



Overweight

2025년 12월 11일 | 산업분석_Update

유틸리티

올해 연말에도 전기요금이 오를 수 있을까

2026년 1분기 연료비 조정단가 5.0원/kWh로 동결 예상

2026년 1~3월 적용되는 연료비 조정단가 산정내역은 12월 22일에 공개될 것으로 보인다. 조정단가 산정에 적용될 실적연료비는 9~10월 무역통계 데이터로 볼 수 있듯이 유연탄과 천연가스 모두 직전 3개월 평균 대비 추가로 하락했다. 따라서 새롭게 산정될 변동연료비는 -12.1원/kWh보다 낮아질 것으로 보인다. 한편 과거 결정들처럼 2026년 1분기 연료비 조정단가는 현재 5원/kWh으로 유지될 가능성이 매우 높다. 산식대로라면 2023년부터 인하가 결정되고 인하폭이 점진적으로 확대되어야 했지만 현실적 이유에서 동결이 이어지고 있다. 인하가 아닌 동결을 유지하는 현재 상황은 긍정적으로 해석된다. 하지만 시장이 전기요금 인상을 기대했더라면 동결 소식에 대한 반응은 다를 수 있다.

요금 인상 명분은 명확하지만 현실은 다를 수 있음

전기요금 인상의 명확한 근거가 다수 존재한다. 송배전 투자비 증가 대응, 한국전력의 재무구조 개선 등이 있으며 특히 후자는 법률로 정해진 개선 시한이 제시되어 있다. 2024년에 산업용 중심으로 요금을 인상했고 2023년까지 일반용도 산업용 못지 않게 많이 인상해왔기 때문에 수요 이탈이 나타날 수 있어 이제는 주택용 요금을 움직일 차례로 판단된다. 다만 주택용 판매금액 비중은 15% 수준이며 같은 인상폭을 가정할 경우 산업용과 일반용 대비 각각 30%, 60% 정도로 인상 효과가 작다. 그리고 물가 상승과 2026년 지방선거 등 기타 정성적인 요소를 감안할 때 주택용 요금의 유의미한 인상은 쉽지 않은 상황으로 간주된다. 무엇보다 한국전력 실적이 10년 내 최대 규모를 기록할 것으로 예상되는 시점에서는 특히 어려운 과제가 될 수 있다.

올해 연말에는 기대하던 소식이 없을 가능성

지난 5년 동안 전기요금 변화폭이 컸다. 2020년 연료비 연동제 시행 당시 조정단가를 인하하며 시작했지만 이후 2021년과 2022년은 기준연료비 인상이 연말에 결정되었고 2023년과 2024년은 용도별 전기요금 조정이 각각 11월, 10월에 단행되었다. 의사결정이 모두 4분기 또는 연말에 이뤄졌다는 사실로 인해 매년 비슷한 시기 비슷한 기대감이 형성되는 편이다. 다소 막연하지만 귀납적 사례들로부터 형성된 기대감은 주기적으로 발표되는 연료비 조정단가 동결 이벤트 이후 단기에 해소될 여지가 존재한다.



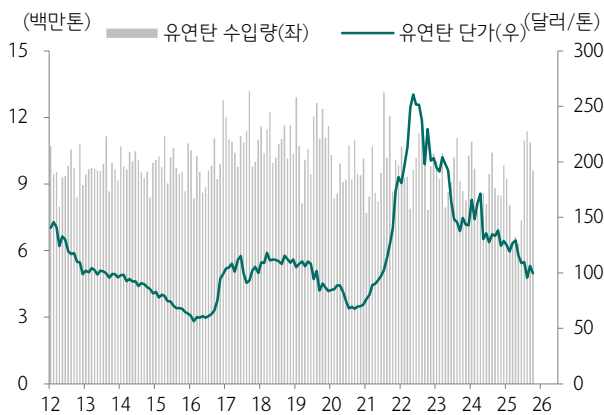
Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 성무규 mukyu.sung@hanafn.com

