CREDIT BOND STRATEGY

2026. 3. 17

글로벌채권팀

김은기 팀장
(크레딧/해외채권 Analyst)
creditbond.kim@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

크레딧 레터

고유가 장기화 시, 한전채 발행 부담보다 사채발행한도 우려

- 미-이란 사태로 유가가 급등하자, 한전채 발행 증가에 대한 시장의 우려가 커짐
- 실질적으로 당장의 발행 부담보다는 '28년 사채발행한도 정상화 우려가 더 큼
- 대규모 만기가 도래하는 '26~27년에도 순상환 기조를 이어갈 지 여부가 중요

미-이란 사태로, '22년 경험했던 한전채 발행 증가에 대한 시장의 우려

'22년 러-우 전쟁으로 급등했던 유가로 인해 한전은 대규모 영업적자가 발생했으며, 이로 인해 한전채 발행이 급증했다. 금리 상승과 맞물리면서 한전채의 대규모 발행은 회사채 수요를 구축하는 효과까지 더해지면서 크레딧 시장의 발행 부담을 가중시킨 바 있다. 미-이란 사태로 유가가 급등하고 전쟁의 장기화 우려로, '22년과 같이 한전채 발행이 크레딧 시장 수급에 부담을 주지 않을까 하는 불안 심리가 커지고 있다.

실질적으로 발행 부담보다 '28년 이후 사채발행한도 정상화 우려가 더 큼

실질적으로 현재의 고유가에도 한전채의 발행 부담이 당장은 크지 않을 전망이다. '22년 이후 전기요금 인상으로 이익 창출력이 개선됐으며, 원전 비중 확대 등 유가 민감도도 낮아졌다. 게다가 유가 상승 여파가 한전의 영업이익에 미치는 효과는 적어도 5~6개월의 시차로 나타나기 때문에, 당장 한전채의 발행이 급증할 가능성은 크지 않다. 다만, 고유가 장기화로 인해 '28년 이후 한전의 사채발행한도가 다시 이전 수준으로 정상화되는 것에 대한 우려가 커질 수 있다. '22년 한전의 대규모 적자와 발행으로 한전채의 발행 잔액이 크게 증가하고 발행한도는 크게 감소했다. 그래서 (자본금+적립금)의 2배 수준의 사채발행한도를 5배까지 '27년말까지 한시적으로 늘렸다. 그 당시 부결과 재의결을 통해 어렵게 국회를 통과했기 때문에, 다시 유예조치를 부여하기는 어려울 전망이다. 결국 한전은 영업이익을 통해 자본 총계를 늘려 사채발행한도를 늘리고, 영업현금흐름을 통해 사채 발행 잔액을 줄여야 한다. 고유가 지속 시 영업이익 감소로 자본 총계 증가 속도가 느려지고 순상환 규모가 감소하게 되면, '28년 이후 사채발행 한도 이하로 발행 잔액을 줄이는 것에 대해 어려움이 예상된다.

대규모 만기가 도래하는 '26~27년 순상환 기조의 지속 여부가 중요

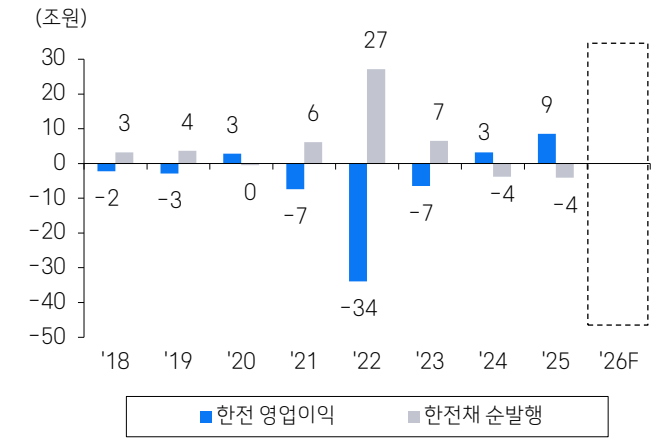
한전은 '28년 정상화될 사채발행한도를 염두해 두고, '22년 이후 2년 이하 단기채 위주로 발행했다. '25년말 자본총계를 기준으로 추정해 볼 때, '28년 사채발행한도를 맞추기 위해서는 앞으로 약 10조원 규모의 순상환이 필요해 보인다. 올해와 내년 만기 도래 규모는 18조원과 17조원으로 그 규모가 적지 않다. 결국, 영업현금흐름을 통해 일정 수준의 순상환이 필요하다. 작년과 같은 낮은 유가에서는 충분한 규모의 이익 창출이 가능했기 때문에 문제가 없었으나, 고유가 장기화 시 순상환과 사채발행한도 준수를 위해 추가적인 조치가 필요해 보인다.

