



Overweight

2025년 3월 11일 | 산업분석_Update

유틸리티

3월 21일 솔뚜껑 보고 놀라지 말 것

2025년 2분기 연료비 조정단가 5.0원/kWh로 동결 예상

2025년 4~6월 적용되는 연료비 조정단가 산정내역은 3월 21일 공개된다. 물론 현재 조정단가 5원/kWh는 당분간 바뀔 일이 없다. 기준연료비는 494.63원/kg으로 2023년 5월 이후 같은 값이며 실적연료비는 지속적으로 하락하고 있기 때문에 제도를 따른다면 전기요금을 인하해야 하기 때문이다. 2025년 1분기 실적연료비는 456.51원/kg으로 전분기대비 2.1% 상승했으나 2024년 12월, 2025년 1월 무역통계 수치를 감안하면 오는 2분기 실적연료비는 재차 하락 전환이 기대된다. 2월 무역통계까지 포함하여 산출되는 변동연료비의 결과값과 관계없이 향후 연료비 조정단가는 5.0원/kWh 유지를 예상한다.

2024년 총선과 추석 이후 조정단가 동결로 단기 주가 하락 경험

전기요금 인상 기대감은 주기적으로 찾아오는 기계적 동결 뉴스에 훼손되었던 사례가 있다. 2024년 4월 10일 총선 이후, 2024년 9월 추석 이후 두 차례가 존재한다. 연료비 연동제는 오랫동안 작동을 멈춘 상태였기 때문에 요금 동결에 특별한 의미를 부여할 필요가 없었으나 상황이 오해를 불러왔을 것으로 판단된다. 전기요금이 인상될 것만 같은 분위기가 퍼지고 있었을 때 연료비 조정단가 동결이 발표되며 주가 낙폭이 컸던 경험들을 되새길 시점이다. 향후 2분기 연료비 조정단가도 이전과 다르게 산정될 가능성이 높지 않는데 한국전력 전기요금 인상에 대한 필요성이 높아 일말의 기대감이 부여될 수 있는 환경이기 때문이다.

배당 이후 혹시나 모를 인상을 기대했다면 예방주사가 필요한 시점

한국전력이 오랜만에 연간 단위 흑자를 기록했고 배당도 지급했다. 하지만 2027년 연말에 찾아올 사채발행한도 한도 축소에 대비하기 위해서는 아직도 이익 체력이 많이 부족하다. 따라서 향후 3년 동안 꾸준한 전기요금 인상이 필요하다. 한편 이런 논리적 흐름은 언제나 유효했지만 실제 요금 변동은 긴 기간들 가운데 특별한 시점에만 있었다. 과거 인상 사례를 기반으로 압축적 대응이 유효할 것으로 판단된다. 대규모 요금 인상 이후 빠른 시일 내에 같은 의사결정이 반복되기는 쉽지 않다. 2023년에는 11월 초, 2024년에는 10월 말에 요금 조정이 있었다. 열요금 등 다른 공공요금에 대한 부담이 부각되는 시기도 인상 여력이 제한된다. 무엇보다 여름철 성수기 이전에 요금이 인상되는 경우는 거의 없다. 산업용에 집중된 인상 전략이 한계에 도달해가고 있어 주택용을 포함한 전반적인 조정이 필요하다. 올해도 요금 인상을 기대한다면 여름철 이후가 될 가능성이 높다. 따라서 3월 조정단가가 동결로 발표되더라도 기대감을 가질 개연성이 없기 때문에 결과에 실망할 필요도 없다.



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 채운샘 unsam1@hanafn.com

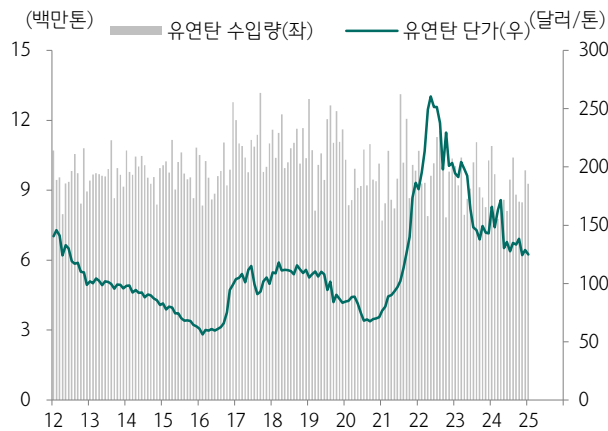
하나증권 리서치센터

도표 1. 2025년 1분기 연료비 조정단가 산정

	1Q25 실적연료비		환산계수			변환계수		필요 조정단가	
유연탄	177.01원/kg	×	0.9990(α)	=	176.83원/kg				
천연가스	882.69원/kg		0.3025(β)		266.97원/kg				
BC유	747.15원/kg		0.0170(γ)		12.70원/kg				
(1) 실적연료비					456.51원/kg				
(2) 기준연료비('21.12~'22.11 평균)					688.64원/kg				
기준연료비 분할/자연조정 차감					-194.01원/kg				
(3) 차감 후 적용 기준연료비('23년 5월 기준)					494.63원/kg				
(1) - (3) 변동연료비					-38.12원/kg	×	0.1335kg/kWh	= -5.1원/kWh	

