LS증권

The Credit

LS Edge | Investment Strategy | 투자코멘트 | 2026. 04. 13

이란 전쟁의 여파 점검, 한전채 수급 스트레스 테스트...결과는?

크레딧 | **조수희** | shcho@ls-sec.co.kr, 해외채권/크레딧 | **박지빈** | jibin@ls-sec.co.kr

전쟁 휴전, 사실상 종전 수순에 들어갈 가능성(베이스) 높아 보이지만, 크레딧 시장에 국지적 영향 가능성은 존재

미-이란 전쟁은 4/8일 2주간 휴전에 들어갔으며, 양측의 전쟁에 따른 정치/군사/경제적 비용 부담을 감안하면 사실상 종전 수순에 들어갈 가능성이 높다고 판단한다(4월 내 종전, 베이스 시나리오). 다만, 전쟁 과정에서 발생한 에너지 및 원자재 수송 차질은 단시간 내 정상화되기 어려우며 실물경제 측면에서는 일정 수준의 Lagging이 불가피할 것으로 보인다. 크레딧 관점에서 본 사안은 '22년과 같은 신용 이벤트의 발생 가능성은 크지 않으나, 에너지 공기업 채권 공급 확대 가능성 및 일부 업종의 펀더멘털 악화 가능성 등 국지적 영향은 존재할 수 있다고 판단한다.

한전채 수급 스트레스 테스트 결과, 종전이 다소 지연되어도 발행한도초과 이슈 발생 가능성은 크지 않을 전망

에너지 가격 상승은 한국전력의 연료비 부담을 확대시키며 영업이익 감소 및 부채 증가 요인으로 작용한다. 특히, CAPEX 규모가 유지되는 가운데 수익성이 악화될 경우 외부 조달 의존도가 높아질 가능성이 있다. 이에, 당사 한국전력 추정 OCF와 CAPEX를 일부 조정한 베이스 시나리오를 바탕으로, 수익성 악화 상황 가정시(시나리오 A, B로 강도 조절) 한전채 발행 규모를 추정하고 발행한도 초과여부를 점검하였다. 스트레스 테스트 결과, 시나리오B(스트레스 강도 높음)에서도 2026년 말 사채발행잔액은 현 법적한도((자본금+적립금)x5, 전년말 별도 재무제표 기준)를 초과하지 않는 것으로 나타났다. 지난 한전법 개정을 통해 확보한 발행 여력이 급격한 대외변수 악화시에도 재무적 버퍼를 확보하고 있다고 판단된다. 다만, 시나리오B의 경우, 순발행 물량의 절대 규모가 21조원 수준으로 적지 않다(베이스시나리오는 순상환). 순발행액이 잔여한도의 80% 수준으로 조달 유연성이 약화되는 국면을 보이고 있으며, 기준금리 방향성 전환에 대한 우려가 팽배한 상황에서 한전채 구축효과 재발 가능성이 시장 센티먼트에 영향을 줄 수 있다. 결국 전쟁의 지속기간이 핵심 변수이며, 이란 전쟁의 진행 양상과 크레딧 시장 수급 추이에 대한 모니터링이 필요하다.

표1 **한전채 수급 스트레스 테스트 가정 및 결과 요약**

구분	(단위: 십억원)	베이스 시나리오	시나리오 A	시나리오 B
가정	종전시기	4월	5월	7~8월
	유가(USD/bbl)	93	112	190
	헤어컷 (OCF 조정용)		20.4%	104.3%
결과	조정 OCF	20,066	15,967	-863
	추가조달자금 (순발행액)(A)	-93	4,006	20,836
	잔여 누적발행한도(B)	26,093	21,994	5,164
	누적발행한도 대비	-0.4%	15.4%	80.1%
	한도 초과 여부	해당 없음	해당 없음	해당 없음