Compliance Note

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

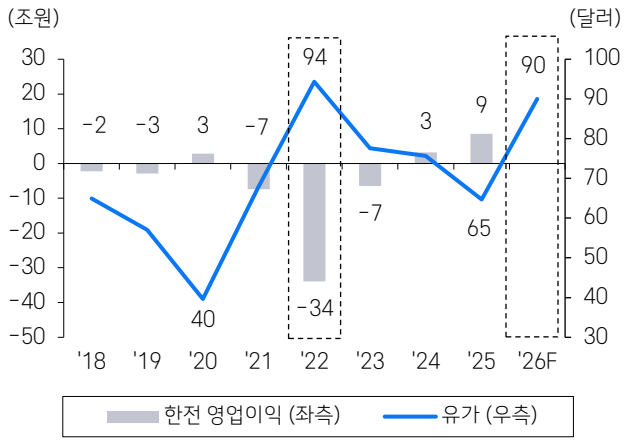
삼성증권

한전의 영업이익과 순발행은 대칭관계를 보이고 있음



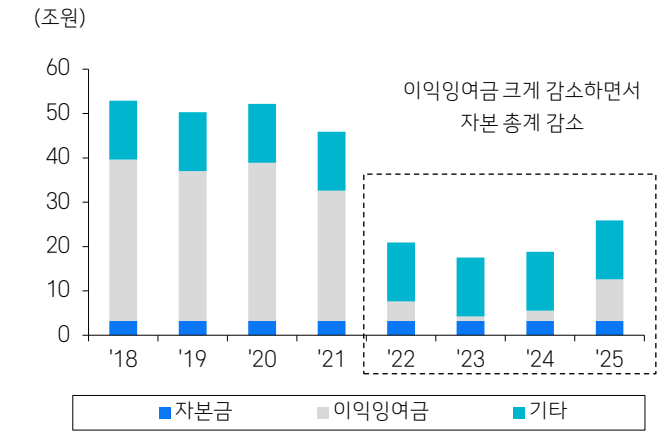
참고: 한전 영업이익(별도 기준), 한전채 연도별 순발행량
자료: 전자공시시스템, Infomax

'22년 유가 급등으로 대규모 영업손실 발행 → 최근 유가 급등



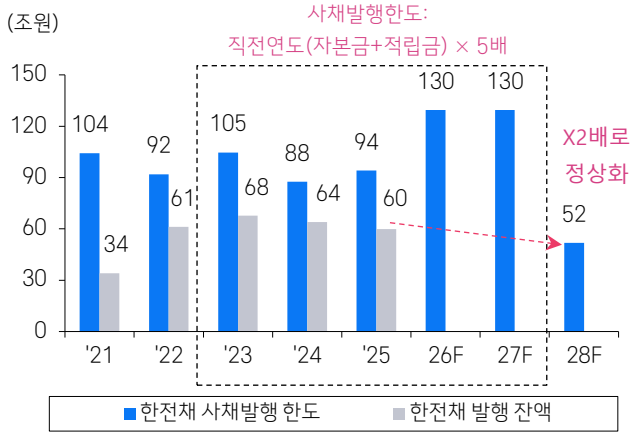
참고: 한전 영업이익(별도 기준), WTI 현물 유가(연도별 평균값)
자료: 전자공시시스템, Infomax

'22년 대규모 손실 이후 '25년 들어 이익 잉여금이 크게 증가



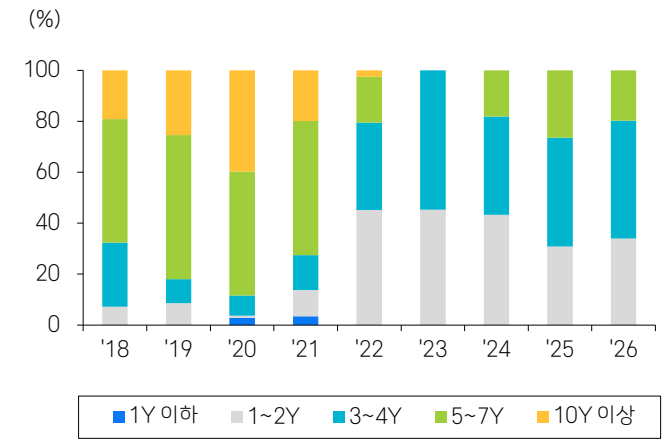
참고: 한전의 별도 재무지표
자료: 전자공시시스템

'28년 사채발행한도 정상화로 '26~27년 10조원의 순상환 필요



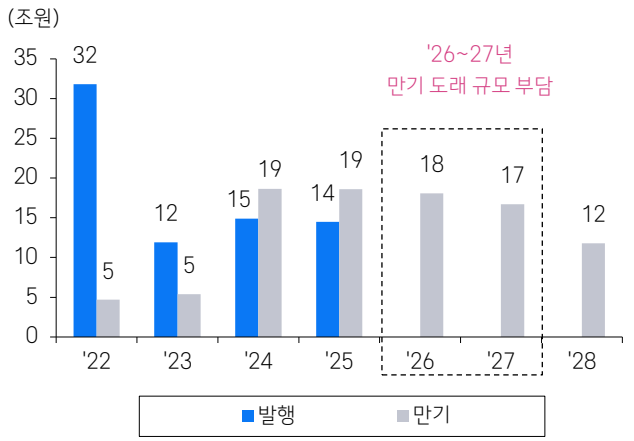
참고: 한전 사채발행 한도 및 발행 잔액, '27~28년 추정치는 '25년말 자본총계 유지 가정
자료: 전자공시시스템, 삼성증권 추정

사채발행한도 정상화로 '22년 이후 2년 이하 단기채 위주 발행



참고: 한전채 만기별 발행 비중, '26년은 3월까지 발행 기준
자료: Infomax

고유가 장기화 시, '26~27년 17~18조원의 만기 도래 부담



참고: 한전채 연도별 발행 및 만기 도래 규모
자료: Infomax

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA