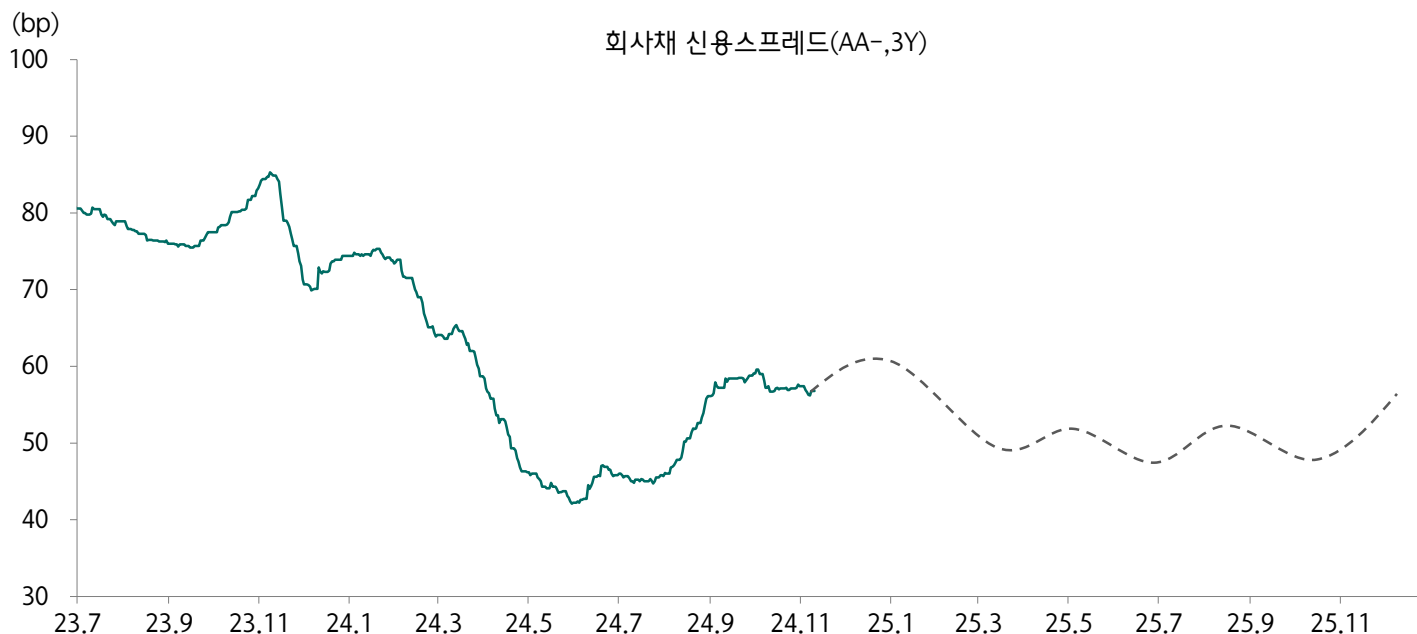


자료: Bloomberg, 하나증권

## 2025년 신용스프레드 전망

- '25년 신용스프레드는 '24년 대비 약한 연초효과를 누린 이후에 재반등 → 이후 횡보흐름을 보일 것으로 전망
- (+) 양호한 기업편더멘털, 우호적인 시장여건 vs. (-) 공사채 등 수급부담, 대외변동성 노이즈부담
- 가격부담으로 강세 폭은 제한적일 것. 섹터별로는 하위등급 회사채/초장기 공사채>상위등급 회사채>은행/공사채>여전채

### 회사채 신용스프레드 전망



자료: 인포맥스, 하나증권

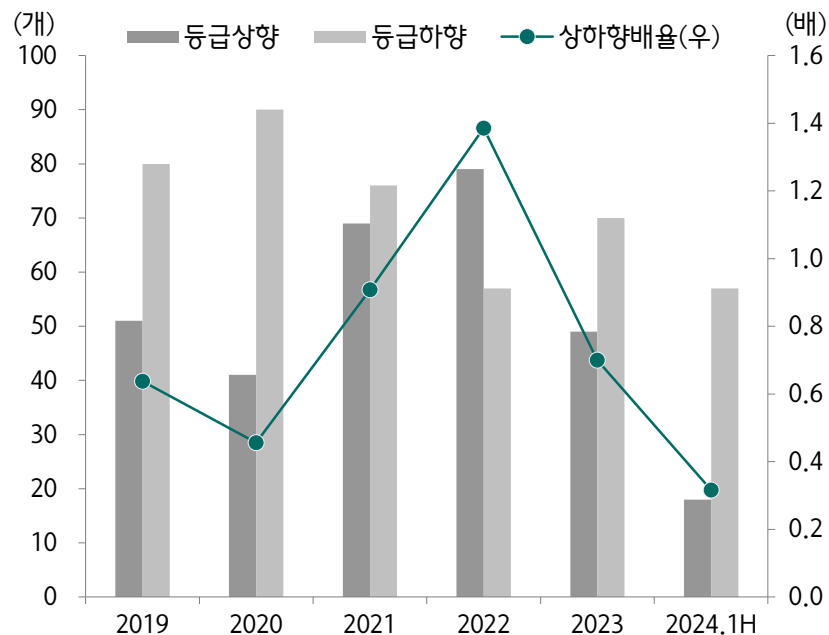


## 1. 기업편더멘털

### 기업실적 및 신용등급 안정적 흐름 유지

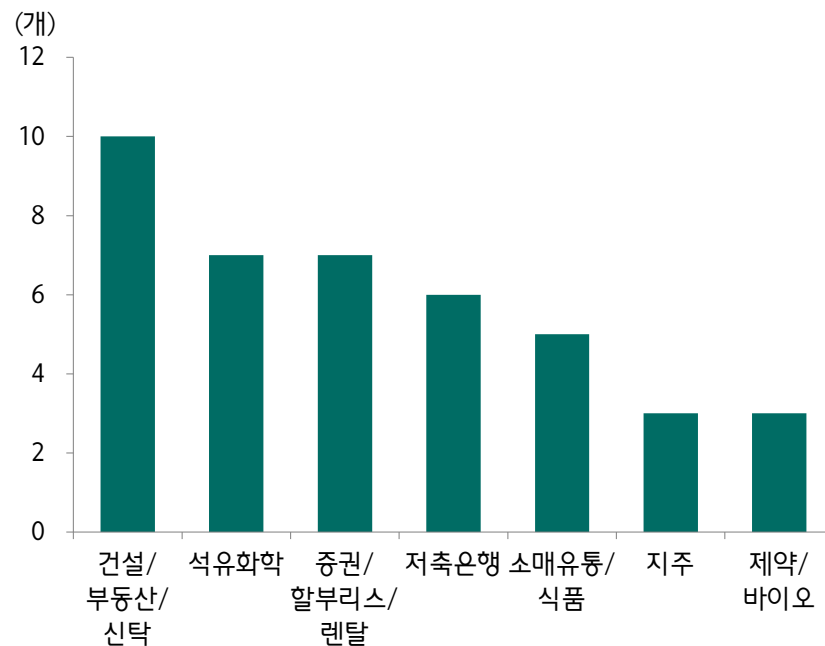
- 등급상하향배율은 '23년 0.7배에서 '24년 0.31배로 추가하락
- 다만, 분자(상향 기업 수)감소효과가 크게 기여한 결과. 그렇게 부정적이지 않은 결과
- 업종별로는 부동산노출도가 큰 업종 + 석유화학/소매유통 업종에 등급하향 집중

장단기등급 상하향 변동 추이



자료: 신용평가 3사, 하나증권

2024년 상반기 주요 등급하향 업종 비교

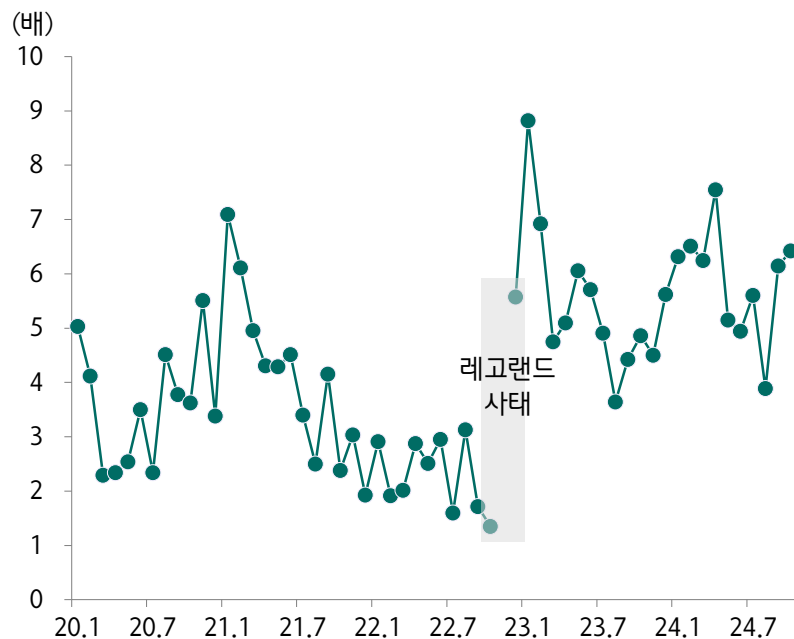


자료: 신용평가 3사, 하나증권

## 신용의 공여가 원활하다

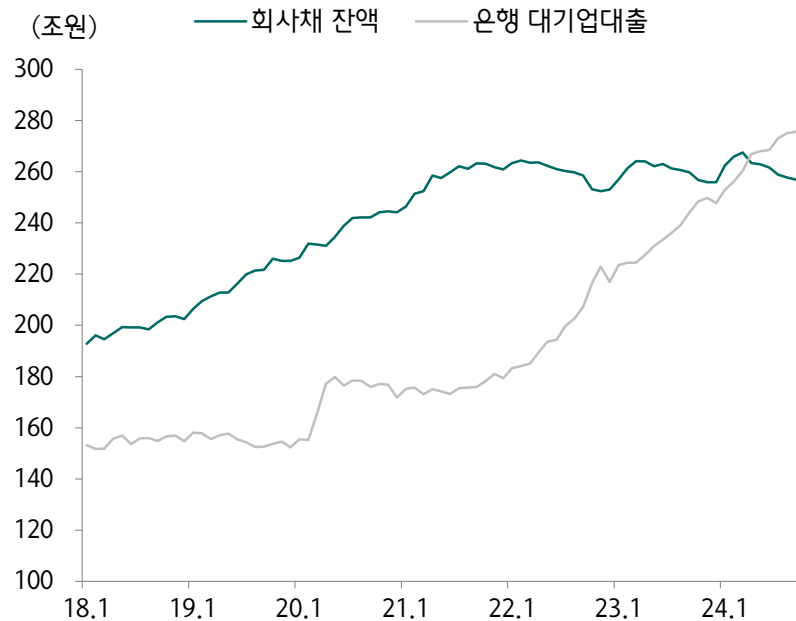
- 회사채 발행시장 수요예측 호조세 지속
- 한편, 최근 회사채 발행잔액 정체되는 가운데 은행권 기업대출 증가세가 빨라짐
- 사모사채, 영구채 등 기업들 조달수단 또한 다변화되고 있음

### 회사채 수요예측경쟁률 호조



자료: Dart, 하나증권

### 회사채와 은행 대기업 대출잔액 추이



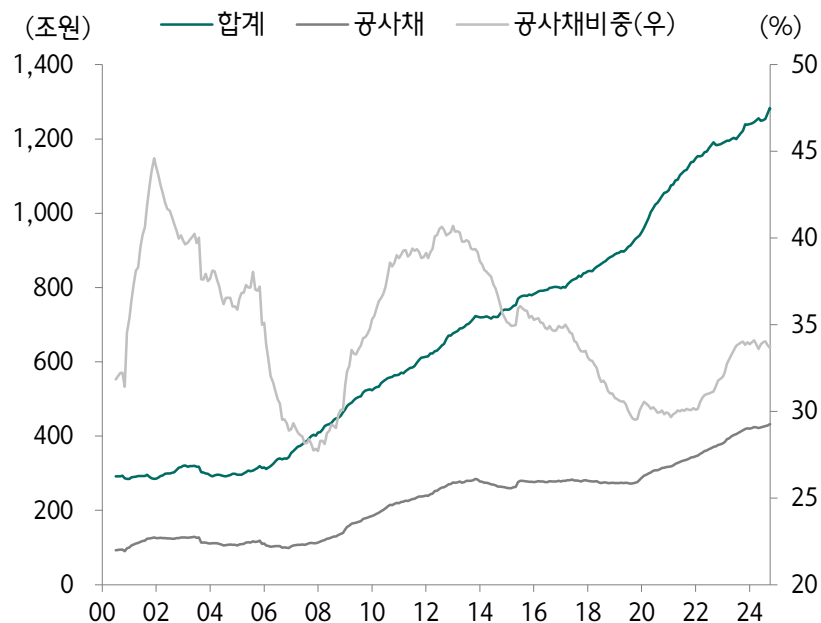
자료: 인포맥스, 한국은행, 하나증권

### 3. 수급여건

## 공사채를 중심으로 공급부담이 커지고 있는 것은 사실이다

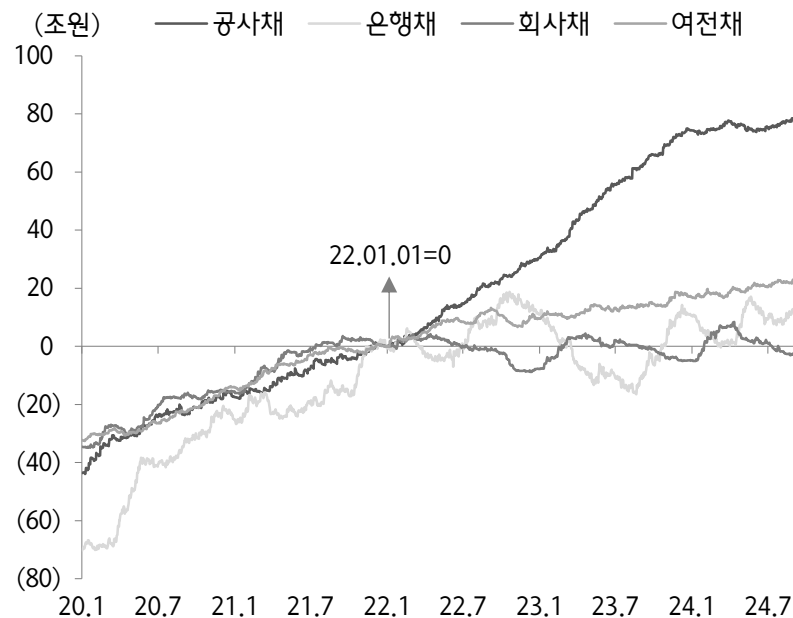
- '24.10월말 기준 국내 신용채권 총 발행잔액은 1,283조원. 이중 공사채는 432조원
- 2014년 이후 신용채권 중 공사채 비중이 감소세 전환되기도 하였지만, '22년도 이후 다시 증가세 전환
- 여타 신용채권의 경우 여전채를 제외하고는 '22년 이후 발행잔액은 횡보세를 보이는 것과 대비

신용채권 잔액 추이와 공사채 비중 증가세 전환



자료: 인포맥스, 하나증권

2022년 전후 신용채권 증감 변화: 공사채는 Non-Stop 발행



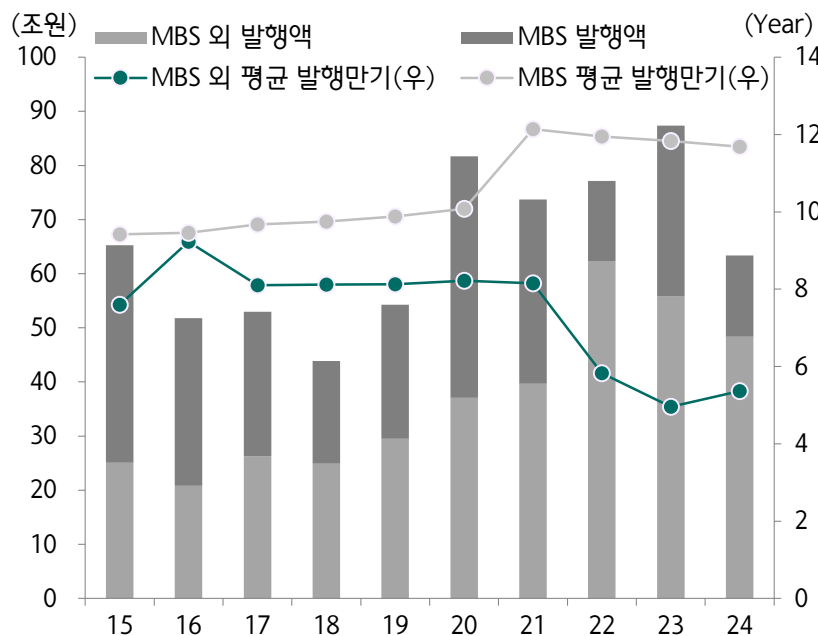
자료: 인포맥스, 하나증권

### 3. 수급여건

## 공사채는 발행증가외에도 발행만기 단기화가 문제. 결국 신용스프레드에도 영향

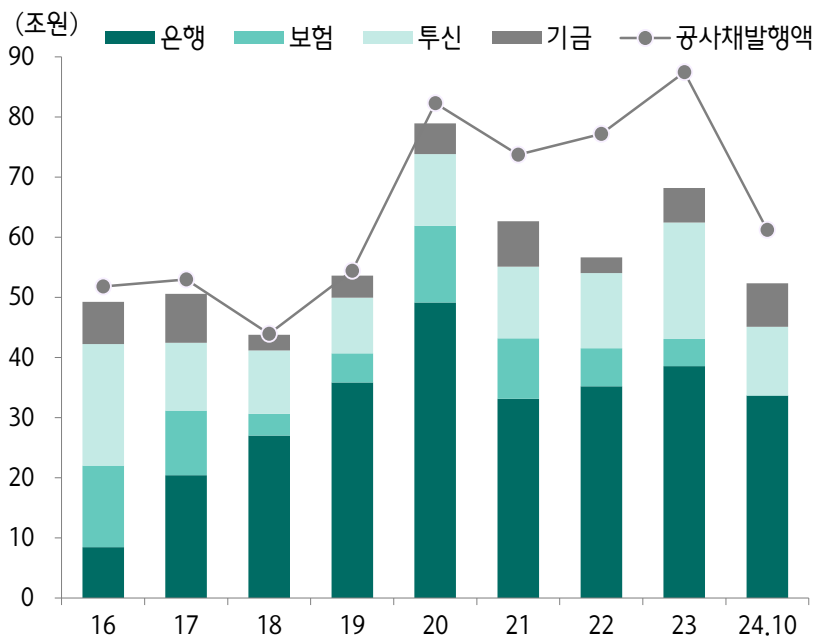
- 코로나 이후 공사채 발행의 특징은 발행증가 이외에도 발행만기가 단기화되고 있는 점. MBS 제외시 평균 발행만기 6년 이하로 단축
- 결과적으로 (부채만기가 길어) 장기채권투자가 필요한 보험권의 공사채 매수 급감
- 공사채의 지속적인 발행기대는 투자자들로 하여금 관망심리를 부추기며 신용스프레드의 강세(하락)폭을 제한

MBS/여타 공사채의 발행액 및 발행 만기 평균 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

공사채 발행 및 주요 기관별 공사채 순매수 추이



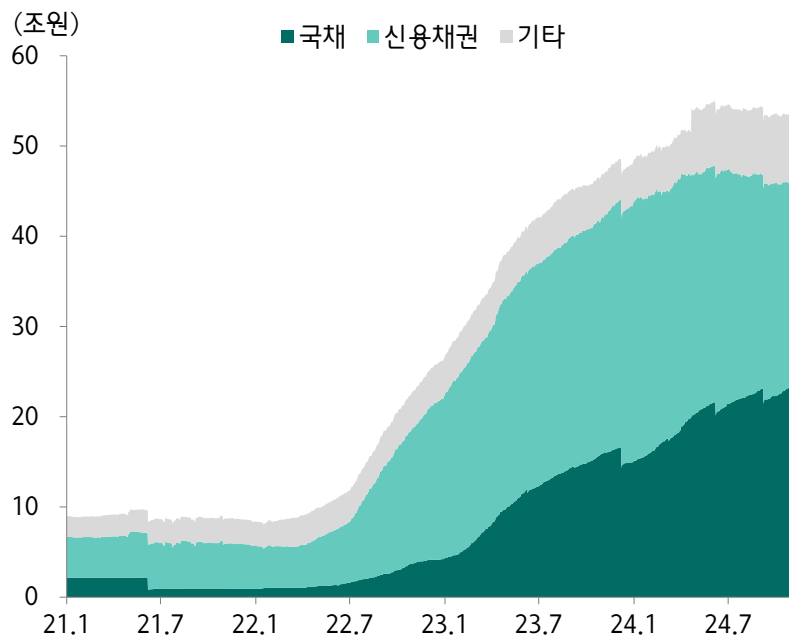
자료: 인포맥스, 하나증권

### 3. 수급여건

## 개인 채권투자증가는 회사채 수급에 긍정적. 최근 절대금리 하락으로 주춤

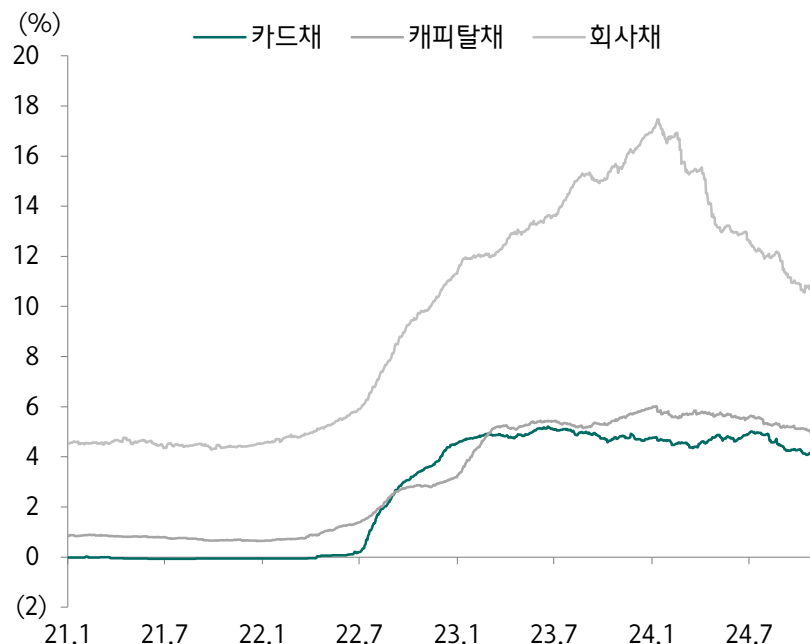
- 개인 채권투자 대중화는 대세로 잡아가는 분위기인 가운데 고금리(저등급) 신용채권에 대한 매수기반 확대
- 다만 하반기 이후 금리메리트 축소로 주춤한 상황. 상하위등급 스프레드갭이 추가로 좁혀지지 못하는 이유
- 금투세폐지는 장기국채 수요에 긍정적이나 회사채 영향은 중립적

개인의 장외채권 잔고 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

개인의 카드/캐피탈/회사채 장외 잔고 비중

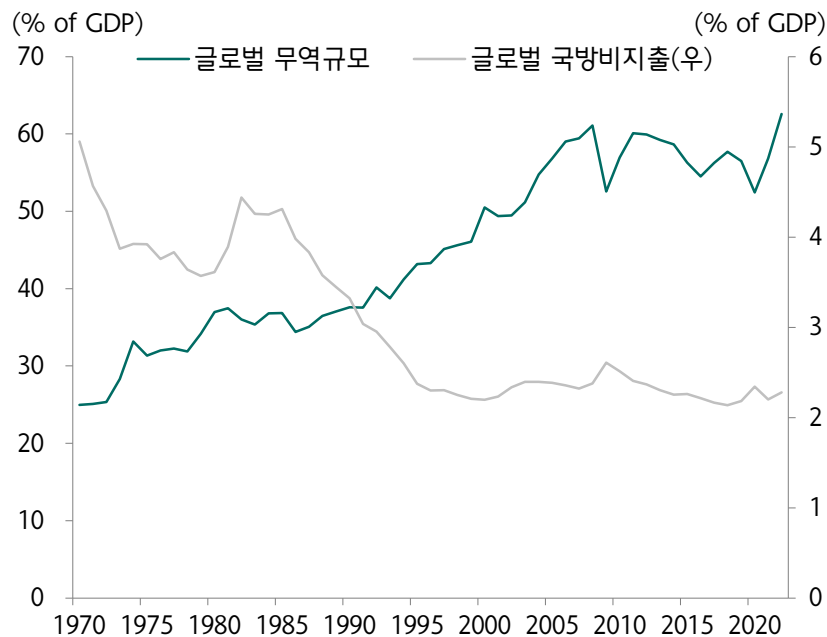


자료: 인포맥스, 하나증권

### 단기적으로는 일단 국방비부담은 줄어들 것 → 금리하락 요인

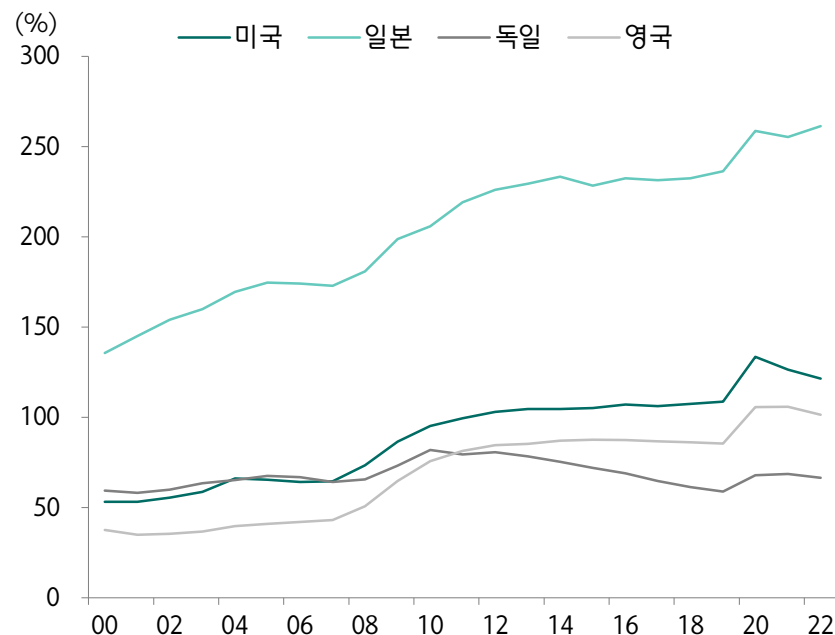
- 우크라이나 사태 이후 세계는 신냉전시대로 접어든 것은 사실. 하지만 트럼프 고립주의는 외교분야에도 유효할 것
- 미국이 개입하지 않으면 국지적인 분쟁 또한 감소할 수 밖에 없음. 당장 눈앞에 분쟁이 없으면 안보경계감 약화될 것
- 각국 재정부담이 누증하는 가운데 국방비에산은 상대적 우선순위에서 밀릴 수 밖에 없을 것

글로벌 GDP 대비 교역 규모 및 국방비 지출



자료: 세계은행, Our world in data, 하나증권

주요국 GDP대비 정부부채 비율



자료: Bloomberg, 하나증권

### 기후변화 투자부담 또한 줄어듦 것 → 금리하락 요인

- 당초 탄소중립을 포함하여 기후변화 대응목표를 달성하기 위해 필요한 자원은 천문학적인 수준
- 트럼프집권에 따라 기후변화는 일시 후퇴할 것이나 투자부담은 감소할 것

기후변화 대응목표별 전세계 신규투자규모 추정치(21~30년)

출처	부문	분석기간	공공투자규모 (GDP대비%)	전체투자규모 (GDP대비%)	기후변화 대응목표
OECD(2017)	전체	2016~2030	1.9	6.3	2.0°C
McCollum Et al.(2018)	Energy	2016~2050	2.1 (0.4~4.4)	7.1 (1.3~14.6)	1.5°C
IEA(2021)	Energy	2021~2030	2.7	9.9	2050년 탄소중립
EIB(2021)	전체 (EU 국한)	2021~2030	2.1	4.7	2030년 대비 배출량 55% 감축

자료 : 한국개발연구원, 하나증권

기후협약탈퇴 등 친환경정책과 거리가 있을 것으로 예상되는 트럼프 행정부

항목	내용
파리기후협약 탈퇴	트럼프 집권 1기 파리 기후변화협약 탈퇴 발표(2017) 바이든 당선에 따라 파리기후협약 복귀(2020) 트럼프는 선거운동 기간 파리협정에 재탈퇴할 것이라고 공언
IRA 관련	인플레이션 감축법(IRA) 폐기 미집행된 예산 철회
신재생에너지	IRA 폐지로 풍력, 태양광 사업 축소
차량환경 규제	전기차 구매 강요하는 의무명령 폐지 예고 이산화탄소 오염 배출총량 제한하는 환경보호청(EPA) 기준 완화 기업 평균 연비규제(CAFE)를 폐지
전통에너지	기존 에너지 규제 완화 및 에너지 독립을 강조 석유/가스 탐사를 제한하는 현 행정부 규제 철회 에너지 개발을 위한 공공 토지의 석유 저장고 개방 화석연료와 원전(SMR포함) 확대 약속
탈중국	중국산 배터리/전기차 등에 대한 60% 이상 고율 관세 부과 및 배제
환경 수장 선임	2기 행정부의 환경 정책을 이끌 환경보호청장(EPA)에 트럼프의 적극 지지자인 리 켈런 전 하원의원 지명

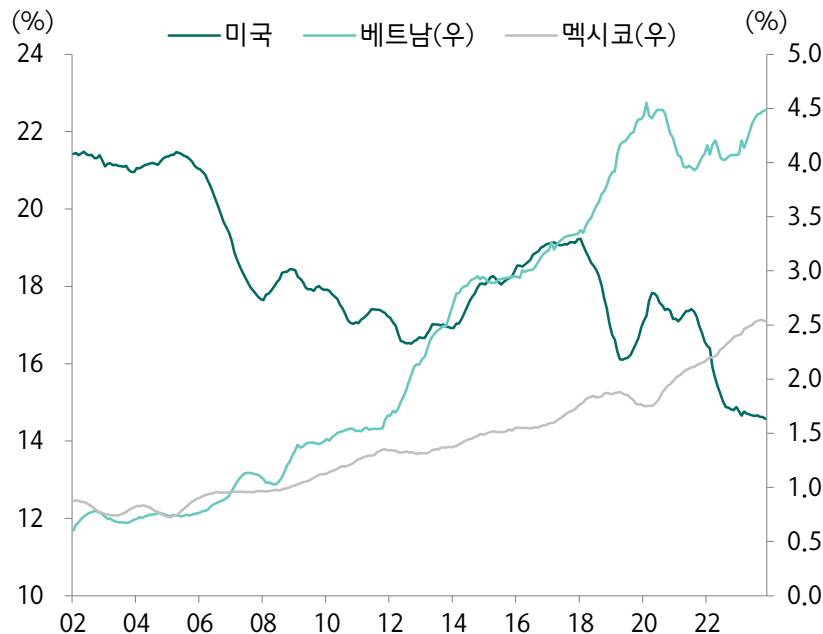
자료 : 언론종합, 하나증권

#### 4. 트럼프 2.0시대의 시사점

### 관세부과, 반이민정책은 인플레이션 자극 불가피 → 금리상승 요인

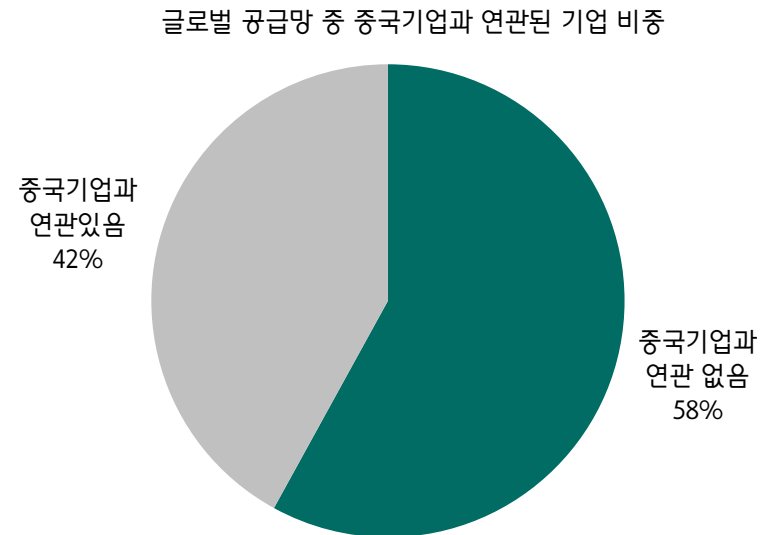
- 트럼프의 관세부과는 공산품물가, 반이민정책은 인건비부담을 높여 인플레이션을 자극하며 자기 발등을 찌는 행위
- 미국의 탈중국 움직임 및 리쇼어링 정책 강화에도 불구하고, 중국의 우회수출 등이 늘어나면서 독자적 공급망 구축이 어려움
- 미국은 마스크(코로나시기)도 제대로 공급 못했던 나라. 온쇼어링은 일부 업종/산업에 제한적으로 가능

#### 중국의 대 베트남/멕시코 수출 비중 증가



자료 : Bloomberg, 하나증권  
주: 12개월 이동평균 기준

#### 글로벌기업 중 중국과 연관된 기업은 약 42%에 달해



자료 : BIS, CIQ, 하나증권



## 부동산PF 구조조정은 큰 틀에서 가닥을 잡아나가고 있음

- '24.6월말 기준 연체, 연체유예, 만기연장 3회 이상 사업장 등 부실 가능성이 높은 사업장을 대상(33.7조원) 1차 사업성 평가 실시
- 이 중 유의/부실우려에 해당하는 여신은 21조원으로 전체 PF익스포저(216.5조원)의 9.7%수준
- PF유형별로는 토지담보대출, 금융업권별로는 상호금융/저축은행이 차지하는 비중이 높음

금융업권별 평가대상 및 유의/부실우려 현황

(단위: 조원, %)

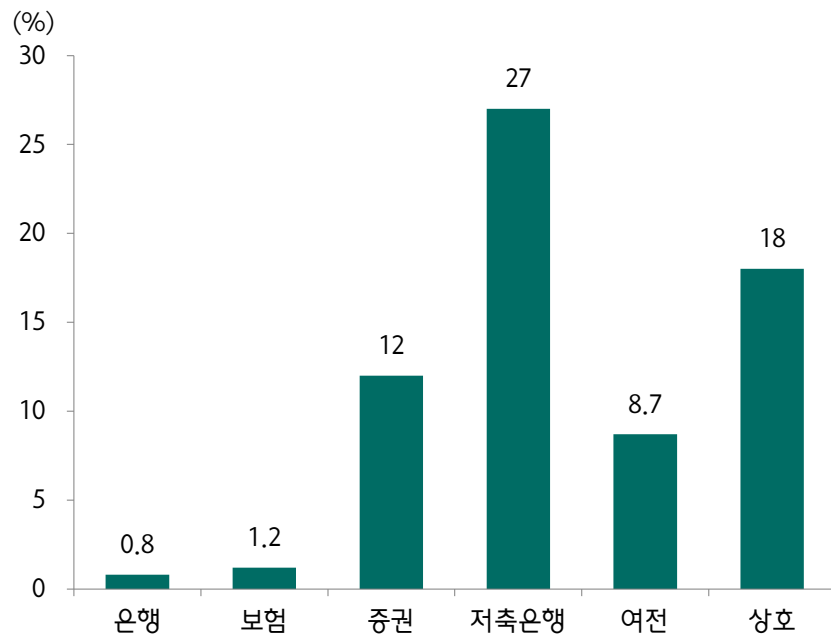
구분	전체	1차 평가대상							
				유의(C)		부실우려(D)		C,D 소계	
			비중		비중		비중		비중
합계	216.5	33.7	15.6	7.4	3.4	13.5	6.3	21.0	9.7
은행	51.5	1.1	0.5	0.2	0.1	0.2	0.1	0.4	0.2
보험	39.9	1.5	0.7	0.3	0.1	0.2	0.1	0.5	0.2
증권	26.5	4.6	2.1	1.4	0.6	1.9	0.9	3.2	1.5
저축	16.6	6.7	3.1	1.4	0.6	3.2	1.5	4.5	2.1
여전	27.5	4.5	2.1	1.0	0.5	1.4	0.6	2.4	1.1
상호 등	54.6	15.4	7.1	3.1	1.5	6.7	3.1	9.9	4.6

