

한국전력 이사회에 던지는 질문

“해외 투자는 재정 압박에 직면한 한전에 더 큰 리스크와 수익률 악화를 가져올 것이다”

요약

코로나 19 팬데믹은 전 세계 많은 국영 전력회사의 위기 관리 능력을 보여주는 시험대가 되고 있다. 전력회사는 전통적으로 정부를 등에 업고 있기 때문에 각국의 경제 수준을 보여주는 상징으로 인식된다. 현재 대부분의 전력회사는 수요 급감 및 탄력적 운용이 어려운 기저부하 발전의 특성으로 인해 타격을 입고 있다. 비용 절감도 쉽지 않은 실정이다. 아직 코로나 19 로 인한 경기 침체에서 승자라고 일컬을 만한 주체는 세계 어디에서도 찾아보기 힘들다. 하지만 재생에너지의 낮은 가변 비용 덕분에 혁신적인 사업자가 높은 시장 점유율을 보이는 시장에서 두각을 나타내는 기업들이 존재한다.

한국전력(KEPCO) 역시 이 같은 세계적 흐름으로부터 자유롭지 못하다. 한전 주가는 금년 들어 22.8% 하락해, 코스피 하락률보다 12.4% 포인트 낮은 수치를 보였다. 한전이 청정 에너지로 전환을 추진 중이라는 사실을 시장이 잘 이해하고 있다는 점을 감안하더라도, 이는 매우 실망스러운 결과다. 한전이 처한 중단기적 자금난 또한 무시할 수 없다.

많은 전력회사 경영진이 똑같은 고충을 겪고 있다. 실책을 피하기 위해서는 명확한 전략과 시장 참여 확대가 요구된다. 한전은 2018 년 1 조 2,000 억 원(10 억 달러), 2019 년 2 조 3,000 억 원(19 억 달러)의 적자를 냈다. 그러나 한전은 한국 증권시장 애널리스트들에게 2020 년에는 반전이 있을 것이라고 말하고 있다. 희망적 전망의 근거는 유가 인하와 전기요금 인상으로 인한 수입 증가다.

한국 경제의 리스크가 여전히 증가하고 있는 상황에서, 애널리스트나 투자자들이 정치적으로 민감한 전기요금 인상 가능성을 근거로 한전에 베팅하는 것은 순진한 일이다. 확실한 것은, 한전의 청정에너지 전환 전략에 세 그룹의 진정한 리더십이 필요하다는 사실이다. 최고 경영자, 이사회, 정책입안자가 그들이다. 신재생에너지로의 전환과 에너지 효율성, 가스 증대에 대한 약속이 구체화할 경우에는 특히 그러할 것이다.

**한전의 청정에너지
전환에는 정책입안자,
최고경영진, 이사회
의 진정한 리더십이 필요하다.**

도입

한전의 사업 방향 재설정에 따른 시장의 기대치를 형성하는 데에는 글로벌 투자자가 중요한 역할을 한다. 하지만 지난해, 투자자들은 한전의 최고경영진과 이사회가 고비용 고탄소 발전에서 탈피하는 전환의 필요성과 그 과정에 자금을 대기 위한 전략 사이에서 갈팡질팡하는 모습을 목격했다.

한국은 코로나 19 위기의 첫 단계를 성공적으로 관리했다. 이제 투자자들은 한전이 중단 없는 전환을 추진하면서 동시에 2021 년과 2022 년 막대한 부채를 상환할 계기를 마련할 수 있을지 지켜볼 것이다. 다시 말해 지금은 한전 경영진이 전력 시장의 미래에 대한 자신들의 비전을 보여줘야 할 때다. 한전이 사업 전략을 재정비하면서 혁신 기술 및 투자와 자본 운용에 관해 어떤 결정을 내릴지 시장은 세심하게 살펴볼 것이다.

투자자들은 한전이 중단 없는 전환을 추진할 수 있을지 지켜볼 것이다.

한전 이사회는 경영진 또는 다른 당사자가 에너지 성장 시장에서 한전의 이미지를 훼손할 탄소 관련 예산 증대 결정을 내리는 것을 계속 두고 볼 것인가? 그와 같은 결정은 한전의 청정에너지 전략을 약화시킬 것이다. 한전은 청정에너지가 대세가 될 것이라는 점을 받아들이면서도, 이런 방향과 상충하는 투자 결정을 내리고 있다. 화석 에너지에 의존하는 습관도 아직 버리지 못하고 있다.

이 질문은 산업통상자원부를 향한 것이기도 하다. 화석 에너지 공급업체와 관련 기술에 여전히 비중을 두는 정책은 한전의 해외투자 결정에 영향을 미치기 때문이다.

한전은 외면하고 있지만, 이것은 글로벌 투자자들에게 뜨거운 쟁점이다. 주주들에게는 불행한 일이지만 그것은 외면한다고 사라질 문제가 아니다. 한전은 지금 세간의 이목을 끄는 갈등에 직면했다. 지난 2 월 대표적인 글로벌 연기금인 네덜란드연기금(APG)은 계속된 해외 석탄발전 투자를 이유로 한전에 대한 투자를 철회하겠다고 밝혔다. APG 는 파이낸셜타임스를 통해 “세계 금융 시장은 석탄발전 부문에서 등을 돌리고 있다. 한전 최고 경영자와 이사진은 그들의 결정에 책임이 따른다는 사실을 알아야 한다”고 말했다.¹

세계 최대 자산 운용사인 블랙록도 APG 와 비슷한 입장을 취하고 있다. 한전은 5 월 28 일 블랙록이 한전의 해외 석탄화력발전소 투자에 대한 포괄적 정보를 요구하는 서한을 보내왔다고 밝혔다. 블랙록의 이와 같은 조치는 2020 년 1 월 CEO 인 래리 핑크가 지속가능한 환경을 향후 자사의 핵심 투자 기준으로 삼겠다고 발표한 데 따른 것이다.

한전 이사회는 최근 치러진 국회의원 선거와 글로벌 투자자들의 개입으로 한전의 투자 실사와 ESG(환경·사회·지배구조) 절차에 있어서 종합적인 개선을 가속화할

¹ Global investors warn South Korea's KEPCO over carbon emissions

기회를 얻었다. 우리는 한전의 리더십에 관해 두 가지 질문을 던진다. 이들 질문에 대한 충실한 답변이 가능하도록 이사회가 힘써 줄 것을 기대한다. 답변 내용은 한전이 장기적인 성과를 내기 위해 견고한 기반을 조성할 수 있을지 국내외 이해당사자들이 판단하는 기준이 될 것이다.

