



Overweight

2025년 8월 21일 | 산업분석_Update

유틸리티

9월에도 연료비 조정단가 동결 예상

2025년 4분기 연료비 조정단가 5.0원/kWh로 동결 예상

2025년 10~12월 적용되는 연료비 조정단가 산정내역은 9월 22일에 공개될 것으로 보인다. 물론 현재 적용 중인 연료비 조정단가 5원/kWh에서 바뀌지 않고 동결될 것이다. 시장에서 기대하는 전기요금 인상은 연동제를 통해서는 달성될 수 없다. 오히려 산식에 따라 요금은 인하되는 것이 맞지만 동결하는 상황이기 때문이다. 연동제는 비용 상승에 요금이 연동하는 규제임에도 원가가 상승할 때나 하락할 때나 모두 동결이었다. 기준연료비 대비 낮은 원가 지표들을 감안하면 인상은 쉽지 않다. 실적연료비는 6~7월 무역통계 데이터에서 확인할 수 있듯이 추가로 하락하기 때문에 인상 근거로 작동하기 어렵다. 변동연료비가 마이너스 구간에서 벗어나지 않을 가능성이 높아 연료비 조정단가는 5.0원/kWh를 유지할 전망이다.

두 번째 전기요금 조정이지만 이번에도 기대할 이유는 없음

제11차 장기 송변전계획 이후 첫 장기 배전계획, 국정 로드맵 등 연이어 발표되는 송배전 투자에 대한 비용 부담과 그에 따른 재원을 전기요금 인상에서 찾으려는 근본적인 언급에서 기대감을 찾을 수 있다. 게다가 9월은 여름 성수기가 마무리되는 시기다. 여름철 전기요금 고지서가 배부되겠지만 7~8월은 전기요금 누진 구간이 완화된 시기 때문에 설 명절을 앞두고 반복되는 난방요금 대란과 달리 저항이 제한적일 수 있다. 여러모로 상황이 나쁘지 않지만 그럼에도 불구하고 전기요금은 쉽게 오르지 않는다. 대규모 적자로 요금 인상이 불가피한 시점이 요금 인상을 기대할 수 있는 최적 시점이다. 물가가 극도로 낮은 환경도 동반되어야 한다. 지금은 요금 인상을 기대할 정도로 이상적인 환경은 아니다. 물가 부담은 아직 사라지지 않은 상황이다. 무엇보다 현재 연료비 연동제는 전기요금 인상을 위한 제도가 아니다.

같은 실수가 반복된다면 기회로 활용할 여지는 충분

행정부 수반이 전기요금 인상 가능성 또는 필요성을 언급한 것만으로 시장 기대치는 높아질 수밖에 없는 상황이 조성되었다. 한편 요금 인상 기대감은 주기적으로 반복되는 동결 소식으로 훼손된 사례가 여러 차례 존재한다. 2024년에는 4월 10일 총선 이후와 9월 추석 이후 모두 두 차례, 2025년에는 6월 동결 발표로 주가 낙폭이 확대되었다. 주가 하락은 기대감에 의한 주가 상승 이후 동결에 따른 실망감과 하락으로 요약된다. 대선 전에 수도권 전기요금 인상 필요 언급 그리고 이번 온실가스 감축 목표 달성 과정에서 전기요금 인상 불가피 언급 사이에 차이는 없다. 지난 6월 전기요금 인상에 대한 기대감이 제고되었지만 동결로 주가는 하락했으며 오는 9월에도 비슷한 현상이 재현될 수 있다. 딱히 새롭지 않지만 매년 새롭게 받아들이는 시장 행보에 일정 부분 앞서서 대비할 필요가 있다. 전기요금 인상은 필요하고 언젠가 단행될 것이다. 하지만 당장 연료비 조정단가 산정 시점에 이뤄질 가능성은 낮다.



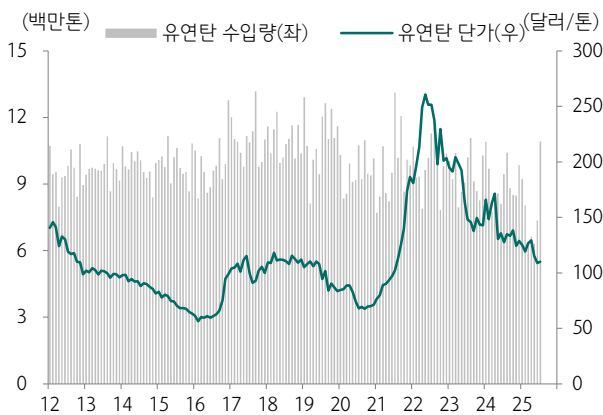
Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 성무규 mukyu.sung@hanafn.com

