



Overweight

2025년 9월 23일 | 산업분석_Update

유틸리티

연료비 조정단가 동결은 좋은 신호

2025년 4분기 연료비 조정단가 5.0원/kWh로 동결

2025년 10~12월 적용되는 연료비 조정단가 산정내역이 9월 22일 오전에 공개되었다. 기존 연료비는 494.63원/kg으로 2023년 5월 이후 같은 값을 유지하고 있다. 2025년 4분기 실적 연료비는 404.21원/kg으로 산출되었다. LNG 가격의 상승을 유연탄 가격 하락이 상당 부분 만회하며 전분기대비 0.55원/kg 늘어나는데 그쳤다. 변동연료비는 -90.42원/kWh이고 필요 조정단가는 -12.1원/kWh으로 전분기대비 크게 하락했다. 연료비 조정단가는 기존의 5.0원/kWh이 유지되면서 동결 조치가 지속되었다.

과거와 달리 별다른 오해 없이 지나간 이번 9월 동결

지난 8월부터 탄소중립 과정에서 전기요금 인상이 불가피하다는 기대감이 시장에 반영되고 있었다. 하지만 과거와는 다르게 2024년 선거 이후 6월 조정, 추석 이후 9월 조정, 2025년 선거 이후 6월 조정에서 연료비 조정단가 동결 발표가 촉발한 급격한 주가 조정은 재현되지 않았다. 최근 주가 변동 주요 원인을 전기요금 인상 기대감보다는 팀코리아 밸류체인 관련 심리 악화로 볼 여지가 있다. 다만 조정이 이미 나타나고 있었던 국면이었기 때문에 이번 동결 소식을 민감하게 받아들이지 않았던 것으로 해석된다.

필요조정단가 -12.1원/kWh의 의미. 원가 지표 하락에 주목

현재 연료비 조정단가는 +5.0원/kWh이고 산식에 따라 연료비 조정단가가 추종해야 하는 지표인 필요조정단가는 -12.1원/kWh다. 분기별 전력판매량 차이를 고려할 필요가 있지만 요금 동결에 따른 17.1원/kWh 차이에 의한 분기 이익 증가분은 2조원대 초중반 수준으로 추정된다. 원/달러 환율을 제외하면 나머지 주요 원가 지표는 하락 추세를 지속하고 있어 향후 조정단가 격차는 확대될 수 있다. 관건은 지속적인 조정단가 동결에서 벗어나 인가가 단행되는 규제 정상화 시점이 언제 찾아올 것인지에 대한 판단이다. 실적이 양호한 가운데 산업용 수요 이탈 우려 때문이라도 전기요금 인상 조치가 이행되기 어렵다. 반대로 인하도 한국전력의 재무상황 및 연료비 조정요금 미조정액 규모를 감안할 때 마땅히 단행되기 쉽지 않은 국면이다. 적어도 사채발행한도의 이슈가 해소될 수준으로 자본 규모가 회복되지 않는 한 현재의 우호적인 규제 환경은 지속 가능할 전망이다.



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

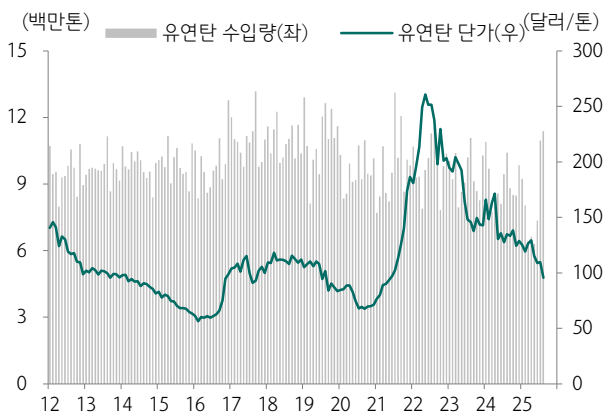
하나증권 리서치센터

도표 1. 2025년 4분기 연료비 조정단가 산정

	4Q25 실적연료비		환산계수			변환계수		필요 조정단가
유연탄	151.32원/kg	×	0.9990(α)	=	151.17원/kg			
천연가스	798.81원/kg		0.3025(β)		241.60원/kg			
BC유	672.80원/kg		0.0170(γ)		11.44원/kg			
(1) 실적연료비					404.21원/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					-90.42원/kg	×	0.1335kg/kWh	= -12.1원/kWh