자료: LS증권 리서치센터

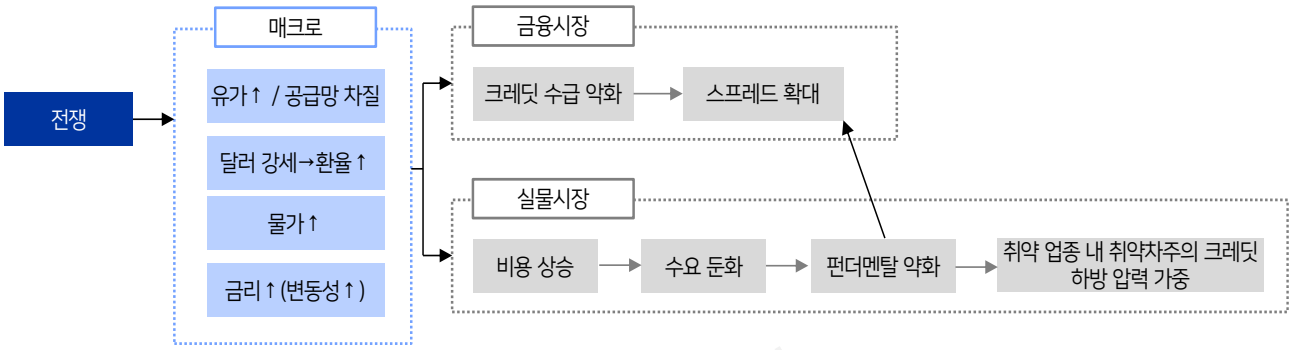
주) 본 테스트는 "추가조달 가능여력"과 "시나리오별 순발행액(추가자금조달액)" 비교에 중점, 순발행액 = [OCF 적자 + CAPEX+배당금지급액]
베이스 시나리오의 OCF는 당사 한국전력 추정 OCF에 19% 헤어컷 적용(전쟁 시작후 3월까지 평균 유가($/bbl) 상승률 감안(65 →78)
OCF 및 CAPEX 추정은 당사 한국전력 추정치(2026.4.1 발간자료) 참고
유가 가정은 당사 유가 추정(원자재 발간자료 Vol.83, 2026.4.10) 등 참고
본 스트레스 테스트는 종전 지연 상황을 가정하여 점검해 보는데 의의를 두고, 변수 및 가정을 최대한 단순화하였음.

전쟁 휴전, 종결로 이어져도 크레딧 시장에 국지적 영향 가능성은 존재

미-이란 전쟁은 중동 지역 에너지 인프라 및 물류망 일부에 영향을 미치며 글로벌 원자재 공급망에 단기적인 충격을 야기하였으나, 4/8일 2주간 휴전 및 협상 절차에 들어가며 전면전으로의 확전 가능성은 낮아진 것으로 보인다. 미국의 정치 일정(11월 중간선거)과 인플레이션 환경, 양측의 정치/군사/경제적 비용부담을 감안하면, 노이즈 상황이 있을지라도 사실상 종결 수순에 들어갈 가능성이 높다고 판단한다(4월 내 종결, 베이스 시나리오).

다만, 최근 전쟁으로 글로벌 금융시장의 변동성이 확대된 가운데, 그 여파가 국내 크레딧 시장에도 전이된 상황이다(전 섹터 신용 스프레드 확대). ①인플레이션 우려와 금리 인상 가능성에 따른 국채금리 상승, ②원달러환율 상승 지속에 따른 물가 상승 우려와 한국은행의 기준금리 인하 여지 축소, ③기업들의 원가 부담 확대 등 비용 상승 및 수요 둔화 우려로 이어지며 크레딧 시장에 약세 압력을 가하고 있다. 특히, 한국은 에너지 수입 의존도(중동 원유 수입 비중 약 70%)가 높은 만큼, 매크로 변수 둔화 우려(물가상승률 상방 압력, 성장률 하방 압력)와 더불어 기업 펀더멘털 약화 우려를 야기하고 있다. 아직 전쟁 리스크가 해소되지 않은 만큼 신용 스프레드의 단기간 빠른 축소 가능성은 크지 않다고 판단한다.

