

한전 사채발행한도 부담 재부각



Credit Analyst

김상인

☎ (02) 3772-2636

✉ ksi0612@shinhan.com

차주희

☎ (02) 3772-2653

✉ juhuicha9@shinhan.com

한전채 폭증 사태 부재했으나 한전 재무구조 개선 지연에 따른 우려

한전채 투자 시 재무구조 개선 경로를 점검해볼 필요가 있다. 대규모 적자와 발행에 따른 약세보다는 재무구조 개선 지연으로 2028년부터 자본금+적립금의 2배(현 5배)로 정상화되는 사채발행한도 준수가 어렵기 때문이다. 중동분쟁으로 재차 100달러를 상회한 WTI 등 에너지가격이 상승했고 재무관리 목표에 차질이 발생했다. 한전채가 폭증하지는 않았으나 자본 확충이 충분하지 못한 상태다.

1) 수익성 저하, 2) 자산재평가 지연, 3) 제한적인 배당, 4) 투자 확대

2022년 이후 7차례 전기료 인상으로 한전은 최근 에너지가격 상승에도 흑자를 유지했다. 다만 전력판매마진이 줄면서 순이익은 대폭 감소했다. 작년 발표한 올해 당기순이익 목표는 6.8조원이나 올해 1.7조원, 내년 5조원으로 순이익 전망치가 감소했다. 여기에 에너지가격과 환율이 추가 상승하는 비관 시나리오에서는 순이익이 올해와 내년을 합쳐 1.87조원에 그칠 것으로 추정했다. 추가 전기료 인상이 쉽지 않아 재무구조를 정상화할 만큼의 수익성 개선은 제한될 전망이다.

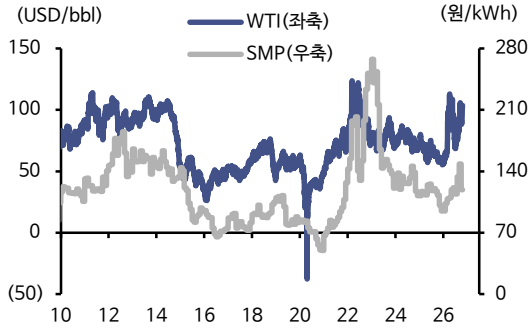
올해 예정됐던 7조원 규모 자산재평가는 2030년으로 지연됐다. 글로벌 정세 등 대외여건을 감안한 조치다. 물론 재무 상황을 고려해 시행여부 재검토 여지를 남겨뒀으나 자산재평가 부재를 기본 시나리오로 상정할 필요가 있다. 2023년 자본 확충을 위해 단행했던 6개 발전자회사를 통한 배당도 해결방안이 되기 어렵다. 수취 배당이 2024년에는 3.5조원에 달했으나 이후 2조원 내외 수준에 불과하고, 현재 한전이 흑자를 유지하고 있어 대규모 배당 명분이 충분치 않다.

이 가운데 공사채 잔액 증가가 예상된다. 제11차 전력수급기본계획 상 송·변전설비 등 26~30년 사이 61조원의 투자가 소요된다. 탄소배출권 유상할당 비율 상향으로 구입전력비가 증가하고 노후석탄 LNG 전환 등 사업자금 조달 수요가 높다.

사채발행한도 정상화 유예가 현실적 조치. 한전채 제한적 수준 약세 예상

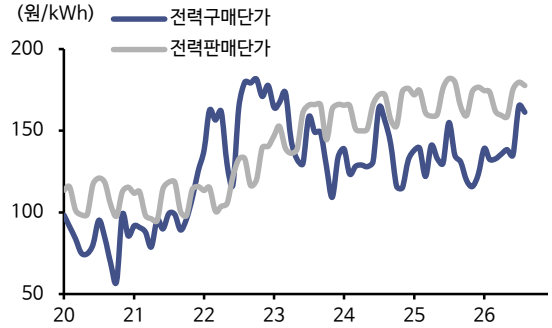
자본금+적립금은 작년말 21.1조원에서 내년말 28.4조원으로 증가가 예상된다. 사채발행한도 2배 적용 시 한도가 56.8조원으로 감소해 내년말 한전채 전망치 76조원 중 19.2조원 규모의 상환 또는 이에 상응하는 자본 확충이 필요하다. 이를 해소할 방안이 부재한 가운데 2029년까지 한전채는 발행한도 2배를 웃돌 전망이다. 현재로서는 사채발행한도 정상화 유예가 현실적인 방안이다. 대규모 발행이 제한되고 사채발행한도 유예를 통한 우려 해소로 한전채 추세적 약세 가능성은 낮다. 다만 한전 재무구조 개선 지연으로 투심이 위축되고, 사채발행한도 유예 과정 노이즈로 인해 한전채 일부 매도 물량이 출회될 수 있다. LH와 함께 공사채 상대 약세를 이끌 수 있어 한전채 투자에 유의가 필요할 전망이다.