자료: 금융위원회, 하나증권

## 업권별로는 저축은행, 상호금융의 잠재적부담이 크다

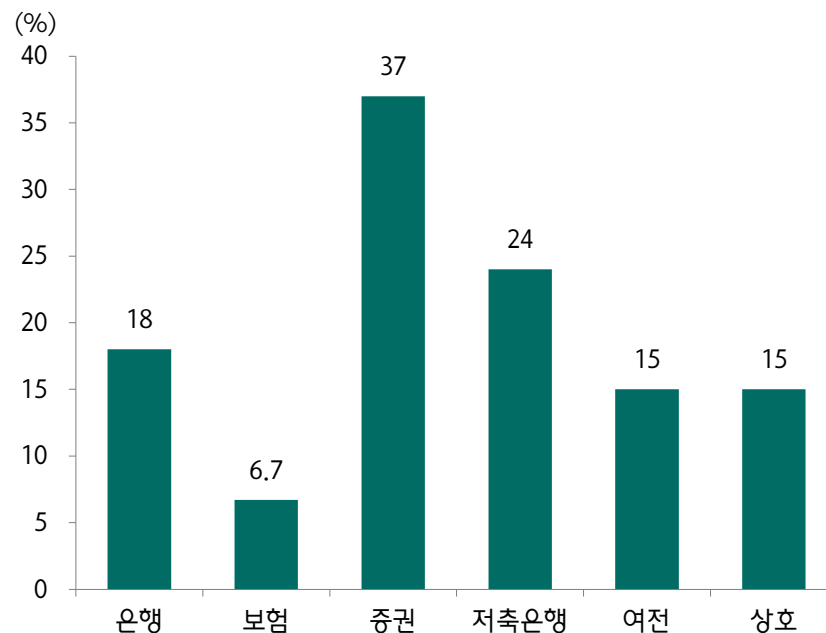
- 저축은행, 상호금융의 경우 전체 PF대출 중 각각 27%, 18%가 부실우려가 높은 사업장으로 평가
- 관련 익스포저에 대한 총당금 커버리지배율은 모든 업권에서 높지 않아 잠재적 손실부담 상존

업권별 PF 대출잔액 대비 부실우려사업장 비중



자료: 금융위원회, 하나증권

업권별 1차평가대상잔액 대비 대손충당금 설정률

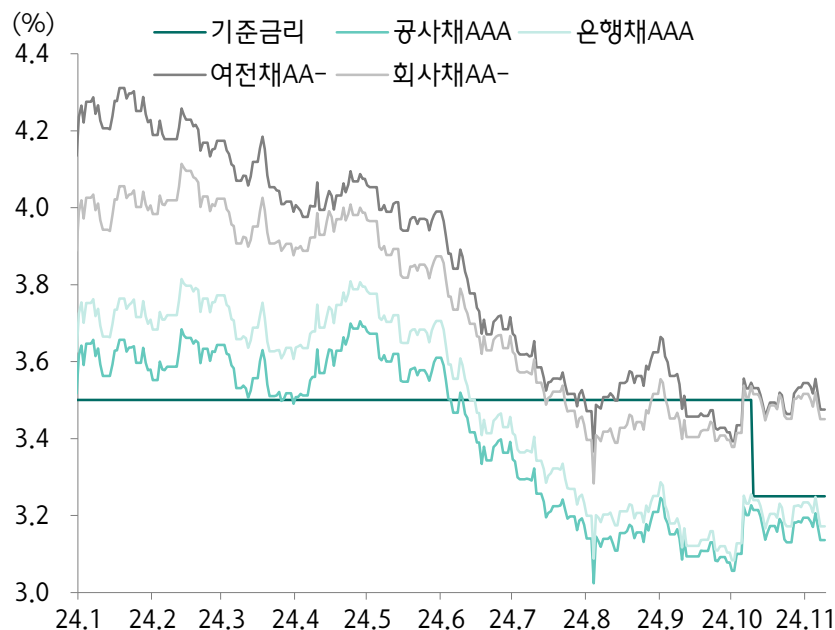


자료: 금융위원회, 하나증권

## 기준금리 인하에도 불구하고 가격부담 여전

- 10월 기준금리 인하로 인해 회사채/여전채 금리부담은 해소. 다만, 공사채/은행채는 여전히 인하된 기준금리보다 낮은 상황
- 신용채권 Yield Ratio(회사채금리/국채금리) 또한 최근 반등하였으나 여전히 낮은 수준
- 기준금리가 빨리 인하되던가, 시장금리가 반등하던가 하지 않는 한 크레딧시장 내부적으로 해결하기 어려운 구조

기준금리 VS 주요 신용채권(3Y)금리 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

섹터별(3Y) Yield Ratio 추이

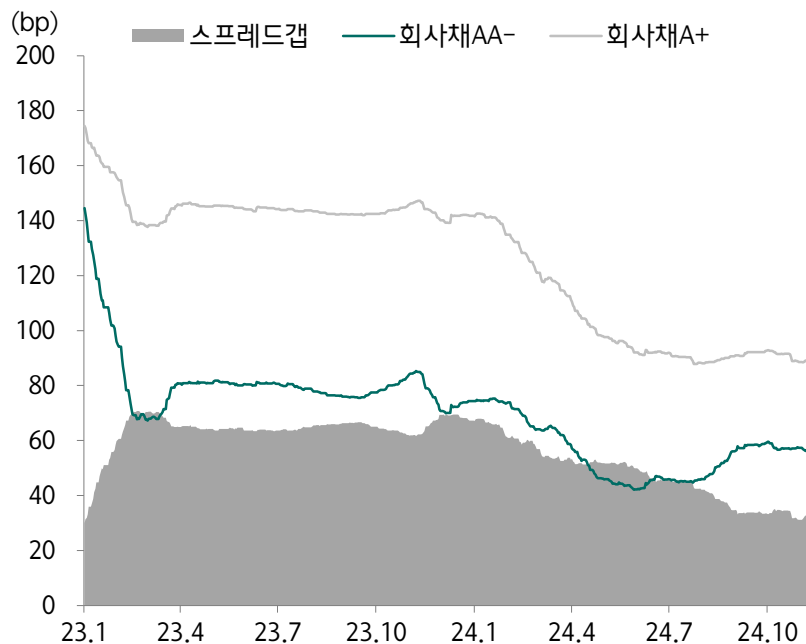


자료: 인포맥스, 하나증권

## 발행시장 여건은 양호

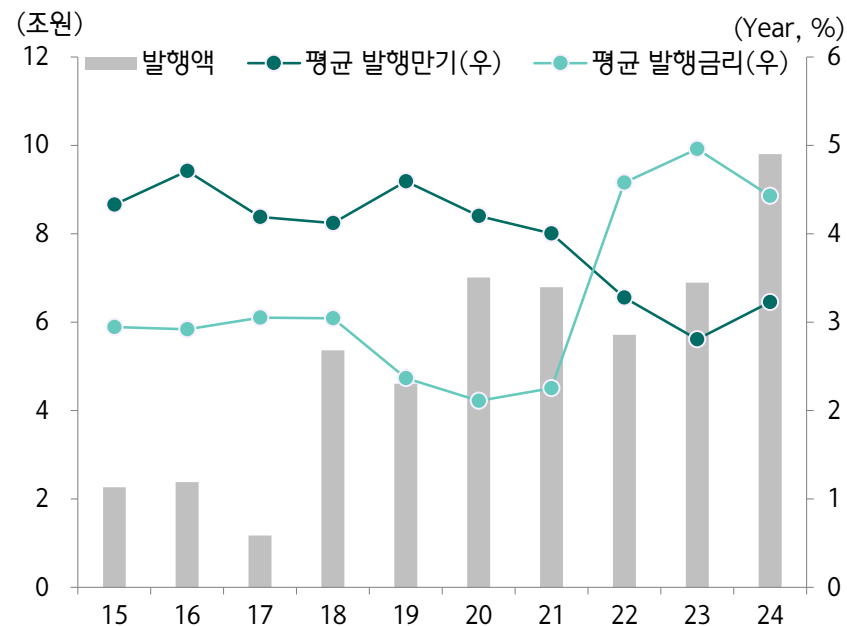
- 레고랜드 사태 이후 확대되었던 회사채 상하위 등급 스프레드갭 재차 축소
- 부동산PF관련 자본시장내 취약한 고리로 간주되었던 증권사, 최근 조달 활발
- 기업들의 조달여건은 그 어느때보다도 우호적인 상황. 금리조건보다는 조달여건의 적절한 활용이 관건

회사채 AA- VS A+ 스프레드 추이 및 갭



자료: 인포맥스, 하나증권

연도별 증권채 발행액/평균발행만기/발행금리 추이

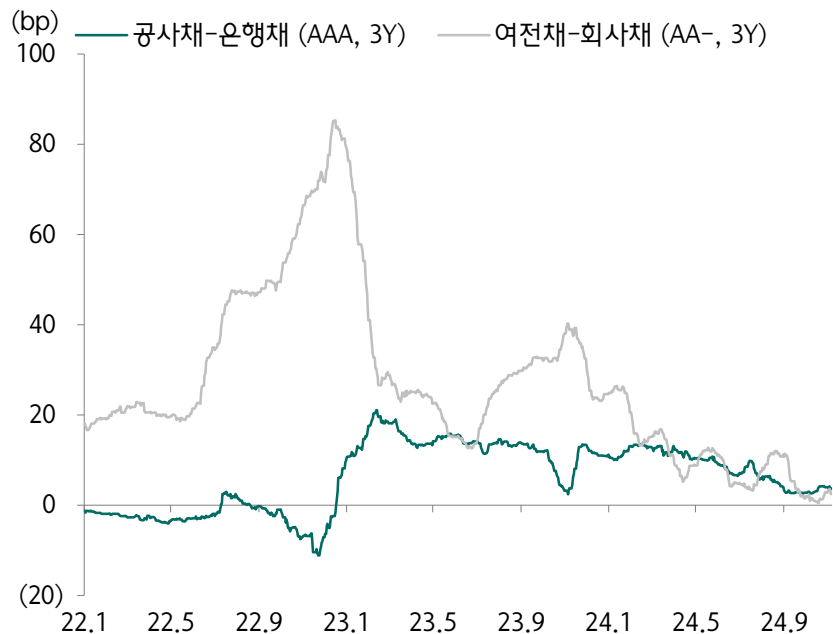


자료: 인포맥스, 하나증권

## 기간스프레드 vs. 신용스프레드

- 시장 횡보국면에 진입한 이후 마지막 수건짜내기인 상대적인 갭 메우기도 마무리 국면
- 최근 시장금리 반등 및 장단기금리차 확대는 내년 최대의 복병이 될 전망

은행-공사, 여전-회사 스프레드갭 메우기 마무리



자료: 인포맥스, 하나증권

국고채 장단기 금리차(10Y-3Y) 및 공사채 신용스프레드

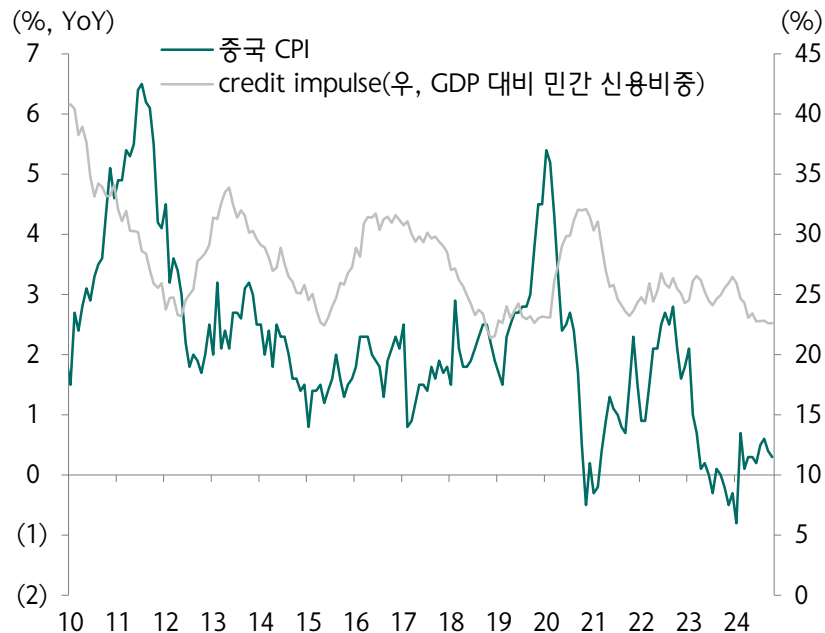


자료: 인포맥스, 하나증권

## 유망(관심)업종 : 석유화학/철강

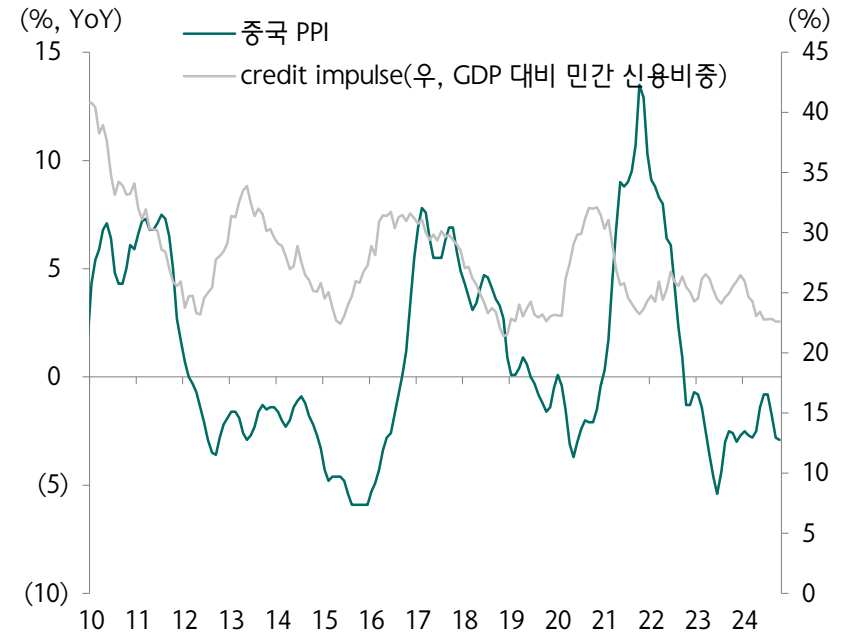
- 중국 경기부양책의 최대수혜업종은 석유화학/철강 등 경기민감/시클리컬 산업이 될 전망
- 중국 자금을 상승 등이 구조적인 한계점 등으로 지적되고 있지만 역내 유효수요 확대되며 파이가 커지면 해결
- '25년에 재무구조개선/등급상향으로 이어지지 않는다면 터널의 끝이 보인다는 희망!

2025년 상반기 중국 CPI YoY 반전 기대



자료: Bloomberg, 하나증권

2025년 하반기 중국 PPI YoY 반전 기대



자료: Bloomberg, 하나증권

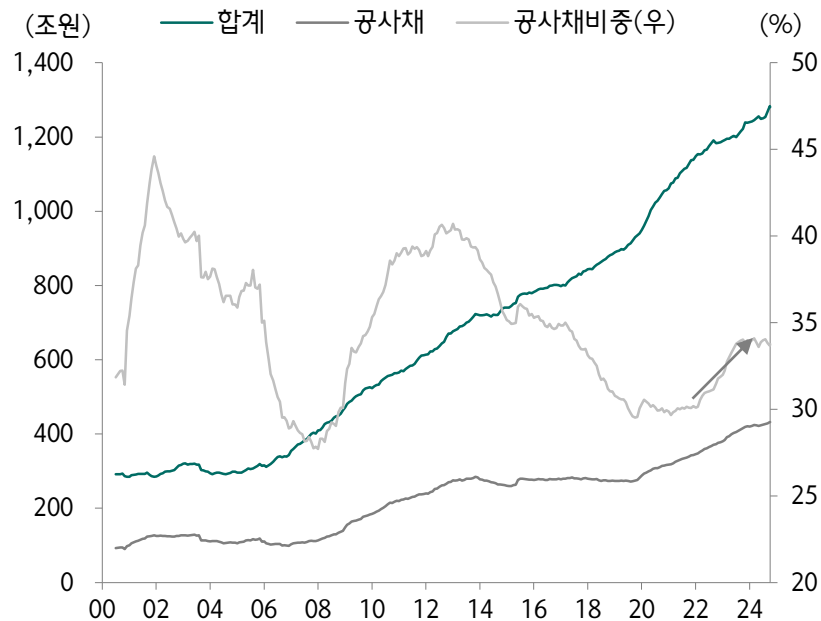
# Part 1. 공사채시장 Overview

공사채시장/공기업 현황 및 시사점

## 공사채 발행세 빨라지는 중

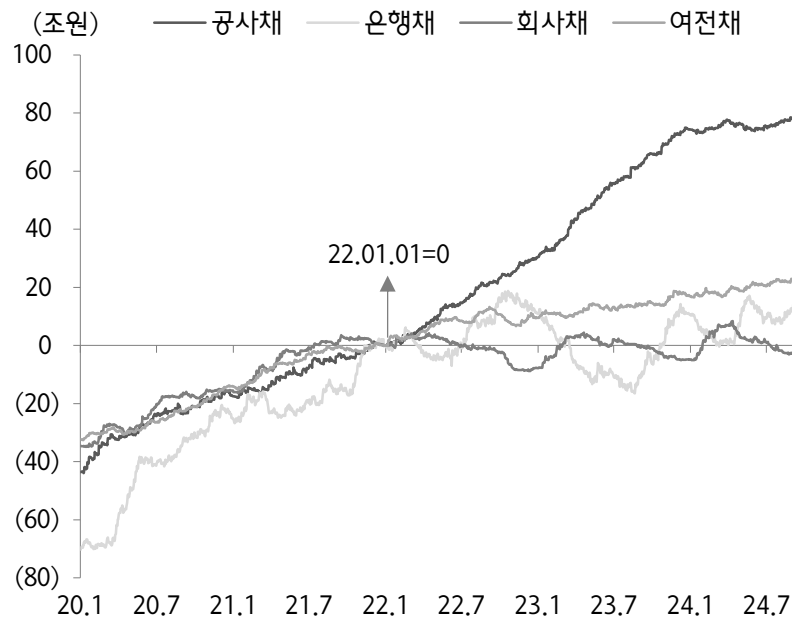
- '24.10월말 기준 국내 신용채권 총 발행잔액은 1,283조원. 이중 공사채는 432조원
- 2014년 이후 신용채권 중 공사채 비중이 감소세 전환되기도 하였지만, '22년도 이후 다시 증가세 전환
- 여타 신용채권의 경우 여전채를 제외하고는 '22년 이후 발행잔액은 횡보세를 보이는 것과 대비

### 신용채권 잔액 추이와 공사채 비중 증가세 전환



자료: 인포맥스, 하나증권

### 2022년 전후 신용채권 증감 변화: 공사채는 Non-Stop 발행



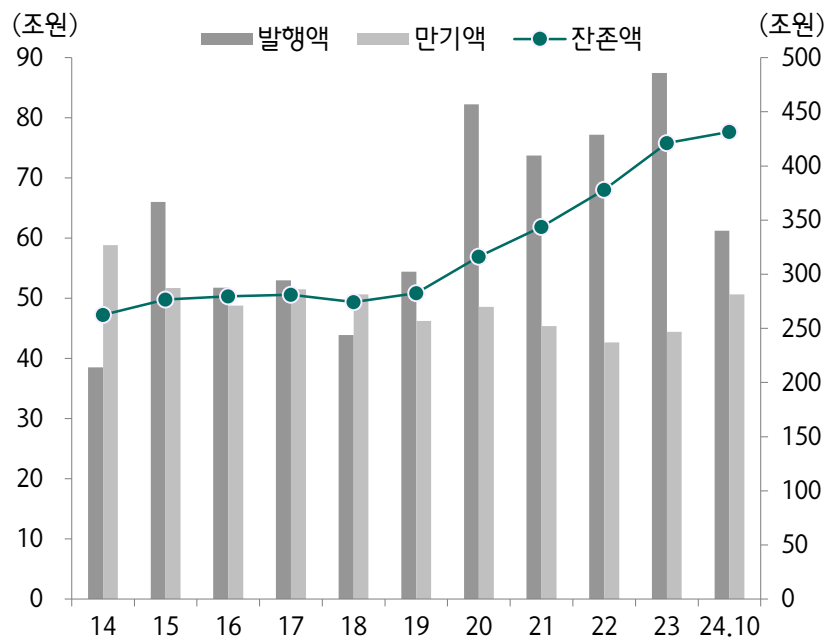
자료: 인포맥스, 하나증권



## 공사채 발행 확대. 기관매수여력은 약화

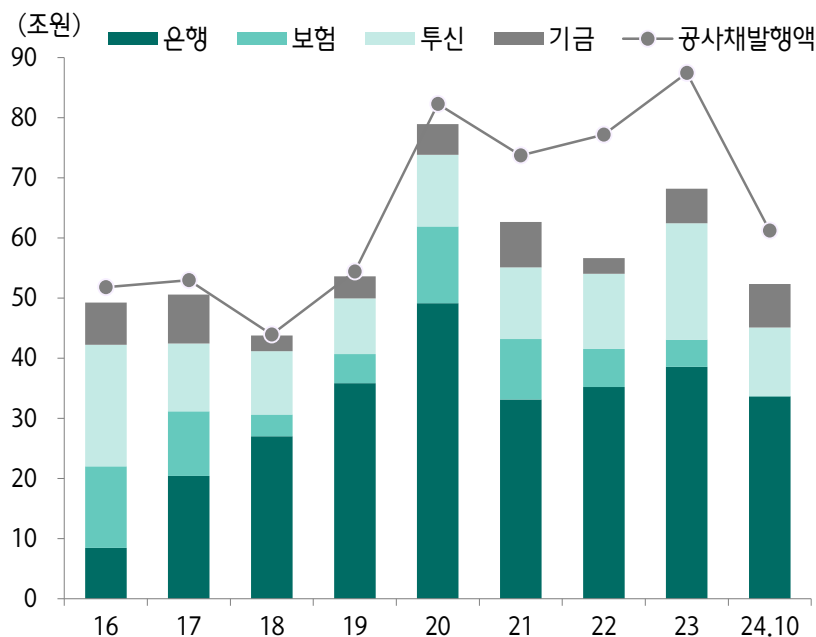
- 공사채의 코로나19 직후 연간 발행규모는 코로나19 이전대비 크게 확대된 모습
- 반면, 국내 기관들의 매수는 발행규모에 못미치면서, 공사채 발행과 국내 주요기관들의 매수 간 갭도 발생
- 특히 '24년 들어 보험권의 공사채 매수는 거의 눈에 띄지 않을 정도로 급감!

### 공사채 만기대비 발행세 큰 폭 확대



자료: 인포맥스, 하나증권

### 기관들의 매수력은 예전과 같지 않은 상황

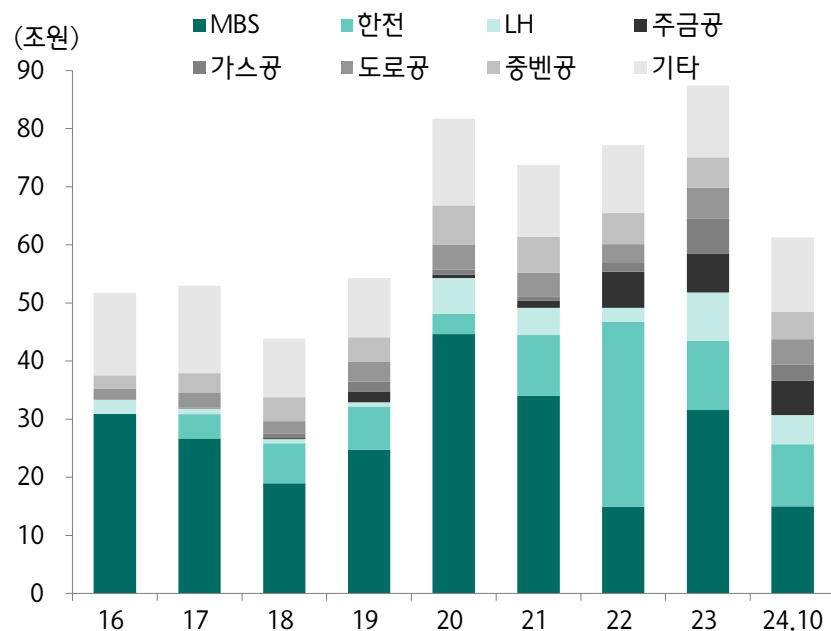


자료: 인포맥스, 금융투자협회, 하나증권

## 부동산(+MBS)과 에너지공기업 중심 채권발행

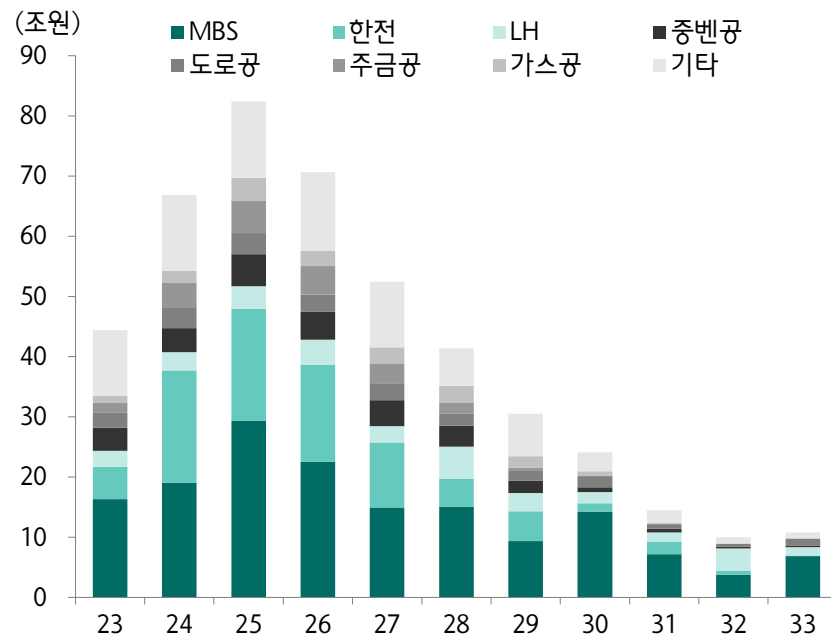
- MBS와 한전채를 중심으로 발행. 특히 2022년에는 국제에너지가격 급등으로 한전 영업적자가 심화되면서 한전채 발행이 폭증했고, 2023년 들어서는 부동산 부양을 위한 50년만기 특례보증자리론 출시하는 등 MBS 발행이 급증했기 때문
- 비단 한전과 MBS뿐만 아니라, 여타 부동산 및 에너지 관련 공공기관들의 발행도 확대
- 향후 MBS와 한전채 그리고 부동산 및 에너지 공기업들의 채권을 중심으로 2024년과 2025년에 만기가 집중되어 있음

공사채별 발행 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

2025년 집중된 만기 대부분이 한전/MBS

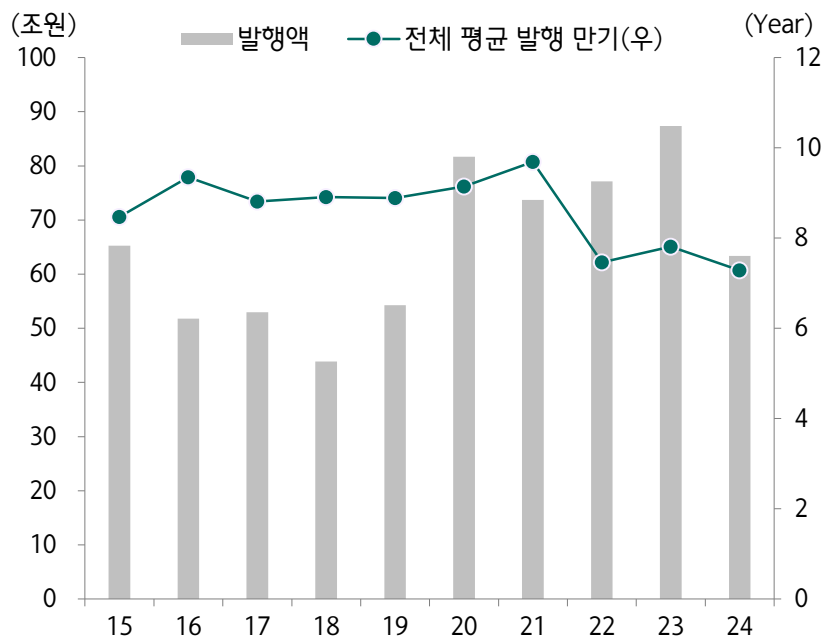


자료: 인포맥스, 하나증권

## 짧아진 공사채 발행만기

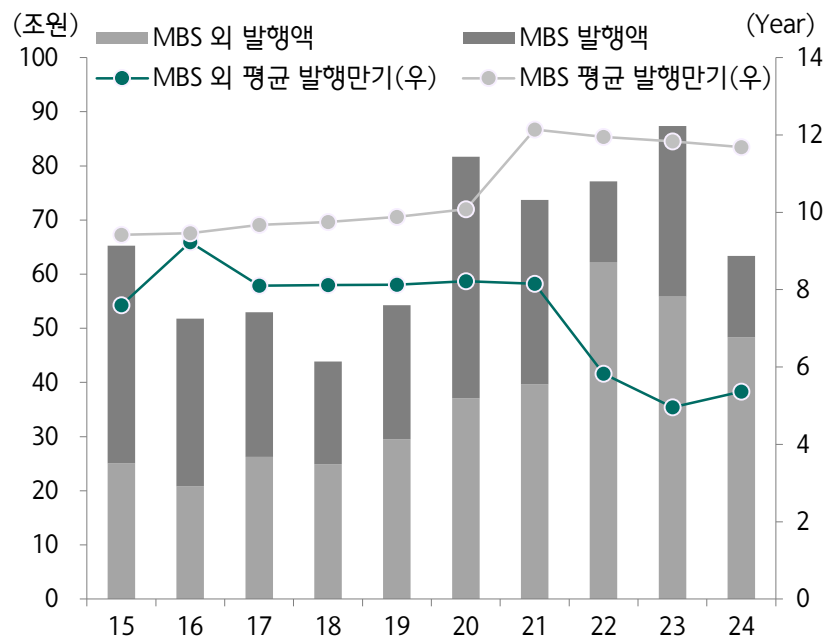
- 최근 공사채 발행증가 이외에도 특징은 평균 발행만기가 크게 짧아졌다는 점
- 한전채 발행이 많았던 '22년 이후 심화되는 추세
- 장기물공급 및 장기투자 기반 측면에서 달갑지 않은 현상

공사채 발행액 및 평균 발행 만기 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

MBS/여타 공사채의 발행액 및 발행 만기 평균 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

## '22년 이후 공공요금 인상, 이전에 비해 빨라졌음에도 여전히 미흡한 수준

- 공기업 채권발행의 주된 배경은 공기업 수익성이 저조한 결과
- 도시가스를 제외한 주요 공공요금은 2023년 들어서야 인상되기 시작했으며, 인상 폭도 여전히 부족한 상황
- 대표적으로 전기요금의 경우 2021년 하반기부터 전력구매단가가 판매단가를 상회하는 역마진구조 형성되었음에도 단계적인 전기료 인상을 통해 2023년 상반기 들어서야 역마진 해소

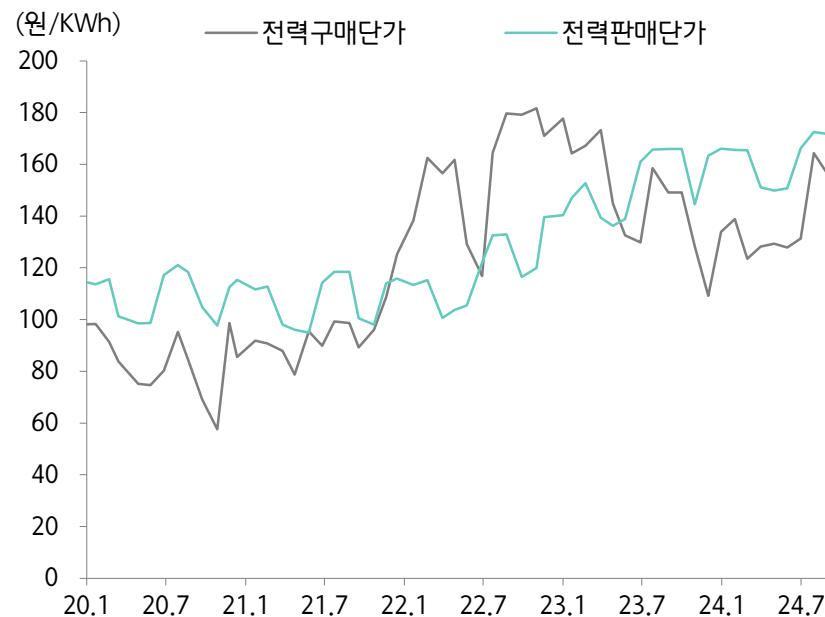
### 공공요금 인상 뒤늦게 시작

(단위: 원, % / 괄호안은 전년대비 증가율)

	18	19	20	21	22	23	24.9
전철	1,263 (0.0)	1,263 (0.0)	1,262 (-0.1)	1,263 (0.1)	1,263 (0.0)	1,371 (8.6)	1,440 (14.0)
택시	3,029 (0.7)	3,539 (16.8)	3,549 (0.3)	3,597 (1.4)	3,634 (1.0)	4,444 (22.3)	4,528 (5.6)
시내버스	1,219 (0.7)	1,241 (1.8)	1,258 (1.4)	1,272 (1.1)	1,271 (-0.1)	1,358 (6.8)	1,361 (2.7)
하수도	6,567 (8.2)	7,085 (7.9)	7,414 (4.6)	7,753 (4.6)	8,073 (4.1)	8,272 (2.5)	8,574 (4.1)
상수도	11,943 (2.6)	12,217 (2.3)	12,375 (1.3)	12,599 (1.8)	13,080 (3.8)	13,378 (2.3)	13,769 (2.8)
도시가스	8,394 (3.7)	8,650 (3.0)	7,866 (-9.1)	7,837 (-0.4)	10,670 (36.1)	11,254 (5.5)	12,013 (6.8)

자료: 행정안전부, 하나증권

### 전기료도 뒤늦은 인상으로 2023년 들어서 역마진 해소

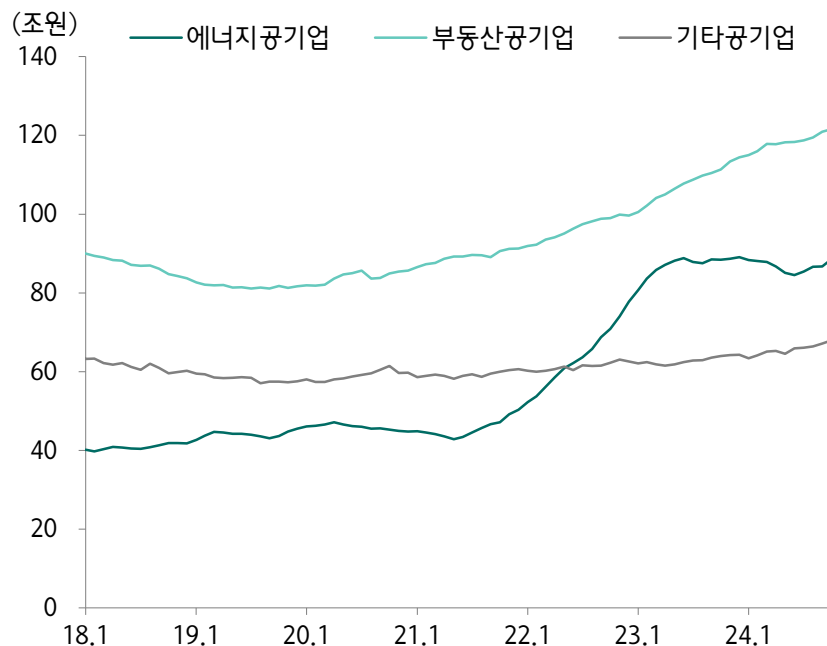


자료: 한국전력공사, 하나증권

## 공사채 성격에 따른 발행온도차 존재

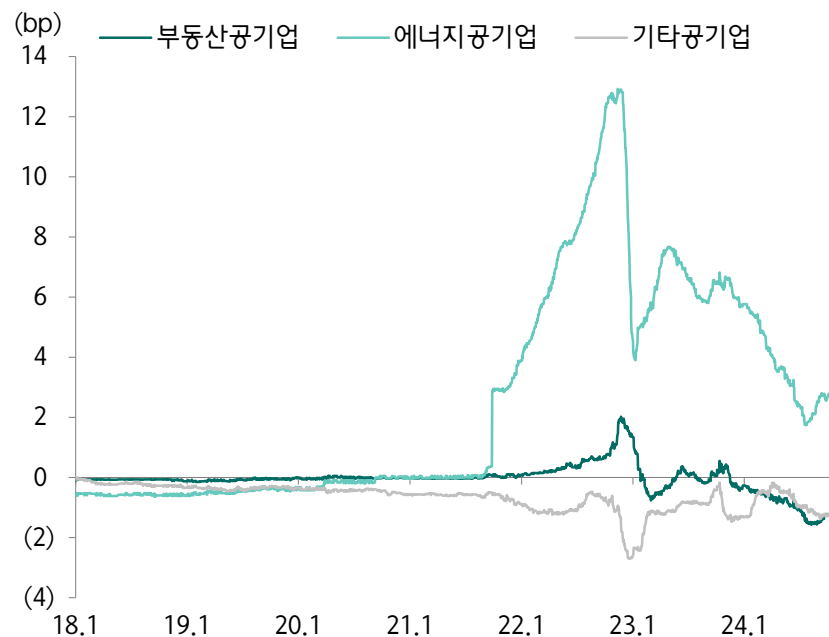
- 공기업중 에너지,부동산 관련 공기업의 발행증가가 상대적으로 큰 편
- 에너지 공기업은 한전을 중심으로 2022년 동안 가파른 증가세를 보였으며, 최근 들어 발행세 진정. 반면, 부동산은 발행세 지속
- 이같은 수급여건의 차이는 기업별/섹터별 발행채권가격(스프레드)에도 그대로 반영. 과거에는 공사채 기업/섹터별로 스프레드 차이 미미했으나 '22년 이후 차별화 심화