그림1 **전쟁 여파의 크레딧 시장 전이 경로**

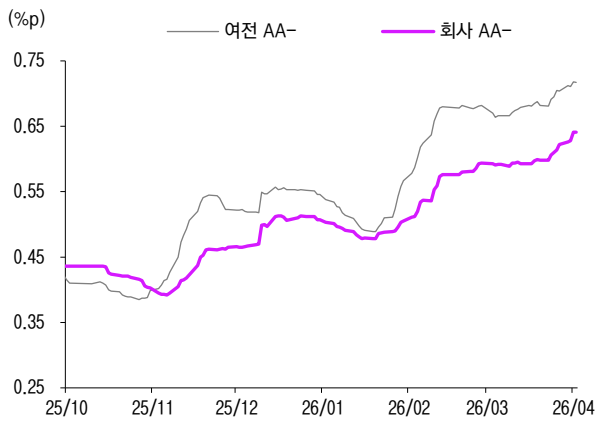


자료: LS증권 리서치센터

그림2 **유가 및 국고 금리 추이**

자료: 인포맥스, LS증권 리서치센터

그림3 **회사채 및 여전채 신용 스프레드(3Y) 추이**



자료: CEIC, LS증권 리서치센터

또한, 전쟁 과정에서 발생한 에너지 및 원자재 수송 차질은 단기간 내 정상화되기 어려우며, 베이스 시나리오대로 전쟁이 4월 종전한다고 하더라도 실물경제 측면에서 일정 수준의 Lagging은 불가피할 것으로 보인다. 크레딧 관점에서 본 사안은 '22년과 같은 신용 이벤트의 발생 가능성은 크지 않으나, 에너지 공기업 채권 공급 확대 가능성 및 일부 업종의 펀더멘털 악화 가능성 등 국지적 영향은 존재할 수 있다고 판단한다. 물론 실물경기와는 별개로 유가 및 환율 등 금융 변수는 위험 프리미엄 축소 국면에서는 시장 기대보다도 빠르게 안정화될 가능성도 존재한다.

표2 **2022 년 러-우 전쟁 사태와 비교**

구분	2022 러 - 우 전쟁	2026 미 - 이란 전쟁
전쟁 발발일	2022.2.24	2026.2.27
기준금리	인상 사이클 초입	현재 2.5% 동결
성장률 환경	(2021) 4.6%, (2022) 2.7%	(2025) 1.5% 전망, (2026) 1.8% 전망
물가환경	(2021) CPI 2.5%, 인플레 급등 국면	(2025) CPI 2.1%, 재상승 우려
금융지원	피해기업 2 조원	피해기업 13.3 조원
시장안정조치	주로 피해기업, 결제 지원 중심	100 조원+알파, 채안펀드 증액 검토
재정대응	비상 TF 중심	26.2 조원 추경

자료: LS증권 리서치센터

한편, 이란 전쟁 발발 이후, 정부와 금융당국은 금융시장 안정, 피해기업 유동성 지원, 물가/공급망 대응 등을 진행하고 있다. 금융위는 1)기존 100조원+a 시장안정 프로그램 가동, 2)13.3조원 규모의 피해기업 금융지원, 3)업권별 리스크 점검과 24시간 모니터링 체제 등을 실시한다. 재경부는 26.2조원 규모의 추경안을 편성하였고, 한국은행은 RP매입 정례화, 3월 국고채 바이백, 채안펀드 집행 등 단기자금시장 경색을 대비한 조치를 시행하고 있다.

표3 **이란 전쟁 대응 조치**

시점	기관	내용
2026.03.01	정부·재정경제부	관계기관 합동 비상대응반 가동. **중동 현지 상황 및 국내외 금융시장·실물경제 동향 24 시간 모니터링**
2026.03.03	금융당국	**시장안정조치 시행(회사채/CP 시장 및 부동산 PF 연착륙 관련 시장안정프로그램(100 조원+a) 확대 등) 당부** 중동 지역 수출 중소·중견기업 지원 필요성 강조
2026.03.09	정부	석유 최고가격제 신속 추진을 당부, 시장안정조치(100 조원+a) 적기 시행 및 필요시 규모 확대 방안 강조
2026.03.11	금융당국	중동상황 시나리오별 스트레스 테스트 실시, 금융위: 100 조원+a 시장안정프로그램 확대 방안 마련 계획
2026.03.12	한국은행	기준금리 2.50% 동결. 중동지역 리스크 전개, 물가·성장 흐름, 금융안정 상황 점검하며 정책결정 나설 것 언급
2026.03.18	재정경제부	**외환시장 구두개입: 원화 움직임이 펀더멘탈과 과도하게 괴리될 경우 적기 대응할 것**
2026.03.26	정부	4 대 분야 패키지 발표(에너지 가격·물가 안정, 공급망 관리, 취약부문 지원, 외환·금융시장 안정) 25 조원 규모 전쟁 추경 예고: - 정책금융 20.3 조원→24.3 조원 확대, 공급망 특별지원 1.5 조원 - 에너지 가격 안정 조치: ①휘발유 유류세 인하폭 7%→15%, 경유 10%→25%로 확대,②석유제품 최고가격제에 선박용 경유 추가,③화물·버스 대상 경유 유가연동보조금 지급 비율 50%→70%로 상향,④UAE 원유 수입, 원전 가동률 확대 **- 5 조원 긴급 국고채 바이백** **- 100 조원+a 시장안정프로그램 집행** **- 채안펀드 확대 사전 준비** - 한국은행에 금융중개지원대출 내 중소기업 한시 특별지원 한도 14 조원으로 피해기업 지원 주문
2026.03.31	정부	2026 년 추가경정예산안 공식 심의·의결, 추경 규모 26.2 조원(고유가 부담 완화 10.1 조원, 민생 안정 2.8 조원, 산업 피해·공급망 안정 2.6 조원, 지방재정 보강 9.7 조원, 국채상환 1 조원)