한전은 왜 국내에서 청정에너지 전환을 약속하면서, 해외 신홍시장에서는 석탄 해외민간발전사업(IPP)에 투자해 탄소배출량을 늘리는가?

한전의 해외 ‘성장동력’ 전략을 검토한 결과, 한전은 국내 전략과 해외 전략이 충돌해 기업의 재정리스크를 높이는 결과를 낳고 있는 것으로 보인다. 한전은 국내에서 철 지난 ‘기저부하 발전’ 중심의 잘못된 투자 경험을 통해 에너지 전환의 필요성을 인식하고 있다. 동남아시아와 아프리카의 신홍 에너지 시장에서는 이러한 리스크가 더 크다. 전 세계 전력 시장에서 빠른 속도로 발전 기술에 따른 전력 가격이 재조정되고 있기 때문이다. 그럼에도 한전의 최근 투자 결정은 고정가격전력구매계약(PPA)이 수반되는 대형 석탄, 원전, 가스 기술에 초점이 맞춰져 있다. 한전은 최근에 와서야 디지털 그리드 서비스의 경쟁력을 시험하거나 투자 포트폴리오에 일부 소형 재생에너지를 추가하기 시작했다. 투자 전략상 이러한 본질적 모순은 한전의 자체 데이터와 다음과 같은 진술에서 잘 드러난다:

한전의 공시 문건은 전략적
인식이 결여된 것으로
유명하다

“한전은 현재 전 세계 27 개국에서 화력, 원자력, 신재생에너지, 송배전, 자원 등 43 개의 프로젝트를 시행하고 있다(2019 년 6 월 기준). 우리는 기존 화력 및 원자력 발전소 건설 및 운영을 통해, 그리고 저탄소 고효율 화력발전소와 신재생 프로젝트 확대를 통해 글로벌 친환경 에너지 공급자가 되기 위한 노력을 지속할 것이다. 또 중장기적으로 융복합과 새로운 사업모델을 발굴하고 신규 원전 건설 계약을 따내 글로벌 리더십을 확보할 것이다.”

한전이 자체적으로 공개하는 문서는 낮은 탄소 중심 기술에 신규로 투자하는 것이 어떤 경제적·정책적 결과를 가져올지에 대한 전략적 인식이 결여돼 있는 것으로 유명하다. 미국의 에너지경제·재무분석연구소(IEEFA)의 분석에 의하면 한전이 계획 중인, 그리고 운영 중인 해외 프로젝트 전력 믹스의 51%가 석탄이다. 한전이 석탄과 가스에 집중 투자하고 있다는 사실은 한전이 신흥 시장 및 전환 시장에서 IPP 투자자들에게 아직 리스크를 충분히 설명하지 못하고 있다는 뜻이다. 투자자들은 이들 시장을 기후관련금융공시태스크포스(TCFD)가 사용하는 분석 도구로 식별하는 데 익숙하다. 한전의 CEO 는 TCFD 를 이제 겨우 살펴보기 시작했다고 밝혔다.²

표 1: 한전의 해외 사업 전력믹스 (계획 및 운영)

	Total Capacity (MW)	% Total	KEPCO Capacity (MW)	% Total
Coal	14,645	50.8%	4,871	51.2%
Oil, Gas, Diesel	6,781	23.5%	2,711	28.5%
Total Thermal	21,426	74.3%	7,582	79.7%
Nuclear	5,600	19.4%	1,008	10.6%
PV	704	2.4%	310	3.3%
Wind	1,106	3.8%	615	6.5%
Total RE	1,810	6.3%	925	9.7%
Total Overseas	28,836		9,515	

출처: 한전 투자설명회(2020.4.) 2019 년 자료.

한전이 개발 중인 해외 프로젝트에 관한 모호한 공시 자료들에서 이와 같은 전략적 일관성 결여를 똑똑히 확인할 수 있다. 예를 들어, 한전은 2019 년 6 월 괌 가스복합발전소를 건설 및 운영할 우선협상대상자로 선정됐다. 이는 미국 시장에서 한전이 승리한 것으로 묘사됐다. 반면 RE100+, 기후행동 100+(Climate Action 100+), 지속가능성 회계기준위원회(SASB), 후관련재무정보공개태스크포스(TCFD) 같은 조직들은 이미 세계 투자자들에게 다른 길을 제시하고 있다. 더구나 프로젝트를 정당화하는데 사업 참여기업인 현대엔지니어링이 이번 계약으로 2,000 억원에 이르는 경제 효과를 거둘 것이라는 점을 들었다는 사실이 눈에 띈다.

² 1Q 2020 Letter from KEPCO CEO to Investors Concerning ESG Matters

표 2: 한전의 해외 프로젝트

Generation Projects in Operation				Total Capacity (MW)	KEPCO Capacity (MW)	Period
Philippines	Ilijan	BOT	Combined-cycle plant	1,200	612	Jun-02 ~ Jun-22
Philippines	Cebu	BOO	Coal-fired plant	200	120	Jun-11 ~ Jun-36
Philippines	SPC(Naga)	M&A	Coal-fired/Diesel plant	280	111	Feb-06 ~
Philippines	Calatagan	M&A/Boo	Photovoltaic power	50	19	Dec-18~
China	Wind Project	BOO	Wind power plant	1,017	526	Dec-06 ~ Jun-26
China	Shanxi	BOO	Coal-fired plant	9,135	3,106	Apr-07 ~ Apr-57
China	Liaoning	BOO	Photovoltaic power	7	3	-
Jordan	Al Qatrana	BOO	Gas-fired plant	373	298	Jan-11 ~ Jan-36
Jordan	Amman	BOO	Diesel-fired plant	573	344	Aug-14 ~ Aug-39
Saudi Arabia	Rabigh	BOO	Oil-fired plant	1,204	482	Apr-13 ~ Apr-33
Mexico	Norte 2	BOO	Gas-fired plant	433	242	Dec-13 ~ Dec-38
USA	Colorado	M&Q/BOO	Photovoltaic power	30	15	Apr-17 ~ Mar-31
USA	California	M&Q/BOO	Photovoltaic power	235	118	Mar-18 ~ Aug-52
UAE	Shuweihat S3	BOO	Gas-fired plant	1,600	314	Jul-14 ~ Jul-39
UAE	Barakah Nuclear	EPC/O&M	Nuclear power plant	5,600	1,008	Dec-09 ~ May-77
Japan	Chitose	BOO	Photovoltaic power	28	22	Jul-17 ~ Jul-42
Jordan	Fujeij	BOO	Wind power plant	89	89	-
Vietnam	Nghi Son	BOT	Coal-fired plant	1,200	600	Jul-22 ~ Jul-47
				23,254	8,029	
Generation Projects in Development						
South Africa	Thabametsi	BOO	Coal-fired plant	630	154	On-Going
USA	Guam	BOO	Photovoltaic power	60	42	
USA	Guam	BOO	Gas-fired plant	198	119	
Indonesia	Java 9&10	BOT	Coal-fired plant	2,000	300	
Mexico	294 Solar	BOO	Photovoltaic power	294	91	
Malaysia	Pulau Indah	BOO	Gas-fired plant	1,200	300	
Vietnam	Vung Ang 2	BOT	Coal-fired plant	1,200	480	
				5,582	1,486	
T&D	25 Projects covering T&D and smart grid consulting in Dominica					

출처: 한전 투자설명회(2020.4.) 2019 년 자료.