WTI, SMP 최근 상승세



자료: 인포맥스, 신한투자증권

전기 판매단가 vs 구입단가. 마진 축소



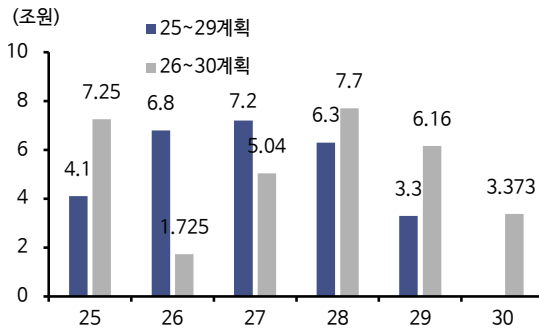
자료: 한국전력, 신한투자증권

전기로 인상 내역. 추가 인상 필요하나 쉽지 않을 전망

연도	월	조정대상	조정내용(원문)	全종별 전력량요금 인상	기후환경요금 인상
2021	-	-	-		
2022	4월	全종별	전력량요금: +4.9원/kWh, 기후환경요금: +2.0원/kWh	4.9	2.0
2022	10월	全종별	전력량요금: +7.4원/kWh	7.4	
2023	1월	全종별	전력량요금: +11.4원/kWh, 기후환경요금: +1.7원/kWh	11.4	1.7
2023	5월	全종별	전력량요금: +8.0원/kWh	8.0	
2023	11월	산업용(을)	전력량요금 고압A: +6.7원/kWh, 고압B·C: +13.5원/kWh		
2024	10월	산업용 전체	전력량요금 산업용(갑): +8.5원/kWh, 산업용(을): +16.9원		
2025	-	-	-		
2026	4월	산업용(을)	전력량요금 경부하 +5.1원/kWh, 최대부하 평균 -15.4원		
全종별 누적			4차례 인상 합계 (본문: 31.7원/kWh)	31.7	3.7