공사채 섹터별 발행잔액 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

공사채 섹터별 공사채AAA대비 스프레드(3Y)



자료: 인포맥스, 하나증권

주: 대한석탄공사는 제외

## 공사채 분류(하나증권)

부동산	에너지	기타		
		항만/공항	금융	세부기타
한국주택금융공사	한국전력공사	부산항만공사	중소벤처기업 진흥공단	농어촌공사
한국토지주택공사	한국가스공사	여수광양항만공사	자산관리공사	수자원공사
한국도로공사	한국지역난방공사	울산항만공사	예금보험공사	한국해양진흥공사
한국철도공사	한국석유공사	인천항만공사		한국산업단지공단
국가철도공단	한국광해광업공단	인천국제공항공사		한국장학재단
주금공(MBS/SLBS)	대한석탄공사	한국공항공사		

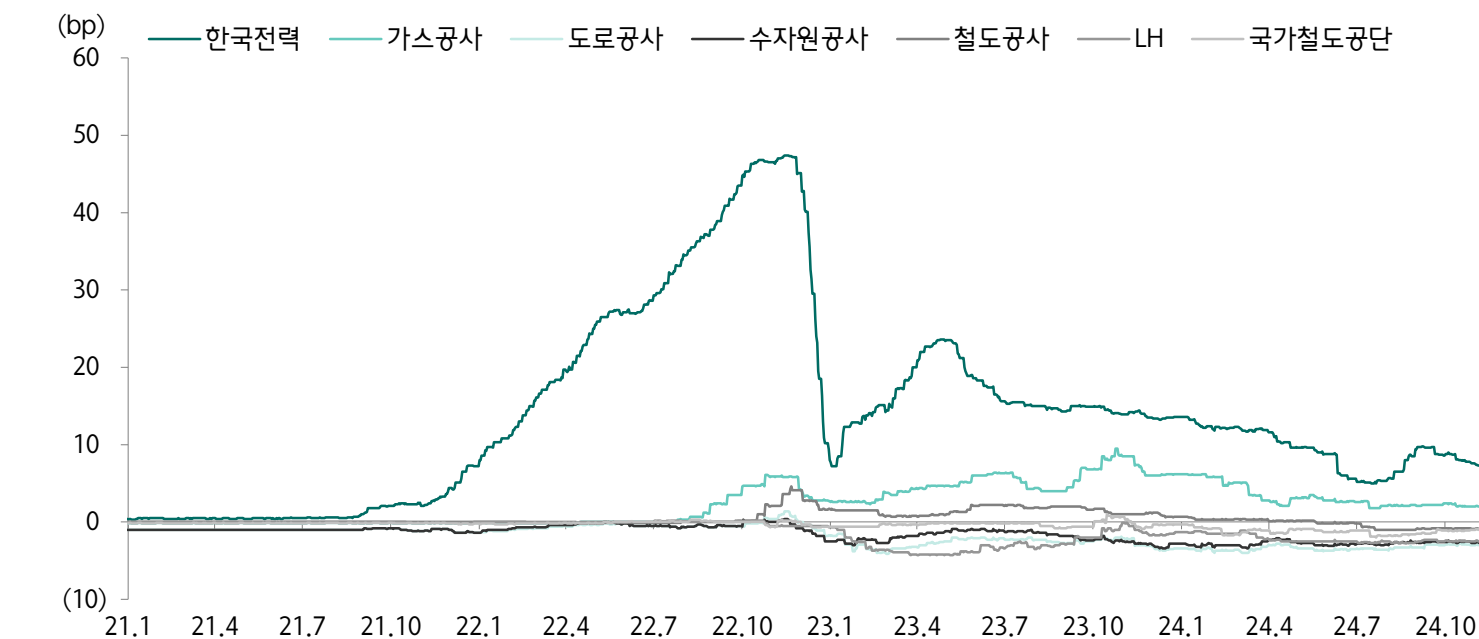
- 당사는 편의상 공사채를 부동산/에너지/기타 항목으로 크게 분류
- 기타로 분류된 공사채는 다시 항만/공항, 금융, 세부기타로 임의분류
- 여기에 주택도시보증공사의 경우 2024년 11월말 신종자본증권 발행으로 공사채 시장에 데뷔할 예정

자료 : 하나증권

## 개별 공기업별 채권가격차이는 미미

- 전체 공사채 민평금리 대비 주요 채권발행 공기업들의 신용스프레드갭은 한전/가스공사를 제외하고는 차별화되지 않음

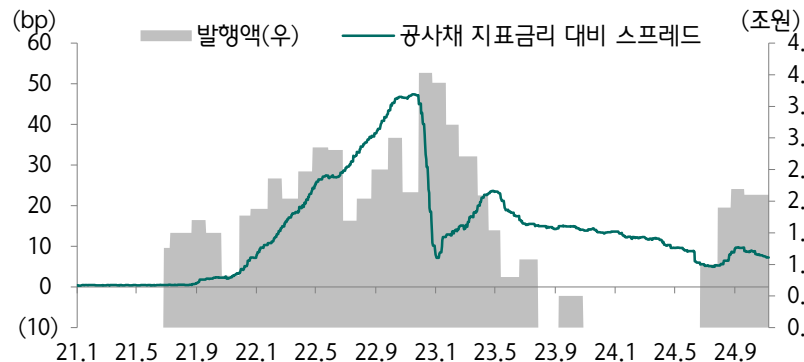
### 공사채 지표금리 대비 개별 공사채 신용스프레드 추이



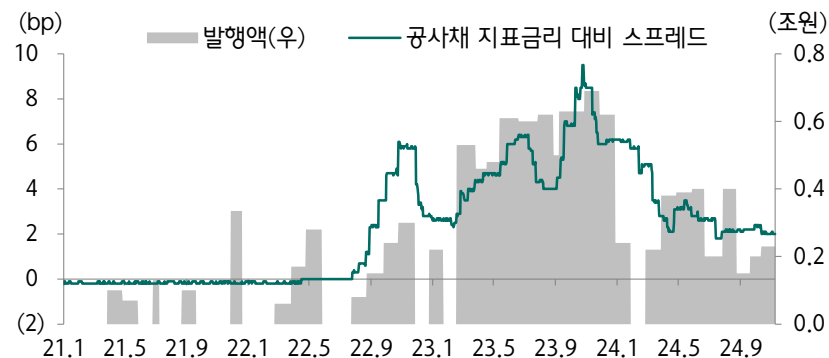
자료: 인포맥스, 하나증권

## 개별 공사채의 발행금액과 공사채 지표금리 대비 스프레드

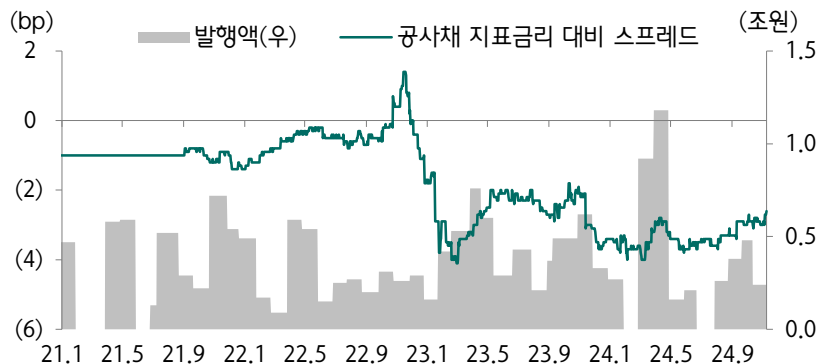
### 한국전력공사



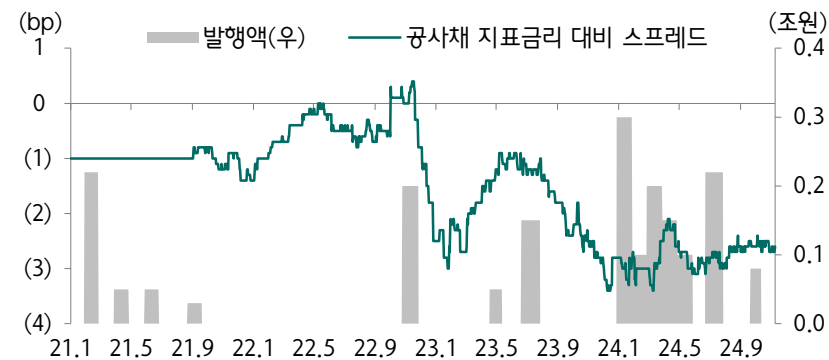
### 한국가스공사



### 한국도로공사



### 한국수자원공사

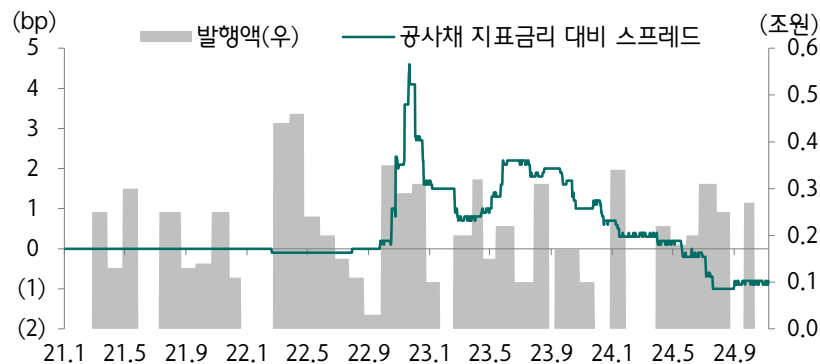


자료 : 인포맥스, 하나증권

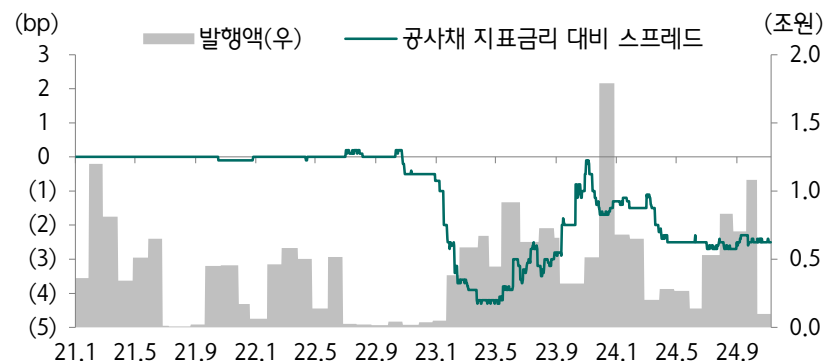


## 개별 공사채의 발행금액과 공사채 지표금리 대비 스프레드

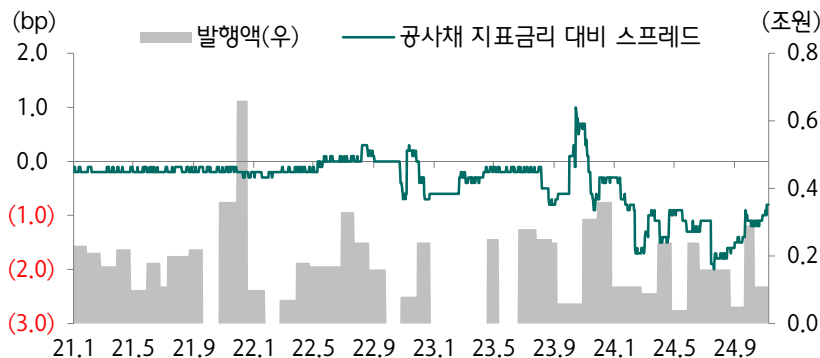
### 한국철도공사



### 한국토지주택공사



### 국가철도공단



자료 : 인포맥스, 하나증권

## **Part 2. 공공기관 중장기 재무관리계획**

공사채시장/공기업 현황 및 시사점

## 공공기관 중장기적인 재무관리 요구 지속

- 최근 공공기관 부채부담이 커지고 있는 가운데, 정부는 재정건전화를 위한 여러 방안을 내놓음
- 중장기 재무관리 대상에 포함된 기관에는 현재 공사채 발행사가 대거 포함. 특히 광해광업공단과 대한석탄공사, 한국석유공사는 자본잠식기관으로도 따로 분류되면서 중장기적인 부채감축이 필요한 상황
- 재정건전화를 위한 방안으로는 사업조정과 자본확충, 경영효율화와 자산매각 등이 있으며 2023년 발표된 계획보다 추가적인 건전화 노력이 부가되었음. 특히 사업조정과 경영효율화, 수익확대에 대한 요구가 더욱 커짐

### 중장기재무관리계획 작성기관 현황

구분	개수	기관명(굵은 글씨는 자본잠식기관)	
공기업	21개	손실보전규정 有	한국토지주택공사, 주택도시보증공사 <b>한국광해광업공단, 대한석탄공사</b>
		손실보전규정 無	한국전력공사, 한국수력원자력, 한국수자원공사, 강원랜드, 발전5사(남동,남부,동서,서부,중부), 한국철도공사, 한국도로공사, 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한국가스공사, 지역난방공사, 한국마사회, <b>한국석유공사</b>
준정부 기관	14개	손실보전규정 有	신용보증기금, 기술보증기금, 한국장학재단 한국무역보험공사, 중소벤처기업진흥공단, 한국주택금융공사, 대한무역투자진흥공사
		손실보전규정 無	국민건강보험공단, 예금보험공사, 한국농어촌공사, 국가철도공단, 공무원연금공단, 한국자산관리공사, 서울올림픽기념국민체육진흥공단

자료: 기획재정부, 하나증권

### 2024년 재정건전화 수정계획

(단위: 억원)

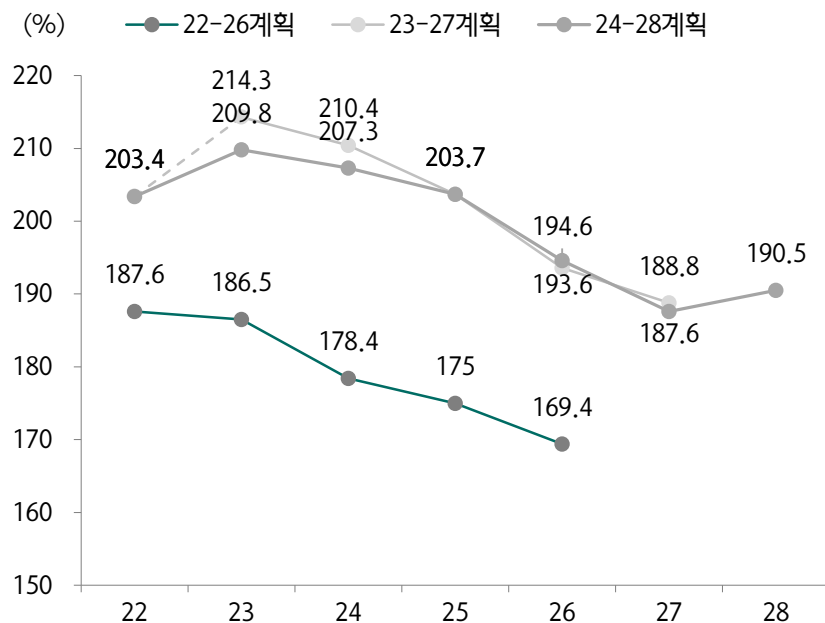
구분	자산매각	사업조정	경영효율화	수익확대	자본확충
기존계획	75,493	157,173	67,510	14,459	107,465
수정계획	91,176	193,101	119,153	61,648	107,857

자료: 기획재정부, 하나증권

## 중장기 부채 전망

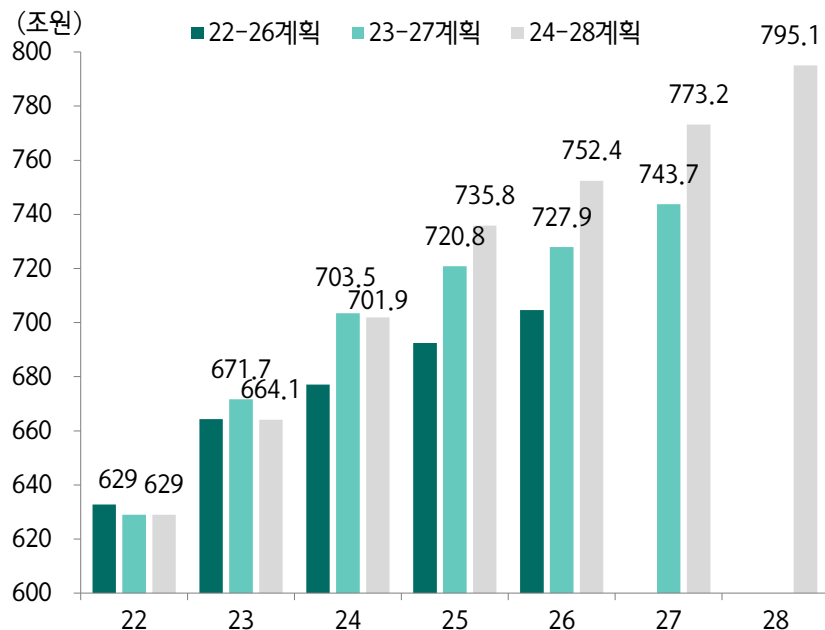
- 중장기 부채비율 전망은 22-26계획 대비 23-27계획이 크게 상향 조정. 2023년 부채비율은 기존대비 +27.8%p 증가했고, 2023년 부채규모도 2022년 대비 7.4조원 더 큰 규모로 예측. 반면, 24-28계획은 전년 수준을 유지
- 이는 2022년 자료 작성 당시('22년 8월 이전)에도 현재 공사채 발행세를 예측하지 못했고 의도치도 않았다는 것. 레고랜드사태를 비롯한 PF부실과 고금리장기화, 에너지가격 급등 등 변수로 공공기관들의 시장 안전판 역할 커졌고 서민지원을 위한 공공요금 인상이 지연되었기 때문

중장기 대상기관 부채비율 추이 전망



자료: 기획재정부, 하나증권

중장기 대상기관 부채규모

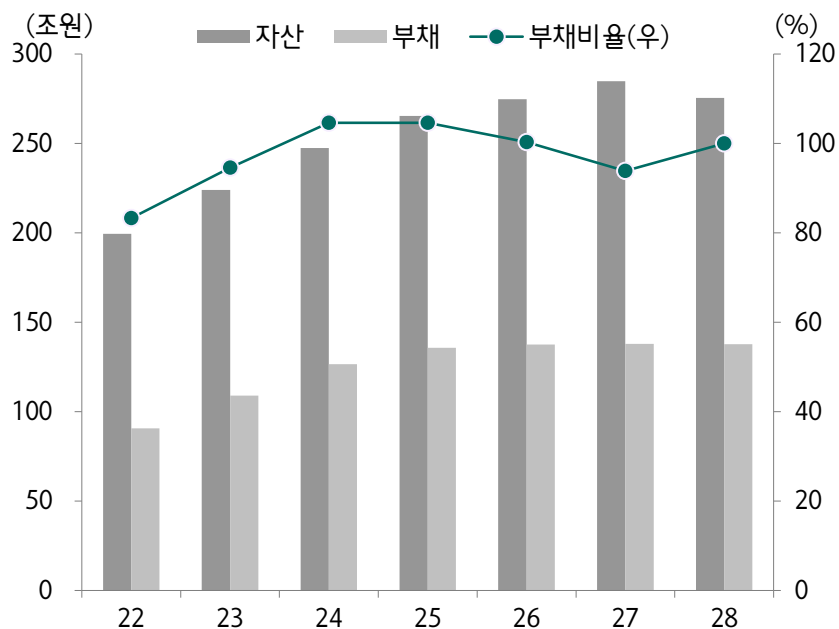


자료: 기획재정부, 하나증권

## 금융 공기업 자산/부채/부채비율 전망

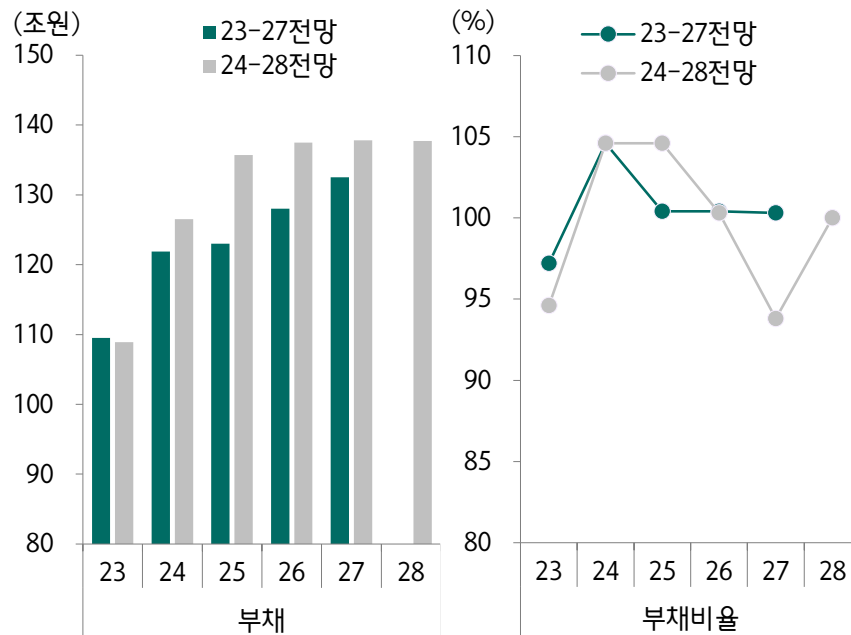
- 금융 공기업은 상대적으로 낮은 부채비율을 기록 중인데, 서민금융지원과 PF금융지원이 지속되면서 2025년까지는 부채비율이 증가하다가 이후 감소전환할 것으로 전망됨
- 특히, 최근 정부는 새출발기금 사업을 기존 30조원에서 40조원으로 상향 조정하면서 자금소요가 지속될 전망

금융 공기업 자산/부채/부채비율 전망



자료: 기획재정부, 하나증권

금융 공기업 중장기 재무계획 변화

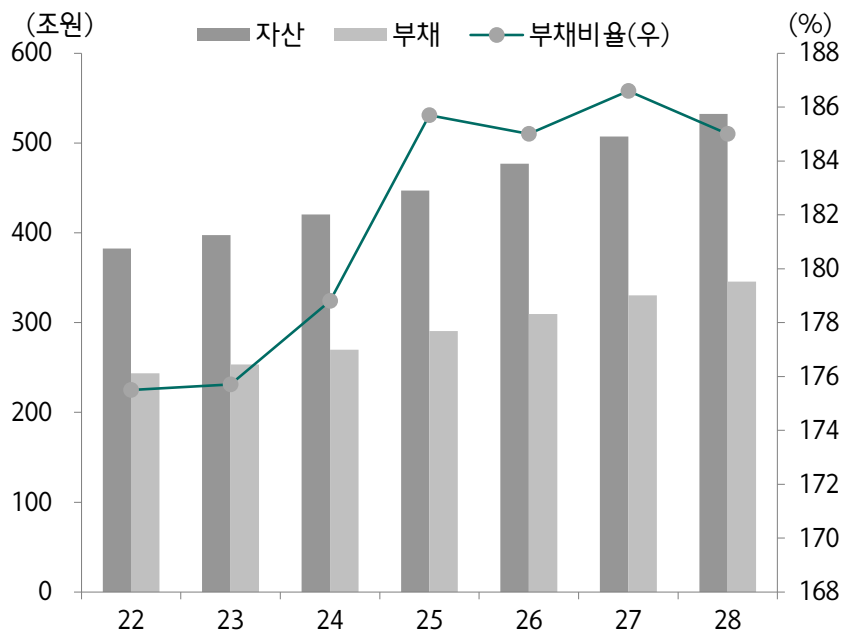


자료: 기획재정부, 하나증권

## SOC 공기업 자산/부채/부채비율 전망

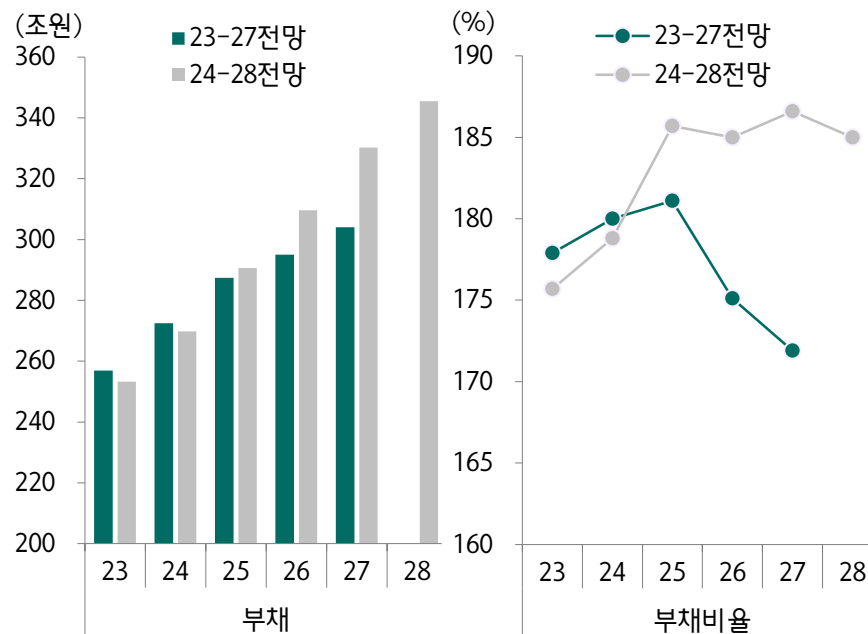
- SOC 공기업들은 2025년까지 부채비율 확대 전망
- 정부의 인프라 투자가 확대되고 있는 가운데, 부동산 경기부양 역할도 커지기 있기 때문
- 또한, 공공기관들의 새로운 사업영역 확대에 필요한 투자자금 집행이 커지는 영향도 존재

SOC 공기업 자산/부채/부채비율 전망



자료: 기획재정부, 하나증권

SOC 공기업 중장기 재무계획 변화

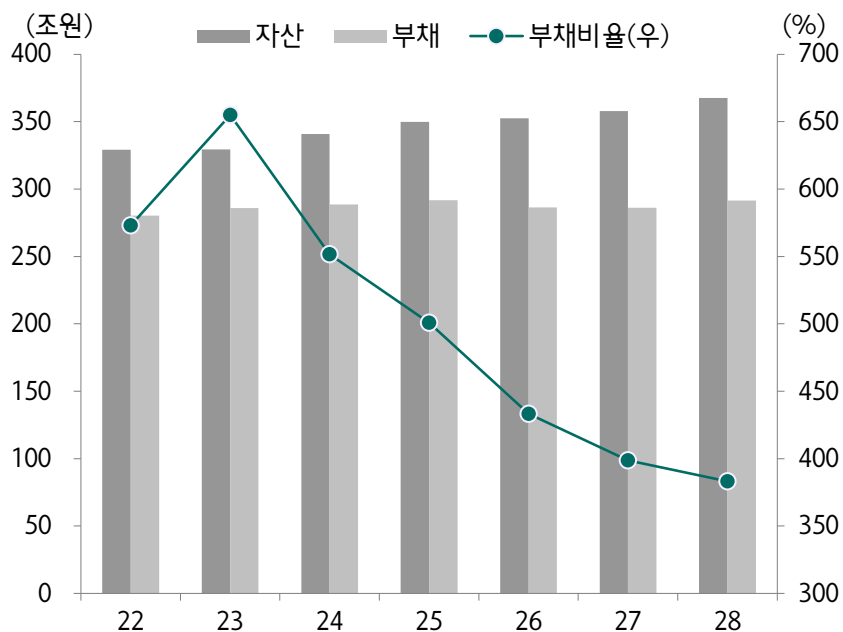


자료: 기획재정부, 하나증권

## 에너지 공기업 자산/부채/부채비율 전망

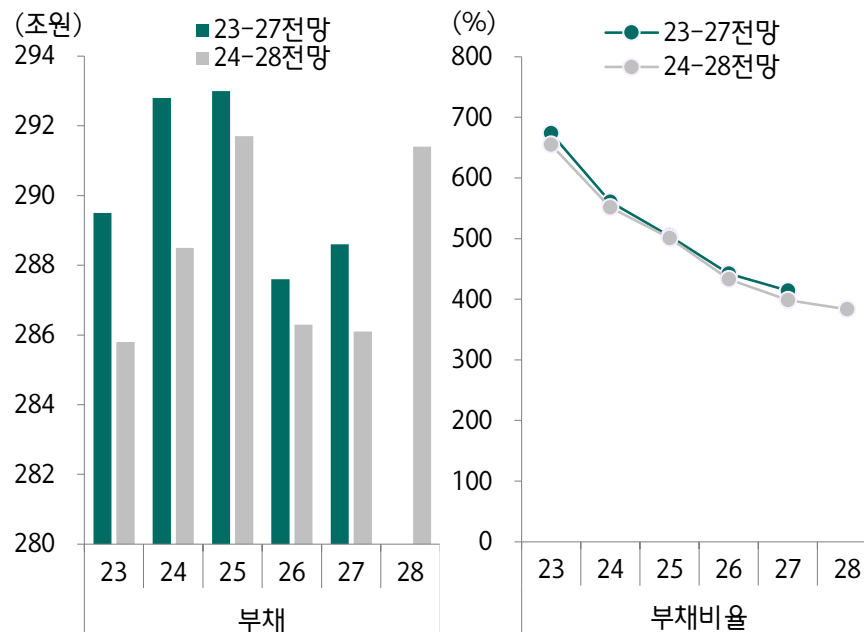
- 반면, 에너지 공기업들은 2024년부터 부채비율 감소할 것으로 전망. 절대적인 부채금액 또한 감축될 것으로 예상
- 에너지 공기업 부채비율은 2023년 650%를 넘어설 전망. 특히, 대규모 영업적자로 자본완전잠식 상태에 빠진 대한석탄공사, 한국석유공사, 한국광해광업공단은 전적으로 정부출자 등에 의존하는 구조
- 따라서 정부는 부채감축 기조를 강화할 것으로 예상

에너지 공공기관 자산/부채/부채비율 전망



자료: 기획재정부, 하나증권

에너지 공기업 중장기 재무계획 변화



자료: 기획재정부, 하나증권

## 중장기 재무관리계획 대상 공공기관 재무 전망

(단위: 조원, %)

기관	항목	2024	2025	2026	2027	2028
35개기관 전체	자산	1,040.60	1,095.60	1,139	1,185.40	1,212.40
	부채	701.9	735.8	752.4	773.2	795.1
	부채비율	207.3	204.5	194.6	187.6	190.5
강원랜드	자산	4.6	4.6	4.7	4.8	5
	부채	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8
	부채비율	21.9	18.6	18.3	18	17.7
공무원연금공단	자산	22	22.4	22.7	23.1	23.6
	부채	5.9	5.9	5.9	5.8	5.8
	부채비율	36.6	35.7	34.7	33.2	32.2
국가철도공단	자산	20	21.7	24	25	25.2
	부채	21	22.5	24.6	25.4	25.3
	부채비율	자본잠식, 무자본				
국민건강보험공단	자산	53.7	56	56.7	56.8	56.3
	부채	17.6	19.6	20.9	22.2	22.9
	부채비율	48.7	54	58.4	64.3	68.5
기술보증기금	자산	4.6	4.4	4.3	4.3	4.2
	부채	1.6	1.7	1.8	1.9	1.9
	부채비율	52.5	61.4	69.3	79.3	77.9
대한무역투자진흥공사	자산	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
	부채	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	부채비율	125.9	125.6	124.2	123.4	121.8
대한석탄공사	자산	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
	부채	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5
	부채비율	자본잠식				
서울올림픽기념국민체육진흥공단	자산	8	8.6	9	9.4	9.7
	부채	1.5	1.4	1.3	1.3	1.4
	부채비율	22.1	19.1	17	16.6	16.3

기관	항목	2024	2025	2026	2027	2028
신용보증기금	자산	16.9	16.7	15.8	15.2	15
	부채	4.4	4.6	4.7	4.8	4.8
	부채비율	35.7	38.4	42	46.3	46.6
예금보험공사	자산	23.3	27.8	32.7	39.6	27.7
	부채	3.9	2.7	1.3	0.3	0
	부채비율	무자본				
인천국제공항공사	자산	16.4	16.7	16.7	17	17.4
	부채	8.3	8.3	7.9	7.8	7.7
	부채비율	101.9	97.9	89.8	84.8	80.4
주택도시보증공사	자산	7.3	7.9	7.9	7.9	9.4
	부채	4	3.8	3.2	2.1	2.7
	부채비율	123.3	93.5	66.6	35.4	40.5
중소벤처기업진흥공단	자산	29.7	29.6	29.1	28.6	28.1
	부채	25.1	24.9	24.1	23.3	22.5
	부채비율	547.6	530.6	485.2	442.5	401.2
한국가스공사	자산	55.5	52.8	47.8	42.5	40.8
	부채	45	41.7	36	30.1	27.9
	부채비율	430.7	374.9	305	241.6	215.7
한국공항공사	자산	5.1	5.2	5.5	6.2	6.8
	부채	1.6	1.8	2.1	2.7	3.3
	부채비율	47.6	52.4	60.3	79.4	96.1
한국광해광업공단	자산	4.8	4.7	5.1	5.3	5.5
	부채	7.3	7.4	7.5	7.6	7.6
	부채비율	자본잠식				
한국남동발전	자산	14.9	16.2	15.8	16.2	16.5
	부채	8.3	9.4	9.5	9.7	9.9
	부채비율	124.2	137.9	148.1	149.4	149.2

자료 : 기획재정부, 하나증권

주: 음영은 공사채(일반) 발행기관



## 중장기 재무관리계획 대상 공공기관 재무 전망

(단위: 조원, %)

기관	항목	2024	2025	2026	2027	2028
한국남부발전	자산	14.4	14.6	14.1	15	15.4
	부채	8.6	8.5	8.5	9.2	9.6
	부채비율	147.4	139.7	152.9	160.1	164.8
한국농어촌공사	자산	16.8	17.7	18.8	18.9	20.3
	부채	14.6	15.4	16.6	16.6	17.9
	부채비율	642.9	676.9	723.6	717.4	771.9
한국도로공사	자산	87.3	91.7	95.6	98.8	101.4
	부채	41.5	44.7	47.2	49.3	50.8
	부채비율	90.5	95.1	97.6	99.9	100.6
한국동서발전	자산	12.6	13.1	13.3	14.5	15.8
	부채	6.1	6.5	7	8.1	9.3
	부채비율	94.6	97.1	112.9	127.4	143.3
한국마사회	자산	2.1	2.1	2.2	2.1	2.2
	부채	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
	부채비율	11.5	11.5	11.7	13.7	13.6
한국무역보험공사	자산	6.9	7.2	7.6	8	8.5
	부채	2.9	3	3	3.1	3.1
	부채비율	70.9	69.5	66.2	62.2	58.4
한국서부발전	자산	13.2	13.7	11.4	11.8	12.2
	부채	7.8	8.1	7	7.3	7.5
	부채비율	145.8	144.1	160.7	159.4	161.4
한국석유공사	자산	19.7	19.4	19.6	19.8	19.9
	부채	7.8	8.1	7	7.3	7.5
	부채비율	자본잠식				13,367.8
한국수력원자력	자산	72.2	75.4	79.5	82.9	86.8
	부채	45.9	47.2	49.1	51.5	54.7
	부채비율	174.5	167	161.6	163.9	170.2

기관	항목	2024	2025	2026	2027	2028
한국수자원공사	자산	23.7	25.1	26.7	28.7	31.2
	부채	11.7	12.5	13.5	14.7	16.3
	부채비율	96.9	99.1	101.5	105.2	108.8
한국자산관리공사	자산	15.5	17.8	18.4	19	18.5
	부채	10.7	12.1	12.4	12.6	11.8
	부채비율	222.2	211.3	204.1	195.7	176.6
한국장학재단	자산	11.7	12.4	13.1	13.8	14.4
	부채	10.7	11.3	12	12.5	13.1
	부채비율	1,025.4	1,025.9	1,020.2	1,003.3	996.8
한국전력공사 (별도)	자산	146.5	152.4	154.8	158.2	162
	부채	122.8	126.1	124.7	125	127
	부채비율	517.3	480.7	413.1	376.9	363.7
한국주택금융공사	자산	55.9	63.1	66.4	68.4	69.7
	부채	39.7	46	48.4	49.2	49.1
	부채비율	245.8	270.6	269.9	256.5	239.4
한국중부발전	자산	16.9	17	15.9	15.9	16
	부채	10.9	10.6	10.1	10	10
	부채비율	180.2	167.6	174.4	169.6	167.4
한국지역난방공사	자산	8.5	8.4	8	8	8
	부채	6.2	6	5.4	5.4	5.3
	부채비율	269.2	243.5	212.4	204.7	197.8
한국철도공사	자산	29.4	30.6	29.7	27.2	25.7
	부채	21.3	22.5	21.1	17.5	15.1
	부채비율	262	278.4	246.9	180.5	143.2
한국토지주택공사	자산	238.7	256	278.6	304.2	324.6
	부채	164.4	178.3	193.2	212.7	226.9
	부채비율	221.4	229.5	226	232.5	23.2