“해외 시장을 공동으로 개척하고 에너지 산업 전반의 글로벌 경쟁력을 높이기 위해 지속적으로 노력하겠다”³는 한전의 목표는 정부 통제 아래에 있는 기업에 투자할 때의 문제를 명확히 드러낸다. 한전은 국내 기업들의 장비와 기술 서비스를 구매하는 주요 고객이다. 따라서 정량화하기 힘든 한전의 투자 전략에서 비롯된 공급 기업들의 이권다툼 시비가 계속된다.

투자자 및 이해 당사자들은 동남아에서 이러한 시비를 지켜봤다. 한전은 뒤늦게 베트남의 봉양 2, 인도네시아의 자와 9, 10, 베트남의 응이손 2 처럼 논란 많은 사업에 뛰어들었다. 한전은 개발 사업의 막바지에 적은 지분을 갖고 참여하는 경향이 있다. 따라서 한전이 재정적으로 정당화할 수 있는 전략적 투자를 실행할 수 있을지 의문을 갖는 것은 자연스러운 일이다.

³ Clean Energy Smart KEPCO 2019, p. 42.

한전 CEO 가 최근 투자자들에게 보낸 서한에는 한국 정부와 업계 관계자, 외부 주주 사이에 퍼진 이런 우려가 완곡하게 표현돼 있다.⁴

“우리의 내부 지침은 신규 석탄화력발전사업을 추진함에 있어 다음 5 가지 사항을 준수할 것을 규정하고 있다.

- A. 개발국 에너지 정책의 현실적 방안으로서의 석탄발전소
- B. 최신 저탄소 기술(예: 초초임계압(USC)) 적용 및 국제 환경기준 준수
- C. OECD 지침에 따른 수출금융 이용
- D. 한국 기업 및 금융기관과의 공동 사업
- E. 환경 보호를 위한 사회적 책임 투자로 지역사회 지지 확보”

이 체크리스트에는 자본이 탄소를 많이 배출하는 석탄 산업에서 받을 뺨에 따라 IPP 투자자의 수익성이 점점 악화하고 있다는 사실이 간과돼 있다.⁵ 이 같은 리스크는 코로나 19 이후 동남아시아 IPP 시장의 변화 때문에 더 악화된다. 인도네시아, 베트남, 필리핀의 전력 정책 입안자들은 수요량 전망치를 낮추고, 신규 설비용량 필요를 산정하는 기준을 다시 설정하며, 전력망 대비 발전에 드는 비용 구성을 재평가하고 있다.

IPP 투자자 수익성이 점점 악화하고 있다.

지난 달까지 실시된 실사를 바탕으로 보면, 향후 40~50 년 동안 시장에 영향을 미칠 중대한 투자가 실현될 것이라는 기대를 갖기 어렵다. 역동적으로 변화하는 수요와 보다 유연한 시스템을 선호하는 경향 또한 기저부하 발전소의 앞날을 어렵게 하는 요소다. 기저부하 발전소는 건설에 긴 시간이 소요되는 데다가 더 이상 운전 수명을 연장하는 것을 기대하기도 힘들기 때문이다. 만약 인도네시아 중부의 자바-발리처럼 복잡한 그리드를 지닌 지역이 기존 PPA 에 새로운 기준을 설정하거나, 또는 그리드에 더 많은 비용을 쓰기로 한다면, 고정된 설비용량보다는 유연성을 갖춘 시스템이 규제기관은 물론 지속가능한 수익을 원하는 투자자가 계획을 세우는 데 핵심 지표가 될 수 있다.

지역 전력 시장에서 일어나는 변화의 바람을 감안할 때, 수준 높은 인프라 투자자들은 한전이 한국의 장비 공급업체와 협업에 초점을 두고 있다는 사실에 내재된 위험을 알 수 있을 것이다. 현대나 두산중공업 같은 장비 공급업체들이 한국의 정부 보조금을 끌어다 쓰는 데 가뜰이나 자본구조가 복잡한 한전이 신용을

⁴ 1Q2020 Letter from KEPCO CEO to Investors on ESG Matters

⁵ PLN in Crisis--Is it Time for IPPs to Share the Pain?

제공하는 역할까지 떠맡게 될 수도 있다. 두산중공업은 자금난과 시장 판단 착오로 이미 정부의 자금지원을 받고 있다.⁶

이것이 바로 한전의 해외 사업 의사결정과 한전에 대한 산업자원통상부의 역할에 의문을 던지게 하는 이유다. 대기업 안에서 결정을 내리는 경영진은 종종 시장의 변곡점을 못 보는 경우가 있다. 국제 전력 거래에는 은행 고위층, 전력회사 관계자, 무역 공무원, 지역 전문가 등 다양한 전문가들이 관여한다. 이들 중 다수가 거래가 성사되면 후한 보너스를 받는다. 불행히도, 투자 은행과 마찬가지로, 이 같은 구조가 단기적인 집단 사고에 경도돼 수십 년에 걸친 투자 펀더멘털에 영향을 미칠 새로운 리스크를 외면하게 만든다. 무엇보다도 그들은 약속된 수익이 실현되지 않더라도 책임을 지지 않는다. 그 대가를 치르는 것은 한전과 한전의 주주들이다.

한전의 해외 투자 포트폴리오는 재정 리스크를 높인다

한전의 해외 투자 포트폴리오는 상당한 리스크를 안고 있다. 금융 수익에 관한 주장을 한전이 얼마나 신중히 평가하고 있는지 의문을 갖게 만든다. 2019년 호주의 바이롱 석탄 사업에 대한 투자를 대손상각 처리한 것과 관련한 논란은 이 같은 우려를 부각시킨다. 한전의 2019년 3분기 재무 보고서에 따르면, 한전은 9월 말 해당 계획을 승인 받는 데 실패한 뒤 바이롱 석탄사업 투자금 6,168억 원(5억 56만 달러)을 대손상각 처리했다.