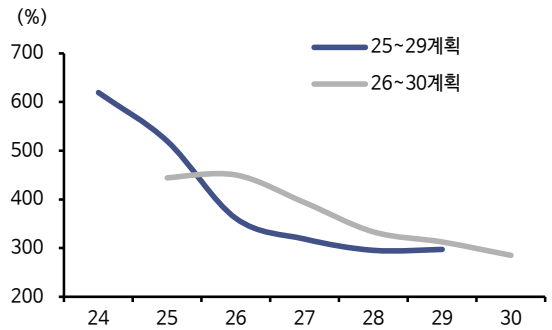
자료: 한국전력, 신한투자증권

당기순이익 전망치 하향 조정



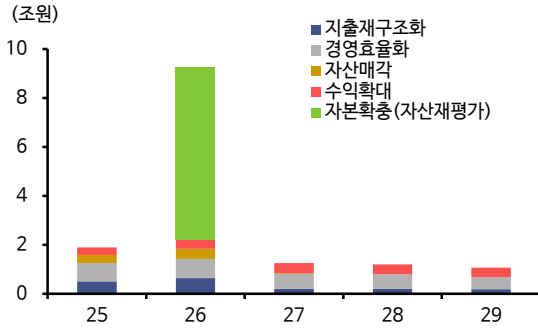
자료: 중장기재무관리계획, 신한투자증권

부채비율 전망치 상향 조정



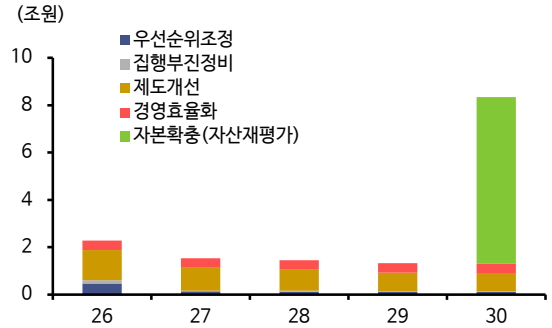
자료: 중장기재무관리계획, 신한투자증권

2026년 예정됐던 자산재평가



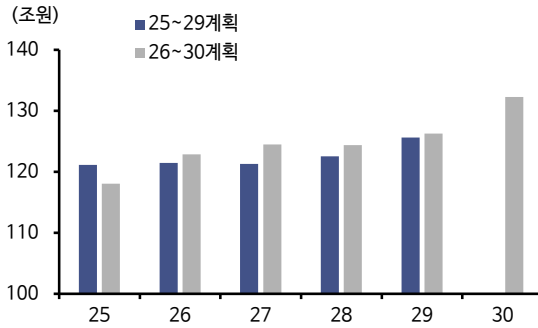
자료: 중장기재무관리계획, 신한투자증권

2030년으로 이연. 추후 시행여부 재검토 예정



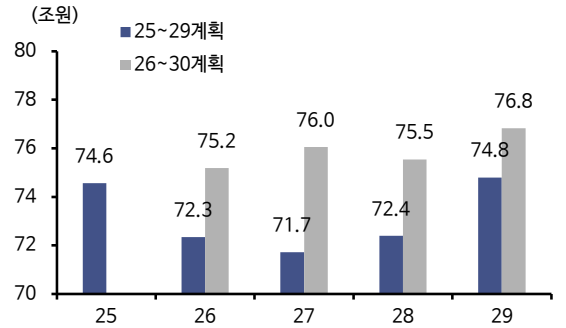
자료: 중장기재무관리계획, 신한투자증권

부채 전망은 오히려 상향 조정



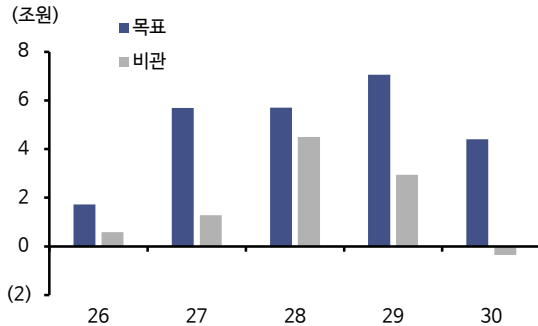
자료: 중장기재무관리계획, 신한투자증권

한전채 전망. 증가세로 전환



자료: 중장기재무관리계획, 신한투자증권

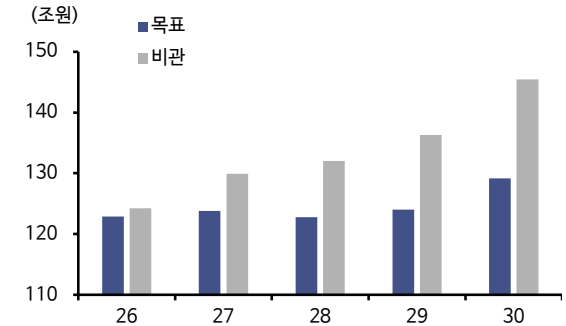
당기순이익 시나리오: 목표 vs 비관



자료: 중장기재무관리계획, 신한투자증권

주: 비관 시나리오 에너지가격 10%, 환율 5% 상승 가정

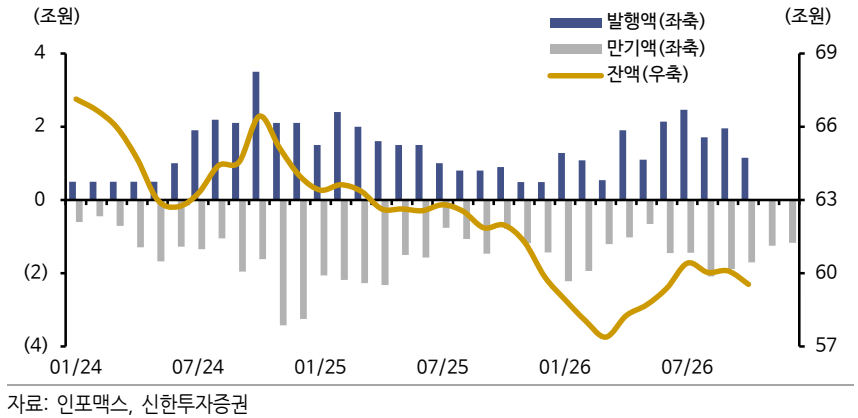
부채 시나리오: 목표 vs 비관



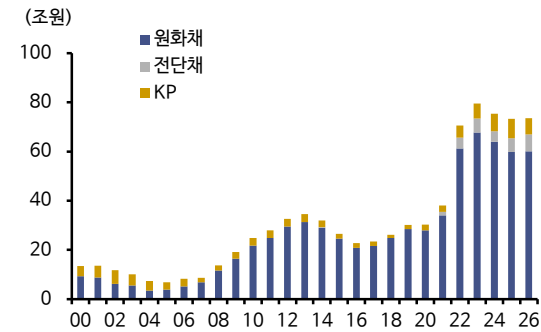
자료: 중장기재무관리계획, 신한투자증권

주: 비관 시나리오 에너지가격 10%, 환율 5% 상승 가정

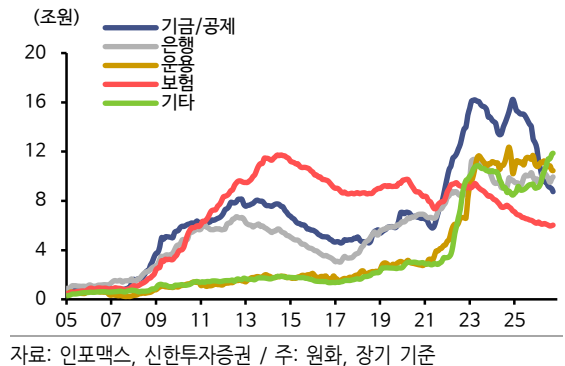
한전채(원화, 장기) 7월 이후 순상환 전환되며 작년 말 수준