자료 : 기획재정부, 하나증권

주: 음영은 공사채(일반) 발행기관

## 공사채(일반)발행 기관들의 공사채 잔액 추이 전망(부동산/에너지)

분류 (단위: 억원)	기관	등급	2023	2024	2025	2026	2028	부채전망
합계			3,547,575	3,791,964	3,862,242	3,910,618	3,880,511	부동산공기업과 한국자산관리공사 중심 채권발행세에도 가스공사를 포함한 전반적인 공공기관 부채감축 노력으로 27년부터 감소 전환 전망
부동산공기업	한국도로공사	AAA	387,642	418,578	442,738	462,076	476,116	고속도로 건설재원 조달을 위한 차입은 줄어들 전망이나, 시설개량과 유지관리 위한 투자부담과 통행료 동결에 따른 차입부담 존재
	한국주택금융공사	AAA	240,427	303,339	319,299	317,219	298,431	개인보증 사고 증가에 따른 보증충당 부채 증가 신탁유동성 지원 목적 차입증가
	한국토지주택공사	AAA	520,897	586,718	609,768	702,640	763,644	뉴·홈 등 정책사업 수행. 주택공급 촉진, 건설경기 활성화 위한 투자계획 상향 및 임대손실 누중
	국가철도공단	AAA	193,879	209,350	227,365	234,700	234,700	철도건설을 위한 투자계획 변경(사업 조정)으로 최근 부채 감소, KTX와 GTX 노선 확충(32.9조원), 노후시설 개량 등 안전투자(18.1조원) 자금소요
	한국철도공사	AAA	161,940	173,132	156,558	116,858	92,509	당기순손실 등에 따른 차입 증가. 철도차량 구입 등 증가 요인에도 자산매각에 따른 부채상환 노력
	한국주택금융공사(MBB)	AAA	134,605	134,289	141,115	149,597	166,847	조달비용 절감 및 조달수단 다양화로 유동화 부채 증가. 특히 해외 MBB 발행 확대
에너지공기업	한국가스공사	AAA	176,468	189,020	212,370	175,201	126,944	미수금 및 운전자금 요인으로 증가한 부채는 향후 미수금 회수를 통해 상환될 예정
	한국석유공사	AAA	131,162	131,804	134,364	133,662	129,968	복구충당부채 감소 및 필수투자 위주의 신규투자. 2028년 완전자본잠식 상태 해소 기대
	한국전력공사	AAA	772,172	800,195	781,940	781,768	794,529	공사부담금 증가에도 불충분한 요금조정에 따른 차입 증가. 향후 비핵심자산 매각과 사업조정 예정
	한국지역난방공사	AAA	42,432	40,304	34,398	33,088	32,455	자산매각과 투자감소 및 손익개선에 따른 차입규모 감축
	한국광해광업공단	AAA	71,522	72,678	73,458	74,218	74,489	해외사업 수입감소로 차입증가. 향후 해외수익 회복을 통한 외부차입금 상환, 비핵심사업 우선 매각 추진
	대한석탄공사	AA+	24,100	24,290	23,900	23,740	23,610	유허부동산 매각, 인력 구조조정 및 광업소 폐광 등 강력한 자구노력으로 부채 증가를 억제

자료 : 기획재정부, 하나증권

## 공사채(일반)발행 기관들의 공사채 잔액 추이 전망(기타)

분류 (단위: 억원)	기관	등급	2024	2025	2026	2027	2028	부채전망
기타	부산항만공사	AAA	40,910	40,710	38,840	37,370	-	SOC 투자와 북항재개발 분양수입으로 부채규모 확대
	여수광양항만공사	AAA	-	-	-	-	-	-
	울산항만공사	AAA	-	-	-	-	-	-
	인천항만공사	AAA	-	-	-	-	-	-
	인천국제공항공사	AAA	61,942	60,142	56,084	53,884	52,784	4단계 건설사업이 종료되는 '25년 이후 부채규모 감소 전망
	한국공항공사	AAA	11,900	13,100	15,700	22,300	28,000	신공항 건설 투입비의 전액 외부자본 차입
	중소벤처기업진흥공단	AAA	245,725	243,327	235,879	227,708	219,153	코로나 이전 수준으로 정책자금 규모를 안정적으로 유지하면서도 회수노력을 통한 채권발행 수요 감소
	한국자산관리공사	AAA	100,090	114,084	117,003	117,332	107,498	새출발기금은 공사 차입을 통한 대여금 등을 재원으로 운영. 사업 초기 대규모 부실채권 매입(최대 30조원) 등을 위한 부채 규모 급증 불가피
	한국해양진흥공사	AAA	-	-	-	-	-	-
	한국농어촌공사	AAA	5,937	8,253	11,935	10,348	9,680	농지은행 차입 증가로 부채규모 확대 전망. 매입비축 등 농지은행사업 기금용자 증가
	한국산업단지공단	AAA	-	-	-	-	-	-
	한국수자원공사	AAA	82,615	91,910	100,355	110,689	119,743	4대강 부채는 지속 감소하나, 시설 개선 및 낙동강 취수원 다변화 사업 등 대규모 투자계획 반영
	예금보험공사	정보보증	36,600	25,200	11,300	2,500	-	파산배당 등 회수자금 및 예금보험료 수입 등으로 만기도래 특별계정채권을 지속 상환
	한국장학재단	정보보증	104,610	111,541	117,873	123,720	129,411	학자금대출 순증가(공급>회수). 학자금대출 제도 개선 등에 따른 대출공급 증가 및 대출 자원 마련

자료 : 기획재정부, 하나증권

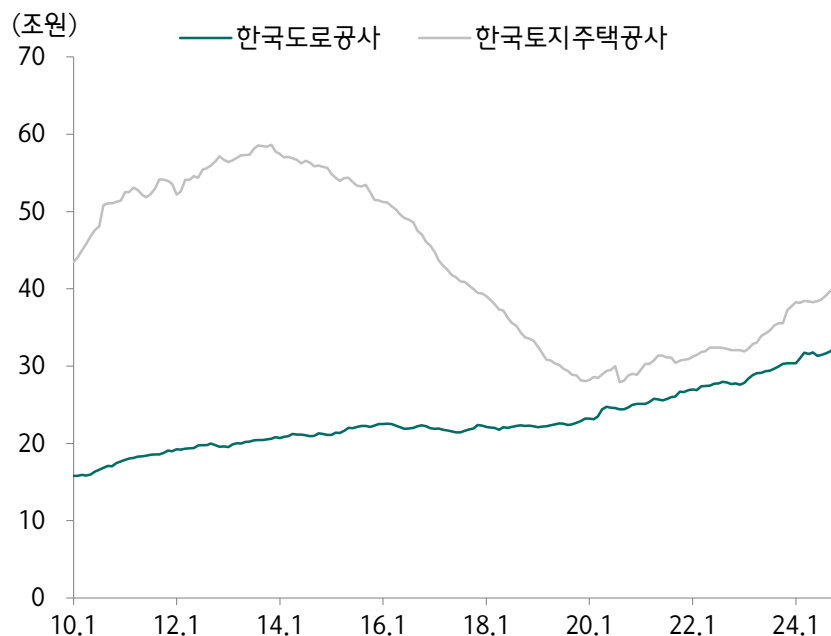
## Part 3. 부동산공기업

공사채시장/공기업 현황 및 시사점

## 부동산공기업 채권 발행 지속적 증가세

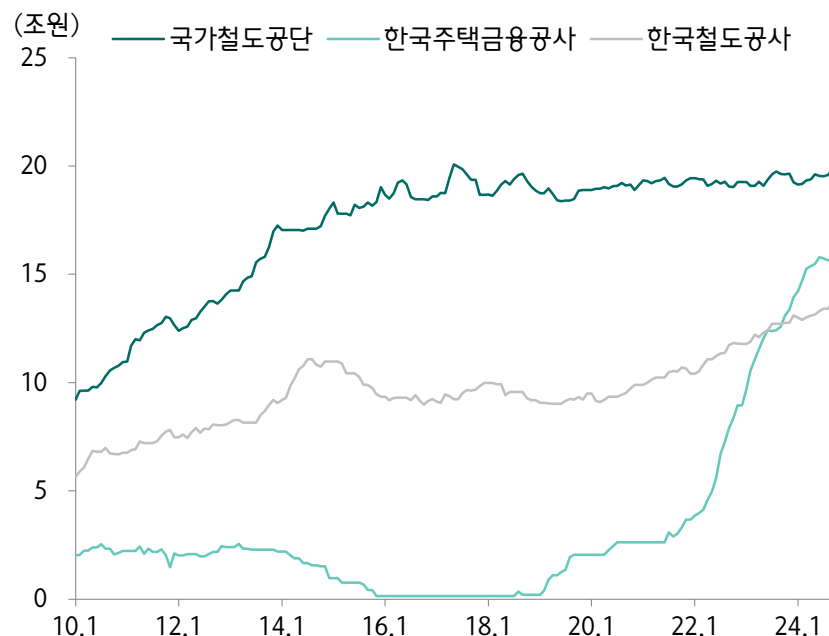
- 한국도로공사는 고속도로 건설과 고속도로 스마트화로 인한 차입부담 존재하며 오랜기간 통행료 동결로 인한 수익성 저하
- 한국토지주택공사(LH)는 '14~19년 사이 채권발행이 급감하기도 하였으나 정부의 공공주택확대와 최근 전세보증금 미반환, 공동주택 용지 분양대금 연체 등으로 자금조달 수요 커짐
- 주택금융공사는 PF보증지원 역할 확대, 한국철도공사는 요금 동결로 인한 지속된 영업손실 누적으로 인해 채권발행에 나서고 있음

부동산 공사채 발행 잔액 추이(1)



자료: 인포맥스, 하나증권

부동산 공사채 발행 잔액 추이(2)

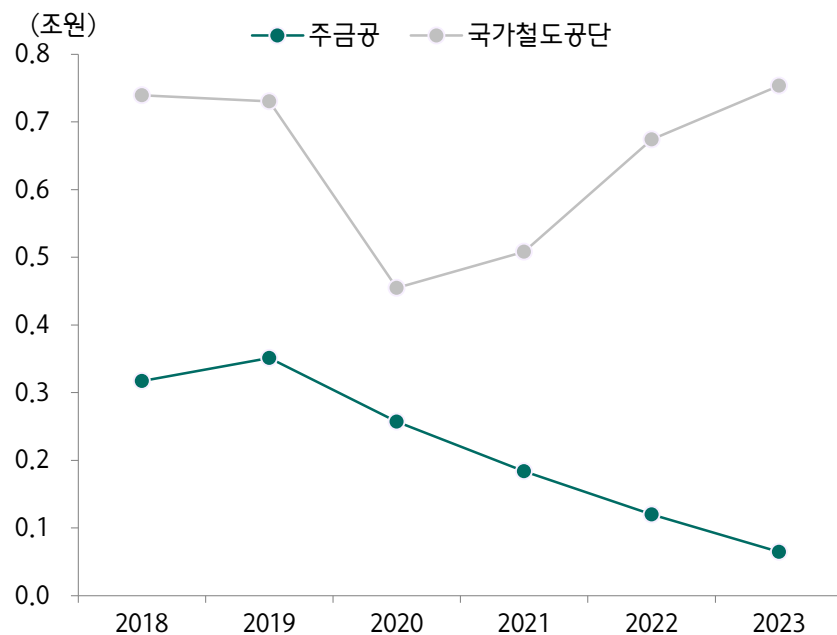


자료: 인포맥스, 하나증권

## 부동산공기업 이익지표 저하

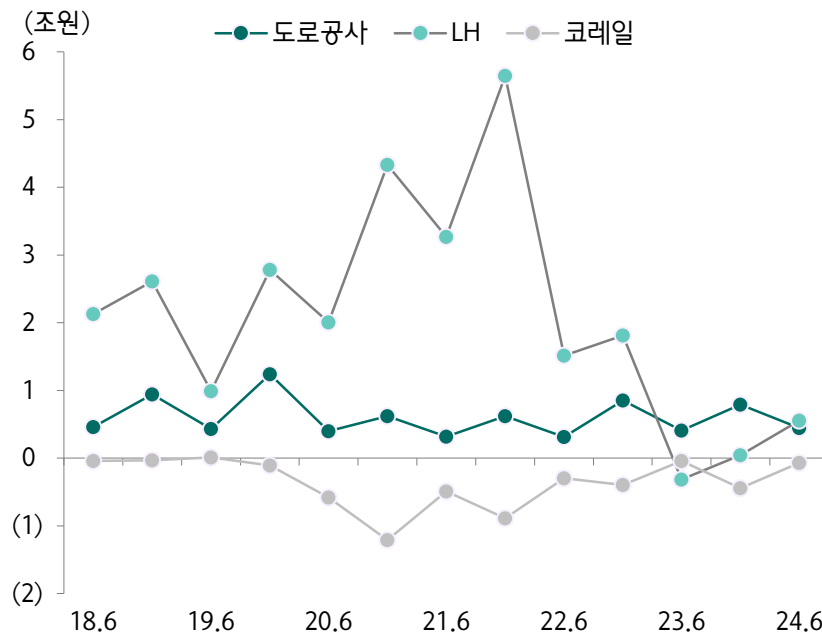
- 주요 부동산공기업들의 영업이익은 대체로 감소세로 부동산 시장에 민감한 주금공과 LH의 실적 크게 둔화
- 도로공사는 고속도로 통행료 동결지속과 명절 기간 통행료 면제 등으로 인한 실적 부담
- 반면, 최근 전철운임비 인상과 유동량 증가로 인해 철도부문 영업이익은 증가세. 코레일 영업이익은 2026년에 흑자전환 기대

주요기관 영업이익 추이(연간)



자료: ALIO, 하나증권

주요기관 영업이익 추이(분기)



자료: ALIO, 하나증권

## '23.9.26 부동산 대책 : PF시장 지원에 대한 공공 역할 확대

- 9.26대책에는 PF지원을 위한 여러 조치들이 함께 발표되었는데, 부동산 공기업들의 역할도 커짐
- PF대출 보증확대(주금공 5조→10조), P-CBO 매입한도 추가, PF정상화펀드 확대, PF정상화펀드 인수사업장 보증비율확대(주금공) 등

### 9.26부동산대책 PF관련 지원 내용 정리

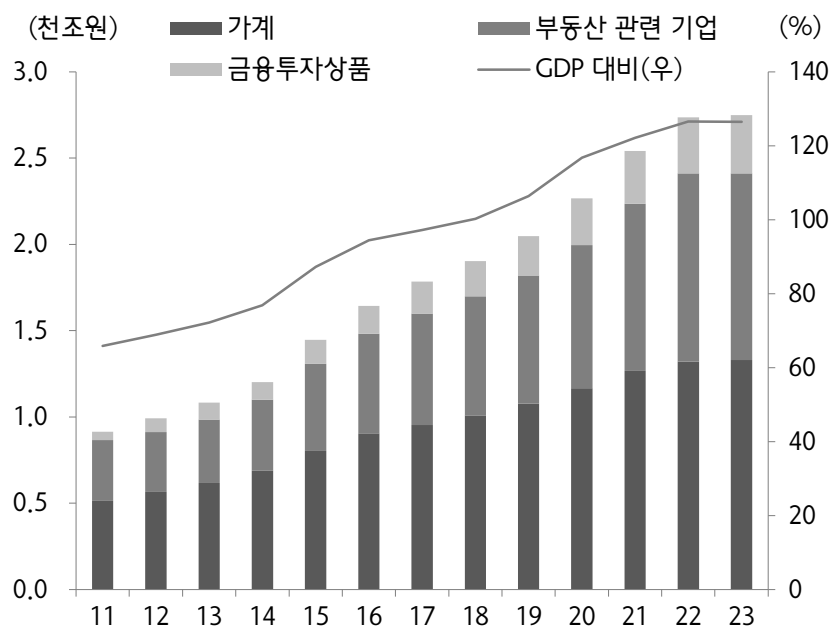
분류	중분류	세부내용
PF대출 보증확대	PF대출 보증규모 확대	• 15→25조, HUG 15조원, 주금공10조원
	PF보증 대출한도 확대	• 전체 사업비의 50%→70%(HUG지원)
	심사기준 개선	• 시공사도급순위 폐지: 700위 → 폐지 • 신용등급별 점수상향 • 자기자본선투입요건 : 토지비의 10% → 시공순위 100위 이내 5%, 그 외 10%
	원스톱서비스	• PF보증 공급위한 별도상담창구 신설(HUG)
PF 단계별 사업성제고 및 금융공급 확대	민관 PF조정위원회	• 신속한 이견 조정 지원
	금융공급지속	• 건설사 보증과 P-CBO 매입한도 3조원 추가 • 총 7.2조원 규모로 부동산PF 및 건설사 지원 • (산은-기은-신보 PF사업장 및 건설사 지원 프로젝트 잔여재원 4.2조원+3조원)
	대주단협약지원	• '23.8월 187개 사업장 적용, 152개 재구조화진행
	PF정상화 펀드 확대	• 1조원→2조원 • 캠프펀드 1.1조원규모 조성완료로 금융업권 자체적 별도 펀드 조성
	PF정상화 인센티브	• PF정상화 펀드 인수사업장 대상 PF보증우대 제공 • (보증비율 확대 90%→95%, 대출한도확대 70%→80%)
중도금 대출지원	보증확대	• HUG 중도금대출 보증 책임비율 90%→100% 확대
	심사 합리화	• 심사기준에서 과도한 초기분양율 기준 적용 관례 합리화

자료: 금융위원회, 하나증권

## 한국경제 내 부동산 익스포저, 확대추세

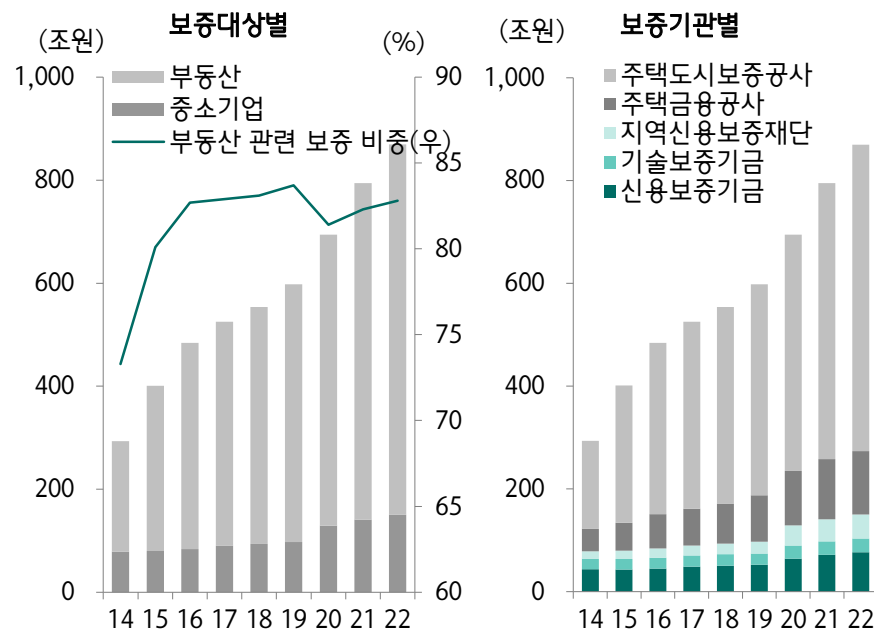
- 한국경제내 부동산 익스포저는 절대금액 및 GDP대비 상대비율 측면에서 지속적으로 확대
- 그중 대부분이 주담대를 위주로 한 가계대출 및 부동산 관련 기업(PF포함)들에 대한 대출이 차지
- 한편, 공공기관들의 부동산관련 우발채무(보증)도 급증세. HUG가 대부분을 차지하고 주금공의 보증규모도 점차 커지고 있음
- 확대되는 부동산 익스포저와 관련된 잠재손실부담을 공공기관이 상당부분 떠안고 가는 상황

### 부동산 익스포저 추이



자료: 한국은행, 하나증권

### 대상별/기관별 부동산 보증내역 추이



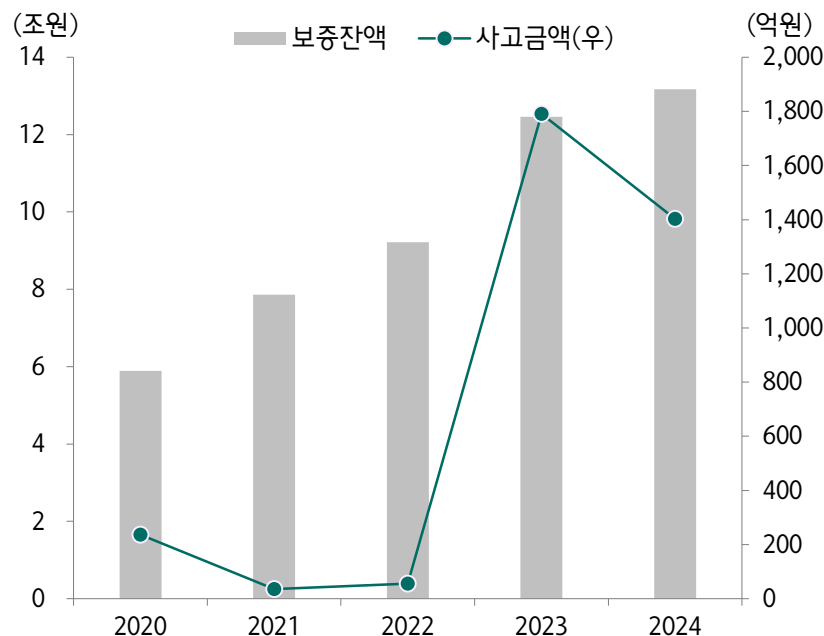
자료: 한국은행, 하나증권



## 한국주택금융공사[HF][손실보전有]: 보증사고 증가하는 가운데 PF보증부담 가세

- 최근 사업자보증잔액이 꾸준히 증가하는 가운데 보증사고금액('24년 기준 1,400억원)도 최근 들어 증가추세
- 지난해 9.26 부동산 대책에서는 주금공의 보증규모를 기존 5조원에서 10조원으로 확대
- 이외에도 대출한도 확대, P-CBO 매입확대, PF정상화펀드 출시 등 PF지원이 확대되고 있음. 2024년 이후 본격적인 PF부실 현실화로 주금공의 역할은 더욱 커질 전망이나 주택금융사업 관련 수익성은 저조해지고 있음

### 주금공의 사업자보증잔액 및 보증사고금액 추이



자료: 흥기원 의원실, 한국주택금융공사, 하나증권

### PF 정상화를 위한 주금공의 지원내용

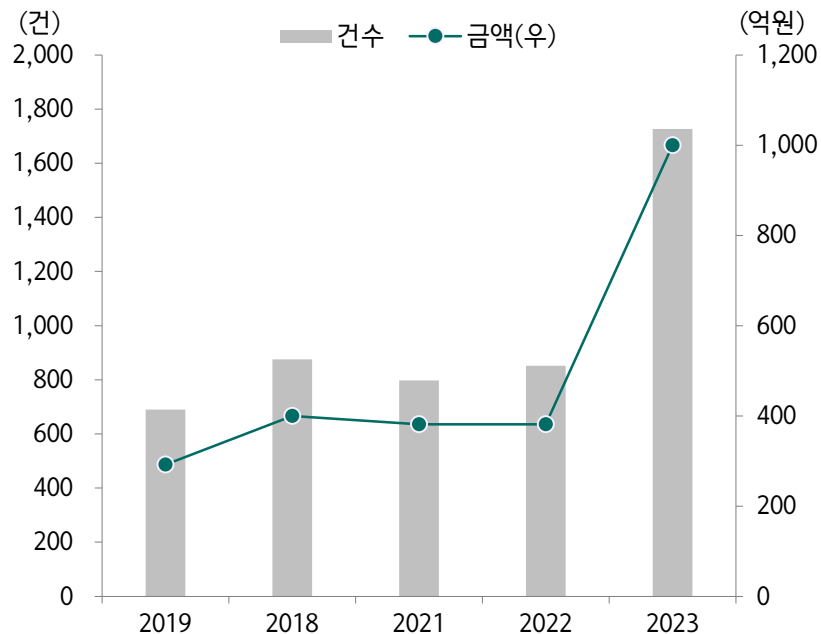
종분류	세부내용
PF대출 보증규모 확대	• 5조원 → 10조원
대출한도 확대	• 총사업비 70%~90% → 100%
특례보증 대출	• 대출금 상환을 준공 후로 유예 • 금융기관 신규 조달자금에 대해 보증부 대출보다 선순위 담보 취득을 허용
중소건설사 P-CBO 매입한도 확대	• 기존 4.2조원 + 3조원 추가
PF정상화펀드 우대상품	• 펀드운용사 대상 • 대출보증비율 90% → 95% • 대출금 상환방식 다양화

자료: 하나증권

## 한국토지주택공사[LH] [손실보전有](1): 부동산 불황의 직격탄

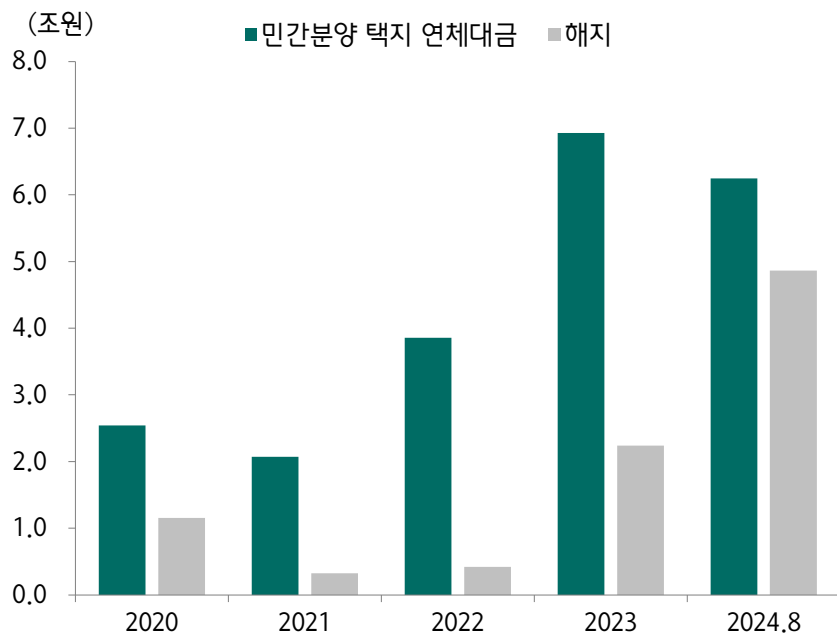
- 부동산 가격이 전세가격보다 하락하면서 일명 역전세/깡통전세 증가하며 보증금 미반환 사고 급증
- 미반환된 보증금의 경우 2022년 381억원이었으나, 2023년에는 약 3배 급증한 1,000억 규모
- 한편 시행사들의 LH 분양택지 연체대금 또한 2022년 3.9조원에서 2023년 6.9조원으로 급증

### LH 전세임대주택 보증금미반환 현황



자료: 박상혁 의원실, HUG, 하나증권

### LH의 민간분양 택지 연체 대금 및 해지 증가



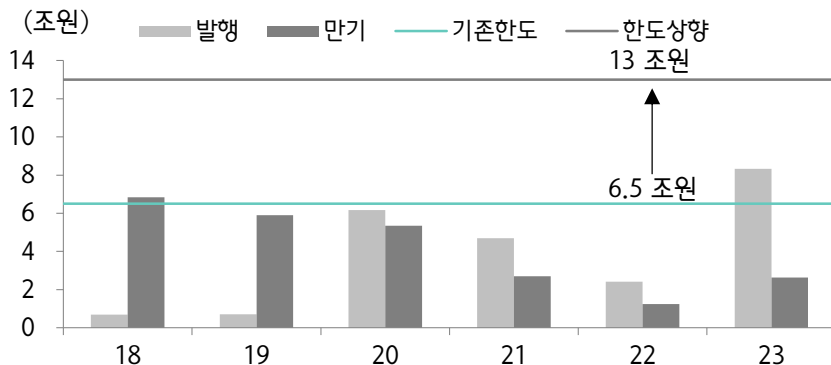
자료: 장철민 의원실, LH, 하나증권

## 한국토지주택공사[LH] [손실보전有](2): 자금조달 필요성 증가로 발행한도 상향 및 KP발행

- 정부의 뉴:홈 등 정책사업 수행에 따른 투자확대 및 공공주택 확대 역할이 커질 것으로 전망
- 구체적으로 3기 신도시·첨단산업단지 조성, 매입임대 공급 확대 등 정부 정책적 지원에 더해 주택공급 확대를 위한 자금조달 필요성
- 이러한 배경에서 LH는 지난 2023.8월 의사회에서 사채 발행 규모를 기존 계획대비 2배로 확대(6.5조원→13조원)
- 또한 2023년 9월, LH는 3년만에 7억달러(약 9천억원) 규모 2년물 유로본드 발행에 성공. 올해 들어서는 5억달러(6,827억원) 추가 발행에 성공. 그 외에도 올해에만 스위스 프랑과 브라질 헤알화 채권 등 총 14억달러 수준의 외화채 조달에 속도를 내는 모습

### 2023년 채권발행한도 2배로 증액(6.5조원→13조원)

제10조(공사채의 발행) ① 공사는 이사회의 의결을 거쳐 자본금과 적립금 합계액의 5배를 초과하지 아니하는 범위에서 공사채(토지상환채권을 포함한다. 이하 같다)를 발행할 수 있다. <개정 2015. 12. 29.>



자료: 인포맥스, 하나증권

### 2023년부터 3년만에 유로본드 발행 재개

항목		내용
2023.9	형태	달러화 공모채
	발행규모	7억 달러(한화 약 9천억원)
	트랜치	2년 고정금리부채권(FXD)
	최초 제시금리	미국 국채금리 +105bp
	가산금리	미국 국채금리 +75bp
	쿠폰금리	5.75%
2024.10	형태	달러화 공모채
	발행규모	5억 달러(한화 약 6,827천억원)
	트랜치	3년 고정금리부채권(FXD)
	최초 제시금리	미국 국채금리 +85bp
	가산금리	미국 국채금리 +55bp
	쿠폰금리	4.25%

자료: 연합인포맥스, 하나증권

## 주택도시보증공사[HUG][손실보전有]: 높아진 대위변제 부담. 드디어 공사채 시장 데뷔하나?

- 부동산경기 침체 및 전세보증금 사기 증가에 따라 전세보증 대위변제액이 급증한 HUG는 2023년 3.9조원의 대규모 손실 발생
- HUG의 전세보증금 변제액 3조 4,152억원. 이 중 HUG가 회수성공한 금액은 5,324억원에 그쳐 미회수채권이 2조 8,828억원에 달함
- HUG는 현재 자본금 6조 8천억원으로 보증 배수는 자본금의 53배 수준. 손실 누적에 따른 내년 자본규모가 4조원으로 줄어든 경우 법정 제한 규모인 90배에 걸려 주택사업 보증 발급이 중단될 상황에 처함
- 전세계약 반환보증 담보인정비율을 100%에서 90%로 낮추기도 했으나 직접적인 자본확충이 필요해 신종자본증권 발행에 나섬

### HUG의 전세보증 대위변제 및 재정 현황

억원, %	17	18	19	20	21	22	23	24.9
대위변제 금액	34	583	2,837	4,415	5,040	9,241	35,544	30,220
회수금액 (회수율)	21 (61.8)	282 (48.4)	1,654 (58.3)	2,214 (50.2)	2,114 (41.9)	2,179 (23.6)	5,088 (14.3)	8,171 (27.0)
당기순이익 (손실)	5,655	5,128	3,836	2,918	3,619	-4,087	-38,598	-17,914

자료: 이연의 더불어민주당 의원실, 하나증권

### HUG의 신종자본증권 발행 개요(2024년 11월 말 예정)

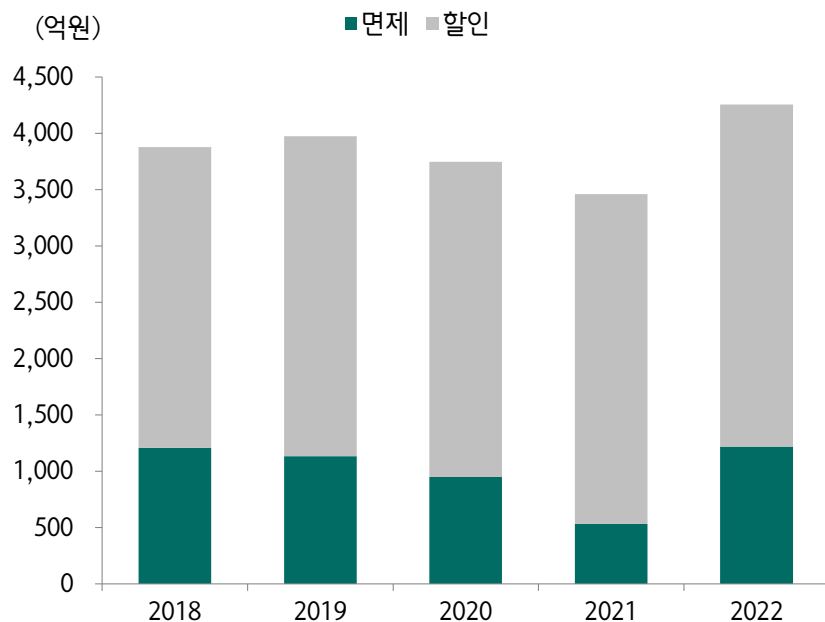
항목	내용
형태	신종자본증권
발행규모	5천억원~7천억원 수요예측결과에 따라 확정 예정
발행 예측시기	2024.11월 월말 중
희망금리 밴드	3.50%~4.10%
자본금	6조 8천억원
목적	대위변제액 등에 따른 당기순손실 발생 자본 확충을 위한 신종자본증권 발행 추진

자료: 연합인포맥스, 하나증권

## 한국도로공사(1): 9년간 동결중인 고속도로 통행료

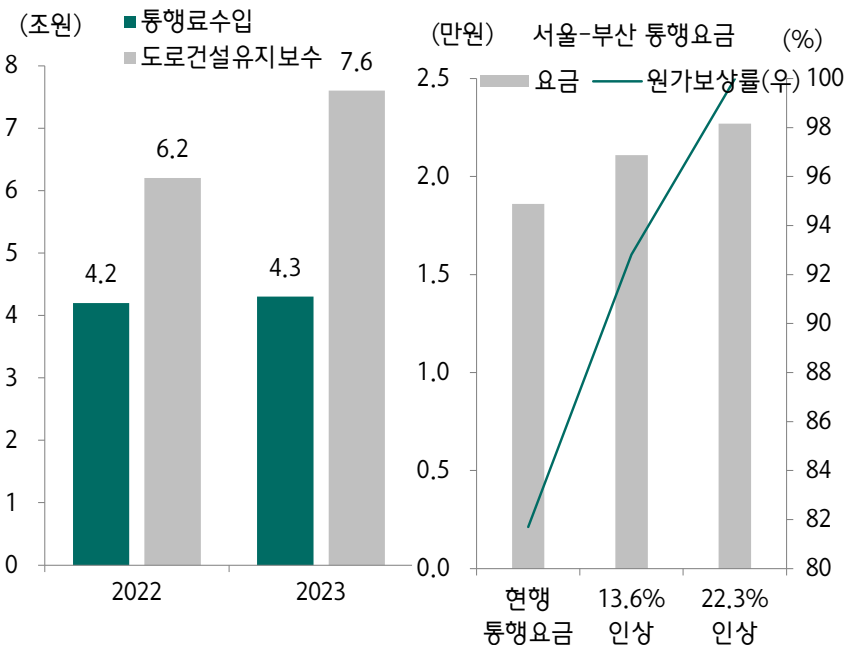
- 고속도로 통행료는 2015년 인상 이후 9년째 동결되고 있음
- 명절시기 등 통행료 면제/할인은 정부의 비용보전이 없었으며, 5년간 약 2조원 규모 통행료를 감면해 옴
- 통행료 수입증가는 정체된 반면, 50년 이상된 시설물들이 많아 노후화 시설 유지보수에 자금도 필요한 상황
- 이러한 가운데, 한국도로공사는 현행 고속도로 통행료에서 최소 13.6%, 원가보상률까지 감안시 22.3% 통행료 인상을 주장

### 한국도로공사 고속도로 통행료 감면 내역



자료: 한국도로공사, 하나증권

### 통행료 수입증가 정체. 고속도로 통행료 인상 추진



자료: 한국도로공사, 하나증권

## 한국도로공사(2): 고속도로 스마트화. 투자금 증가 전망

- 스마트톨링시스템은 26년 하반기 전국 고속도로 도입을 목표. 향후 10년간 8,000억원 이상의 사회적 편익이 발생할 것으로 기대
- 고속도로 휴게소 내 충전 인프라도 늘릴 계획. 2025년까지 전기차 충전기 1,500기, 2024년까지 수소 충전소도 60기 구축 계획
- 차세대 지능형교통시스템(C-ITS)을 고속도로 전 구간에 단계적으로 구축, K-MaaS 시범사업(2024년 4월 개시) 추진 등 고속도로의 스마트화가 진행 중. 새로운 고속도로 건설과 스마트화 추진으로 매년 3~4조원 규모로 도로공사 공사채 잔액이 늘어날 전망