이 투자는 2010년 ‘국익’이라는 이름으로 진행됐다. 하지만 에너지 기술전환의 현실과 상충하는 잘못된 투자가 주주를 비롯한 이해 당사자들에게 어떤 대가를 가져오는지 보여주는 사례로 남았다. 바이롱에 대한 대손충당금은 2019년 한전의 전체 순손실 가운데 27.3%를 차지한다. 한전은 2020년에도 바이롱의 수령에서 벗어나지 못하고 있다. 새로운 에너지 시장 환경에서 가망 없는 계획에 대한 미련을 버리지 못하고 항소심 법정에서 호주 정부에 맞서 돈을 쏟아붓는 중이다.

이런 결과를 놓고 볼 때, 한전이 손실을 기록하고 배당을 취소할 수밖에 없던 시기에 리스크가 큰 시장에 뛰어든 것이 적절한 일이었는지 의문을 갖는 것은 투자자로서 당연한 일이다. 한전의 해외 투자에 대한 투자자들의 반응을 예상하기 위해서는, 한전의 해외 포트폴리오 재무 상황을 살펴보고 2020년 발생 가능한 리스크를 파악하는 것이 필요하다. 해외투자에 관한 공시 정보는 재무보고서 여기저기에 흩어져 있어서 투자자를 비롯한 이해관계자들이 한전의 전반적인 해외 투자 실적을 파악하는 것은 쉽지 않은 일이다.

⁶ Doosan Heavy -- Time for a Forensic Audit

표 3: 한전의 투자 포트폴리오: 자회사, 관계사, 합작회사

KRW Billions	2019 Revenue	2019 Profit (loss)	2019 Total Assets	2019 Total Liabilities	2019 Equity	ROA (%)	ROE (%)
Consolidated Subsidiaries							
Total Korea	36,547.7	450.6	120,033.5	69,175.6	50,857.9	0.38%	0.89%
Total Korea Gencos	33,224.0	287.9	114,317.0	67,030.4	47,286.6	0.25%	0.61%
Total Korea Minor Subs	3,323.6	162.7	5,716.5	2,145.3	3,571.3	2.85%	4.56%
Total International	355.7	-456.0	5,514.2	2,526.7	2,987.4	-8.27%	-15.26%
Total International ex Bylong	355.7	160.9	5,468.5	2,171.4	3,297.1	2.94%	4.88%
Total	36,903.4	-5.4	125,547.7	71,702.4	53,845.3	0.00%	0.00%
			2019 Acquisition Cost	2019 Book Value	% Change		
Associates							
Larger Korean Associates			978.1	2,673.5	173.3%		
Korea Gas Corporation			94.5	1,694.0	1692.6%		
Larger International Associates			1,234.3	1,436.5	16.4%		
PT Bayan Resources			615.9	445.1	-27.7%		
Others			327.5	141.9	-56.7%		
Total			2,540.0	4,251.8	67.4%		
Total Dividends as % Value (2018 divs)			3.1%	1.8%			
Total Dividends as % Value (2019 divs)			5.4%	3.2%			
Larger International Dividends as % of Value (2018 divs)			4.8%	4.0%			
Larger International Dividends as % of Value (2019 divs)			7.8%	6.7%			
Joint Ventures							
Larger Korean JVs			98.9	57.7	-41.7%		
Larger International JVs			1,039.9	1,300.4	25.1%		
Others			336.9	304.9	-9.5%		
Total			1,475.7	1,663.0	12.7%		
Total Dividends as % Value (2018 divs)			6.1%	5.3%			
Total Dividends as % Value (2019 divs)			5.4%	4.8%			
Larger International Dividends as % of Value (2018 divs)			9.3%	7.4%			
Larger International Dividends as % of Value (2019 divs)			6.7%	5.3%			

Source: KEPCO 2019 Consolidated Results.

한전의 해외 사업장은 자회사든, 관계회사든, 합작회사든 관계없이 모두 현재 한전의 재무 성과에 별다른 기여를 못하고 있다. 자본이 묶이고 운영, 세금, 외환 측면에서의 리스크만 야기한다. 대차대조표 데이터를 이용해 한전의 해외 활동을 대략적으로 파악해 보면, 전체 포트폴리오는 2019년 자산 및 장부 가격 기준으로 7조 8,000억 원(64억 달러)의 가치가 있는 것으로 분석된다.

그렇다면 이들 해외 사업장이 리스크에 값하는 전략적 이익을 가져다주는가? 명백히 그렇지 않다. 2019년 결산에는 바이롱 대손상각이 반영되어 있다. 하지만 우리의 검토에 따르면 수익은 고르지 않고 신흥 시장 전력 부문 투자자들의 목표인 10~20% 내부수익률(IRR) 문턱에 훨씬 못 미친다. 한전이 대형 해외 관계사 및 합작사로부터 받은 배당금을 적용해 보면, 현재 장부가격 대비 2019년 전체 배당수익률은 관계사의 경우 6.7%, 합작사의 경우 5.3%에 불과했다. 투자에 대한 배당 수익도 들쭉날쭉하다. 2018년 수익률을 보면 해외 관계사는 4.0%, 합작사는 7.4% 였다.

또한 중요하게 생각해야 할 점은 한전이 해외에서 성공적인 계약을 체결하더라도, 전통적인 금융 지표에 의한 회사의 수익률 전망에는 큰 도움이 안 될 것이라는 사실이다. 한전의 핵심인 국내 전력 사업 규모 때문이다. 한전의 국내 사업

자산규모는 114 조 3,000 억 원(937 억 달러)에 달하며, 이는 전체 해외 투자자산의 15 배에 달한다. 한전의 해외 투자 전략에 의문을 갖게 만드는 것이 바로 이와 같은 사업의 중심과 오류를 범하기 쉬운 해외 투자 간의 괴리다. 잠재 수익에 대한 전망을 근거로 해당 거래가 승인되고 있는지 모르지만, 한전의 최근 실적을 보면 위험 조정 수익이 장래 회사의 재무에 아무런 기여를 못 한다는 사실을 알 수 있다.

**한전의 위험 조정
수익은 장래 회사의
재무에 기여하지
못한다.**

전반적으로 한전의 포트폴리오에는 일관성이 결여돼 있다. 한전의 해외 사업 팀이 에너지 시장에서 늘 존재하는 지정학적, 재정적 역류 움직임을 관리할 만큼 단련돼 있는지 의문스럽다. 한전이 동남아 석탄화력 IPP, 중동의 기저부하 원자력 발전소 사업, 미국의 소형 재생에너지 사업에 동시다발적으로 자본을 투입하는 상황을 설명할 수 있는 합리적 이유를 찾기 힘들다.