자료: LS증권 리서치센터

한전채 수급에 대한 스트레스 테스트

에너지 가격 상승은 한국전력의 연료비 부담을 확대시키며 영업이익 감소 및 부채 증가 요인으로 작용한다. 특히, CAPEX 규모가 유지되는 가운데 수익성이 악화될 경우 외부 조달 의존도가 높아질 가능성이 있다. 이에, 본고에서는 당사의 한국전력 추정 OCF와 CAPEX를 일부 조정한 베이스 시나리오를 바탕으로, 수익성 악화 상황 가정시 한전채 발행 규모를 추정하고 발행한도 초과여부를 점검해 보았다.(당사 한국전력 2026.4.1 참고)

표4 스트레스 테스트를 위한 가정

구분	가정
전쟁 종결시기 및 유가	• 4월 전쟁 종결을 **베이스 시나리오(유가 93불)**로 하되, 종전 지연의 스트레스 상황을 가정한 **시나리오 A(5월 종전, 유가 112불), 시나리오 B(7~8월 종전, 유가 190불)**에 대한 스트레스 테스트 시행함. • 7~8월 이후까지 전쟁이 지속될 가능성은 미국 중간선거 일정과 기준금리 상향 압박(물가상승 및 경기 침체 가능성 확대) 등을 감안할 때 사실상 제한적이고, 별도의 시나리오가 필요한 부분으로 판단되어 고려하지 않음. • 유가는 "송유관 대체 및 전략비축유 활용" 수급 가정치로서, 당사 원자재 발간자료(Vol.83, 2026.4.10) 등을 참고함
OCF 및 CAPEX	• **베이스 시나리오는 당사 한국전력 추정 OCF에 19% 헤어컷 적용**하였으며(전쟁 시작 후 3월까지 평균 유가 상승율, 65→78), **시나리오 A는 베이스 대비 20% 헤어컷, 시나리오 B는 베이스 대비 104% 헤어컷** 적용(유가 가정치 반영). • CAPEX는 당사 한국전력 연결 추정치 일괄 준용. • 연결 현금흐름표(간접법)의 영업활동현금흐름 준용, CAPEX는 연결 현금흐름표의 투자활동현금흐름(기타 비중 적음) 준용
지급 배당금	• **2026년 지급 배당금 1조원**(주당 1,542원, 3/25 주총 발표, 4/22 지급 예정). • 한전은 연 1회 결산배당만 시행하고 중간배당은 미실시. 정관상 중간배당 규정은 있으나, 공기업의 배당기조를 고려할 때 상반기 실적만으로 중간배당을 결정하기는 어려운 구조로 판단함.
한전채 발행잔액 및 한도	• 한전채 발행한도: 한전법 제16조(2027.12.31까지 [자본금+적립금]의 5배, 2028년부터 기존과 같이 2배) • **현시점 추가발행 가능 한도액: 약 26조원** (법령상 누적 발행한도 104.5조원 – 현재발행잔액 78.5조원) • **한전채 만기도래액은 전액 차환 가정** • 한전채 발행액은 한전법 제16조에 따른 사채(원화채 및 KP물 포함) 기준. CP 및 전단채 등 단기자금은 발행한도 산입 대상에서 제외되나 사채발행한도 소진시 단기조달비중 확대에 따른 차환 리스크가 전이될 수 있음에 유의 필요 • 소스별 금액 차이 고려, 발행/한도잔액 절대값보다는 **"추가조달 가능여력"과 "시나리오별 순발행 소요액" 비교**에 중점 ✓'28년 한도 축소, 한전은 베이스 시나리오 기준 일몰시점까지 사채 일부 순상환, 혹은 순이익 등을 통한 자본 확충 필요
매크로 영향의 전이 경로	• 전쟁 여파로 유가 및 SMP 증가 → OCF 감소/적자 전환 → **[OCF 적자 + CAPEX+배당금] 을 한전채 발행으로 조달**
연결/별도 기준	• 추정숫자 산출의 편의성과 한전채 발행량에 대한 보수적 접근을 위해 OCF, CAPEX는 연결기준으로 하되, 배당금, 한전채 발행, 발행한도는 별도 기준 적용 (즉, 전쟁 여파로 인한 자금 소요액을 발전자회사가 아닌 100% 한전 조달로 가정)
기타	• 변수 및 상수 설정에 보수적 접근하였으며, 유가 상승 여파를 월할 계산하지 않음. • 시나리오 A, B의 변수 적용에 보수적 접근을 위해, CAPEX 및 배당금지급액은 베이스와 동일하게 적용 • 이자비용은 변수로 고려하지 않음(즉, 시나리오 A, B의 한전채 발행량 증가의 손익 영향은 미고려) • 환율 및 국고채 금리 등 유가 외 매크로 변수는 고려하지 않음.
Disclaimer	• 본 스트레스 테스트는 종전 지연 상황을 가정하여 점검해 보는데 의의를 두고, 변수 및 가정을 최대한 단순화하였음.