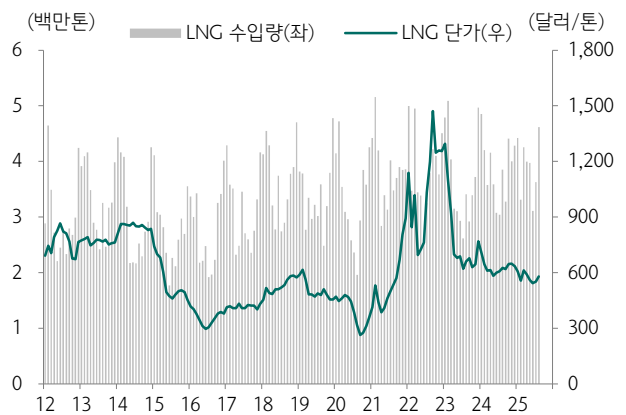
자료: 한국전력, 하나증권

도표 2. 국내 유연탄 수입량/단가 (8월 YoY 9.3%/-29.1%)



자료: 무역협회, 하나증권

도표 3. 국내 LNG 수입량/단가 (8월 YoY 19.8%/-7.6%)



자료: 무역협회, 하나증권

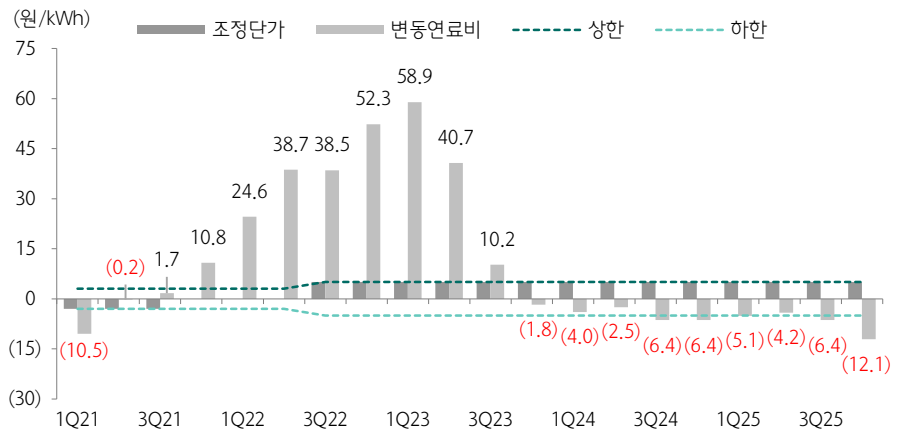
도표 4. 기준연료비와 변환계수 추이

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

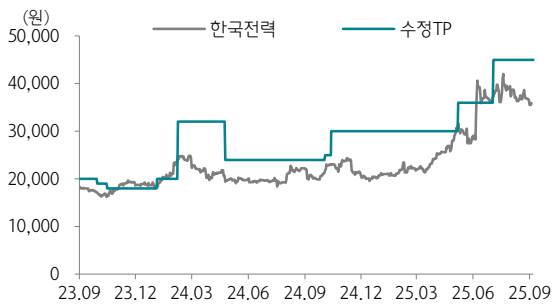
기준연료비/환산계수/변환계수
모두 변동 없음



자료: 한국전력, 하나증권

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국전력



날짜	투자 의견	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%
24.5.13	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%
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 9월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2025년 9월 23일 현재 해당회사의 유가증권 등을 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 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재주가 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 09월 20일