도표 1. 2025년 3분기 연료비 조정단가 산정

	3Q25 실적연료비		환산계수			변환계수		필요 조정단가
유연탄	171.23원/kg	×	0.9990(α)	=	171.06원/kg			
천연가스	866.70원/kg		0.3025(β)		262.14원/kg			
BC유	798.13원/kg		0.0170(γ)		13.57원/kg			
(1) 실적연료비					446.76원/kg			
(2) 기준연료비('21.12~'22.11 평균)					688.64원/kg			
기준연료비 분할/지연조정 차감					-194.01원/kg			
(3) 차감 후 적용 기준연료비('23년 5월 기준)					494.63원/kg			
(1) - (3) 변동연료비					-47.87원/kg	×	0.1335kg/kWh	= -6.4원/kWh

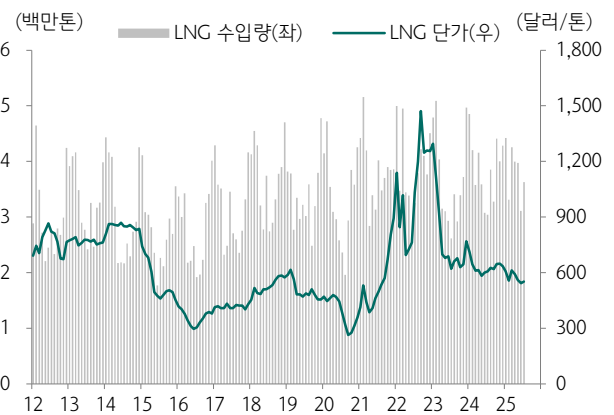
자료: 한국전력, 하나증권

도표 2. 국내 유연탄 수입량/단가 (7월 YoY +15.5%/-13.8%)



자료: 무역협회, 하나증권

도표 3. 국내 LNG 수입량/단가 (7월 YoY +19.3%/-9.0%)



자료: 무역협회, 하나증권

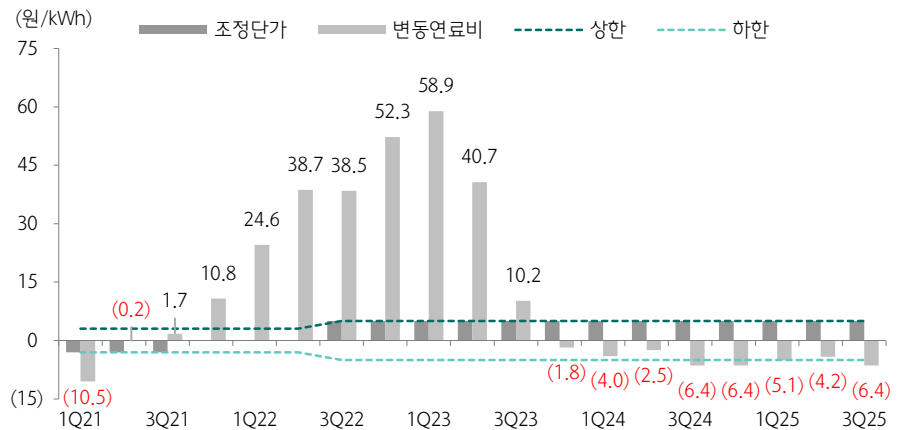
도표 4. 기준연료비와 변환계수 추이

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

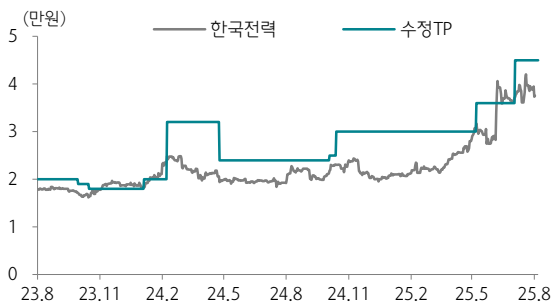
기준연료비/환산계수/변환계수
모두 변동 없음



자료: 한국전력, 하나증권

투자조건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국전력



날짜	투자조건	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.7.22	BUY	45,000	-	-
25.5.26	BUY	36,000	-7.36%	12.78%
24.11.1	BUY	30,000	-24.37%	2.33%
24.10.22	BUY	25,000	-8.74%	-7.60%
24.9.10	BUY	24,000	-13.68%	-7.29%
24.9.6	BUY	-	-	-
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%

Compliance Notice

- 당사는 2025년 8월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 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
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2025년 8월 21일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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

- 투자조건 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 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	95.87%	4.13%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 08월 18일