자료: LS증권 리서치센터

표5 스트레스 테스트 결과 (2026년 한전채 발행한도 초과 여부 점검)

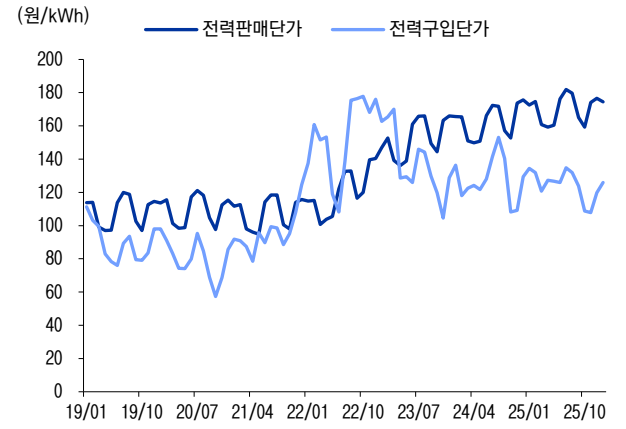
단위: 십억원	베이스 시나리오	시나리오 A	시나리오 B
헤어컷 (OCF 조정용)		20.4%	104.3%
조정 OCF	20,066	15,967	- 863
추가조달자금 (순발행액)(A)	- 93	4,006	20,836
잔여 누적발행한도(B)	26,093	21,994	5,164
누적발행한도 대비 순발행액(A/(A+B))	-0.4%	15.4%	80.1%
한도 초과 여부	해당 없음	해당 없음	해당 없음

자료: LS증권 리서치센터

스트레스 테스트 결과, 시나리오B(스트레스 강도 높음)에서도 2026년 말 사채발행잔액은 현 법적한도((자본금+적립금)x5, 전년말 별도 재무제표 기준)를 초과하지 않는 것으로 나타났다. 지난 한전법 개정을 통해 확보한 발행 여력이 급격한 대외변수 악화시에도 재무적 버퍼를 확보하고 있다고 판단된다. 또한, 2022년과 현재의 한전을 비교하면, 1)누적 수익 및 재무여력, 2)자금조달 수단의 다변화, 3)원자력 비중 확대 측면에서, 한전채의 펀더멘털이 개선된 상황이라고 판단한다. 따라서, 미국-이란 전쟁이 장기화(6개월 이상)되지 않는 한, 한전채 발행한도 초과 이슈는 크지 않다고 판단한다.

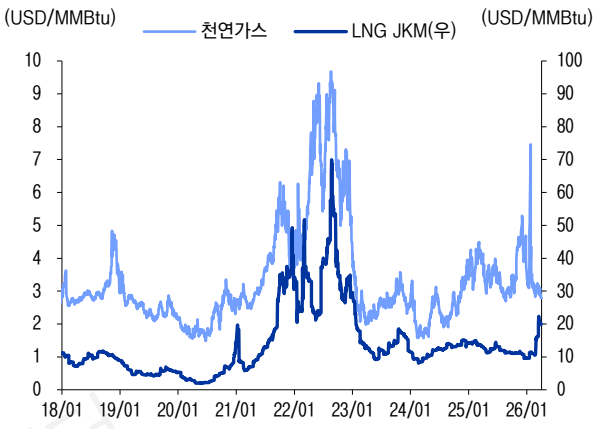
1) 한전은 2023~2025년 동안 평균 전기판매단가가 누적 기준 약 50% 가량 인상된 반면, 2022년 급등했던 LNG 가격이 하향안정화되면서 2023~2025년 순이익 및 OCF 등이 회복되고 재무부담(순차입금/EBITDA)이 경감되는 등 재무여력이 개선된 바 있다. 최근 미-이란 전쟁으로 국제유가와 LNG 가격이 재차 상승하였지만, 2022년 당시와 비교해 보면 자체적인 실적 및 재무여력은 탄탄해진 상황이라는 판단이다.
2) 자금조달 수단 역시, 2022년에는 한전채 비중이 86% 였지만, 최근(2025년)에는 한전채 80%, 은행차입금 20%로 다소 다변화되었다(별도 재무제표 기준).
3) 2025년의 평균 원자력 발전 비중이 2022년보다 확대되어, 석탄/LNG 등 유가와 상관관계가 높은 원자재에 대한 의존도가 소폭 축소되었다.