### ‘스마트 톨링시스템’과 ‘K-MaaS’



자료: 한국도로공사, 하나증권

### 스마트인프라 구축 현황

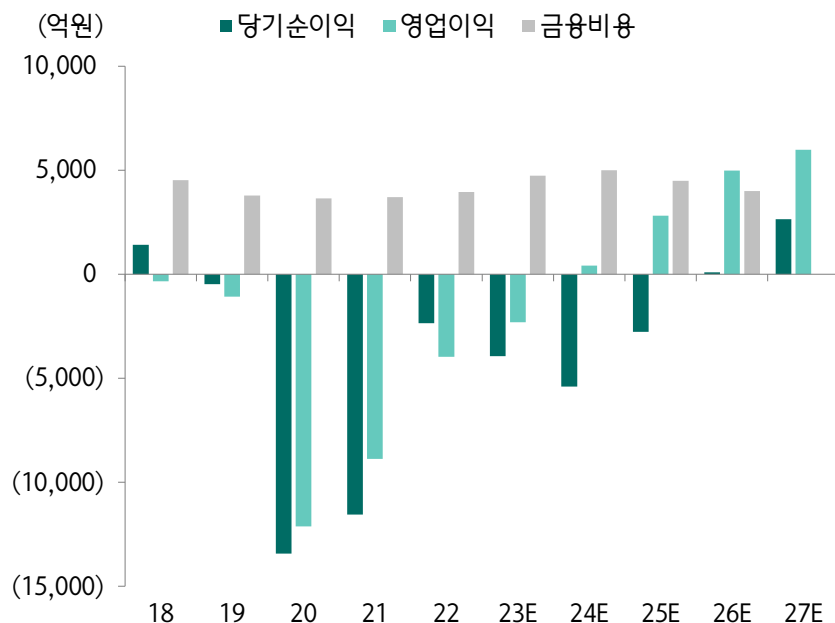
구분	내용
스마트 톨링시스템	<ul style="list-style-type: none"> <li>2026년 하반기 전국 고속도로 도입 목표</li> <li>10년간 8,000억원 사회적 편익 발생 기대</li> </ul>
충전 인프라	<ul style="list-style-type: none"> <li>2025년 전기차 충전기 1,500기 운영</li> <li>수소충전기 2024년까지 60기 구축 목표</li> </ul>
자율비행 드론 순찰	<ul style="list-style-type: none"> <li>고속도로 지정 비행경로 자동 순회</li> <li>실시간 도로 정보 수집 및 사고 등 발생시 신속대처</li> <li>대전통영고속도로 산내(CT~비룡)CT 구간 시범운영 중</li> </ul>
차세대 지능형 교통시스템 (C-ITS)	<ul style="list-style-type: none"> <li>교통 정보와 맞춤형 서비스 제공</li> <li>완전자율주행 레벨4 상용화를 위한 핵심 기술</li> <li>고속도로 전 구간에 단계적 구축 작업 진행 중</li> <li>자율운행차 시범운행지구 지정 준비</li> </ul>
K-MaaS	<ul style="list-style-type: none"> <li>최적 경로 탐색, 통합예약, 결제, 정산 등 원스톱 서비스 제공하는 어플</li> <li>2024년 4월 본격 개시 예정</li> </ul>
노면 유지관리	<ul style="list-style-type: none"> <li>포장 파손 자동 탐지장비</li> </ul>
낙하물 사고 예방	<ul style="list-style-type: none"> <li>AI 적재불량 적발시스템</li> </ul>
3D 프린팅 기술	<ul style="list-style-type: none"> <li>3DCP 방식의 무근 콘크리트 용벽을 고속도로 시설물에 최초 설치</li> </ul>

자료: 한국도로공사, 하나증권

## 한국철도공사[KORAIL](1): 지속되는 적자로 부지매각 등 재무안정성 개선노력

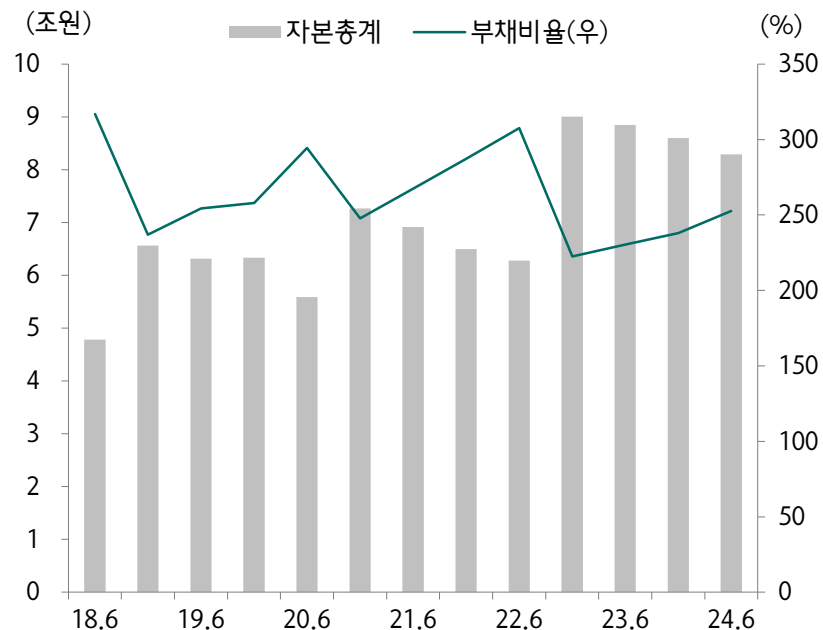
- 코로나19 기간 동안 이동수요 감소로 매출이 크게 감소했으나 2022년부터 제로코로나 정책으로 전환되면서 철도 이용객수 회복
  - 영업이익 적자도 점차 개선되고 있으나 흑자전환은 2026년에나 가능할 것으로 전망
  - 2019년까지 낮은 투자부담에도 금융비용이 높아 재무안정성 미흡. '23~'27년 사이 총 6.5조원의 투자 부담. 수송차량 구입 및 철도노후차량 개선 등에 대한 정부 출자가 이뤄지고 있으며, 재무구조 개선을 위해 용산역세권부지 등 비핵심자산매각(11조원)도 진행 중
- \* 자산 재평가('20년 2.1조원, '22년 2.6조원)와 정부의 현금출자('20년 1,064억원, '21년 902억원, '22년 812억원, '23년 514억원), 현물출자('21년 1,804억원)

### 당기 순손실 지속



자료: ALIO, 하나증권

### 자산재평가, 정부현금/현물 출자로 자본증가

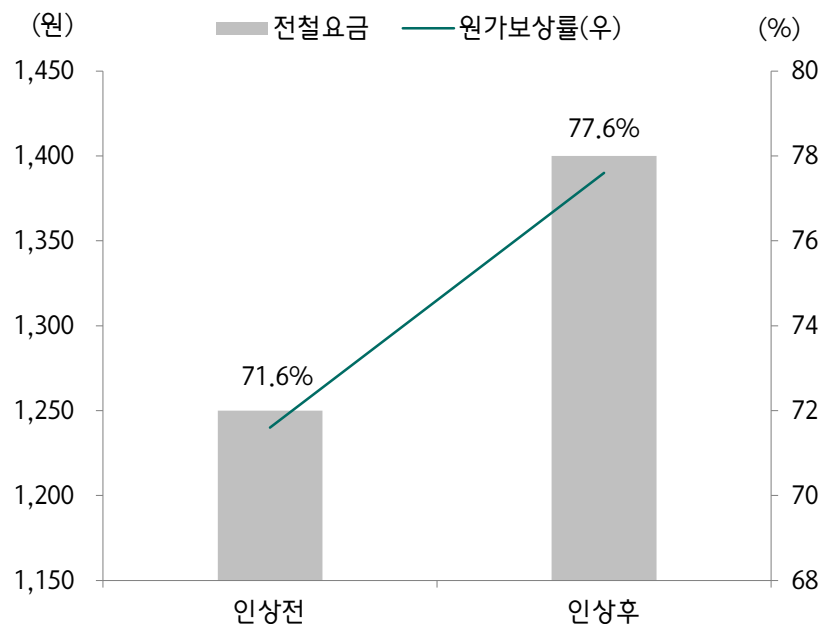


자료: ALIO, 하나증권

## 한국철도공사[KORAIL](2): 전철요금인상😊, GTX개통😞

- 코레일의 경영부진 탈출을 위해서는 본질적으로 사업부문에서의 수익성개선이 필요. 이는 곧 전철과 KTX 요금인상을 의미
  - \* 23.10.07 수도권 전철요금 150원 인상된 1,400원/ 23.12.02 동해선 광역전철요금 150원 인상/ 2024년 하반기 수도권 전철요금 150원 추가 인상된 1,550원
- 4,000억원에 못미치던 전기요금 2023년에는 5,329억원에 달하는 것으로 알려지면서 12년만에 KTX 요금인상 필요성도 제기
- 한편 GTX 개통은 코레일의 수익성 개선을 지연시킬 가능성. 현재로는 연간 1,000억원 손실규모로 추정

### 8년만에 150원 요금인상으로 원가보상률 개선



자료: 한국철도공사, 하나증권

### GTX-A노선 개통으로 코레일과 경쟁 붙을까?



자료: GTX-A, 하나증권



## 국가철도공단[무자본](1): 대규모 인프라시설투자 지속

- 2030년까지 4차 국가철도망 구축 사업을 통해 주요 지역 간 이동시간을 50%가량 단축 계획. 전반적인 철도 합리화(신설, 보수, 정비 등)를 통해 시간 절약과 철도 안전성 향상 기대. 현재는 타당성 조사를 진행 중이며 본격적인 착공은 2~3년 후에나 가능할 전망
- 8개 구간에 대한 사업이 완료시 서울-홍성(2시간 21분 → 48분), 강릉-포항(5시간 14분 → 1시간 32분) 등 시간단축 전망
- 해외사업도 활발히 참여 중. 여러 해외사업 잇따른 유치로 K-철도 세계화를 주도. 국내외 인프라투자로 자금조달 수요도 높아짐

### 4차 국가철도망 구축: 지역 간 주요거점 간 통행시간 변화 예상



자료: 국가철도공단, 하나증권

### 추진중인 해외사업 현황

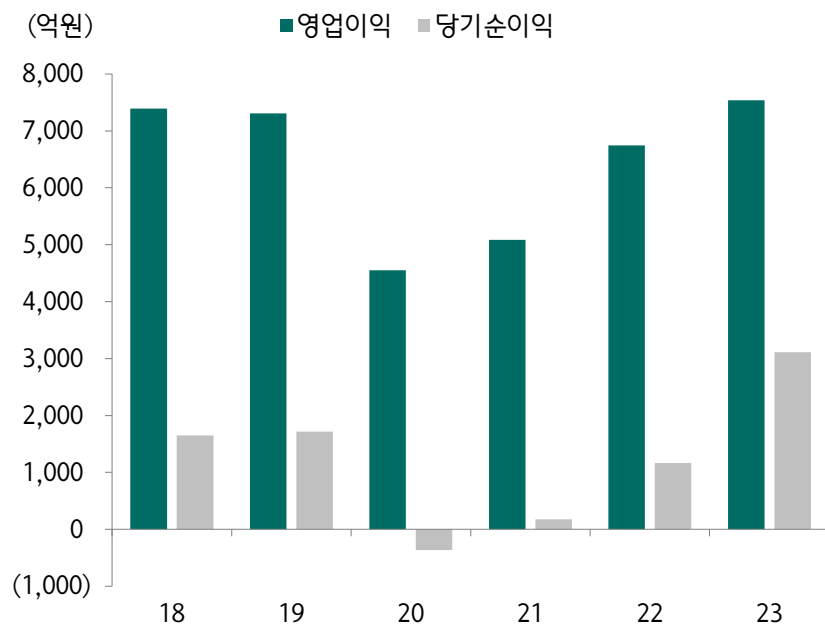
국가	기간	내용	금액
몽골	'21.12~'26.12	철도교통관제센터 마스터플랜 수립, PMC 용역	37.8억원
몽골	'24.6~'30.9	울란바토르 지하철(17.7km) 건설 PMC 용역	580억원
인도	'24.6~'26.11	뭄바이 메트로 6호선 차량기지 및 부대공사 GC용역	33억원
페루	'24.7~'26.6	쿠스코~친체로 국제공항 간을 연결하는 공항철도 건설 타당성조사	30억원
엘살바도르	'24.7~'25.12	태평양철도 타당성조사 사업	15억원
태국	'20.4~'25.3	방콕 Don Muang~U Tapeo간(220km) 3개공항 연결 사업관리용역	1560억원
폴란드	'23.6~'30.11	폴란드 고속철도 카토비체~오스트라바 구간 설계용역	432억원

자료: 국가철도공단, 하나증권

## 국가철도공단[무자본](2): 자본잠식 해소 기미?

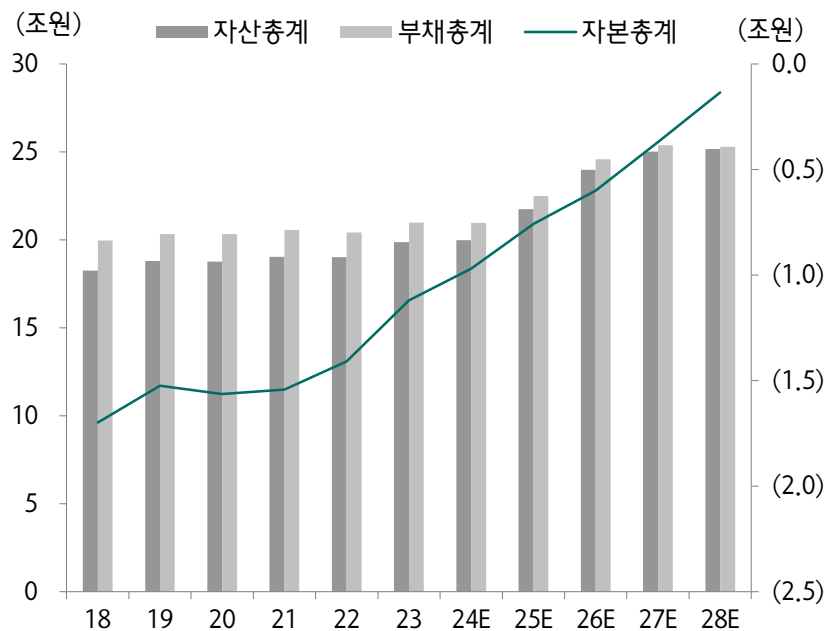
- 국가철도공단은 현재 자본잠식 상태에 빠져있는 것으로 알려졌으나 사실 ‘무자본특수법인’형태로 자본잠식과는 무관
- 공단은 정부출연금과 자체차입금 등으로 철도시설 건설 및 완공 후 국가에 귀속. 부채 대부분은 고속철도 건설재원의 50%이상 부담
- 그럼에도 불구하고 고속철도 선로 사용료 수입 증대와 비용 절감 등 지속적인 자구 노력을 강화해 재무건전성 개선 노력 중
- 꾸준한 영업실적을 기반으로 자본잠식상태는 점차 해소될 전망이며, 2028년 이후 자본잠식상태에서 탈출할 것으로 기대

꾸준한 영업실적을 기록하는 중



자료: ALIO, 하나증권

꾸준한 자산 확대로 자본잠식 점차 해소해 나갈 전망



자료: ALIO, 하나증권

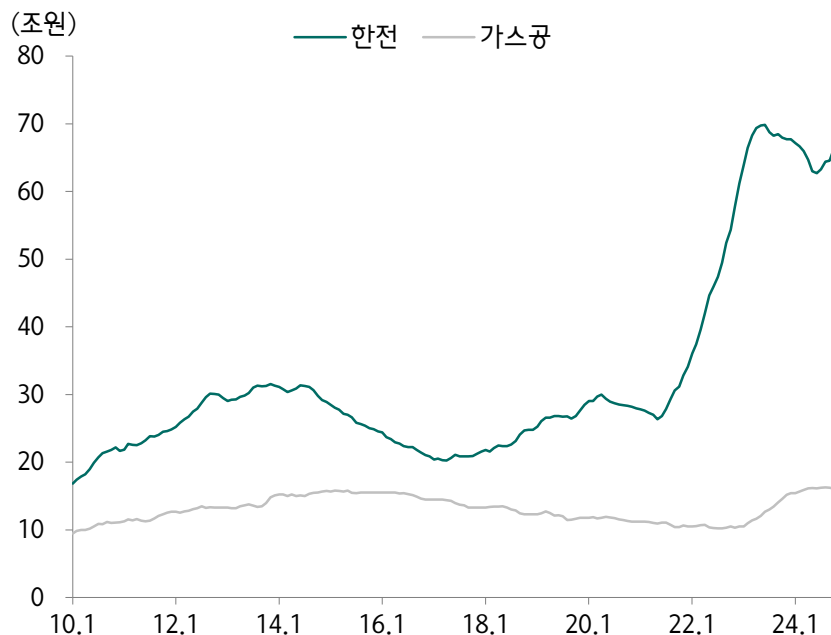
## Part 4. 에너지공기업

공사채시장/공기업 현황 및 시사점

## 에너지공기업 채권 발행 비교

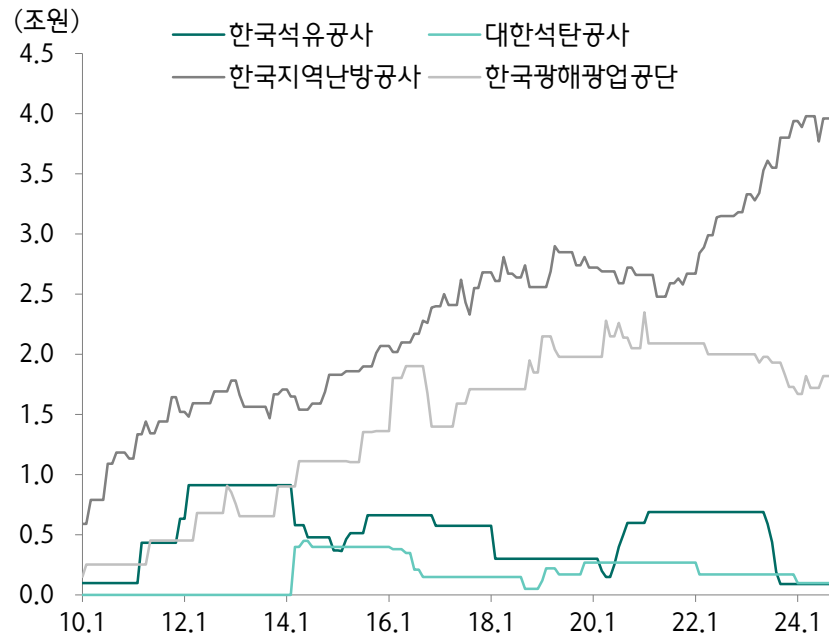
- 2021년말부터 시작된 국제에너지가격 상승으로 에너지공기업(주로 한전)들의 실적저하 및 자금조달수요가 높아짐
- 가스공사는 빠른 도시가스 요금인상으로 2022년까지 공사채 잔액변동이 없었으나, 2023년 들어서 발행을 확대하면서 잔액 증가세
- 자본잠식상태에 빠진 한국광해광업공단, 한국석유공사와 대한석탄공사는 채권발행보다는 상환을 통한 부채 감축 노력. 지역난방공사는 영업적자 기록과 서민 난방비 지원부담이 커진 가운데 공사채 발행이 확대되었으며 부채관리를 위해 신종자본증권 발행도 단행

주요 에너지 공기업 채권잔액 추이(1)



자료: 인포맥스, 하나증권

주요 에너지공기업 채권잔액 추이(2)

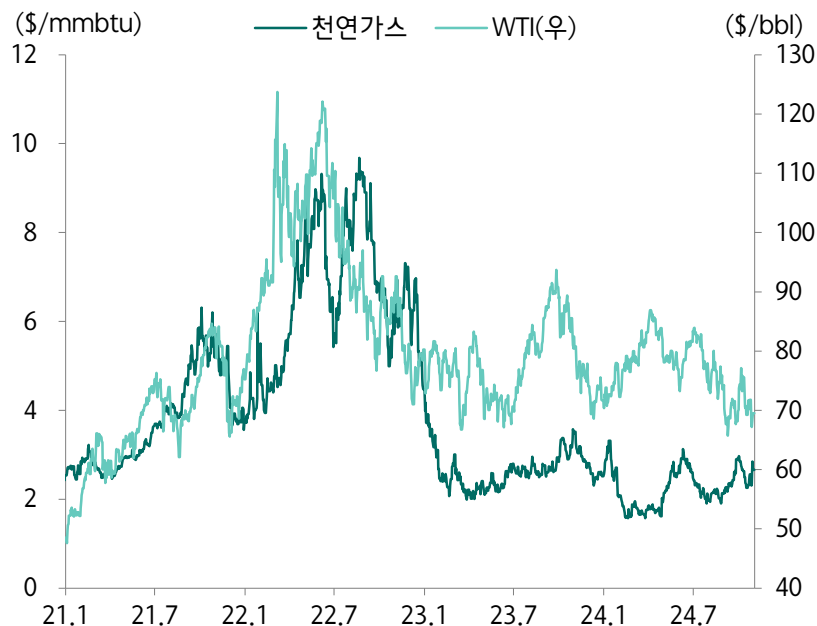


자료: 인포맥스, 하나증권

## 한국전력공사(1): 국제에너지 가격 급등

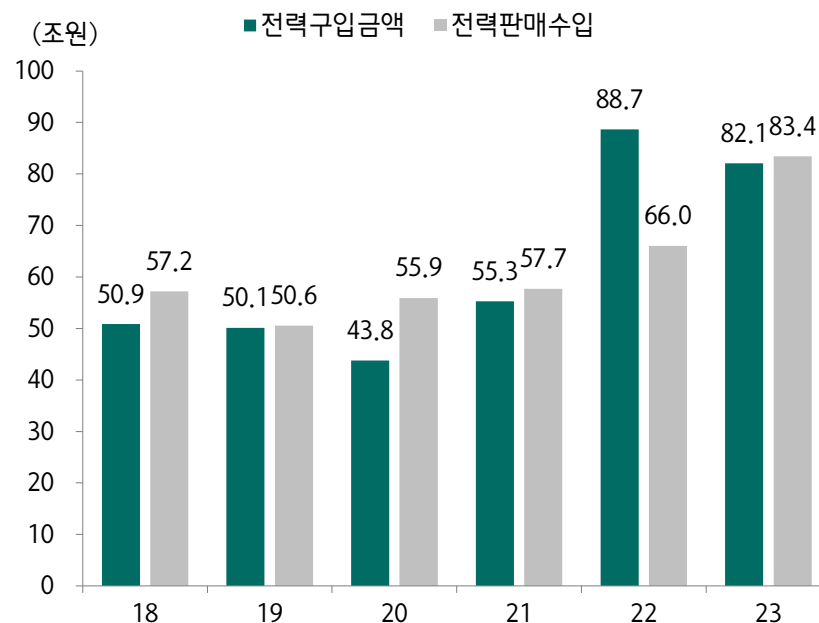
- 2021년부터 시작된 국제에너지가격 급등에도 국내 전기요금을 인상하지 못하면서 한전의 적자가 발생하기 시작
- 2022년에는 러-우전쟁 발생으로 공급망 차질이 심화되었고 WTI는 120불, 천연가스는 10불을 넘어서기도 했음
- 이로인해 2022년 연간 전력구입금액(88.7조원)은 전력판매수입(66조원)을 22.7조원을 상회
- 현재는 국제에너지 가격은 안정세 보이고 있고, 전기료 인상도 병행되면서 한전의 수익성은 개선됨

천연가스와 WTI가격 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

연도별 전력구입금액과 판매수입

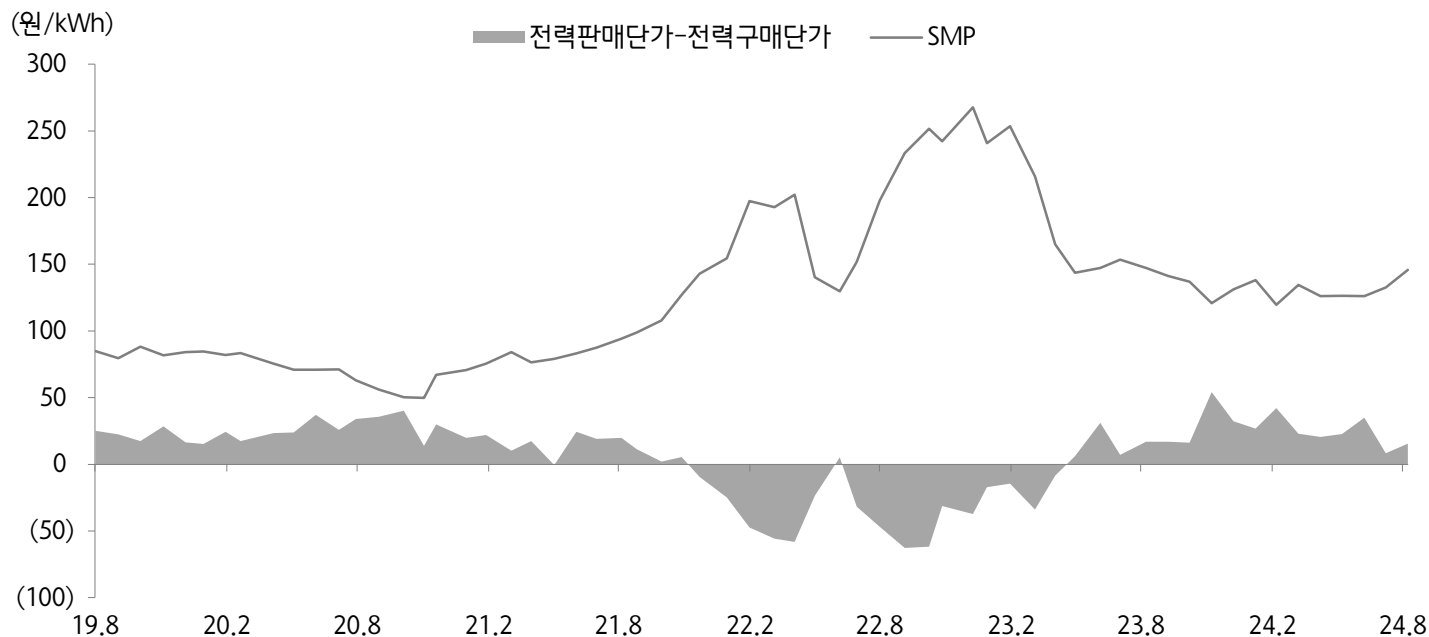


자료: 한국전력공사, 하나증권

## 한국전력공사(2): 역마진상황, 2023년 이후 해소되기 시작

- 역마진(전력구매단가>전력판매단가)발생으로 2021년 12월부터 2023년 4월까지 적자가 발생 불가피
- 지난해 4월 이후 작년 3분기까지 5차례의 요금 조정과 연료 가격 안정화 노력. 더욱이 전력도매단가인 SMP도 하향 안정화 추세
- 역마진구조는 2023년 5월 이후 해소

전력가격 스프레드와 SMP 가격 추이

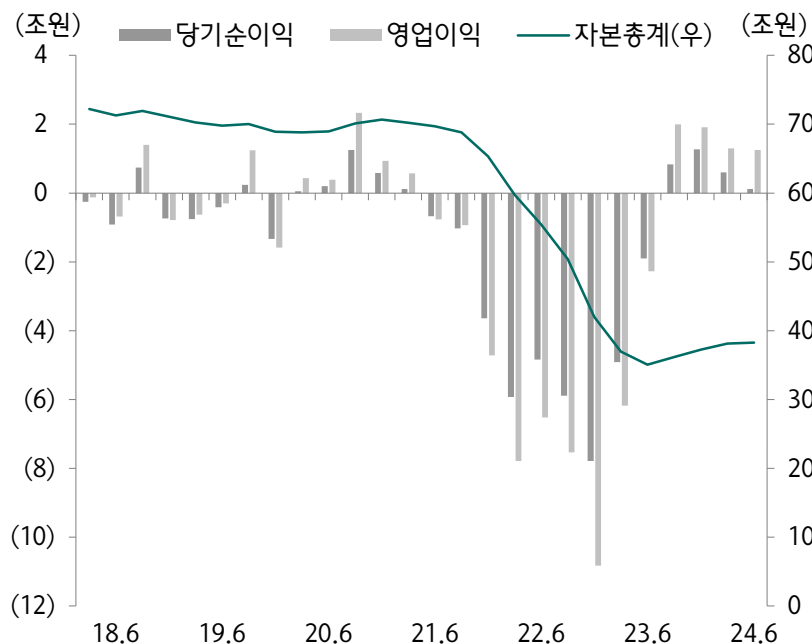


자료: 한국전력공사, 하나증권

## 한국전력공사(3): 영업손실 10개 분기만에 탈출

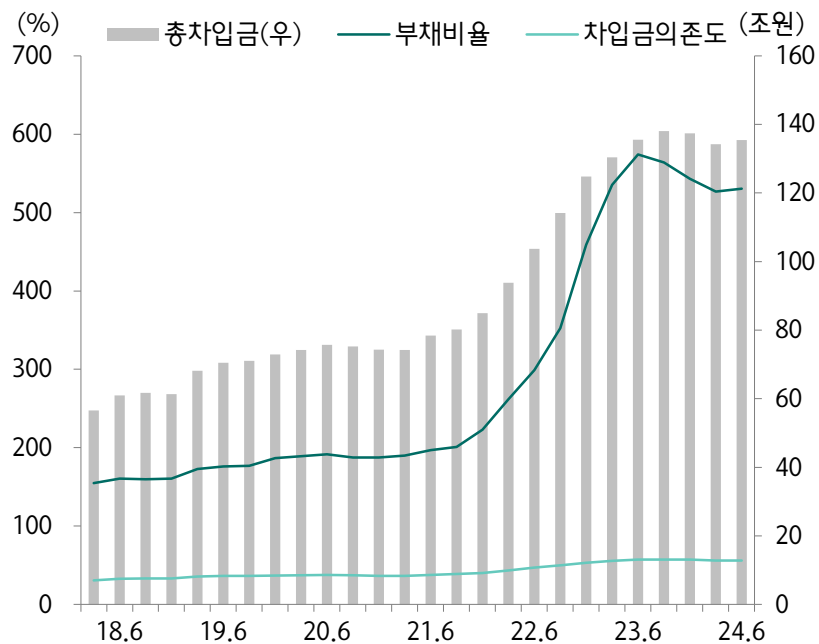
- 2021년부터 나타났던 한전의 영업손실은 2022년 들어 대규모로 확대
- 2021년~2022년 두 해에만 38.5조원에 달하는 누적영업손실을 기록했으며, 2023년 3분기 10개 분기만에 2조원 흑자를 기록했으나 누적손실 기준으로는 2023년에도 4.7조원 손실
- 한전의 재무건전성은 한전채 대규모로 발행으로 지속적으로 악화됨. 부채비율은 530%에 달하는 상황

한전의 영업실적 부진으로 자본금 감소(연결기준)



자료: Quntwise, 하나증권

한전의 재무건전성 악화 지속(연결기준)

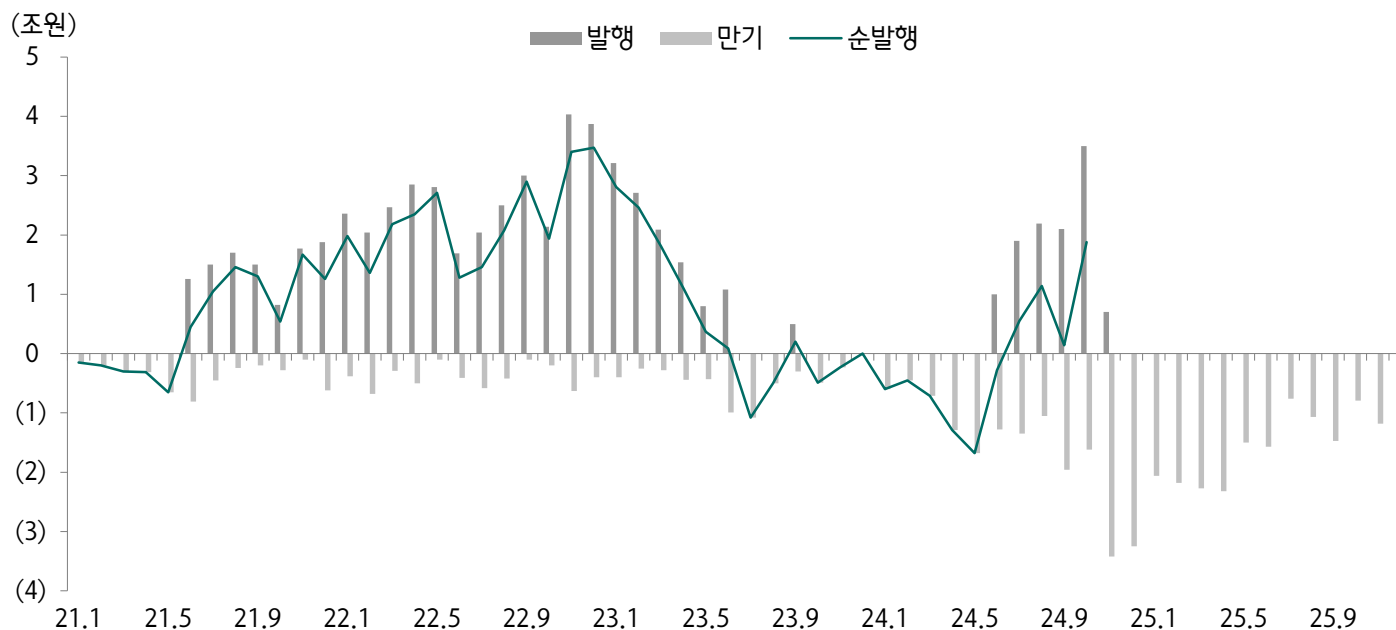


자료: Quntwise, 하나증권

## 한국전력공사(4): 채권시장 관점에서 한전채 문제는 절대물량부담이 크다는 점

- 한전채는 2021년 하반기부터 2023년 상반기까지 2년간 대규모로 발행되다가 정부의 단계적인 전기료 인상에 따라 발행세 진정
- 현재 정상화되어가는 경영상태에도 추가적인 전기료 인상이 이뤄지지 않는다면 누적 영업손실을 메꾸는데 시일 소요될 전망
- 최근 채권발행시장 안정화되어 물량소화에 큰 무리는 없겠지만 거시상황 악화시 다시 한번 한전채의 채권시장 수급교란 상황이 발생할 가능성 배제하기 어려움

### 한전채 발행/만기/순발행 추이 및 전망: 2024년부터 대규모 만기도래 시작



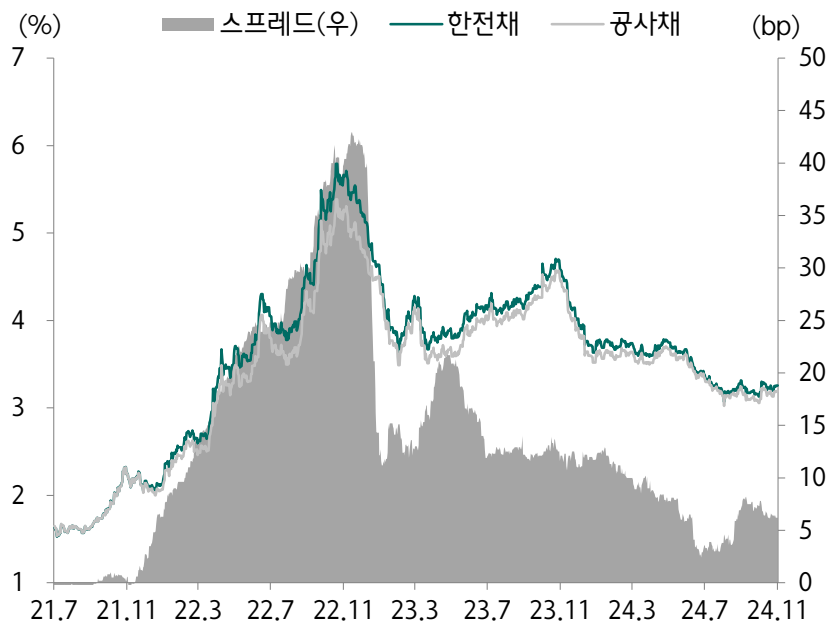
자료: 인포맥스, 하나증권



## 한국전력공사(5): 한전채 발행부담으로 단기시장까지 손을 벌려

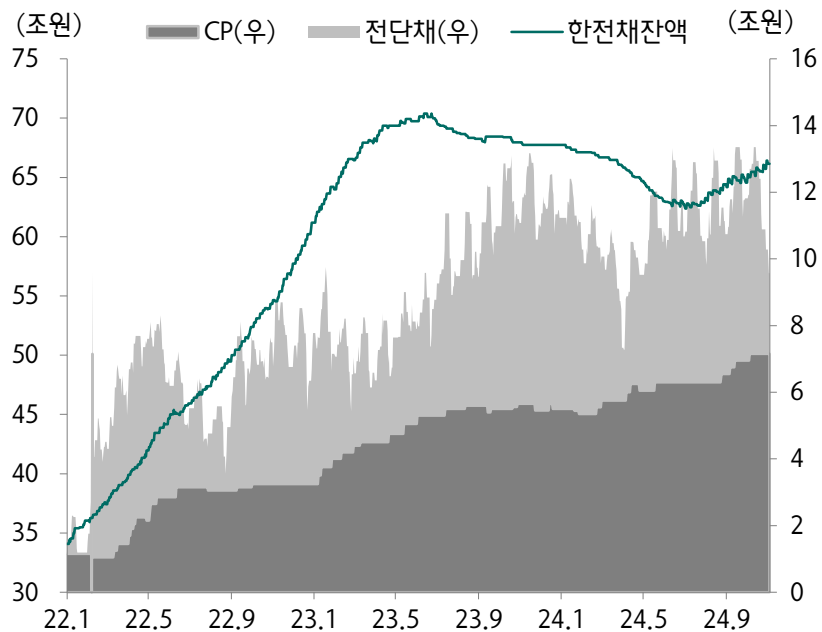
- 한전채 발행급증에 따라 공사채AAA 지표물 금리와 붙어있던 한전채 금리는 지표물과 갭이 발생하기 시작
- 한전채 발행급증과 레고랜드사태 중첩으로 단기자금시장 경색. 2022년 연말까지 지표물 금리에 +40bp 수준까지 스프레드 확대
- 정부의 전기료 인상을 통해 경영정상화 기대가 커졌으며 현재는 지표물 +6bp 수준까지 축소되었으나 여전히 저평가
- '24년 들어서는 CP와 전단채 등으로 자금 조달원 다각화 중