석탄 생산업체에 대한 투자는 한전의 탄소 리스크를 높인다

석탄 투자에 있어 한전의 실적이 저조함을 고려할 때, 인도네시아 PT 바얀리소스에 대한 투자의 전략적 근거를 살펴볼 필요가 있다. 한전은 2010 년 PT 바얀의 상장 주식을 사들였다. 아마도 바이롱 투자를 담당했던 팀이 이 투자도 진행했을 것이다.

2019 년 연말 재무공시에 따르면, 한전은 PT 바얀의 지분 20%를 취득하는 데 6,159 억 원(5 억 480 만 달러)을 썼다. 하지만 2019 년 말 해당 주식의 장부 가격은 27.7% 떨어진 4,451 억 원(3 억 6,490 만 달러)였다. 대부분의 인도네시아 석탄 기업과 마찬가지로 PT 바얀은 힘겨운 2020 년을 보내고 있다. 코로나 19 와 세계 경기 침체가 동남아시아의 경제 성장 동력을 깎아먹었기 때문이다. 비록 PT 바얀이 저비용 구조를 가지고 있지만, 인도와 동남아 전력 시장이 수입 화석 연료에 과도하게 의존하는 태도를 벗어나면서 투자자의 외면을 받기 시작했다. 인도네시아 석탄 생산업체에 대한 한전의 투자에는 해당 자산의 재무적, 전략적 가치에 대한 통찰이 결여돼 있다.

**인니 석탄업체에 대한
한전의 투자에는 해당
자산의 재정적, 전략적
가치에 대한 통찰이
결여돼 있다.**

무디스는 1 월 신용등급을 재조정하면서 PT 바얀의 석탄 성장 시나리오의 리스크를 강조했다. 무디스는 ‘강한 수익성’을 반영해 PT 바얀에 투기 등급인 Ba3 를 주면서 진중한 입장을 나타냈다. 동시에 PT 바얀이 “국내 탄광 산업과 관련해

높아진 환경 리스크”에 직면하고 있다고 조심스레 지적했다.⁷ 다른 주요 신용평가사들과 마찬가지로 무디스는 예전에는 주목하지 않던 ESG 리스크에 관한 투자자들의 우려를 강조하고 있다. 이런 우려 때문에 증권시장에서 석탄 부문이 점점 더 투자하기 부적합한 영역이 돼 가는 중이다.

아이러니하게도 PT 바얀은 날씨로 타격을 입었다. 날씨는 기후변화와 연결 지을 수 있는 리스크다. 무디스는 “바얀은 날씨 관련 리스크에 계속 노출될 것이다. 특히 케당 케팔라 강과 벨라얀 강의 수위를 낮출 수 있는 건조한 날씨에 취약하다. 현재 바얀은 타방 광산에서 캐낸 석탄을 운반하는 데 두 강을 수로로 사용하고 있다”고 지적했다.

더욱 우려스러운 점은 한전의 투자 결정이 부분적으로 PT 바얀을 지원하려는 목적에 따른 것으로 보인다는 점이다. 2019년 3월 PT 바얀의 회사 소개서⁸에는 주요 고객 명단이 공개돼 있는데, 여기에 한전이 27.5% 지분을 보유하고 있는 인도네시아 초기 석탄화력 IPP 인 PT 찌레본이 포함돼 있다. 베트남 봉양 2와 응이손 화력발전소가 바얀의 “주요” 고객으로 표시돼 있다는 사실도 중요하다. 두 발전소 프로젝트 모두 물량 계약은 체결돼 있지만, 아직 석탄을 구매한 적은 없다. 게다가 응이손 2 만 금융 거래를 위한 준비를 마친 상태다.

이러한 문제점이 정확히 한전의 이사회가 주목해서 감독해야 할 지점이다. PT 바얀에 대한 투자는 한전에 아무런 이익을 가져다주지 못했고, 글로벌 투자자들은 자연스럽게 지역 에너지 시장의 미래를 분석하는 관리진의 능력에 의문을 표시할 것이다. 바얀 투자를 최종 승인한 한전의 의사결정 구조 또한 되짚어 봐야 한다. PT 바얀의 지분 20%를 가진 한전은 최근 이 회사 이사 자리에 비교적 젊은 한국남동발전(KOSEP) 석탄 조달 담당자를 앉혔다.⁹ 무디스가 지분 54%를 가진 다트로우터퀵으로 인한 PT 바얀의 ‘오너 리스크’를 “20% 지분의 한전(신용등급: Aa2, 안정적)을 포함한 다른 대형 주주들의 존재”로 상쇄할 수 있을 것이라고 예상한 것을 감안하면 아이러니한 현실이 아닐 수 없다.

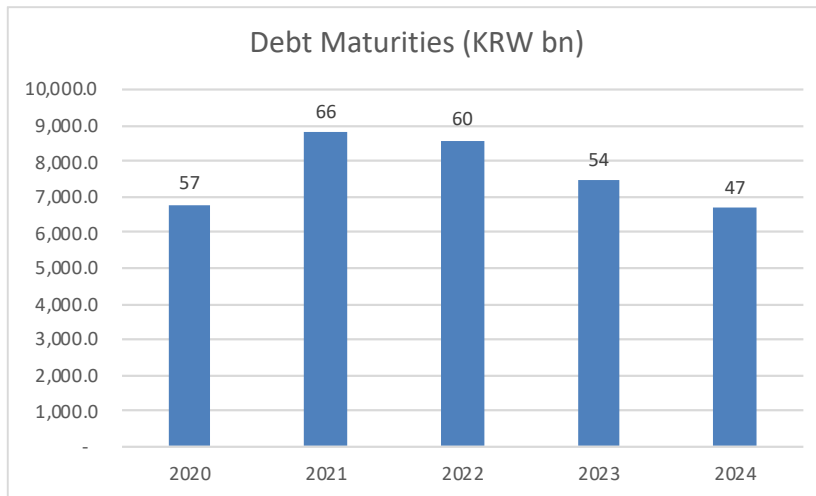
무디스가 PT 바얀의 신용등급을 매기면서 한 말들이 한전의 경영진과 이사들에게 경종을 울리는 역할을 해야 한다. 신용등급평가사들은 아직 ESG 고려사항을 공식 평가 기준에 반영하지 않고 있다. 하지만, 이들은 석탄 생산자들이 향후 신용 거래에 어려움을 겪을 가능성이 점점 커질 것으로 예상하고 있다. 무디스가 탄소리스크에 대한 분석을 강화하는 것이 이를 방증한다. 한전이 계속 양질의 해외 투자를 받고 싶다면, 기후변화에 관한 리스크 관리 전략을 마련해야 할 것이다.