그림4 **전력 판매단가 및 구입단가 추이**



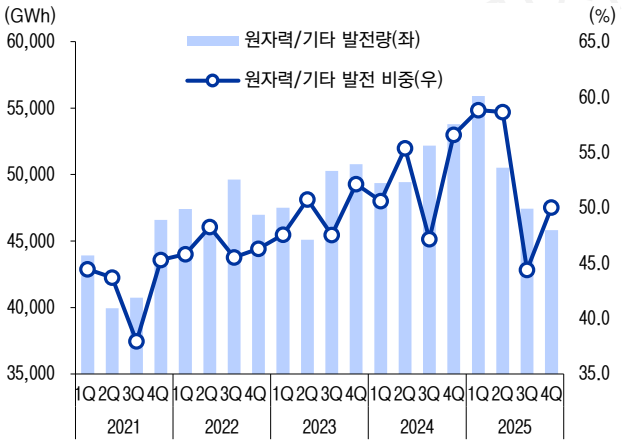
자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

그림5 **천연가스/LNG 가격 추이**



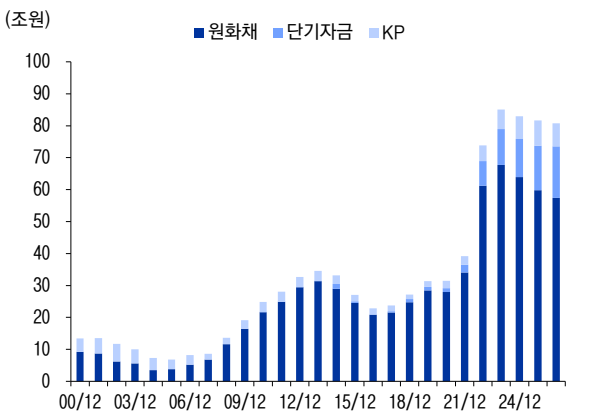
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림6 **한전 원자력 발전량 및 발전 비중 추이**



자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

그림7 **한전채 발행 잔액 추이**

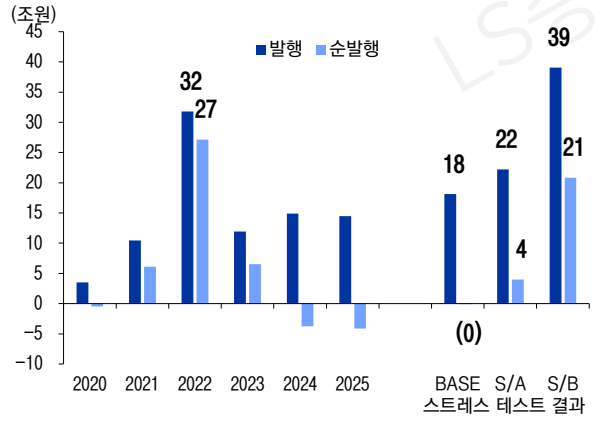


주: 2026년은 4/7까지, 자료: 인포맥스, LS증권 리서치센터

그러나 한전채 발행한도 초과 여부 점검과 별개로 시나리오B(극단 상황 가정)의 경우, 순발행 물량의 절대 규모가 21조원 수준으로 적지 않다(베이스시나리오 순상환). 시나리오B의 경우, 한전채 발행액(순발행액+차환액(만기도래액))이 2026년 크레딧물 차환물량의 약 8%, 공사채 차환물량의 약 43%이다. 2022년 한전채 구축효과가 나타났던 당시와 비교해 보면, 시나리오B의 시장 규모 대비 발행액 비중이 상대적으로 적은 편(크레딧물 차환물량의 8%, 공사채 차환물량의 약 60%)으로 나타나는 점은 다행스러운 부분이다.