한전채, 공사채 금리와 스프레드 확대



자료: 인포맥스, 하나증권

한전채(원화채권), CP, 전단채 잔액



자료: 인포맥스, 하나증권

## 한국전력공사(6): 적립금 급감으로 한전채 발행한도 상향개정(2배→5배)

- 한전이 단기시장으로까지 자금을 조달하는 이유는, 한전채법상으로 한전채 발행잔액한도가 정해져있기 때문
- 법 개정전에는 적립금과 자본금을 합친 금액의 2배까지 한전채(원화채권+KP) 발행이 가능. 2022년 기준으로는 적립금 45.9조원의 두배인 91.8조원까지 발행이 가능한 셈. 그러나 2022년 영업손실로 적립금이 급감하면서 연말 급하게 발행한도를 5배로 상향 조정
- 2023년 기준 20.9조원의 5배인 104.5조원까지 발행이 가능. 2023년말 기준으로는 적립금+자본금이 약 17.5조원으로 발행잔액한도는 87.5조원에 불과. 현재 한전채 잔액은 원화채권(66.6조원)과 KP(7.1조원)를 포함한 약 73.7조원 규모

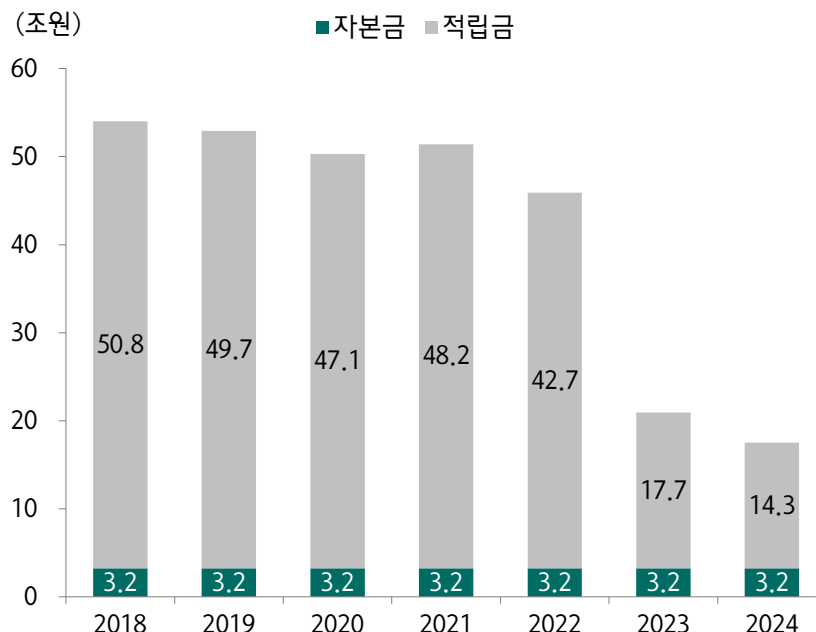
### 한전의 사채발행관련 한도규정

#### □ 제 16 조(사채의 발행 등)

- ① 공사는 이사회 의결을 거쳐 사채(社債)를 발행할 수 있다.
- ② 사채의 발행액은 공사의 자본금과 적립금을 합한 금액의 2 배를 초과하지 못한다. 다만, 경영위기 상황 해소 등을 위하여 긴급하게 필요한 경우로서 산업통상자원부장관의 승인을 받은 경우에는 6 배의 범위에서 발행할 수 있다. <개정 2022. 12. 31.>
- ③ 제 2 항 본문에도 불구하고 2027 년 12 월 31 일까지 사채의 발행액은 공사의 자본금과 적립금을 합한 금액의 5 배를 초과하지 못한다. <신설 2022. 12. 31.>

자료: 한국전력공사법, 하나증권

### 한전 발행한도 적용 연도별 자본금/적립금 추이



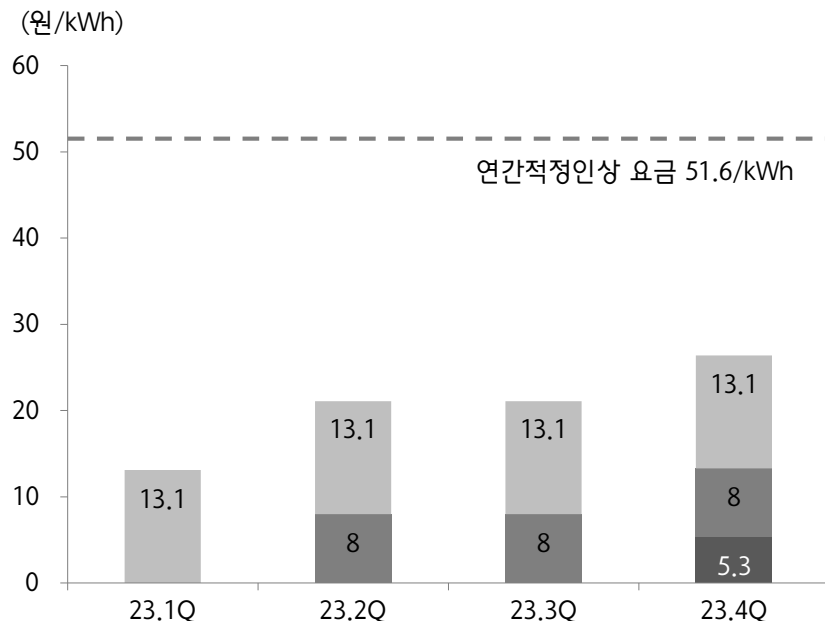
자료: 양이원영 의원실, 하나증권

## 한국전력공사(7): 한전의 자구책 ①전기료 인상, ②발전자회사 중간배당

- 발행한도를 지키기 위한 방안으로는 1) 전기료 인상, 2)발전자회사의 중간배당 등이 있음
- 2023년 동안 연간 적정 전기요금인상을 51.6/kWh로 추정했으나 실제 26.4/kWh만이 인상됨
- 실제 전기료 인상이 충분하지 않아 한전은 결국 발전자회사를 통한 중간배당을 선택. 총 6곳의 자회사에 3.2조원에 달하는 중간배당을 통해 약 16조원 규모의 발행한도 여유분을 확보에 성공하면서 2024년 동안 한전채 발행한도를 준수

\* 한국수력원자력 1조5,600억원, 남동발전 3,049억원, 남부발전 2,930억원, 중부발전 2,916억원, 서부발전 2,916억원, 동서발전 2,989억원, 한전KDN 1,600억원

### 2023년 한전 전기료 인상은 불충분한 수준



자료: 하나증권

### 발전 자회사 중간배당 수취로 사채발행한도 위기 모면

#### 한전 사장 "중간배당 없었으면 사채발행한도 넘었을 것"

✎ 이효지 기자 | ⓒ 입력 2024.10.24 11:12

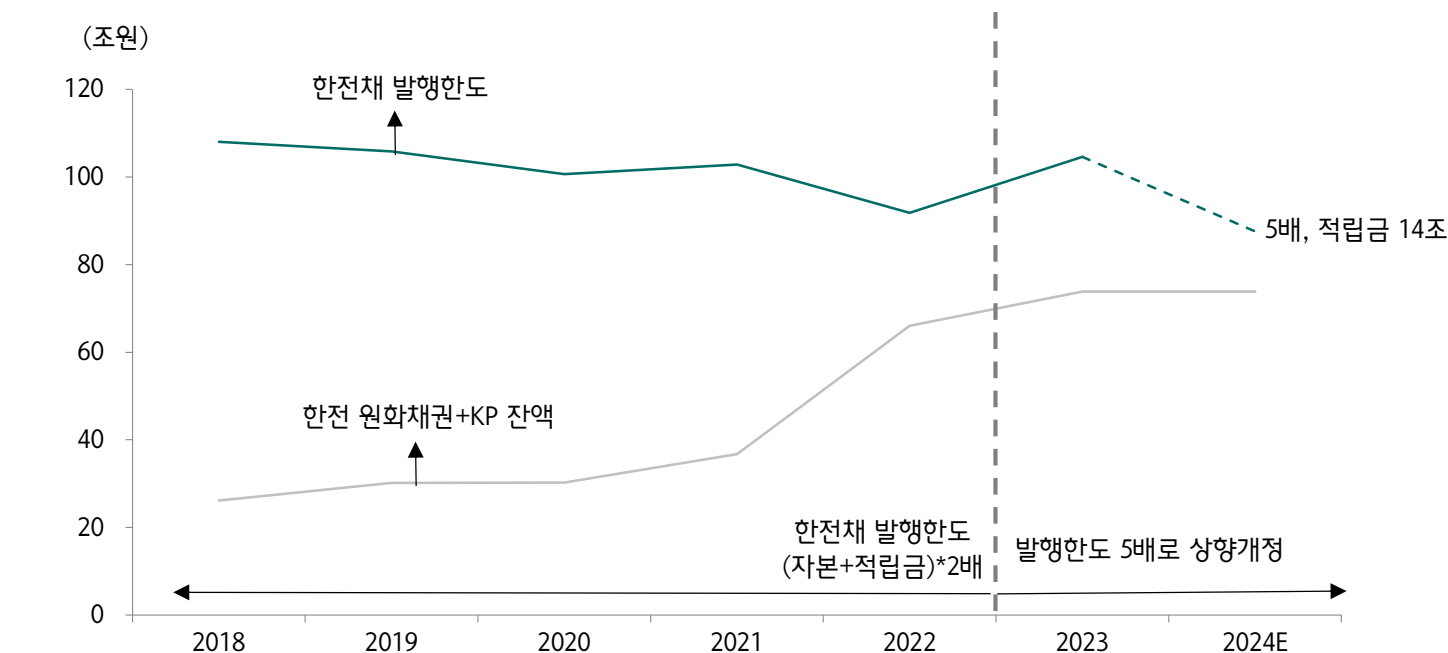


자료: 연합뉴스포맷스, 하나증권

## 한국전력공사(8): 한전의 자구책 ③한전채 발행한도 추가 상향

- 적립금 불충분시 한전채의 발행한도 6배로 상향개정도 고려할 수 있음
- 다만, 발행배수 관련 추가 법개정 부담으로 발행한도 준수에 어려움이 있으며, 2023년부터는 영역흑자 전환으로 상향 부담도 적어짐
- 또한, 손실 규모와 적립금(현재 17.5조원) 변화를 동시에 고려해야 함(영업손실이 온전히 적립금 감소로 이어지지 않는)

발행한도 vs. 발행잔액 추이

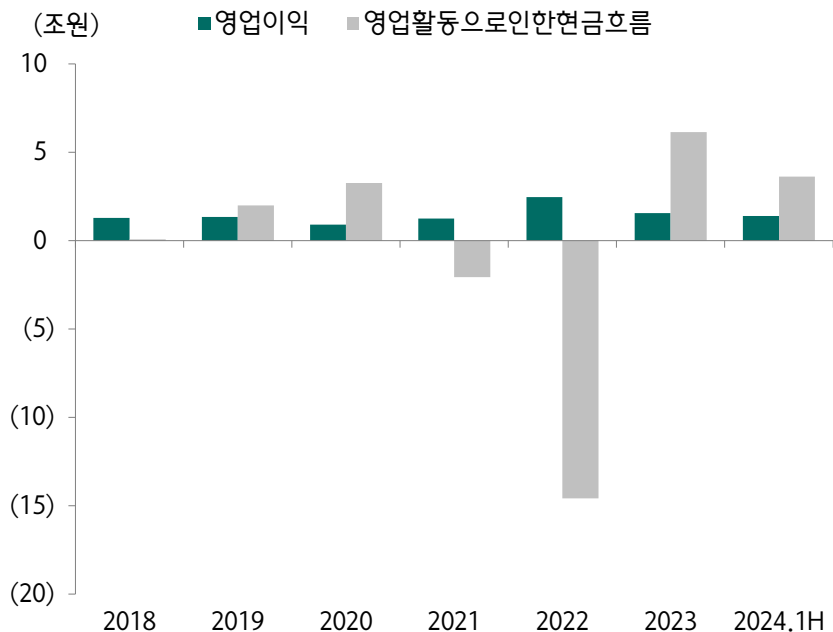


자료: 인포맥스, 하나증권

## 한국가스공사(1): 2022년 영업흑자 뒤에 숨겨진 대규모 현금흐름감소와 미수금증가

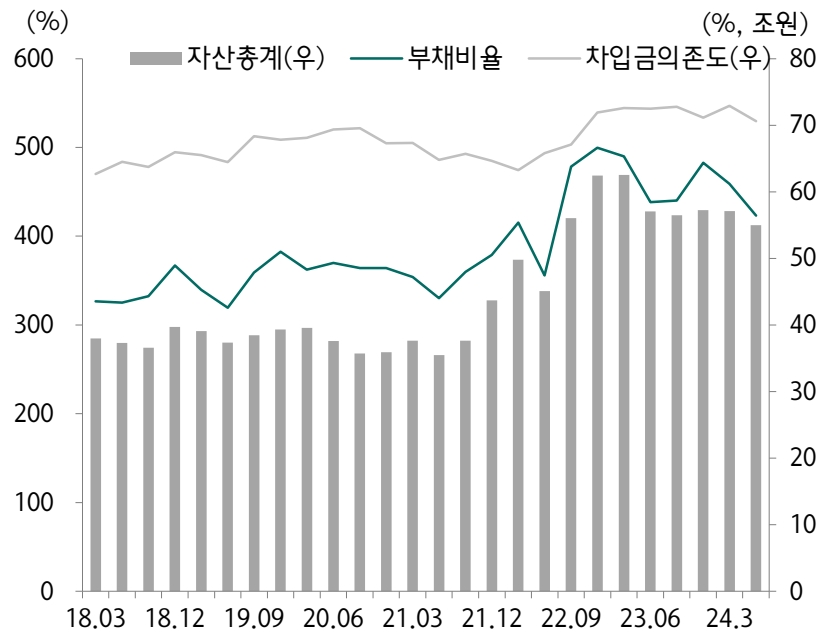
- 한국가스공사는 한전과 달리 2022년에 영업이익이 오히려 크게 증가. 실적이 좋았을까?. 영업실적 이면에는 14.6조원의 대규모 영업 현금흐름 감소 발생. 이는 대규모 미수금 발생 때문
- 부채비율과 차입금의존도도 상승. 부채비율은 500% 밑도는 수준까지 상승 후 감소했으나 차입금의존도는 지속적으로 상승
- 이는 15조원 규모 미수금(지역도시가스사업자 대상)이 손실이 아닌 자산으로 분류한 반면에 차입금 확대로 자금을 조달한 영향
  - \* 한전의 경우, 뉴욕증시 DR형태로 거래되고 있어 국제기준 준수 필요하며, 미수금 회수 주체가 일반 가정과 개별 기업으로 회수가능성이 불분명해 미수금의 자산처리 불가

### 미수금 급증으로 현금흐름 악화



자료: Quantiwise, 하나증권

### 가스공사 부채비율과 차입금 의존도 상승

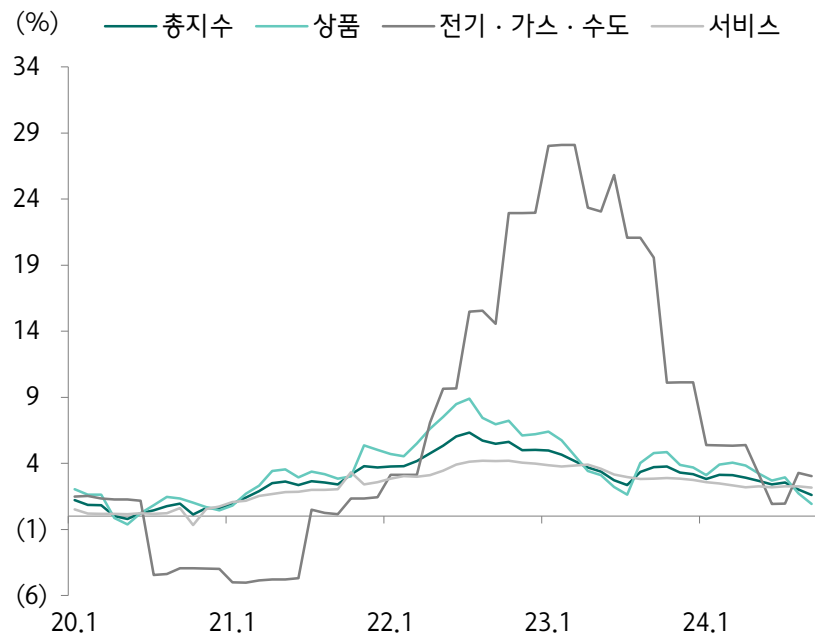


자료: Quantiwise, 하나증권

## 한국가스공사(2): 가스요금인상에도 미수금증가로 현금흐름 감소

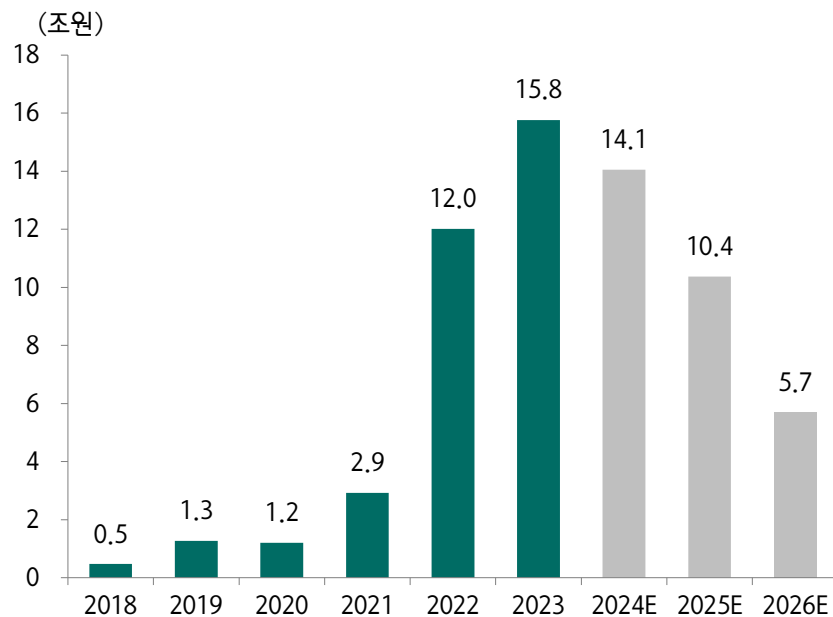
- 국내 물가 중 가스요금은 가장 큰 증가 폭 기록. 2022년 한해동안에만 YoY +36.2%, 2023년에는 YoY +3% 가격이 인상되었음
- 이는 2개월마다 국제가격이나 환율 등을 가스요금에 반영하는 원료비 연동제로 인해 적어도 외관상으로는 건조한 영업실적도 달성
- 하지만 이는 미수금을 반영하지 못한 실적. 가스요금인상이 여전히 충분하지 않아 회수하지 못한 비용이 발생한 것
- 글로벌 가스요금 급증으로 적자를 보고 들어왔지만, 손실처리를 하지 않다보니 영업이익증가/대규모 현금흐름 적자 본 것으로 풀이

### 가스비 요금상승은 국내물가 중 가장 큰 폭으로 나타남



자료: KOSIS, 하나증권

### 그러나 미수금 해결에는 시일 소요될 듯



자료: 한국가스공사, 하나증권

## 한국가스공사(3): 곧 LNG 수급균형도 깨질 위기

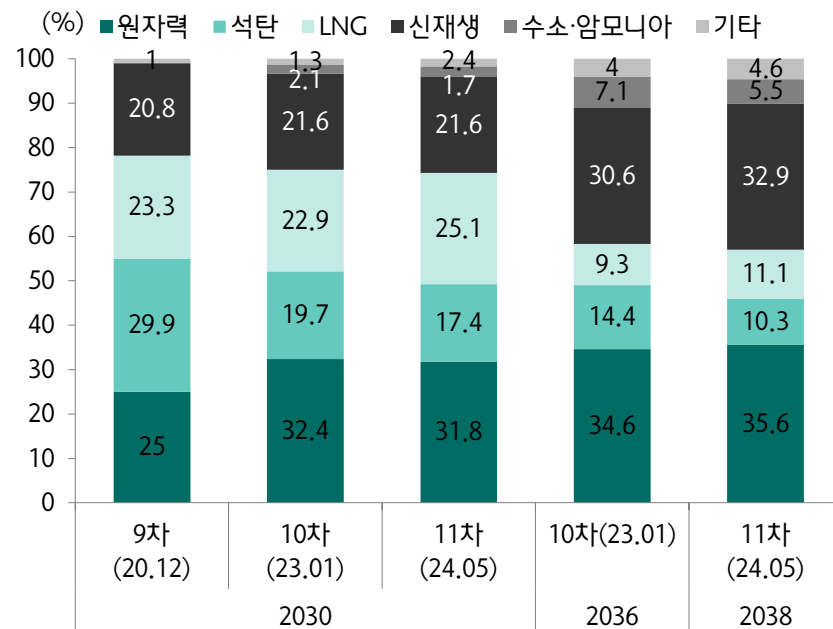
- LNG(액화천연가스)는 2025년부터 공급부족사태가 발생할 우려. LNG는 통상 20년정도 장기계약을 통해 수입해오는데, 과거 계약시점에서 현재의 LNG 수요예측에 실패하면서 물량을 확보하지 못함
- LNG는 국내발전원 내 비중 확대(10차 23% → 11차 25%)된 반면, 2030년대에나 들어서야 무탄소연료 개발로 LNG비중 축소될 전망
- 2015년 12월 제12차 장기 천연가스 수급계획에서 2022년 국내 천연가스 수요를 3,396만t, 2018년 13차 계획에서는 2024년 3,411만t으로 전망. 그러나 실제 천연가스 수요는 2018년 처음으로 4,000만t을 넘어섰고, 2021년 이후 4,500만t으로 전망치 크게 상회
- 2024년 898만t이 공급중단되며, 새로 공급은 358만t에 불과. 연간 수요의 8분의 1에 달하는 540만t의 물량부족으로 수급불균형 우려

### 2025년부터 LNG수요>공급. 장기공급계약 특성 때문

구 분	2024년 공급종료		2025년 공급시작	
	카타르	오만	카타르	호주
기간	1999~2024	2000~2024	2025~204	2025~2039
연간계약물량	492만t	406만t	200만t	158만t
비고	2025년부터 연간 LNG 540만t 공급부족 우려 2025년 부족물량은 연간 수요의 8분의 1규모로 전망 (대한민국 연간 LNG수요 4500만t로 추산)			

자료: 조선일보, 하나증권

### 9~11차 전기본 계획 비교: LNG 비중 확대



자료: 산업통상자원부, 하나증권

## 한국지역난방공사(1): 집단에너지 주도 사업자

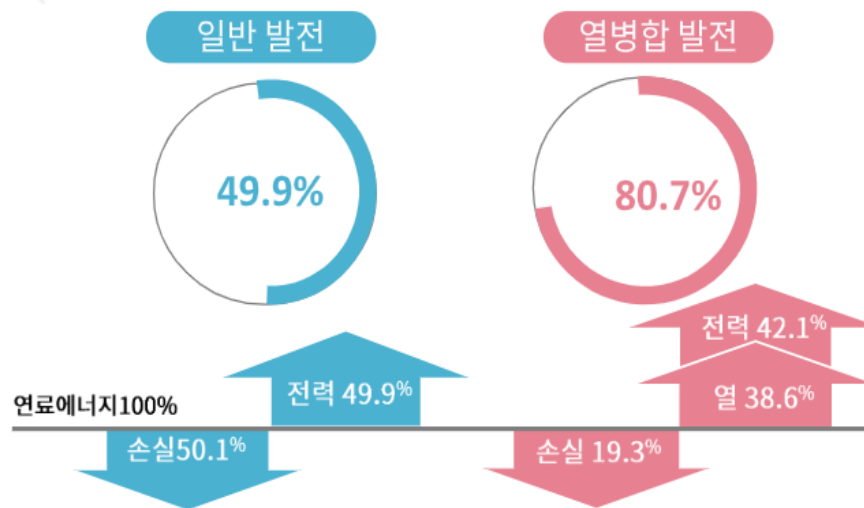
- 집단에너지는 산업단지 등 전기 다소비 지역에 설치되며 생산된 열과 전기를 다수 사용자에게 일괄 공급하는 분산에너지 역할 수행
- 2023년 6월, 다량의 전기소비지역에 분산에너지 설치를 의무화하는 분산에너지 특별법 국회 통과 이후 집단에너지 더욱 성장할 전망
- 한국지역난방공사는 32개 집단에너지 사업자 중 설비용량 점유율 1위인 주도 사업자
- 집단에너지는 낮은 전력손실과 높은 에너지효율로 향후 열부분의 탄소중립달성에서 중요도 높아지고 있음

### 한난의 집단에너지 사업 개요

구분		내용
정의		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 열병합발전소 등 1개소 이상의 집중된 에너지생산시설에서 생산된 열과 전기를 다수 사용자에게 일괄 공급</li> </ul>
사업 (매출비중)	지역난방	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 열병합발전소 등 집중된 에너지생산시설에서 생산된 열을 다수의 사용자에게 일괄 공급</li> <li>• 현재 총 1,833세대 수에 공급 중</li> </ul>
	전력	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 열병합발전 등을 통해 생산된 전력을 전력시장 또는 사용자에게 판매</li> </ul>
	지역냉방	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 에너지생산시설에서 생산된 온수 또는 냉수를 이용하여 일정구역에 냉방을 일괄 공급</li> </ul>

자료: 한국지역난방공사, 하나증권

### 집단에너지의 높은 에너지효율성



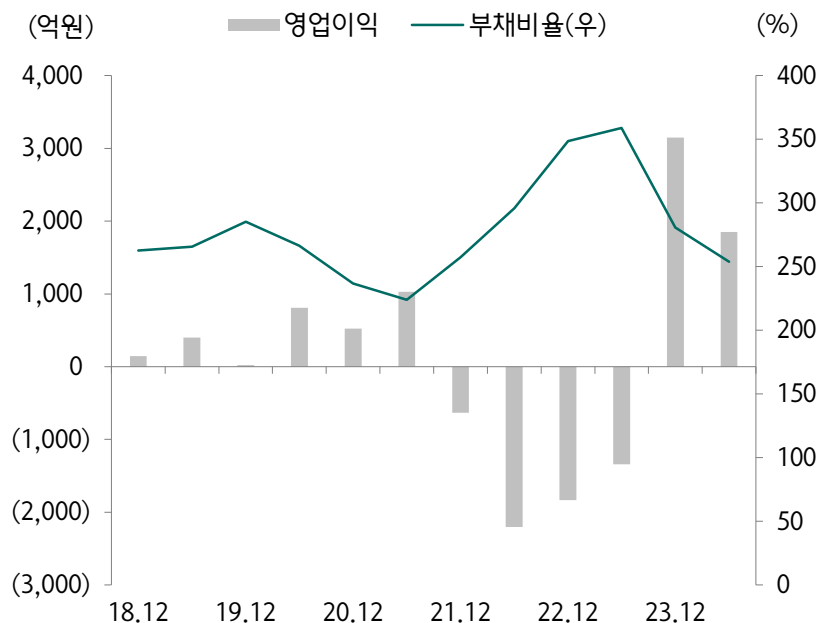
자료: 한국지역난방공사, 하나증권



## 한국지역난방공사(2): 영업손실지속과 투자부담 상존. 타개책은 신종자본증권!

- 국제에너지 가격 급등으로 발전원가(연료비) 요금이 오르지 못하면서 대규모 손실 기록. 영업손실 97%가 열 사업부문에서 발생
- 열 판매량과 가격이 상승했지만, 천연가스가격 상승 속도를 따라가지 못했음. 단, 23.4Q부터는 수익성 개선으로 영업이익 흑자전환
- 한편, 한남은 2027년까지 총 1조9,523억원 규모의 투자계획 발표. 친환경 부문에 7,431억원, 고유 사업에 6,846억원 등에 투입
- 공급지역 확대 및 신규 열병합발전소 등을 위한 설비투자가 지속되는 가운데 신종자본증권 발행을 통해 부채비율 관리에 나섬

### 한국지역난방공사 영업손실 지속으로 부채비율도 급증세



자료: ALIO, 하나증권

### 공모채 시장에서 신종자본증권 발행으로 부채부담 완화

항목	내용
종목명	지역난방공사2
만기/금리	영구(5Y 콜)
신용등급	AA+
발행금액/참여금액	2,500억원/3,340억원
수요예측경쟁률	1.34
발행일	2023-09-11
사용목적	운영, 채무상환
결정스프레드	+5.1bp
부채비율 변화	358.89%(2023.6) → 280.67%(2023.12)

자료: Dart, 하나증권

## 한국석유공사[자본잠식](1): 해외중심 사업으로 KP비중 큼

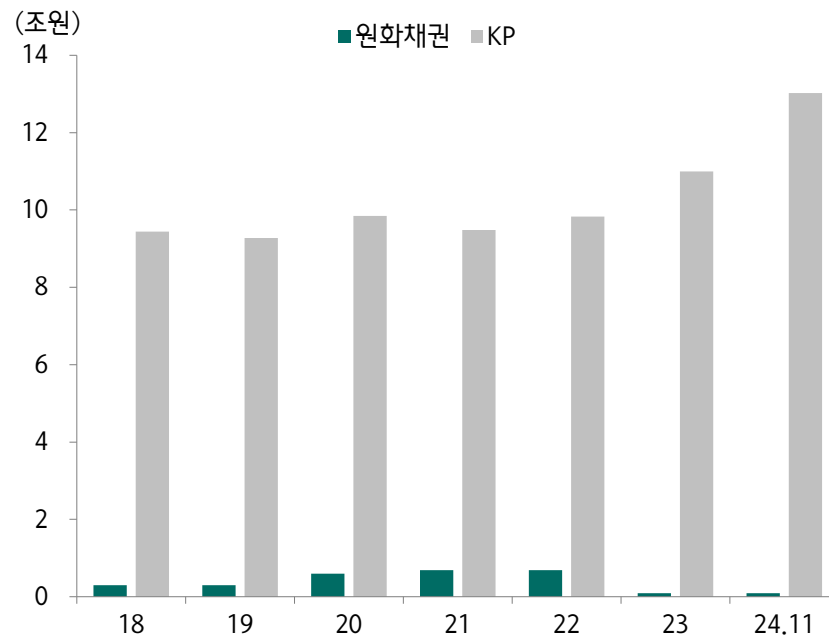
- 한국석유공사는 해외자원개발 사업의 포트폴리오 비중이 가장 크며 그 다음은 석유비축관련 사업
- 발행되는 채권도 원화채권보다는 KP비중이 절대적
- 해외사업부문에서 손실이 크게 발생해 점차 해외자원개발 사업비중을 낮추고, 국내자원개발 비중을 높여갈 것으로 전망
- 한편, 동해 심해 가스정 개발 주체로 참여하면서 정부에 ‘대왕고래’ 시추계획 승인 신청(24.11.7) 등 국내 사업기반이 확대됨에 따라 원화채권 발행 확대 가능성에 주목

### 해외사업 중심 포트폴리오

구분		23	24	25	26	27
유전개발	해외자원개발	8,288	6,943	6,489	6,248	3,498
	국내자원개발	324	596	1,253	1,151	3,119
석유비축	비축유구매	3,787	2,467	914	-	-
	유지보수	412	474	539	942	895
	북향 탱크터미널	-	494	-	204	-
신에너지	부유식 해상풍력발전	132	203	644	-	-
	암모니아	20	55	370	-	-
경영관리		557	428	432	439	449
총계		13,520	11,660	10,641	8,984	7,961

자료: 한국석유공사, 하나증권

### 원화채권이 아닌 KP를 통해 자금조달

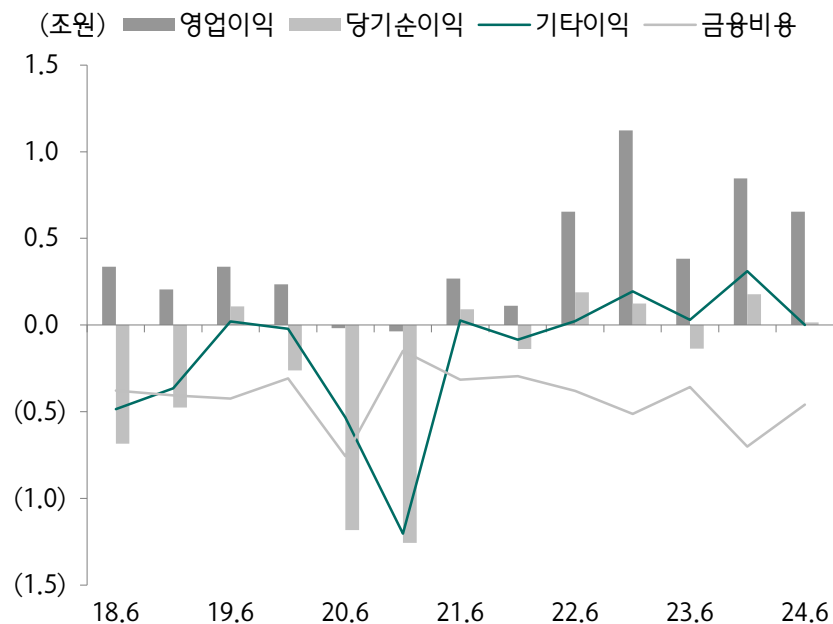


자료: 인포맥스, 하나증권

## 한국석유공사[자본잠식](2): 해외사업 대규모 부실로 자본잠식상태

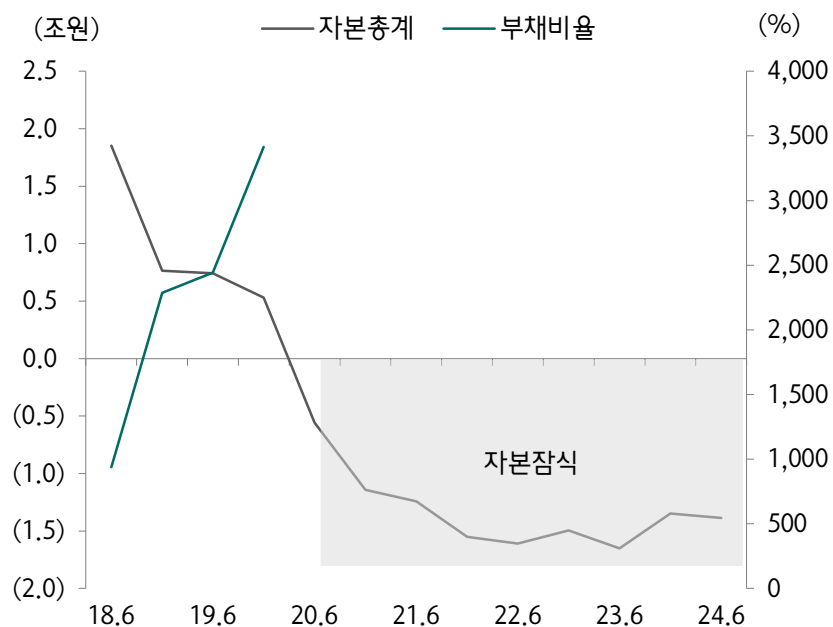
- 한국 석유공사는 2020년 주요 6개 사업장의 해외 자산에서 대규모 손실 발생. 국제유가가 70달러 이상일 때 영업이익을 낼 수 있으나 당시 저유가로 인해 자산 가치도 재평가되어 대규모 손상차손 발생
- 작년 12월까지 78개 해외 사업을 종료한 가운데 투자대비 손실률은 65%. 총투자액 4조 8,100억원 중 3조 1,200억원의 손실 기록
- 현재 진행 중인 해외자원개발사업 26조 5,200억원 중 손실액은 11조 4,400억원(손실률 44%)로 누적 손해액은 14조 6천억에 달함
- 특히 캐나다 하베스트 사업은 7.6조원을 투자해 회수율은 1%에 남짓. 해외사업 대규모 부실로 2020년부터 자본잠식상태에 빠짐