⁷ Moody's Ba3 rating for PT Bayan Resources senior unsecured notes

⁸ PT Bayan Resources Company Profile, March 2019

⁹ PT Bayan Tbk Board of Directors

도표 1: 한전의 부채 만기와 주요 사안



Source: Reuters.

한전이 CEO 서한에서 밝힌 “장기적으로 석탄 비중을 줄이겠다”는 약속을 지키려면, 최고 경영진과 이사회가 글로벌 자산운행사 블랙록의 기관투자자 책임(스튜어드십) 문서를 검토해 볼 필요가 있다. 2020년 1월 대폭 개정된 블랙록 스튜어드십 코드에는 에너지 전환에 미적대는 전력 및 에너지 기업을 향한 다음과 같은 경고가 담겨 있다. “우리는 기업이 사업을 진행함에 있어서 기후 리스크를 다루는 전략을 중점적으로 들여다본다. 그리고 경영진과 이사회가 어떻게 계획을 세우고 필요한 자원을 투입하는지, 또 에너지 전환으로 파생되는 기회를 이용하는지 주의 깊게 살펴본다.”¹⁰

한전은 지속가능성 전략을 감독하도록 지배구조를 개편할 수 있는가?

한전의 장기적인 청정에너지 전략과 현재의 투자 활동 사이에는 모순이 존재한다. 이는 기업 경영 및 이사회 의결 절차에 이해당사자들이 우려할 만한 빈틈이 있음을 보여주는 것일 수도 있다. 이러한 비판은 한전 CEO가 최근 투자자 서한에서 인정한 점이기도 하다. 그는 “에너지 전환 정책을 이사회 구성에 반영하기 위한 노력이 진행 중”이라고 말했다. 하지만 그는 환경 문제에 어느 정도 이해를 가진 인사를 이사회에 추가하는 것은 시작에 불과하다는 사실을 알아야 한다. 이러한 정책 변화가 시늬에 그치지 않으려면 한전의 이사들이 ESG 사안과 관련한 책임이 자신들에게 있다는 사실을 받아들여야 한다.

이사회는 한전의 이해당사자들이 현재 기업의 감독이 효율적으로 이뤄지고 있는지의 의문을 제기할 만한 상황이라는 사실을 깨달아야 한다. 이를테면 2018년 똑같은 이사회가 논란에 휩싸인 베트남 응이손 2 석탄 IPP와 50MW 규모 칼라타간 필리핀

¹⁰ BlackRock Investment Stewardship’s approach to engagement on climate risk.

태양광 사업, 그리고 실패로 돌아간 호주 바이롱 석탄 사업에 대한 신용 보증 등의 투자를 동시에 승인했다.

당연히 이사회 의사결정 구조에 의구심이 들 수밖에 없다. 이사들이 사실에 입각한 결정을 내릴 수 있도록 올바른 정보를 제공받고 있는지, 이사회가 수익성 및 기후 재정 리스크 관점에서 사업을 객관적으로 평가할 능력을 갖추고 있는지 의문이다. 이는 중요한 문제다. 베트남 봉양 2, 인도네시아 자와 9, 10 과 같은 미완성 프로젝트와 관련한 논란은 아시아 전력 부문 전문가라면 이미 잘 알고 있는 것이기 때문이다. 주요 은행들의 자금 철회로 세계의 이목을 끌었을 뿐 아니라, 적극적인 투자자 또한 이들 프로젝트의 투자적합성을 둘러싼 논쟁을 다룬 보고서를 얼마든지 찾아볼 수 있는 실정이었다.

한전의 CEO 는 최근 서한에서 이사회가 전환기를 겪고 있다고 말했다. 이사들이 청정에너지와 보다 나은 지배구조를 요구하는 대중의 목소리에 적응하는 중이라는 것이다. 이사회 구성원은 15 명으로 회복되었고, 비상임이사의 숫자가 이제 내부 이사보다 많다. 그럼에도 불구하고, 이사회는 정치적으로 민감한 개발 사업의 방향을 설정하고 정책의 연속성을 유지하는 데 있어 여전히 어려움에 직면해 있다.

한전의 최고경영진과 이사회에 있어서 가장 큰 구조적 약점은 아마도 이사들의 짧은 임기일 것이다. 시장의 구조가 극적으로 변화하는 시기에 핵심 운영 영역을 감독할 주요 상임이사의 임기가 겨우 2.5 년밖에 되지 않는다. 2.5 년은 전문 영역 밖의 전략적 사안을 숙달하기에 너무 짧은 시간이다. 독립적인 비상임 이사들의 임기 또한 짧다. CLP 홀딩스와 같은 경쟁 업체의 독립 이사 평균 임기는 8.2 년이다. CLP 이사회에는 장기 투자를 결정한 나라에 풍부한 경험을 지닌 베테랑도 포함돼 있다.¹¹

¹¹ CLP Holdings Board of Directors

표 4: 한전 이사회 구성

	# of Standing Directors	# of Non-Standing Directors	Total	Academics/ Other	Trade/Foreign Ministry	Politicians	Lawyers & Prosecutors	Engineers	Renewable Energy Experience
2019	7	8	15	6	1		1	3	1
2018	7	8	15	6	1		1	3	1
2017	5	8	13	6	1		1	3	1
2016	6	8	14	4	1	2	1	2	1
2015	7	7	14	3	1	2	1	2	1
2014	7	8	15	4	1	2	1	2	1
2013	7	8	15	3		4	1	2	
2012	7	7	14	4	1	2		2	
2011	7	7	14	3	2	2			
2010	7	7	14	5	1	1			
	% of Total	% of Total		% of Non-Standing	% of Non-Standing	% of Non-Standing	% of Non-Standing	% of Non-Standing	% of Non-Standing
2019	46.7%	53.3%		75.0%	12.5%		12.5%	37.5%	12.5%
2018	46.7%	53.3%		75.0%	12.5%		12.5%	37.5%	12.5%
2017	38.5%	61.5%		75.0%	12.5%		12.5%	37.5%	12.5%
2016	42.9%	57.1%		50.0%	12.5%	25.0%	12.5%	25.0%	12.5%
2015	50.0%	50.0%		42.9%	14.3%	28.6%	14.3%	28.6%	14.3%
2014	46.7%	53.3%		50.0%	12.5%	25.0%	12.5%	25.0%	12.5%
2013	46.7%	53.3%		37.5%	0.0%	50.0%	12.5%	25.0%	0.0%
2012	50.0%	50.0%		57.1%	14.3%	28.6%		28.6%	0.0%
2011	50.0%	50.0%		42.9%	28.6%	28.6%		0.0%	0.0%
2010	50.0%	50.0%		71.4%	14.3%	14.3%		0.0%	0.0%
Average Number of Years of Service	2.5	2.6							
Audit Committee Years of Service	3.3	2.8							

출처: 한전 연례보고서 및 미국SEC 기록.