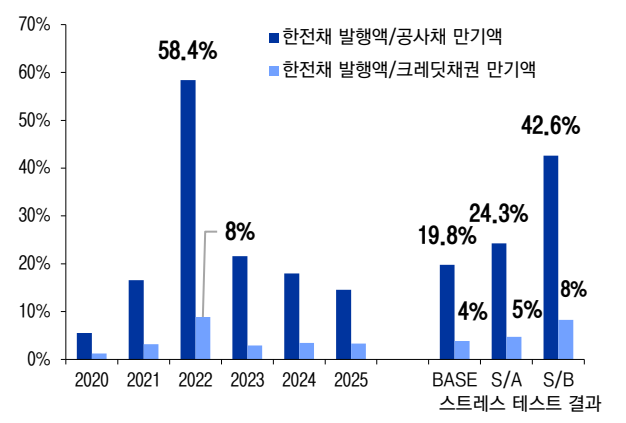
다만, 시나리오B의 경우, 순발행액이 잔여한도의 80% 수준으로 조달 유연성이 약화되는 국면을 보이고 있으며, 기준금리 방향성 전환에 대한 우려가 팽배한 상황에서 한전채 구축효과 재발 가능성이 센티먼트에 영향을 줄 수 있다. 결국 전쟁의 지속기간이 현재의 핵심 변수이다.

그림8 **한전채 발행액 및 순발행액 추이**



자료: 인포맥스(4236), LS증권 리서치센터
주: S/A, S/B는 시나리오 A, B, 한전채 발행액=순발행액+만기액

그림9 **한전채 발행액 비중 추이**



자료: 인포맥스(4236), LS증권 리서치센터
주: S/A, S/B는 시나리오 A, B, 한전채 발행액=순발행액+만기액

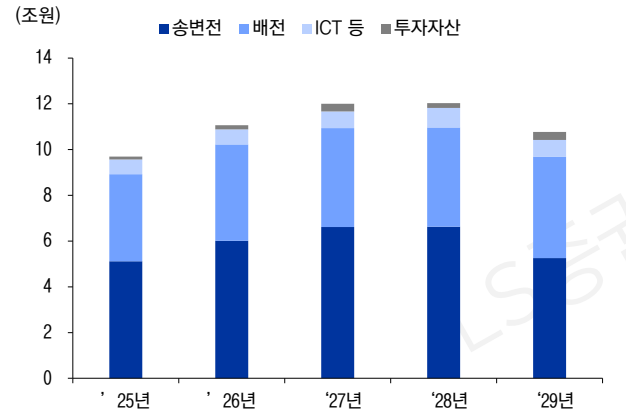
한전채는 법적으로 정부의 손실보전 의무가 있는 실질적 RWA0 채권으로서 일시적인 실적 변화나 발행량 증가가 신용도에 영향을 주지는 않지만, 2022년과 같은 발행물량의 급격한 증가는 크레딧 시장내 구축효과(하위등급 크레딧채권 수급 타이트닝)와 신용 스프레드의 확대를 야기하여 수급 불안 요인으로 작용할 가능성이 있다.

특히, 한전의 전력구입비(SMP)는 주로 LNG 가격에 의해 결정되는데 국제유가가 LNG 도입가격에 반영되는 기간, 가스공사가 들여온 LNG 가격이 국내 발전사들에게 판매되는 '발전용 연료비'에 반영되는 기간 등을 감안하면 약 5~6개월의 Lagging이 있다. 즉, 유가 상승이 한전 비용 부담으로 반영되는 것은 약 5~6개월 이후이다.

따라서, 이란 전쟁의 진행 양상과 크레딧 시장 수급 추이에 대한 모니터링은 필요하다. 다만, 베이스시나리오보다 전쟁이 지연되어 한전채 관련 스트레스가 가중된다 하더라도 한전의 조달방안 다변화(기업어음 등 단기성 차입 조달 확대), 공공기관 투자집행 시기 조절 등 범정부 차원의 수급 관리 가능성, 금융시장 안정화를 위한 선제조치 등 예비방안 등을 통해 완화시킬 수 있을 것으로 예상한다.

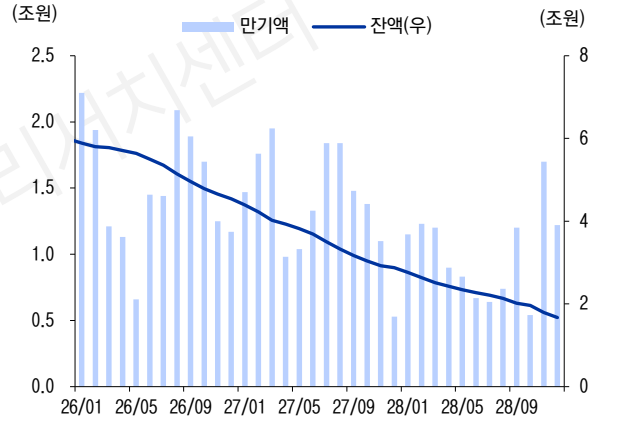
한편, 지정학적 리스크 여파에 따른 잉여금 감소 가능성은 종전 지연시 단순 수급 압박을 넘어, 중기적으로는 2027년 말 예정된 한전채 발행한도 일시 증액 종료(일몰) 대응에 실질적인 부담으로 작용할 수도 있다. AI와 전기차 시대의 중장기적 전력 수요 증가 가능성과 이에 대응한 전력 인프라 투자 확대 가능성 등도 고려하면, 2028년 이후 발행한도 축소와 관련한 리스크와 대응방안도 검토가 필요한 부분이다.