### 해외사업에서 손실 발생하면서 대규모 영업적자 기록



자료: ALIO, 하나증권

### 영업적자로 인해 발생한 자본잠식은 해소 시일 걸릴 것



자료: ALIO, 하나증권

## 한국광해광업공단[자본잠식, 손실보전有]: 해외사업 부진에도 광물자원개발 노력은 지속

- 47개 해외사업 프로젝트에 6조 2,739억원을 투자했는데, 회수액은 1조 4,357억원에 불과. 프로젝트 중 33개 사업을 종료했는데, 이 중 12개 사업장은 손실, 11개의 사업장에서의 회수액은 0원(해외자원개발 사업의 누적회수율이 22.9%에 불과)
- 무분별한 해외자원개발로 회생이 어려운 수준까지 손해가 커졌으며 자본잠식 상태에 빠짐. 이를 타개하기 위해 해외사업 환수/매각, 국내 부동산과 세아엠앤에스의 지분 매각 등으로 부채감축 노력
- 그럼에도 불구하고 미래를 위한 핵심광물 확보 노력은 지속될 예정. 광물의존도를 낮추고 자원개발을 위한 여러 지원 지속 기대

### 해외자원 투자 부진에 따른 실적 미흡

(억원)	21.12	22.6	22.12	23.6	23.12	24.6
영업이익	-37,353	-2,644	-87,552	-11,856	-104,250	-93,711
당기순이익	24,822	82,496	-18,100	37,245	-311,975	-164,329

(억원, %)	전체	고유	해외자산
자산	54,698	25,489	28,116
부채	80,120	1,184	73,436
자기자본	-25,422	24,305	-45,320
차입금	76,524	60	76,464
부채비율	-315.2	4.9	-162.0
차입금의존도	139.9	0.2	272.0

자료: ALIO, 한국기업평가, 하나증권

### 핵심광물 확보를 위한 노력

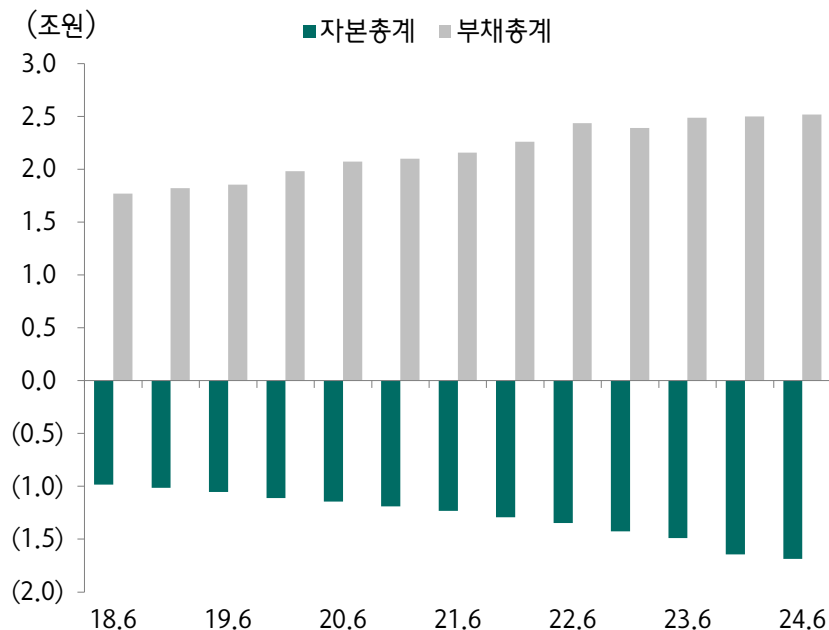
추진 내용		
2030년 10대 전략 핵심광물 특정국 의존도 50%대로 완화		
재자원화를 통한 원료공급 20% 확보		
핵심광물 대상 해외개발 사업 진행으로(니켈 4개, 리튬 3개, 망간 1개, 희토류 2개) 핵심광물 국내 수요의 11.7% 확보		
리튬, 니켈 등 이차전지 핵심원료 중심으로 장기 구매계약을 추진		
공공부문의 사업발굴·탐사 및 사업화 지원 강화 등 안정적인 핵심광물 자원 공급망 확보를 위한 민관 협력 확대 노력		
민간기업에 최대 90%까지 핵심 광물 탐사비용 지원		
2013년도 일몰된 해외자원개발 투자세액공제 제도를 재도입		
	군산 비축기지(운용중)	새만금 비축기지(26년 완공)
규모	1만 5,292평	5만 7,173평
구성	일반창고 2동, 특수창고 2동	일반창고 8동, 특수창고 4동
임차비/사업비	4억 9,800만원	2.782억원
현재상황	적재율 98.5%	예타 조사 중

자료: 한국광해광업공단, 하나증권

## 대한석탄공사[자본잠식, 손실보전有](1): 또다른 자본잠식기관. 사양사업부문 수익성 저하

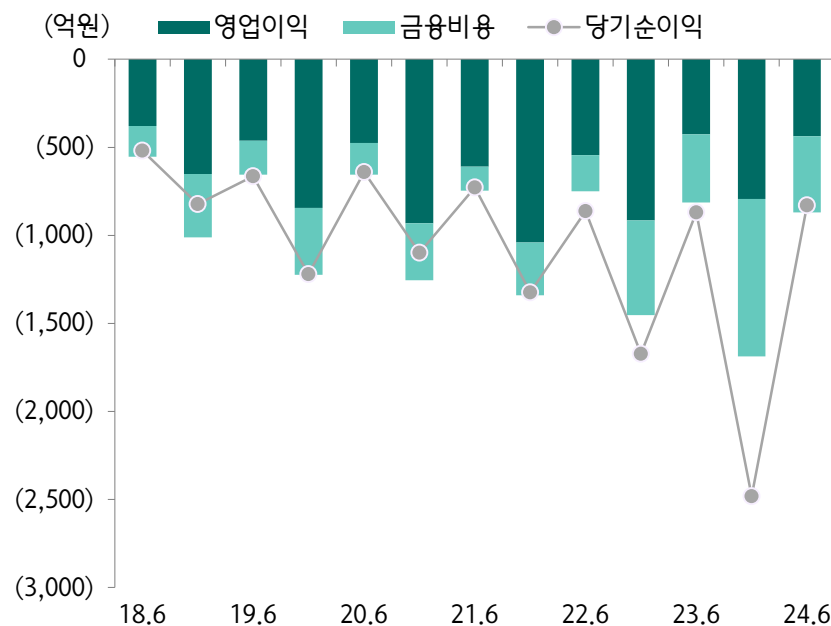
- 대한석탄공사의 자본잠식상태는 구조적으로 고착화되어 해소되지 못할 것
- 정부의 손실보정규정은 존재하나, 최소한의 존속에 필요한(일부부문의 석탄수요를 충당할) 정도로만 지원이 나타날 것
- 석탄부문은 사양산업으로 수익성을 잃은지 오래되었고, 앞으로도 친환경에너지 사용증가로 더욱 사업이 고전할 것으로 전망

### 자본잠식상태는 구조적으로 고착화



자료: ALIO, 하나증권

### 사양사업으로 영업적자 지속적으로 발생하고 있기 때문

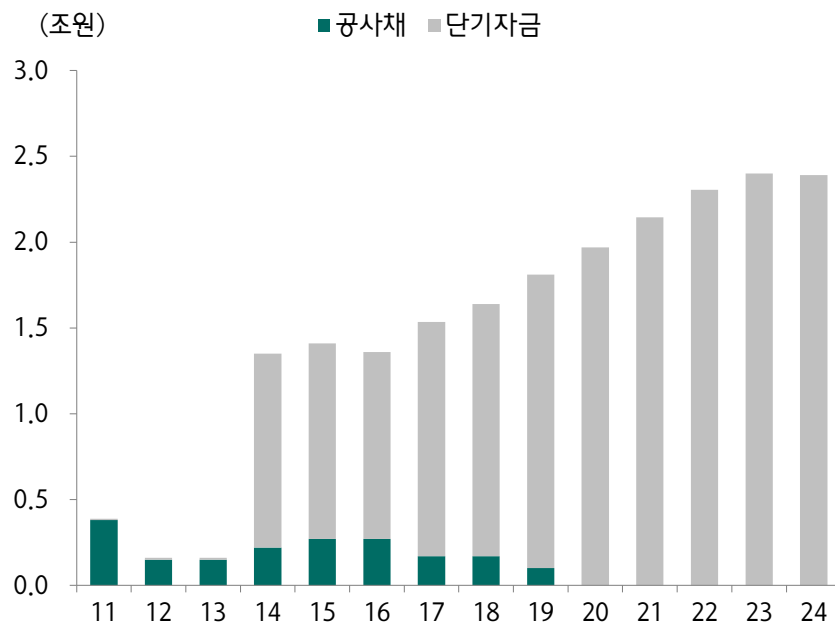


자료: ALIO, 하나증권

## 대한석탄공사[자본잠식, 손실보전有](2): 채권발행 Stop, 투자계획도 없이 구조조정만 남음

- '19년도 마지막 잔존채권이 상환된 이후 공사채발행도 이뤄지지 못하고 있음
- 단기자금시장을 통해서만 필요한 자금조달을 하고 있으며, 향후에도 공사채를 발행하기 매우 어려울 것으로 전망
- 향후 정부의 중장기 투자계획도 부재한 가운데, 재무관리의 기본방향은 폐광 등을 통한 강도 높은 자구노력과 부채감축
- 이를 위해서 인력/생산감축, 자산매각 등을 통해 5,126억원 확보할 것으로 요구

### 이제는 공사채 미발행. 단기자금시장을 통해서만 자금조달



자료: 인포맥스, 하나증권

### 중장기적인 투자계획도 없어... 이제 남은건 강도 높은 구조조정뿐

구분	23	24	25	26	27	28
총투자	186	66	39	-	-	-
생산유지	94	29	25	-	-	-
기술개선	25	2	1	-	-	-
안전유지	44	21	4	-	-	-
후생복지	10	6	3	-	-	-
광해방지 및 기타	13	8	6	-	-	-

#### ◇ 재무관리계획 기본방향

- 정부의 기능조정 방안과 폐광을 반영한 강도 높은 자구노력 추진으로 부채증가 완화

#### ◇ 재무관리계획 목표

- 강도 높은 재정건전화계획 수립 및 자구노력 지속 추진으로 부채 관리 강화('28년 부채 25,031억원)

\* 인력/생산 축소, 자산매각 등 자구노력 5,126억원 추진

자료: 기획재정부, 하나증권

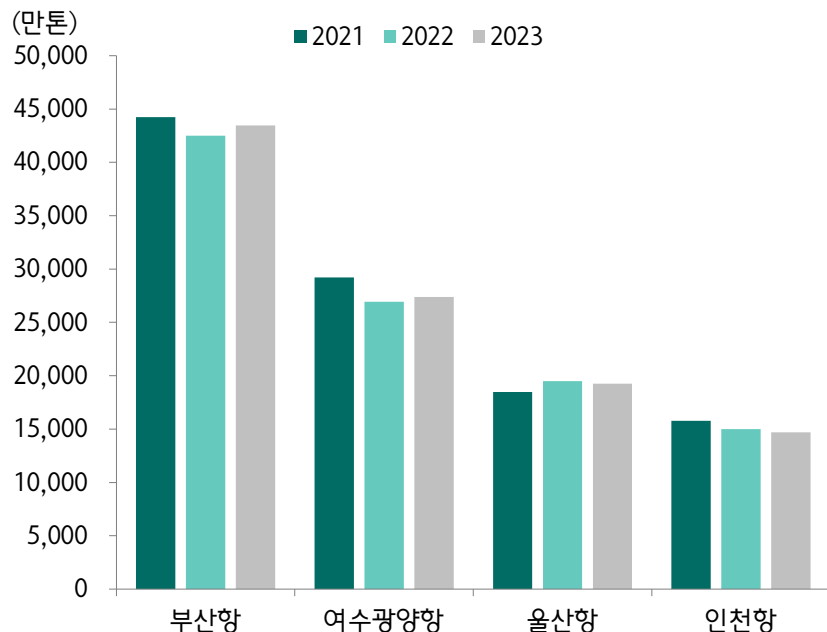
# Part 5. 기타공기업

공사채시장/공기업 현황 및 시사점

## 항만공사[부산, 여수광양, 울산, 인천](1): 물동량 감소·요금동결로 수익성저하. 요금인상추진

- 2022년 전체 무역항이 처리한 물동량은 우크라이나 사태 장기화와 세계경기 둔화 등으로 2021년 대비 3.5% 감소한 것으로 나타남
- 부산항이 40,000만톤이상 가장 많은 물동량을 처리했으며 2021년 대비 -3.9% 감소. 다른 항만에서는 울산항에서는 5.5% 증가한 반면, 광양 -7.7%, 인천 -5.0% 순으로 물동량 감소가 컸음. 2023년에는 부산/여수광양항을 중심으로 +0.83% 물동량 소폭 회복
- 그간 항만시설 사용료가 인상된 것은 2013년과 2015년 등 2차례에 불과. 당시 항만시설 사용료는 2013년 1.8%, 2015년 3.6% 인상
- 영업이익은 부산과 인천이 지속적으로 감소세인 반면, 여수광양과 울산은 증가세. 합계 영업이익은 감소세로 요금인상 필요성 제기

### 주요 무역항 물동량 변화



자료: 해양수산부, 하나증권

### 무역항 화물 입출항료와 요금인상을 준비중인 해수부(23.11.27)

(단위: 원/톤)

구분		부산항	인천항	기타항
외항	입항	341	306	194
	출항	203	192	120
내항		90	85	54

해양수산부 공고 제2023-1211호

### 용역 입찰 공고(긴급)

우리부에서 추진하는 **원가계산 기반 항만시설보안료 적정 효율 산출 및 징수체계 효율화 방안 도출 용역의 사업자 선정**을 위하여 다음과 같이 제안서 제출 및 용역 입찰에 관한 사항을 공고합니다.

2023년 11월 27일  
해양수산부장관

자료: 해양수산부, 하나증권



## 항만공사[부산, 여수광양, 울산, 인천](2): 스마트항만으로 높아진 투자부담

- 한국은 2030년까지 부산 신항을 ‘한국형 스마트 항만’으로 완성하고 인천, 울산, 여수광양은 지역별 특화 항만으로 개발할 예정
- 주요 과제로는 자동이송장비(AGV)도입, 무인차량 위치감지장비 매립, 자동화터미널 운영시스템(TOS)구축 등 전구간(안벽-이송-야드) 완전 자동화 구현
- 지난해 10월 부산항만공사는 국내최초 완전자동화 항만 준공 발표 및 올해 상반기 개장. 또한 부산 신항에 스마트 공동물류센터 건축 설계도 완료해 부채부담 완화전망. 그러나 항만 스마트화는 각 항만공사에서도 추진하는 사업으로 투자부담은 잔존 예상

### 스마트항만 추진. 부산은 국내 최초 완전 자동화 항만으로 발전(23.10.27)

#### 부산항 신항 서컨테이너터미널(2-5단계) 준공...내년 상반기 정식 개장

입력 2023-10-27 17:38:05

📷 f t l - +

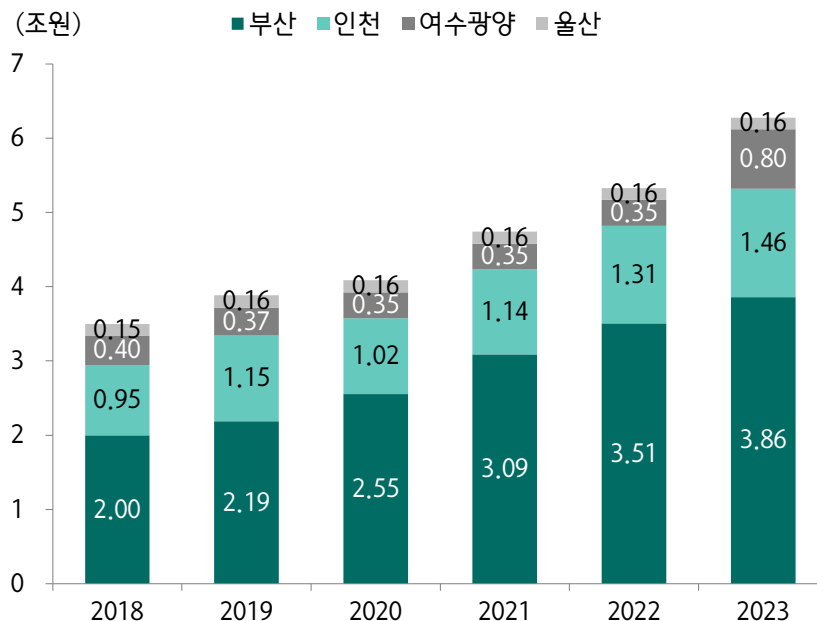
경상남도가 국내 최초 국산 항만 장비로 구축된 부산항 신항 서컨테이너터미널(2-5단계) 준공으로 '스마트 항만 시대'를 열게 됐다.

경남도는 27일 조승환 해양수산부 장관을 비롯해 경상남도 김영삼 건설교통국장, 창원시, 유관기관 및 항만터미널 운영사와 선사 등 관계자 약 200여 명이 참석한 가운데 서컨테이너터미널(2-5단계) 준공식과 항만장비 시연회를 개최했다.



자료: 쿠키뉴스, 하나증권

### 부채금액 합계 증가

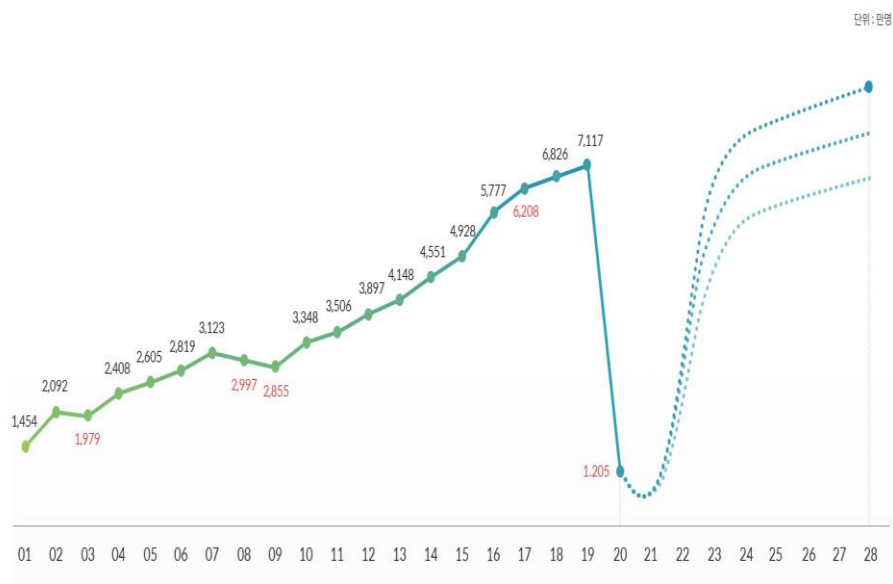


자료: ALIO, 하나증권

## 인천국제공항공사(1): 여객 수 회복에 따른 영업흑자 전환 기록

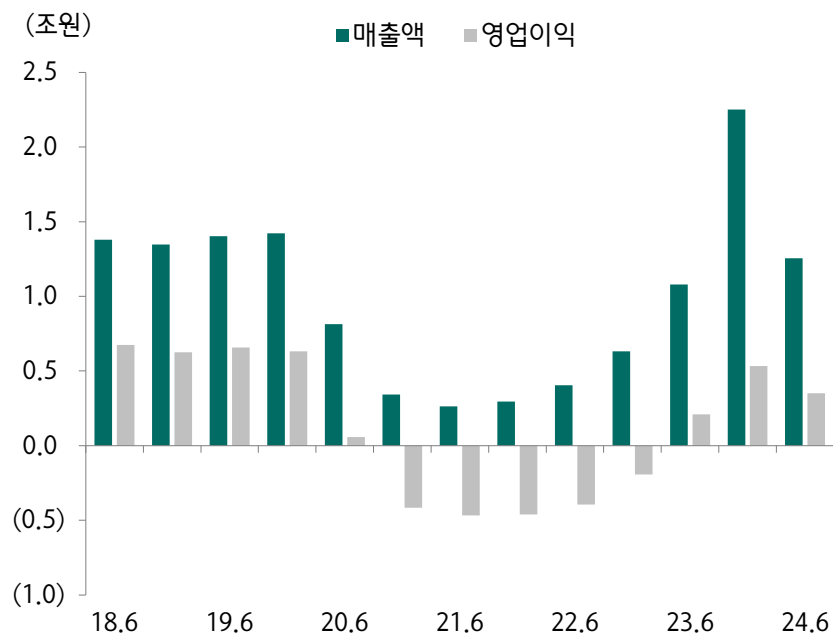
- 지속적인 성장을 이어오던 인천공항은 2020년 코로나19의 영향으로 항공수요가 급감했으나, 2022년 전후를 기점으로 여객수는 완만히 회복하여 2030년까지 지속적인 성장이 예상
- 팬더믹 기간동안 영업손실이 지속 발생하면서 3년간 1조 9천억원 규모의 누적 영업손실 기록
- 2023년 1분기에는 11개 분기만에 흑자로 전환. 방역당국의 규제 완화와 무비자 관광 재개 등에 힘입은 여객수 회복세의 영향

### 여객수 코로나19로 급감했다가 다시 회복



자료: 인천국제공항공사, 하나증권

### 영업이익도 2023년 들어 흑자전환

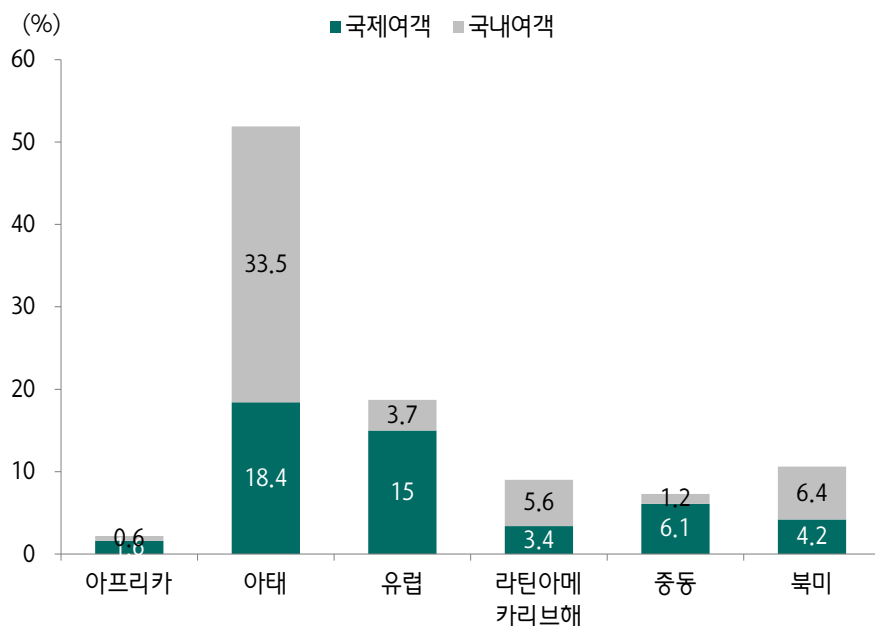


자료: ALIO, 하나증권

## 인천국제공항공사(2): 세계항공 수요 아태지역 중심 성장전망. 주요공항 확장 개발 경쟁

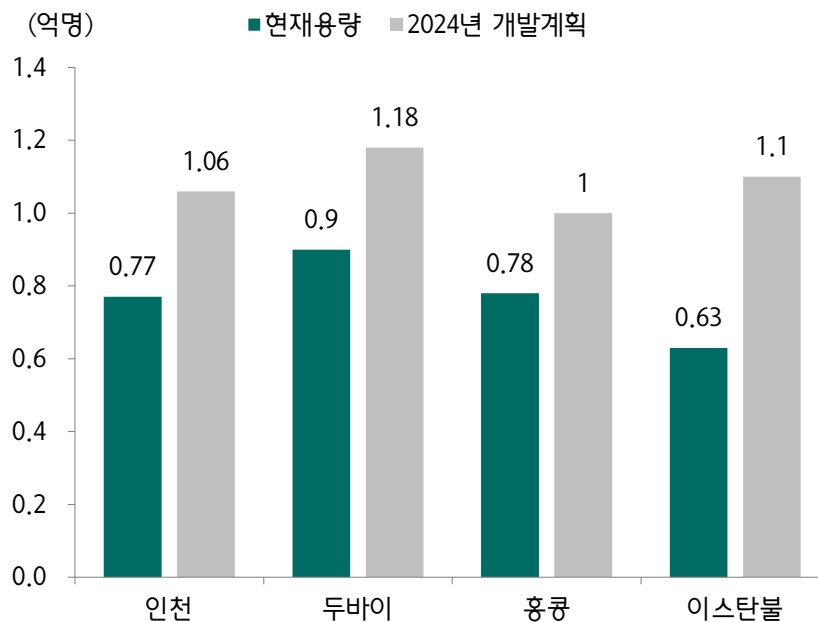
- 세계항공수요는 향후 2030년까지 연평균 여객 4.4%, 화물 2.7%, 운항 2.3% 증가세 전망됨
- 특히, 아태지역은 연평균 5.2% 급격한 성장을 통해 항공시장 점유율이 2019년 37%에서 2040년에는 45%까지 증가할 것으로 예상
- 인천공항의 수요 대응 및 글로벌 경쟁력 확보를 위해 시설확장의 필요성이 대두
- 세계 항공시장 선점을 위한 경쟁이 치열해지고 있으며, 인천공항은 2024년까지 4단계 건설사업 완료할 예정

지역별 항공수요 성장 비중: 아태지역이 전세계 성장의 절반이상 차지



자료: 인천국제공항공사, 하나증권

주요공항 확장 개발 현황



자료: 인천국제공항공사, 하나증권

## 인천국제공항공사(3): 제 4단계 사업 마무리 단계. 부채부담 2025년부터 완화 예상

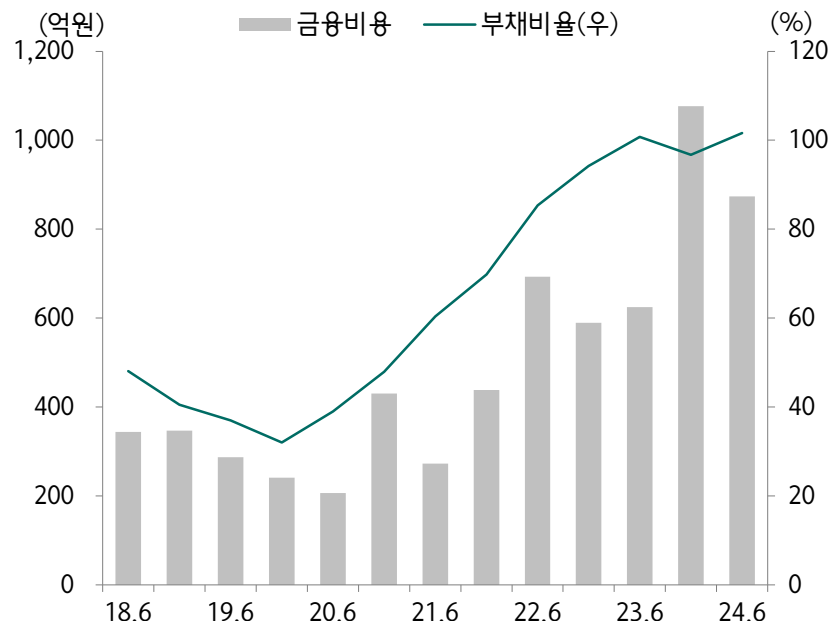
- 현재 2024년까지 인천국제공항은 4단계 건설사업을 진행 중. 사업비는 약 4.8조원이 사용
- 여객수 급감으로 인한 영업손실누적과 2024년까지 4단계 건설사업으로 투자부담이 지속되면서 부채비율도 2023년 6월 100% 돌파
- 그러나 그동안의 인천국제공항공사의 비용절감 노력 등을 통해 안정적인 재무구조가 유지되고 있음
- 2024년 4단계 사업 종료 이후 시차를 두고 제 3여객터미널과 제5활주로 건설 등 5단계 사업도 추진될 전망이지만, 당장 발표된 로드맵은 없음. 현재 상황에서는 2024년까지 공사채발행이 증가하지만 2025년부터는 부채부담이 완화될 것으로 예상

### 4단계 사업개요와 기대효과

사업기간	사업내용	사업비
2017 ~ 2024	제 2터미널 확장 (+2,900만명/년)	약 4.8조원
	활주로 1개 (제 4활주로 3,750m)	
	계류장 주차장, 도로 등	
기대효과		
운항 6만회	여객 1.06억명	화물 630만톤
생산유발 9.3조원	부가가치 3.3조원	취업유발 6만명

자료: 인천국제공항공사, 하나증권

### 부채비율 100% 돌파. 투자부담이 증가한 영향

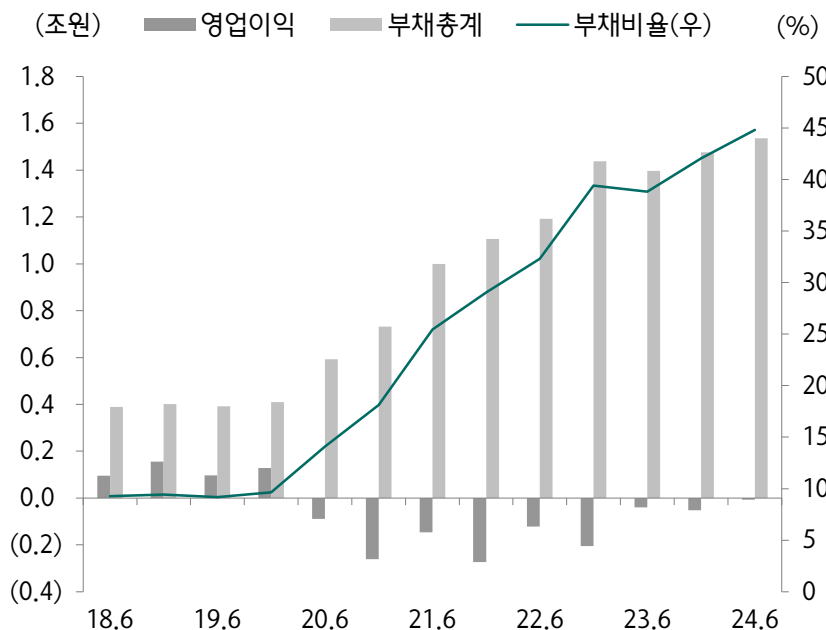


자료: ALIO, 하나증권

## 한국공항공사(1): 대부분 공항에서 영업손실 지속

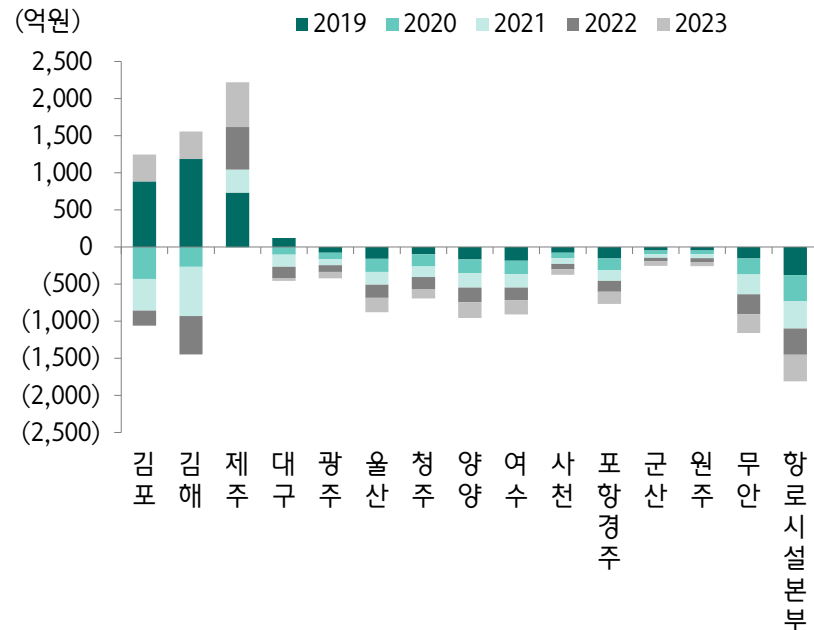
- 장기간 동결된 사용료가 원가에 한참 못 미치는 가운데, 항공수요가 급감하면서 활주로 이용률이 낮은 공항들의 영업손실 지속
- 2019년 전체 영업이익 흑자는 김포와 김해, 제주 3개 공항 실적의 영향. 2019년부터 2023년까지 무안(-1,159억원), 양양(-958억원), 울산(-879억원) 등 10개 공항은 영업이익을 한번도 기록하지 못했으며 이들 10개 공항에서 5년간 총 6,676억원의 영업손실을 기록
- 김포/김해공항도 코로나19이후 국내 여행수요 감소에 2020년부터 3년간 2,510억원 영업손실 기록했으나 2023년 흑자전환에 성공
- 반면, 활주로 이용률이 유일하게 100%를 상회하는 제주공항(102%)은 꾸준한 영업이익을 내며 5년간 2,213억원 흑자 달성

영업이익 적자지속. 신공항 투자부담에 부채비율 증가세



자료: ALIO, 하나증권

기존 공항 대부분 영업이익 적자 지속



자료: ALIO, 하나증권

## 한국공항공사(2): 신공항 투자부담 높은 상황. 최근 TK공항 SPC 구성은 차질

- 영업손실이 지속되는 가운데 10%를 밑돌던 부채비율은 최근 40%를 상회. 이는 신공항 건설 투입비를 전액 외부자본 차입에 의존하기 때문. 가덕도신공항 건설 참여시 부채 대폭 증가 가능성이 존재하며 최근 TK신공항 건설을 위한 SPC에도 참여하겠다는 방침
- 공항은 건설부터 운영까지 모든 비용을 중앙정부가 국비로 부담. 3~4km 길이 활주로를 갖춘 대형 공항 건설엔 5조~20조원 소요. 내년 착공에 들어가는 가덕도신공항의 사업비는 13조 8,000억원. 울릉도 같은 소형 공항을 짓는 데도 최대 1조 5,000억원이 소요
- TK공항은 사업시행자를 선정을 통해 2025년부터 공사에 들어가 2030년 개항이 목표. 금융비용 등의 문제로 SPC 구성에 난항을 겪고 있어 최근 공영개발로의 사업방식 변경을 검토 중

### 현재 추진 진행중인 신공항(23.11.03)



자료: 한국경제, 하나증권

국내크레딧 김상만

### 대구경북(TK)신공항 건설 추진 과정

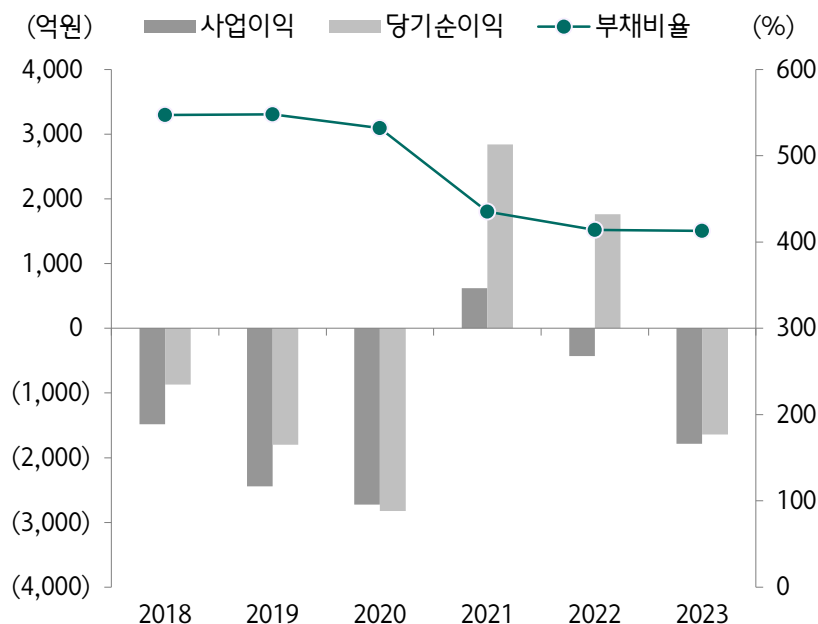
연도	추진내역
2014.5	대구 군공항(K-2기지) 이전 계획서 제출
2016.7	대통령, K-2기지, 대구공항 통합이전 발표
2020.8	최종이전 부지선정(대구 군위군, 소보면, 경북 의성군 비안면 일대)
2023.8	TK신공항 건설을 위한 특별법 시행
2023.11	대구 군 공항 이전사업 합의각서 체결
2024	사업시행자 선정
2025~2030	공사 및 개항