이사들의 평균 임기와 그들이 내리는 결정이 영향을 미치는 기간 사이의 괴리를 투자의 관점에서 살펴볼 필요가 있다. 한전이 탄소공개정보프로젝트(CDP)의 일환으로¹² 밝힌 내용에 따르면, 계획 목적상 ‘장기’는 5~15 년이다. 이사회가 승인 여부를 결정해 온 사실상 모든 투자 프로젝트가 15 년보다 훨씬 긴 기간 동안의 수익 창출을 상정한 것이다. 에너지 및 전력 인프라 자산의 평균적인 유효 수명은 보통 25~40 년으로 추정된다. 거기에 화력 발전의 경우 5 년, 원자력 발전의 경우 10 년의 건설 기간이 추가된다.

한전 이사회에 두 번째 놀라운 점은 한전의 의사결정 구조나 지속가능성 의무를 감독하는 위원회가 없다는 것이다. 전력회사의 이사회가 기후 리스크를 감독할 위원회를 이사회 내에 설치해 위험을 제어하는 것은 상식이 돼 가고 있다. 하지만 한전 이사회에는 단 두 개의 위원회가 있다. 하나는 임원추천용, 다른 하나는

¹² CDP carbon disclosures

감사용이다. 그 결과 이사회는 해외 투자 결정을 지속적으로 감독할 능력이 없다. 이는 프로젝트 실사, 국가 차원의 정책 사안, 글로벌 기후 약속에 관한 정교한 논의 과정에서 반드시 요구되는 능력이다.

기업 운영에 있어서 이와 같은 기후 리스크 관리의 빈틈은 큰 문제다. CDP 공개에 따르면 “기후변화 문제를 관리하고 감독하는 책임은 이사회 산하 CTO(부사장 & 최고기술책임자, 보통 COO 에 상응)에게 있다.”

공개된 직함만으로는 CEO 외에 현재 상임이사 중 누가 기후 리스크 문제에 직접적인 책임을 갖는지 알 수 없다. 한전의 주요 리스크 인덱스에 해외 프로젝트의 리스크를 평가할 때 CTO 가 그 역할을 하는지도 확인되지 않는다.

이와 같은 기업 감독의 부재는 단지 ESG 만의 문제가 아니다. 한전 같은 공기업은 정부의 개입으로 이해 충돌에 부딪히는 경우가 많아 진행 중인 사업 실패의 책임 소재를 특정하기가 쉽지 않다. 한전의 경우, 과거의 잘못된 투자 결정을 더 이상 답습하지 않고 기후 리스크 관리 시스템을 구축하는 것은 이제 이사회에 책임이다.

**이사회는
해외투자결정을
지속적으로 감독할
역량이 부족하다.**

글로벌 투자자의 높아진 기준을 충족할 의사결정 구조가 필요하다

글로벌 투자자들에게 환경 이슈는 절박한 문제다. 블랙록이 올해 초 기후 문제의 중요성을 크게 평가하고, ESG 제품을 주류로 삼겠다고 밝힌 시점은 에너지 전환 과정에 있는 한전과 같은 전력회사에게 민감한 시기다. 투자자들, 특히 안정추구 성향의 패시브 펀드 매니저와 같은 이해관계자들은 점점 더 높은 기대치를 설정하고 있다. 한전 이사회와 경영진은 이런 움직임을 똑똑히 인식해야 한다.

먼저, 한전은 기후행동 100+, 기후변화에 관한 기관 투자자 그룹(IIGCC), UN 책임투자원칙(UN PRI)에 참여하고 있는 주요 글로벌 투자자들이 한전의 현재 기후 전략과 에너지 전환 계획을 어떻게 평가할지 반드시 고려해야 한다. CDP 나 ESG 보고서에 포함되는 내용이든 아니든, 투자자들은 한전의 국내 사업 계획과 해외 투자 포트폴리오를 모두 들여다볼 것이다. 또한, 한전은 청정에너지를 새로운 사업 기회로 보고 투자해 온 경쟁업체들에 더 이상 뒤처져서는 안 된다.

표 5: 한전 - 기관투자자 목록

	Shareholding (Millions of Shares)	Shareholding %	Climate Action 100+	IIGCC	UN PRI
Orbis Investment Management Ltd.	10.78	1.7%			✓
Blackrock (N.A. + UK)	6.45	1.2%	✓	✓	✓
The Vanguard Group, Inc.	6.39	1.0%			✓
Samsung Asset Management Co., Ltd.	4.80	0.7%			
Eastspring Investments (Singapore) Limited	4.00	0.6%	✓		✓
Fidelity Management & Research Company	2.56	0.4%	✓		✓*
Mirae Asset Global Investments Co., Ltd.	2.29	0.4%			✓
Shinyoung Asset Management	2.04	0.3%			
Templeton Investment Counsel, L.L.C.	1.88	0.3%	✓	✓	✓
J.P. Morgan Asset Management (Hong Kong) Ltd.	1.51	0.2%	✓	✓	✓
INVESCO Asset Management	1.36	0.2%	✓	✓*	✓
Research Affiliates, LLC	1.29	0.2%			✓
KB Asset Management Co., Ltd.	1.10	0.2%			
Geode Capital Management, L.L.C.	1.07	0.2%			✓
Caisse de Depot et Placement du Quebec	1.02	0.2%	✓		✓

출처: 로이터. 참고: 2019.9.30~2020.3.31 의 펀드 자료. 이탤릭으로 표기된 이름은 해외로 확장한 한국 기업. 별표가 표시된 서명 기업은 모회사가 아닌 미래에셋자산운용(홍콩)과 인베스코(영국)이다.