그림10 **한전 향후 설비투자 계획**



자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

그림11 **한전채 만기액 및 잔액 추이**

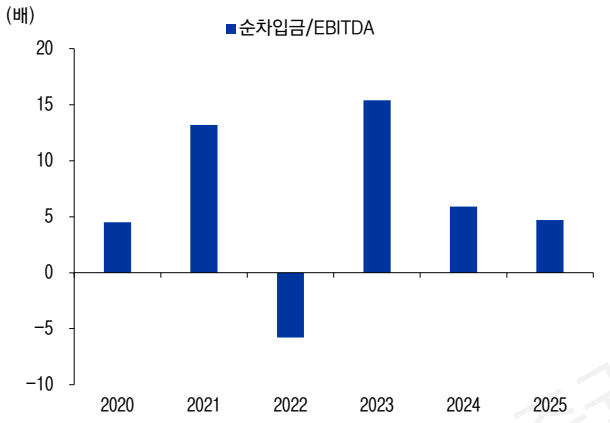


자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

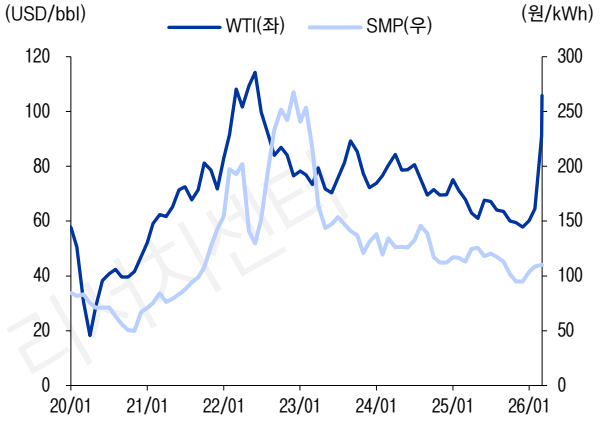
APPENDIX

그림12 한전 재무부담 추이(순차입금/EBITDA 비율)



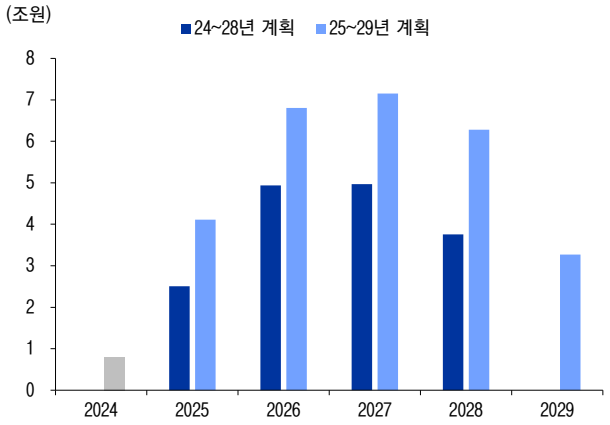
자료: 나이스신용평가, LS증권 리서치센터

그림13 유가 및 SMP(전력도매가격) 추이 (2020년 이후)



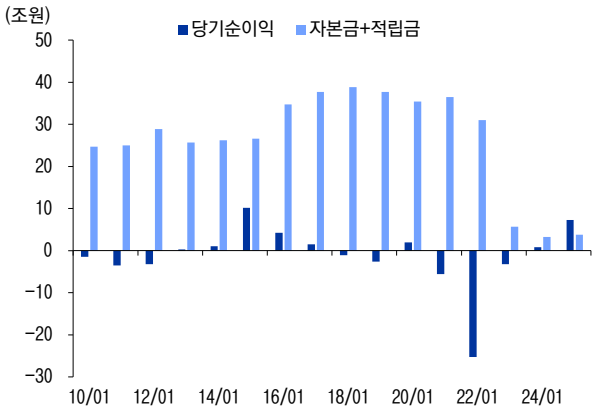
자료: 인포맥스, LS증권 리서치센터

그림14 한전 당기순이익 흑자 전망 상향



자료: 한국전력 중장기 재무관리계획, LS증권 리서치센터

그림15 한전 당기순이익 및 자본금+적립금



자료: Fnguide, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 조수희, 박지빈).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.