자료: 언론보도, 하나증권

## 중소벤처기업진흥공단[손실보전有]: 정책자금 규모 축소

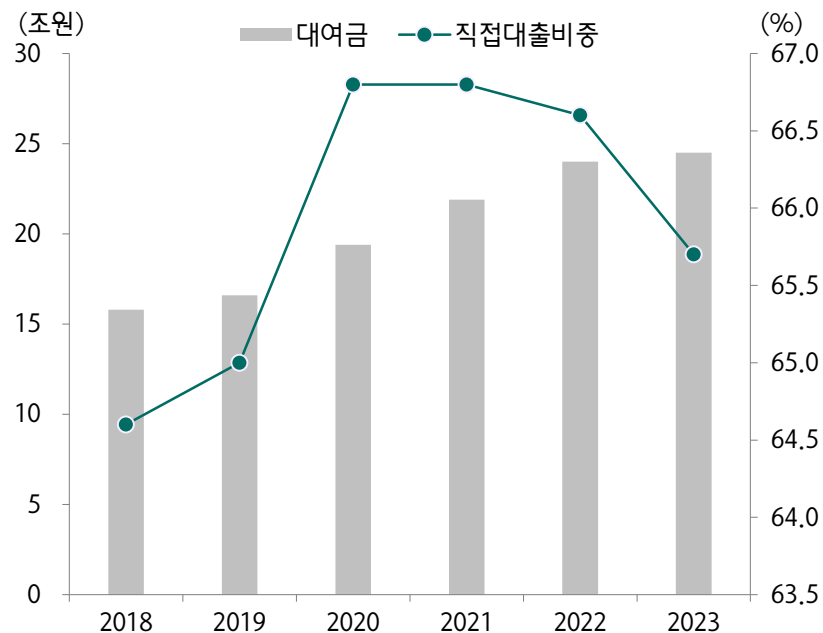
- 2016년 이후 적자상태가 지속되었지만, 2021년 지분법이익 및 차입부채 평가이익 증가로 당기순이익은 흑자전환에 성공. 사업측면 수익성은 창업지원 등 공적자금 집행 성격으로 구조적으로 미흡
- 자산건전성은 열위하며 손실 발생시 정부 출연금으로 손실보전. 대여금 24조원 50% 내외가 사업지속가능성이 낮은 창업기업에 대한 지원금 형태이며 대여금의 직접대출비중은 약 65%
- 2022년 이후에는 코로나19 관련 정책자금 공급규모가 축소되고 자산운용규모 증가세가 둔화되면서 채권발행 수요는 감소 전망

2021,2022 당기순이익 지분법/평가이익에 증가. 부채비율은 감소세



자료: 한국기업평가, 하나증권

대여금의 50%는 창업기업 대상, 약 65%는 직접대출형태



자료: 한국기업평가, 하나증권

## 자산관리공사[캠코](1): 다양한 지원프로그램 운영. 최근 새출발기금으로 부채증가 불가피

- 자산관리공사는 해운업 및 취약 중소기업 지원 확대에 따라 선박펀드와 기업지원 펀드 출자가 지속되고 있음
- 캠코선박펀드 인수에 매년 2천억 규모의 출자를 해왔으며, 고유계정을 통한 부실채권 인수, 기업자산 매각지원프로그램 등을 운영
- 특히, 2022년 10월 출범한 새출발기금(2024.7월, 최대 30조원→40조원)은 코로나 피해 사업자 등 소상공인 및 자영업자들의 부실 대출채권을 정부가 기금을 통해 금융회사로부터 직접 매입해 대출 원금을 일부 탕감해 주는 채무 조정
- 새출발기금 대상자로 확정되면 최대 15억원(담보 10억원+무담보 5억원) 원금을 최고 80%까지 감면

### 캠코선박펀드 선박인수현황

인수 연도	인수 선박	인수 선가	공사 출자액
2015	5개 해운사 7척	176.75백만USD (2013억원)	97.55백만USD (1109억원)
2016	8개 해운사 11척	183.55백만USD (2095억원)	102.83백만USD (1172억원)
2017	7개 해운사 23척	379.30백만USD (4272억원)	227.40백만USD (2561억원)
2018	3개 해운사 11척	321.20백만USD (3549억원)	192.72백만USD (2130억원)
2019	4개 해운사 15척	390.63백만USD (4574억원)	217.38백만USD (2543억원)
2020	7개 해운사 13척	331.94백만USD (3980억원)	197.35백만USD (2366억원)
2021	7개 해운사 16척	357.93백만USD (4155억원)	214.26백만USD (2487억원)
2022	1개 해운사 4척	190.00백만USD (2396억원)	114.00백만USD (1438억원)
2023	2개 해운사 3척	75.20백만USD (973억원)	44.20백만USD (572억원)
2024	1개 해운사 2척	85.00백만USD (1124억원)	51.00백만USD (674억원)

자료: 공공데이터포털, 하나증권

### 새출발기금 개요

구분	내용
사업 목적	코로나19 피해 등으로 채무상환이 어려운 소상공인·자영업자 지원
지원 대상	'20.4월~'24.6월 중 사업을 영위한 소상공인·자영업자 중 부실 또는 부실우려 차주
대상 대출	15억원 한도(담보 10억원, 무담보 5억원) 내 협약금융회사 보유 모든 대출(주택구입 등 개인 자산형성 목적 대출 등 제외)
지원내용	부실차주: 신용채무의 재산가액 초과분에 대하여 원금조정 및 장기분할상환, 금리감면 등 부실차주의 담보부채무 및 부실우려 차주 채무: 거치기간 부여, 장기분할상환 및 금리감면 등

자료: 자산관리공사, 하나증권



## 자산관리공사[캠코](2): 자본금한도 증액, 정부의 출자 증액

- 2022년 12월 국회에서 캠코의 법정자본금을 기존 3조원에서 7조원으로 상향 조정. 당시 자본금 증액은 코로나19 피해사업자들을 지원하는 새출발기금 프로그램 확대를 위함
- 2024년 9월 기준 재원 30조원 중에 채무신청액은 15조원을 돌파했으며, 신청자는 9.3만명에 달함
- 정부는 2024.7에 소상공인과 자영업자 재가 지원 확대목적으로 새출발기금을 당초 30조원에서 40조원까지 확대를 밝힘. 이를 위해 새출발기금 손실보전을 위해 4조원을 캠코에 출자할 것임을 밝힘(기존 3.6조원에서 확대)
- 이미 정부는 2022년 1.1조원 출자에 이어 2023년 2,800억원, 2024년에는 3,300억원 출자. 향후 2025년에는 5천억원 출자가 예상됨

### 공사법 개정으로 법정자본금 한도 증액(3→7조원)

#### 제 9 조(자본금)

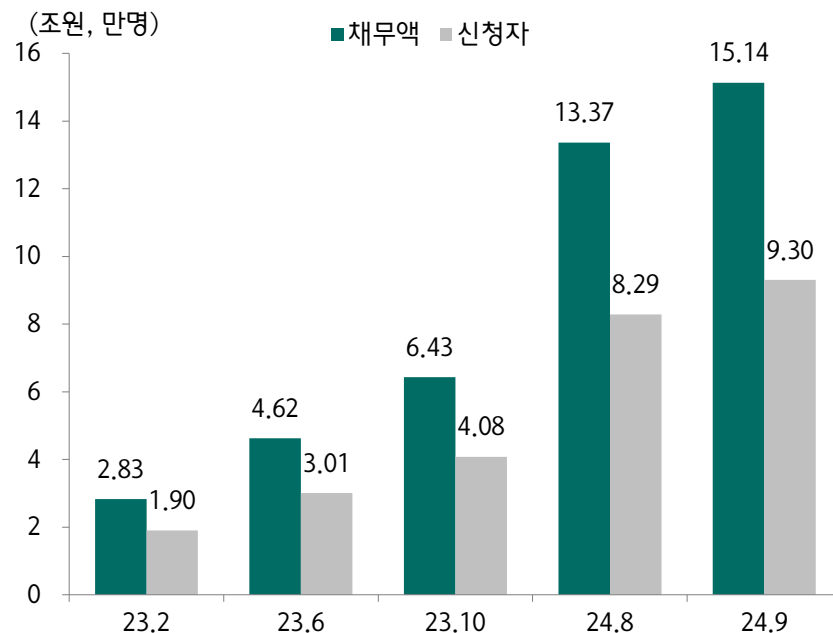
- ① 공사의 자본금은 7 조원으로 한다.  
<개정 2019. 11. 26., 2023. 1. 17.>
- ② 공사의 자본금은 금융회사등이 출자하여야 한다.
- ③ 정부는 공사의 업무수행을 지원하기 위하여 필요하다고 인정할 때에는 공사에 출자하거나 필요한 경비를 지원할 수 있다.
- ④ 제 2 항에 따른 금융회사등의 출자금은 금융회사등의 총자산 또는 납입자본금의 규모 등을 고려하여 기관별로 정하되 출자금의 산정방법, 납입 시기 및 방법 등 출자금의 납입에 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.  
[전문개정 2011. 5. 19.]

#### 제 33 조(사채의 발행)

- ① 공사는 이사회 의결을 거쳐 사채를 발행할 수 있다.
- ② 사채의 발행액은 공사의 납입자본금과 이익준비금 및 사업확장적립금 합계액의 10 배를 초과하지 못한다.
- ③ 정부는 공사가 발행하는 사채의 원리금 상환을 보증할 수 있다. 이 경우 그 사채의 발행액은 제 2 항에 따른 한도에 포함되지 아니한다.
- ④ 사채의 소멸시효는 원금은 5 년, 이자는 2 년으로 완성한다.

자료: 자산관리공사법, 하나증권

### 새출발기금 신청자와 채무액 추이



자료: 자산관리공사, 하나증권

## 자산관리공사[캠코](3): 새출발기금 규모 확대에도 공사채발행 부담은 완화될 전망

- 올해 예산처는 신용회복위원회의 채무조정과 개인워크아웃, 캠코 채무조정 프로그램 실효율을 토대로 새출발기금 예상 부도율 조정
- 정부의 매입예상가율 하락(2023년 60%→2024년 40.7%)에 기인하여 채권매입 소요 재원은 기존 18조원에서 13.6조원으로 축소된 반면에, 예상부도율 상승(2023년 20%→2024년 29.5%)으로 정부출자금은 기존 3.6조원에서 4.01조원으로 확대
- 이에 따라, 캠코의 자체조달 소요(총 소요재원 - 정부출자금)는 기존 14.4조원에서 9.59조원으로 축소되었음
- 필요 재원(=공사채 발행)이 약 5조원 축소된 만큼 공사채 발행 부담은 완화되었으나, 지속적인 공사채 발행에는 필요할 전망

### 채권매입 재원 조성 계획

구분	재원 조달 계획	
	당초	변경
채무조정 대상 채권매입액	30조원 목표	33.4조원 목표
채권매입 소요 재원	18조원 = 30조원 × 60%(예상 매입가율)	13.6조원 = 33.4조원 × 40.7%(예상매입가율)
정부출자	3.6조원 = 18조원 × 20%(예상 부도율)	4.01조원 = 13.6조원 × 29.5%(예상 부도율)
한국자산관리공사 자체 재원 조달 (=공사채 발행)	14.4조원 = 18조원 - 정부출자금	9.59조원 = 13.6조원 - 정부출자금

자료: 금융위원회, 하나증권

### 새출발기금 정부 출자 계획 및 현황

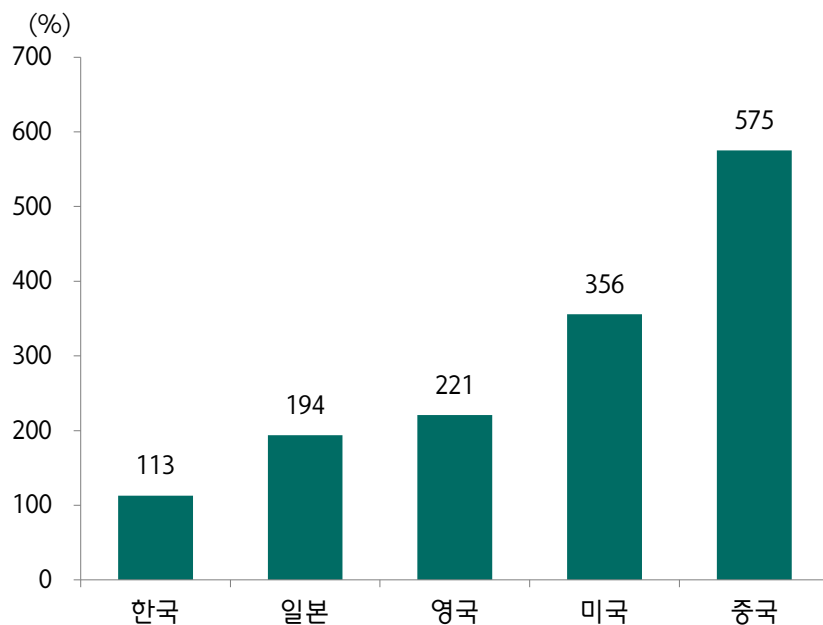
구분	당초계획	수정계획	현황			
			2022	2023	2024	합계
정부출자금	36,000억원	40,100억원	11,000억	2,800억원	3,300억원	17,100억원
한국자산관리공사 자체조달	144,000억원	95,900억원	-	3,600억원	9,200억원	12,800억원
합계	18조원	130,600억원	11,000억원	6,400억원	12,500억원	29,900억원

자료: 금융위원회, 하나증권

## 예금보험공사[무자본](1): 예금자보호한도 이제는 진짜 상향!

- 한국의 예금자보호한도는 24년동안 5,000만원으로 동결되면서 인플레이션이 반영되지 않았으며, 한도를 상향해야한다는 의견 지속
- 1인당 GDP대비 예금자보호한도는 113%에 그치며, 다른 선진국 대비 한참 낮은 수준
- 작년 10월 국정감사에 참석한 예금보험공사 유재훈 사장은 4년 뒤(2027년)에나 한도 상향을 고려하겠다고 밝힘
- 2024년 국정감사에서 김병환 금융위원장 예금자보호한도 1억원 상향 필요성에 공감한다면서 안건이 수면위로 떠오름
- 직후 2024년 11월 13일 정기국회에서 여야는 예금자보호한도를 5,000만원에서 1억원으로 상향에 합의

### 1인당 국내총생산 대비 예금자 보호한도



자료: 예금보험공사, 하나증권

### 예금자보호한도 1억원으로 드디어 상향(2024.11.13)

#### 예금자보호한도 5000만→1억원 상향...정기국회 처리 합의

노정동 기자 ☆

입력 2024.11.13 15:57 수정 2024.11.13 15:57

가



자료: 한국경제, 하나증권

## 예금보험공사[무자본](2): 금융사들의 부담이었던 예보료율 기준, 이제 바뀌나?

- 유재훈 사장은 예금보호한도 동결의 근거를 한도 상향 시 예보료율이 인상되면서 금융사 부담이 가중될 수 있다고 밝힘
- 예보료율은 예금보험공사가 부실에 대비해 쌓아놓은 일종의 보험금 성격으로 저축은행이 0.4%로 가장 높은 예보료율 지급 중
- 예보료율이 높아지면 자금조달비용이 높아지는 만큼 금리인상이 불가피하기 때문에 그간 저축은행에서는 예보료율 인하를 요구해옴
- 한편 2024년 8월 말 일몰예정이던 예보료율 한도(예금의 0.5%) 존속기한을 2027년 말로 연장하면서 기존 예보료율 체계를 유지. 반면에 예금보험료를 할인 또는 할증하는 '차등보험료율' 평가등급을 기존 5등급에서 7등급으로 세분화하는 방안을 연말에 발표하겠다고 밝히면서 금융사들의 경영개선을 지원할 예정

### 12년간 동결된 예보료율 인상시 자금조달비용 부담 가중

구분	은행	보험	금융투자	저축은행	종금
1997.12 이전	0.02%	0.10%	0.10%	0.15%	0.08%
1997.12~1998.7	0.03%	0.15%	0.10%	0.15%	0.12%
1998.7~2000.7	0.05%	0.15%	0.10%	0.15%	0.15%
2000.8~2009.6	0.10%	0.30%	0.20%	0.30%	0.30%
2009.6~2011.6	0.08%	0.15%	0.15%	0.35%	0.15%
2011.7~	0.08%	0.15%	0.15%	0.40%	0.15%

자료: 예금보험공사, 하나증권

### 차등보험료를 평가등급 세분화 의견 수렴에 시작 및 연말 발표 예정

#### [단독] 예보료 할인 구간 신설... 금융사 경영 개선 유도

입력 2024-11-03 17:46:36 수정 2024.11.03 19:18:15 신중섭 기자



평가 5등급서 7등급으로 세분화  
기후리스크 등 ESG 평가도 신설  
금융사고 방지 내부통제에 배점  
연말 최종안 발표...2026년 반영



자료: 서울경제, 하나증권

## 예금보험공사[무자본](3): 상환기금·특별계정채권 지속 상환 전망

- 상환기금채권은 1997년 이후 2002년말까지 금융산업구조조정 위해 투입된 공적자금 82.4조원 상환 위해 설치. 특별계정은 2011 ~ 2013년에 발생한 대규모 저축은행 구조조정 지원 목적으로 설치된 기금으로 23조 3,300억원의 특별계정채권을 발행했었음
- 예금보험공사는 보유지분·파산재단 보유 부동산 매각 등으로 회수한 자금과 예금보험료·특별기여금 등 가용자원으로 채권을 최대한 상환함으로써 새로이 발행하는 채권(차환발행 채권) 최소화 노력. 상환기금과 특별계정 채권 순상환으로 부채 규모 적극적 감축
- 상환기금채권을 지속적으로 상환해오면서 현재 예보채는 4.8조원까지 감소했으며, 2027년에는 5,000억을 밑돌 것으로 전망

예보채(상환기금+특별계정채권) 잔액 추이 및 전망



자료: 인포맥스, 하나증권

## 농어촌공사: 안정적인 사업환경 지속

- 농어촌 공사는 안정적인 사업운동을 통해 최근 견조한 영업실적을 기록 중이며 향후에도 안정적인 사업매출을 기록할 전망
- 부채비율은 증가세로 차입부담은 과중. 농지관리기금 및 FTA기금 관련 차입금(총차입금의 95.9%)으로 부채규모가 확대된 영향
- 그간의 부채증가 형태가 농지은행을 통한 차입형태로 특정되고 있고, 향후에도 공사채 발행 및 잔액 변동은 크지 않을 전망
- 또한, 결손금을 기금부담으로 손비처리하여 공사에 결손이 전이되지 않아 실질적인 차입금 상환부담은 제한적

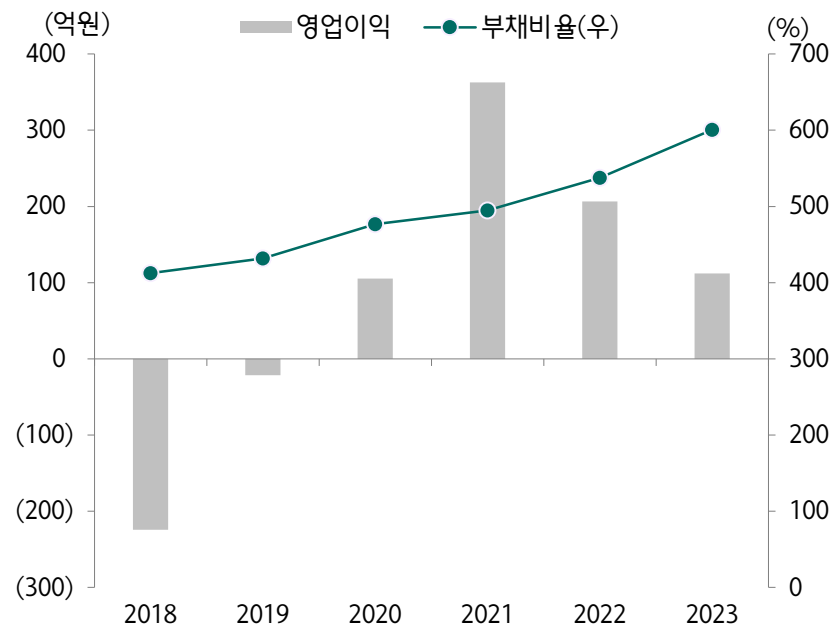
### 농어촌 공사 주요 사업부문과 매출액 추이

구분	내용
용수관리	수리시설유지관리, 용수수질조사, 용수수질개선, 수리시설개보수 등
생산기반정비	농촌용수개발, 지표수보강개발, 배수개선, 대단위농업개발 등
농지은행	농지규모화, 과원규모화, 농지매입비축 등
지역개발	권역단위종합정비, 농공단지조성 등
기타	국제농업협력, 농식품산업 해외진출지원, 해외기술용역, 자체사업 등

(단위, 억원)	18	19	20	21	22	23
용수관리	9,216	10,240	11,309	12,314	12,238	12,567
생산기반정비	10,723	10,879	11,183	10,616	10,226	10,889
농지은행	4,683	4,508	5,057	5,623	4,964	4,625
지역개발	7,723	7,336	8,850	10,651	11,479	10,775
기타	4,821	4,897	4,742	4,699	6,110	7,174

자료: 한국기업평가, 하나증권

### 영업이익과 부채비율 추이



자료: ALIO, 하나증권

## 수자원공사: 그동안은 부채감축 해왔지만 향후 대규모 투자 진행

- 2023년 분양시장 침체로 단지분양 사업에서 실적악화가 발생. 2024년에도 단지분양사업 실적저하가 지속되며 매출/수익성 저하
- 한편, 지난 4대강 사업 자산손상에 따른 대규모 손실 인식 등으로 부채비율이 2015년에 211.4%까지 치솟음
- 이후 차입금 감소 등의 부채감축 노력을 통해 부채비율은 110% 수준까지 하락. 한편, 영업이익 흑자도 견조한 수준을 유지하면서 자본을 지속적으로 확충해온 영향도 존재
- 향후 낙동강 취수원 다변화 사업 등 대규모 투자계획에도 안정적인 영업현금창출을 바탕으로 우수한 재무안정성 유지할 전망

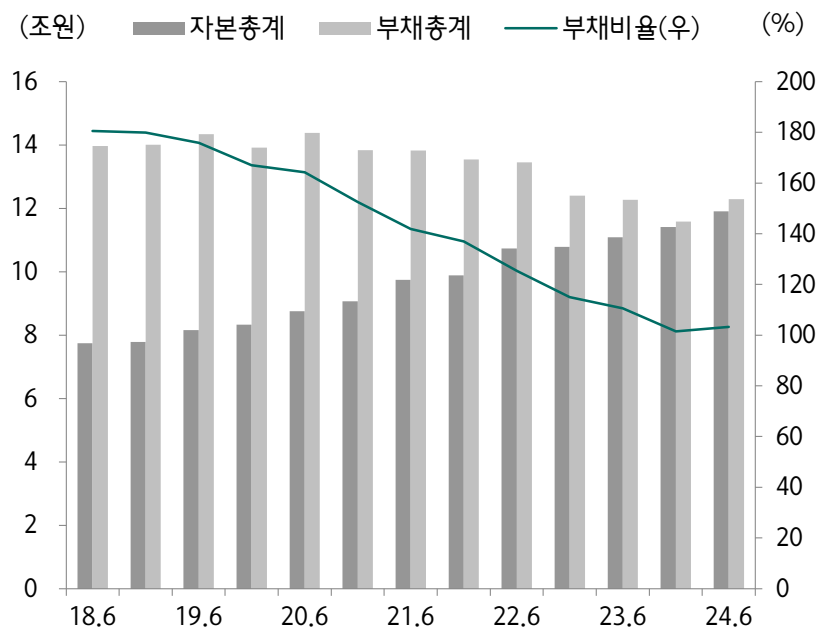
### 수자원공사 사업부문별 매출액과 영업이익 추이

(단위, 억원)		19	20	21	22	23	24.1H
매출액	수도/지방상하수도	13,286	13,450	13,638	13,963	14,246	7,077
	댐	5,129	5,271	5,219	7,615	7,091	3,187
	단지분양	2,656	7,571	8,312	11,517	8,178	1,240
	건설	3,781	4,983	4,761	5,031	5,608	2,909
	기타	4,865	6,701	8,185	9,467	10,587	3,914

(단위, 억원)		19	20	21	22	23	24.1H
영업이익	수도/지방상하수도	1,233	1,257	773	59	-412	52
	댐	987	932	879	2,796	2,260	1,257
	단지분양	1,247	3,622	2,873	2,911	1,036	-86
	건설	-47	2	10	-55	104	-7
	기타	-133	-319	-16	179	141	221

자료: 한국기업평가, 하나증권

### 견조한 영업이익 속에서 부채지표 개선세 지속

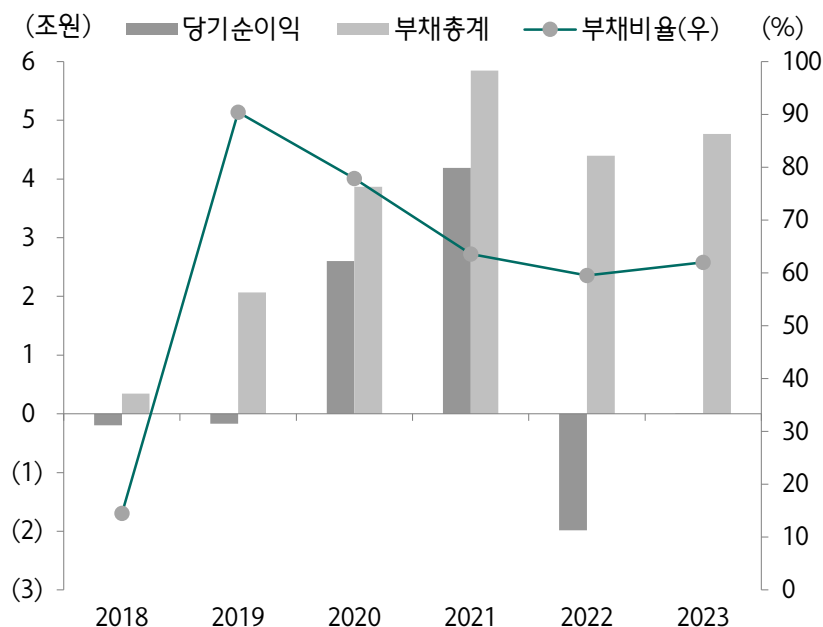


자료: ALIO, 하나증권

## 한국해양진흥공사[손실보전有](1): HMM 인수로 실적 널뛰기

- 해진공은 한진해운 부도 전후로 침체된 해운업을 지원하기 위해 2018년 출범. 현재 HMM 경영정상화 및 국내 해운선사에 대한 금융 지원을 수행하고 있으며, HMM이 발행한 전환사채와 신주인수권부사채를 한국산업은행과 함께 인수하면서 재무적 지원
- CB, BW 평가이익과 지분법손상차손 환입으로 당기순이익 크게 증가했으나, 2022년에는 HMM 주가 폭락으로 약 2조원 손실 발생
- 외부차입증가로 2019년 부채비율이 90.4%로 상승했으나 보유 금융자산의 공정가치 증가로 2022년 부채비율은 59.5%로 개선

### HMM 주가에 실적이 민감하게 반응



자료: ALIO, 하나증권

### 해진공의 연도별 HMM 지원내용 정리

연도	지원
2017	<ul style="list-style-type: none"> <li>HMM 보유 선박 10척을 시장가에 인수 후 재용선하는 과정에서 발생한 처분 손실에 대하여 유상증자 1,043억원을 실시하고 영구CB 6,000억원을 인수</li> </ul>
2019	<ul style="list-style-type: none"> <li>HMM이 발행한 영구CB 및 영구BW 9,800억원을 인수</li> </ul>
2020	<ul style="list-style-type: none"> <li>HMM이 발행한 CB 3,600억원을 인수하여 산업은행과 함께 HMM 경영정상화에 필요한 자본확충을 지원</li> <li>컨테이너 박스 확보에 필요한 금융/운용리스 제공, HMM 터미널 합작법인 설립 등 HMM 경쟁력 강화를 위해 지원</li> </ul>
2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>HMM이 보유한 13K TEU 컨테이너선박 5척(중고선)에 대한 선박금융 지원</li> <li>공사와 산업은행의 HMM 공동경영관리 기간이 2021년 말 종료</li> </ul>
2022	<ul style="list-style-type: none"> <li>2022년부터 공사가 단독 관리</li> </ul>

자료: 한국신용평가, 하나증권



## 한국해양진흥공사[손실보전有](2): HMM 매각추진 난항

- 산업은행과 해진공은 HMM 지분 매각을 추진 중. 2023년 인수에 참여했던 하림과 동원은 6.4조원 수준의 매각가를 제시
- 산은 지분 29.2%와 해진공 지분 28.68%를 경영프리미엄을 고려하지 않은 6.4조원에 매각시 매각가격은 주당 16,049원
- 한편, 매각이 실패 이후 올해 들어 산은과 해진공이 CB를 주식으로 추가 전환하면서(정부지분 67%) 지분가치는 8조 5천억원에 달함
- HMM은 2024년 상반기 1조 1,145억원, 이번 3분기에만 1조원 넘는 영업이익이 전망됨. 경영권 프리미엄이 붙은 예상매각가가 이미 10조원 이상으로 상승한 상황에서 내년 7,200억원 규모 CB까지 전환시 정부지분은 71.7%에 육박해 매각에 더욱 난항을 겪을 예정

### HMM 주가와 시가총액 추이



자료: KRX정보데이터시스템, 하나증권

### 하림-동원이 인수에 참여했던 2023년 HMM매각 개요

	한국해양진흥공단
주식수	97,590,859주 + CB 전환 100,000,000주
지분	28.68% (산은 29.2%)
매각금액 (총 6.4조원가정)	해진공: 3조 1,713억원 (산은: 3조 2,287억원)
매각가격(A)	16,049원
전환가격(B)	5,000원
차익(A)-(B)	11,049

자료: 하나증권

## 한국산업단지공단: 높은 실적변동성. 우수한 재무안정성 유지 전망

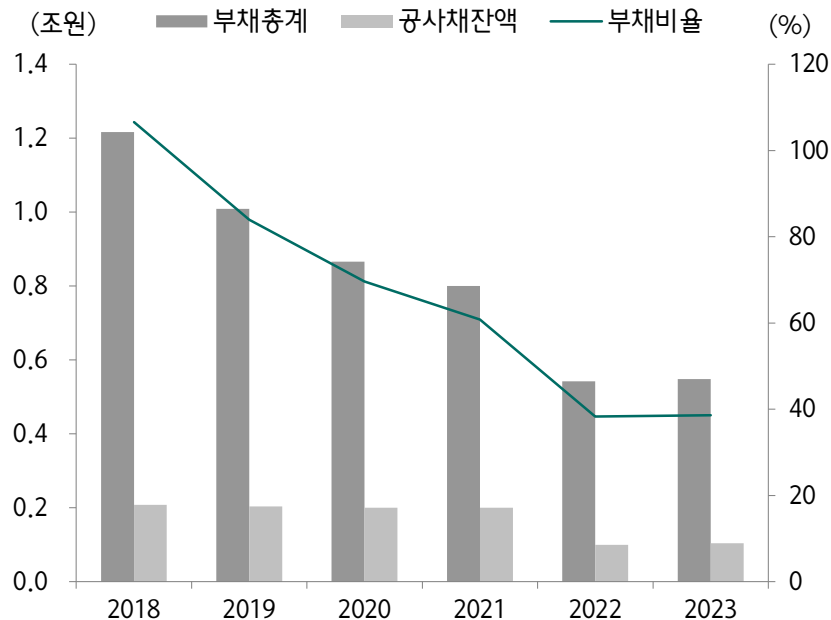
- 적은 사업 건수로 개별 개발사업의 진행단계와 채산성에 따라 영업실적의 변동이 큰 편. 그간 사업 외형 축소 및 재무안정성 개선세
- 2022년 경산4단지 준공 이후 다음 준공이 예상되는 사업장은 인천계양산업단지. 준공 예상 시점은 2026년으로 향후 2~3년간 분양 수익 감소에 따른 매출 공백 발생 가능
- 현재 진행 중인 3곳 산업단지 개발사업의 총 투자규모는 약 1.2조원 수준으로 파악. 보유 현금과 함께 미분양 물량 소진과 비핵심자산 매각 등을 통해 투자금을 충당할 것으로 보이지만 투자 규모를 감안 시 중단기간에 차입부담이 확대될 가능성도 존재

### 산업단지 개발사업추진현황

구분	산단명	개발면적	사업기간	사업비	분양률	지분율
완료	이천창호원	6만m <sup>2</sup>	'07~'09	101	100%	100%
	이천대월	6만m <sup>2</sup>	'09~'12	111	100%	100%
	양주홍죽	59만m <sup>2</sup>	'07~'13	621	100%	30%
	원주문막반계	42만m <sup>2</sup>	'07~'13	965	98.0%	100%
	김해골든루트	152만m <sup>2</sup>	'07~'14	5,722	99.8%	100%
	아산제2테크노	120만m <sup>2</sup>	'09~'15	2,526	100%	100%
	장성나노기술	90만m <sup>2</sup>	'11~'16	1,252	95.2%	100%
	울산테크노	129만m <sup>2</sup>	'10~'18	3,146	99.9%	90%
	오송바이오	328만m <sup>2</sup>	'07~'21	6,781	98.8%	65%
	경산4	240만m <sup>2</sup>	'10~'22	5,246	86%	100%
진행	인천계양	24만m <sup>2</sup>	'17~'26	1,521	-	70%
	여수국가확장	80만m <sup>2</sup>	'22~'28	3,519	-	100%
	안성동신	157만m <sup>2</sup>	'23~'30	6,747	-	100%
합계		1,433만m <sup>2</sup>	-	38,258	-	-

자료: 한국산업단지공단 제공, 한국기업평가정리, 하나증권

### 지속적인 부채 감축으로 재무안정성 우수

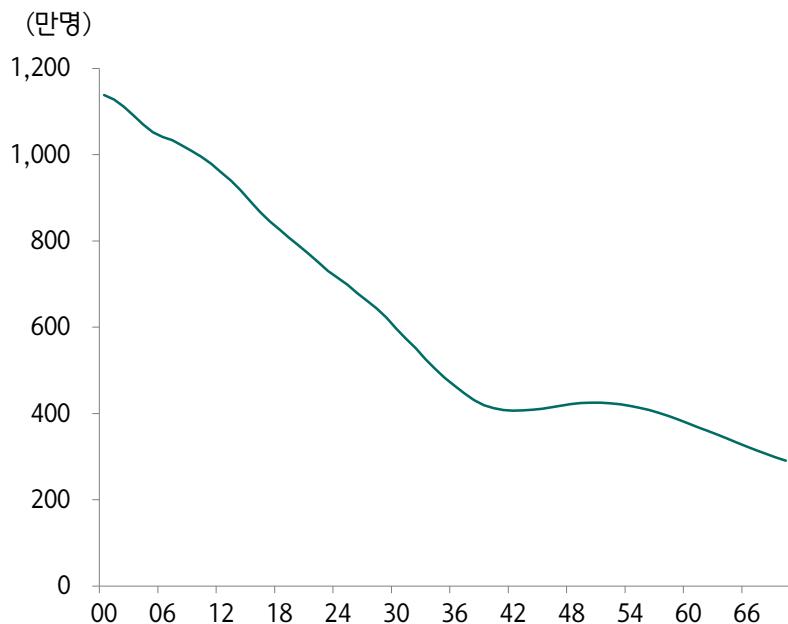


자료: ALIO, 인포맥스, 하나증권

## 한국장학재단[손실보전有]: 학령인구 감소에도 학자금대출 순증 및 대출연체로 자금수요 지속

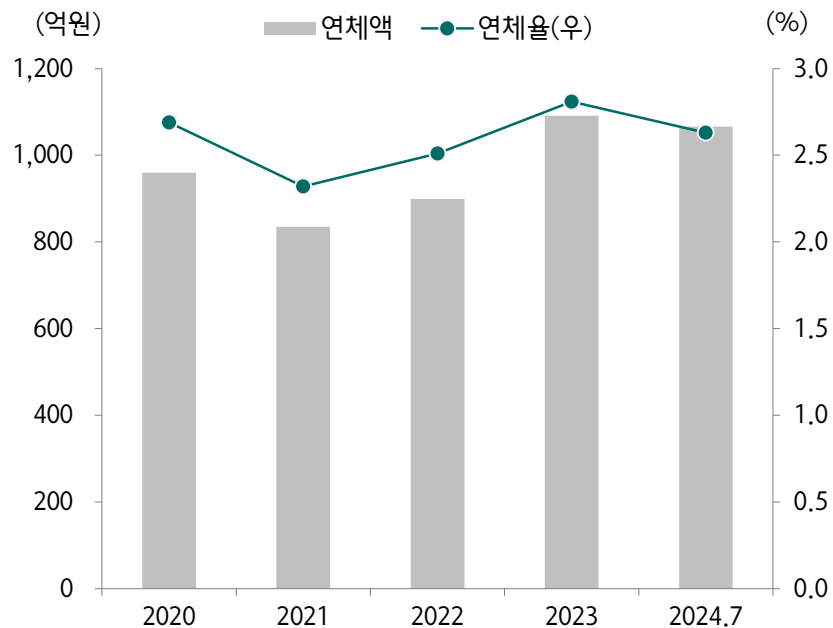
- 한국장학재단은 학자금대출 및 장학사업 등을 효율적으로 운영해 고등교육의 기회를 제공하는 역할 수행
- 장기적으로는 학령인구 급감으로 학자금대출 및 장학금 규모가 감소할 것으로 장기적으로는 차입부담이 높지는 않음
- 다만, 최근 학자금대출 순증가(공급>회수)와 학자금대출 제도 개선 등에 따른 대출공급 증가 및 대출 자원 마련 필요성 높아짐
- 또한, 고금리 환경에서 학자금대출 미상환건수가 증가하고 있어 손실보전을 목적으로 중단기적인 자금조달 나타날 것

### 학령인구(6~21세) 추이 및 전망



자료: KOSIS, 하나증권

### 학자금대출 연체액/연체율 상승



자료: 한국장학재단, 하나증권