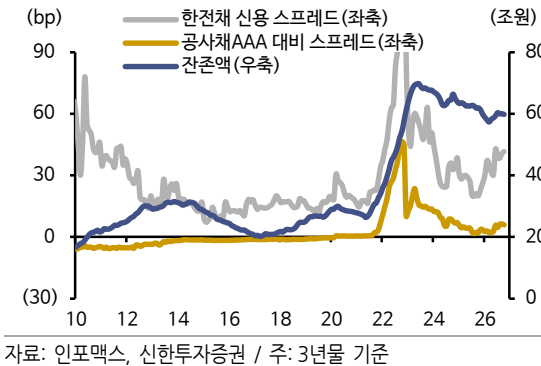
한전채 잔액. 전단채와 KP까지 한전채로 집계



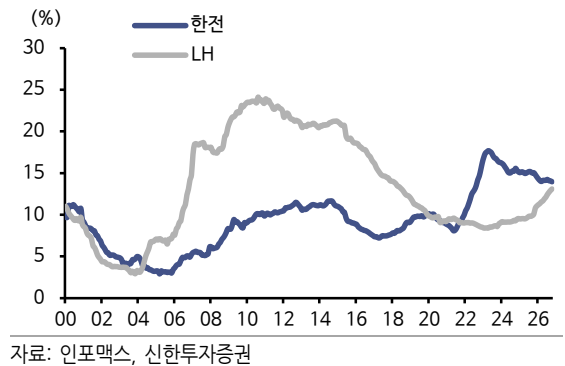
장외시장 한전채 주요 투자자 잔고 추이



공사채AAA 지표물 대비 최근 완만한 약세



일반 공사채 내 한전채 비중 여전히 높은 수준



한전채 사채발행한도 분석. 2029년까지도 2배 달성 어려움

구분(단위: 억원)	2025(실적)	2026	2027	2028	2029
① 자본금	32,098	32,098	32,098	32,098	32,098
② 적립금 전망	211,207	221,829	252,079	298,317	335,252
③ 자본금+적립금 (①+②)	243,305	253,927	284,177	330,415	367,350
사채발행 잔액	735,285	751,880	760,489	755,455	768,322
④ 사채발행배수 전망 (잔액÷③)	3.0배	3.0배	2.7배	2.3배	2.1배
법정한도 2배 내 충족 여부	×	×	×	×	×

자료: 중장기재무관리계획, 신한투자증권

한전채 상환 필요액 19.2조원. 상환 방법 부재해 발행한도 정상화 유예 예상

항목	금액(억원)
2027년 말 자본금 + 적립금 전망	284,177
2배 적용 시 사채발행한도	568,354
2027년 말 사채발행 잔액 전망	760,489
한도초과분(상환 필요액)	192,135

자료: 중장기재무관리계획, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김상인, 차주희).
- ◆ 본 자료는 회사채 관련 Credit 이슈에 대해 기술한 자료이므로 주식 및 주식관련 상품에 해당하는 컴플라이언스 규정을 적용하지 않음을 알려드립니다.
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.