블랙록의 최근 발표는 시장에 큰 충격으로 작용했다. 기후를 의식한 블랙록의 새로운 정책은 최대 자산 소유자들의 영향력을 반영한 것으로, 자산 관리 업계의 다른 경쟁사에도 영향을 미칠 것이다. 한전 이사회는 한전처럼 탄소 배출량이 높은 기업에 가혹한 질문을 던지는 곳이 비단 블랙록뿐만 아닐 것이라는 점을 깨달아야 한다. 블랙록의 발표는 뱅가드, 제이피모건, 피델리티, 이스트스프링 인베스트먼트(프루덴셜의 관계사) 등 한전의 지분을 소유한 대규모 패시브 및 액티브 펀드 운용사에도 큰 영향을 미칠 것이다. 블랙록의 새로운 ESG 우선순위¹³ 발표에 뒤이어, 점점 많은 글로벌 금융기관이 이 문제에 관심을 쏟고 있다. 일부 기관은 블랙록의 조치를 훨씬 능가하는 기준을 내놓을 것으로 보인다.¹⁴

네덜란드 연기금인 APG 가 지적했듯, 외국인 투자자들이 한전의 기후 전략을 평가하는 방식이 완전히 바뀔 가능성이 있다. 과거 한전은 기후 정책에 있어서 다른 기업에 비해 뒤처지는 것만 피하면 됐다. 일부 눈에 띄는 예외를 제외하고 아시아 업체들은 탄소 대량 발생 자산을 줄여야 한다. 그러나 한전과 같은 영리한 기업들은 핵심 자산을 선택적으로 공개하는 꼼수를 부렸다. 하지만 CDP 의 긍정적인 평가에도 불구하고, 한전은 수많은 골칫덩이 자산 보유와 관련한 의미 있는 전략을 갖고 있다고 보기 힘들다. 에너지 전환에 관한 여러 이슈에 대해 전략적 인식도 부족한 것으로 인식되고 있다.

¹³ BlackRock, A Fundamental Reshaping of Finance, January 2020

¹⁴ IEEFA Asia: Asian financial institutions also beginning to exit coal financing, 29 April 2020

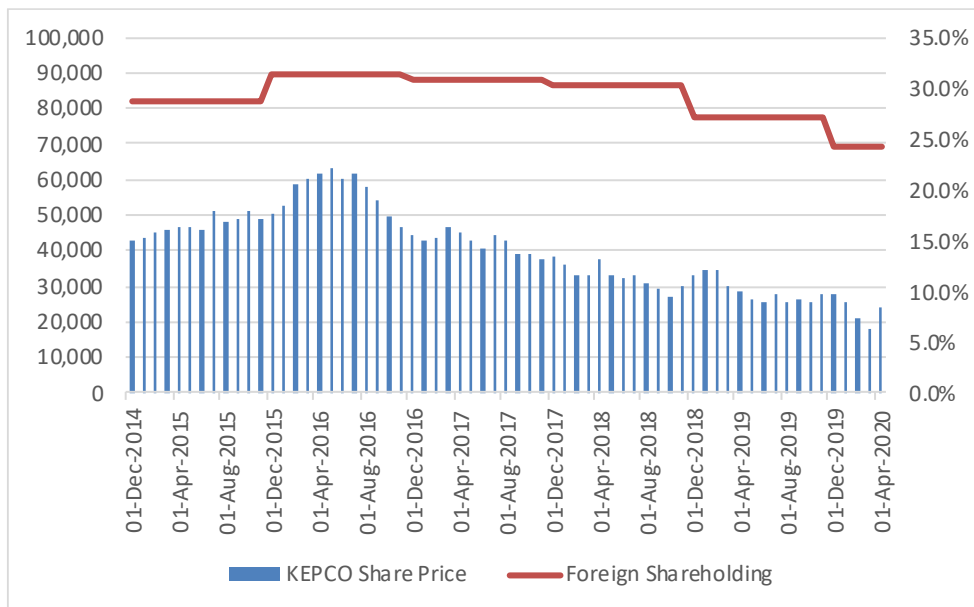
표 6: 그룹별 한전 주식 보유량

	Shareholding	% of Total Shares Outstanding
Government--KDB and MOFIE	328,077,058	51.1%
National Pension Service	46,063,396	7.2%
Other South Korean Investors	14,885,640	2.3%
South Korea Investors--Total	389,026,094	60.6%
Foreign Investors	252,937,983	39.4%
Shares Outstanding	641,964,077	

출처: 로이터.

이런 문제를 푸는 데 가장 큰 걸림돌은 한전 지분 구조다. 한국 정부의 통제에도 불구하고 한전의 주가는 외국인 투자 심리에 따라 출렁인다. 외국 투자 기관의 유동주식 보유 비중이 크기 때문이다. 2019년 말 기준, 발행주식 가운데 51.1%를 정부(산업은행 및 기획재정부)가, 7.2%를 국민연금이 갖고 있다. 로이터의 자료에 따르면, 남은 주식 가운데 39.4%(또는 정부 통제로부터 자유로운 유동주식의 94.4%)를 외국 투자자들이 보유 중이다. 한전의 자료에 따르면 외국인들이 가진 주식 중 일부는 한국 자산 운용사의 해외 조직이 갖고 있는 것으로 보인다.

도표 2: 외국인 주식 보유량 vs 한전 주가



Source: KEPCO and Reuters.

외국인의 한전 주식보유 데이터에 기반한 위 도표는 외국인의 보유량이 한전의 주가를 좌우한다는 사실을 보여준다. 국내 증권사들이 영향을 끼칠 수 있는 내국인 주주의 존재가 주가를 견인하지는 못하는 것으로 보인다. 국내 증권사

애널리스트들의 긍정적인 전망을 유도해 내려는 한전의 최근 노력은 영향력 있는 외국인 투자자들이 한전의 기업가치, ESG 리스크, 이사회 실적에 대한 평가와는 동떨어져 있다.

에너지경제·재무분석연구소(IEEFA)는

에너지경제·재무분석연구소(Institute for Energy Economics and Financial Analysis, IEEFA)는 에너지, 환경과 관련된 재정 및 경제 이슈를 연구 분석한다. IEEFA의 임무는 다양하고 지속가능하며 수익성이 높은 에너지 경제로의 전환을 가속화하는 것이다. www.ieefa.org

저자 소개

멜리사 브라운(Melissa Brown)

아시아 에너지금융연구소 디렉터. 제이피모건과 시티그룹의 증권 애널리스트 출신으로, 25년 이상 여러 아시아 투자기관에서 공개시장 및 사모펀드 투자자를 위해 시장 흐름을 분석하고 지속가능한 투자 전략 마련을 주도했다.

This report is for information and educational purposes only. The Institute for Energy Economics and Financial Analysis ("IEEFA") does not provide tax, legal, investment, financial product or accounting advice. This report is not intended to provide, and should not be relied on for, tax, legal, investment, financial product or accounting advice. Nothing in this report is intended as investment or financial product advice, as an offer or solicitation of an offer to buy or sell, or as a recommendation, opinion, endorsement, or sponsorship of any financial product, class of financial products, security, company, or fund. IEEFA is not responsible for any investment or other decision made by you. You are responsible for your own investment research and investment decisions. This report is not meant as a general guide to investing, nor as a source of any specific or general recommendation or opinion in relation to any financial products. Unless attributed to others, any opinions expressed are our current opinions only. Certain information presented may have been provided by third-parties. IEEFA believes that such third-party information is reliable, and has checked public records to verify it where possible, but does not guarantee its accuracy, timeliness or completeness; and it is subject to change without notice.