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

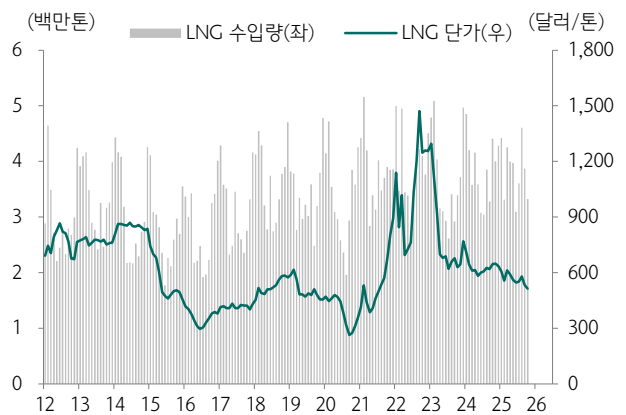
자료: 한국전력, 하나증권

도표 2. 국내 유연탄 수입량/단가 (10월 YoY +13.0%/-28.1%)



자료: 무역협회, 하나증권

도표 3. 국내 LNG 수입량/단가 (10월 YoY -24.7%/-20.4%)



자료: 무역협회, 하나증권

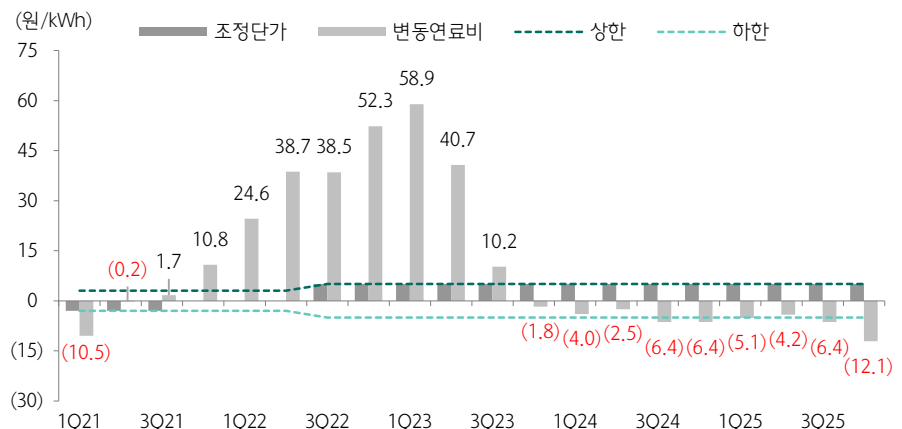
도표 4. 기준연료비와 변환계수 추이

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

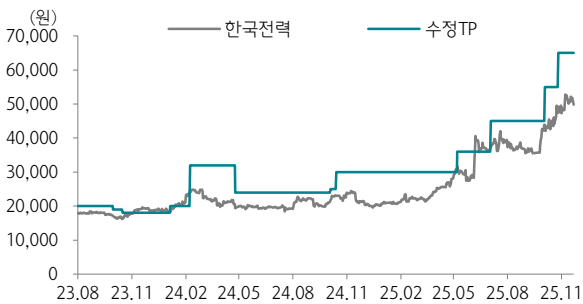
기준연료비/환산계수/변환계수
모두 변동 없음



자료: 한국전력, 하나증권

투자조건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국전력



날짜	투자조건	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.11.14	BUY	65,000	-18.18%	-9.91%
25.10.22	BUY	55,000	-15.71%	-2.56%
25.7.22	BUY	45,000	-7.36%	12.78%
25.5.26	BUY	36,000	-24.37%	2.33%
24.11.1	BUY	30,000	-8.74%	-7.60%
24.10.22	BUY	25,000	-16.93%	-5.21%
24.5.13	BUY	24,000	-30.36%	-22.34%
24.2.26	BUY	32,000		

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 12월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2025년 12월 11일 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

- 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 12월 07일