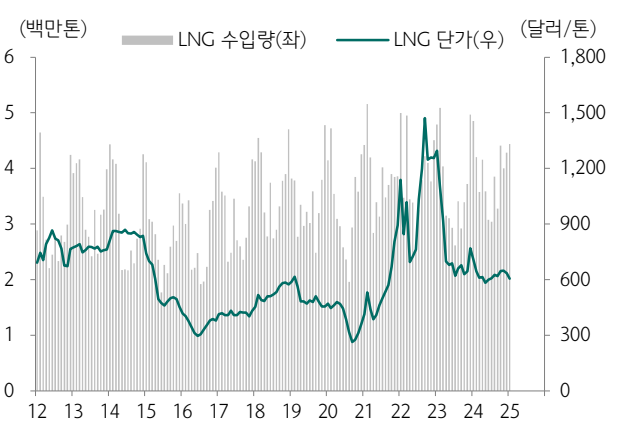
자료: 한국전력, 하나증권

도표 2. 국내 유연탄 수입량/단가 (1월 YoY -14.9%/-24.7%)



자료: 무역협회, 하나증권

도표 3. 국내 LNG 수입량/단가 (1월 YoY -22.3%/-15.0%)



자료: 무역협회, 하나증권

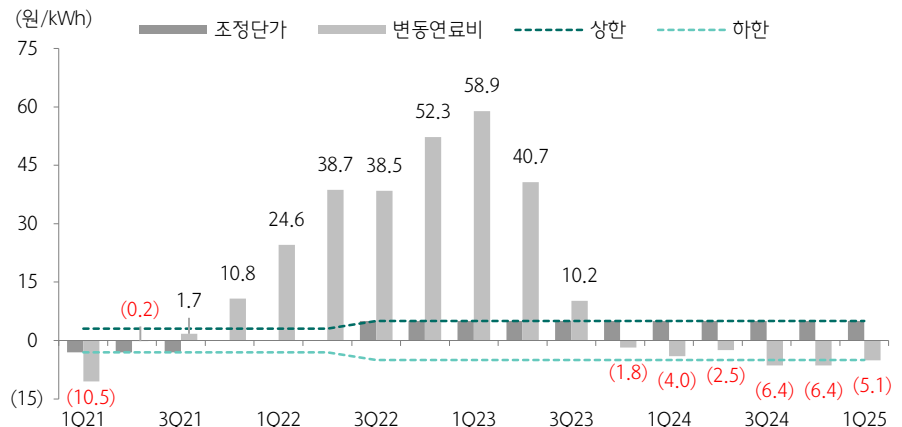
도표 4. 기준연료비와 변환계수 추이

구분	2021년	2022년	2023년	
			1월	5월
기준연료비(원/kg)	289.07	338.87	688.64	494.63
변환계수(원/kWh)	0.1634	0.1367	0.1335	

자료: 한국전력, 하나증권

도표 5. 분기별 연료비 조정단가 및 변동연료비 추이

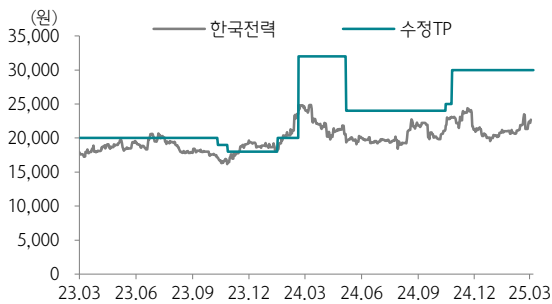
기준연료비/환산계수/변환계수
모두 변동 없음



자료: 한국전력, 하나증권

투자조건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국전력



날짜	투자조건	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.11.1	BUY	30,000	-	-
24.10.22	BUY	25,000	-8.74%	-7.60%
24.5.13	BUY	24,000	-16.93%	-5.21%
24.2.26	BUY	32,000	-30.36%	-22.34%
24.1.23	Neutral	20,000	4.51%	17.75%
23.11.3	Neutral	18,000	3.23%	9.17%
23.10.18	Neutral	19,000	-12.60%	-10.95%
23.10.12	1년 경과	-	-	-
22.10.12	Neutral	20,000	-5.51%	12.25%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2025년 3월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2025년 3월 11일 현재 해당회사의 유가증권들을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 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.

투자등급 관련사항 및 투자조건 비율공시

- 투자조건건의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.09%	6.45%	0.46%	100%

* 기준일: 2025년 03월 08일