유틸리티
(Overweight)

현실(탄소비용) vs. 이상(전기요금)

전력 산업 포인트

민자발전사(IPP)는 한국전력에 전력을 판매하며, 변동비(SMP), 고정비(CP)로 정산. 전력도매가격인 SMP 는 수요와 공급이 일치하는 한계발전소의 발전단가로 정의되며, LNG 가 90%의 빈도로 결정. 전기요금-SMP 스프레드가 한전의 실적 키팩터

에너지/인프라/배터리 황성현_ 02)368-6878_ tjdgus2009@eugenefn.com

- 한국전력은 4Q25 연료비조정단가를 +5.0원/kWh으로 발표하며 전분기와 동일하게 유지. 실적연료비는 기준연료비를 하회했으며 -12.1원/kWh 인하 명분 발생. 그러나 정부는 한전의 경영 정상화를 위해서 +5.0원/kWh을 유지하도록 통보. 한전의 비용 지표인 전력시장가격 SMP는 여전히 100~120원/kWh대로 안정적인 수준을 유지 중이며 3Q 지속된 폭염으로 태양광 발전 이용률 상승 및 한계비용 결정 LNG 발전소의 급전 순위 하락으로 SMP 약세 추세는 중장기적으로 지속될 것이라 판단. 결국 SMP가 약세인 가운데 요금 동결로 호실적 추세는 지속될 전망
- 최근 언론에 의하면 2026년부터 시행될 4차 배출권거래제에서 전환(발전) 부문의 유상할당 비중이 2030년 기준 50%로 상향될 가능성이 높아짐. 2026~2029년까지 단계별로 할당비율이 상승할 것으로 보도되고 있어 정확한 규모는 연말까지 발표될 정책에서 확인이 가능할 전망. 다만, 현재 3차 배출권거래제에서 발전의 유상할당 비율이 10%에 불과해 50%로 상향한다면 가파른 비용 증가는 불가피. 현재 예상되는 탄소배출권 비용은 2030년 5조원 수준으로 파악되며 배출권 수요 증가로 가격 상승 시 비용은 더 커질 수 있음. 다만, 최근 지속적으로 전기요금 인상 필요성이 언급되어온 점을 감안 시, 에너지대전환을 위한 전기요금 인상 명분으로도 활용될 수 있다고 판단. 또한 국가 전체 할당 목표가 30% 수준으로 정해진다면 국가 배출량의 절반을 차지하는 전환(발전) 부문의 50% 할당만으로도 목표의 대부분을 달성할 수 있어 석유화학, 철강 등 수출 집약 산업들의 비용 부담을 완화해줄 수 있는 대의적 명분도 확보 가능할 것이라 전망
- 2028년 한국전력의 사채발행 한도 200%로 하향, 에너지 고속도로 투자비 증가, 산업용 전기요금의 추가 인상 어려움 및 산업체들의 직접 PPA 추진으로 인한 체리피킹 현상 심화를 감안 시, 에너지 전환을 위해서 가정용 전기요금 변화는 불가피할 것이라 판단. 또한 지역별 송전망, 발전소 인프라의 불균형과 송배전 비용 차이를 고려한 LMP(Locational Marginal Price) 도입으로 시장 불균형을 해소할 필요. 당사는 이르면 2026년 도매요금 적용을 시작으로 2027년 소매요금에 LMP가 적용될 수 있다고 판단하며, 재무중립성을 유지한 LMP 정산체계가 도입될 수 있다고 전망. 단기적으로 한전에 미치는 재무적 영향은 중립적일 것이라 예상되나, 장기적으로도 지금과 같은 수도권 쏠림 현상이 지속된다면 전체 요금 인상 효과가 서서히 나타날 수 있다고 판단. 또한 현재 LMP가 적용되고 있는 미국의 전력 시장을 참고하면 장기적으로 국내 전력 시장도 시장 개방과 제도 개편을 통해 자유화될 가능성도 충분히 존재하며, 현실화될 경우 주주 입장에서는 배당 재원(별도 순이익)에 대한 투명성이 확보되며 섹터 전반 밸류업도 기대해볼 수 있음. 이를 감안해 당사는 여전히 한국전력에 대해 긍정적인 시각을 유지하며, 정책 비용(배출권, 전력인프라) 증가로 인한 시장 변화 가능성에 더욱 주목해야 하는 시기라 판단함

도표 1. **연료비조정단가 산정내역(1)**

2025년 10~12월분 연료비조정단가 산정내역

1. 실적연료비 산정

① 유연탄, LNG, BC유의 3개월 동안의 무역통계가격 평균을 산정

② ①에서 산정한 각 값에 연료별 환산계수를 곱한 후 합산하여 평균연료가격을 산정

※ 환산계수 : 연료원별 발열량과 투입비율을 고려한 연료별 무역통계 가격에 대한 가중치

(세전 무역통계가격)

구 분	2025년 10 ~ 12월분 실적연료비			
	2025년 6월	2025년 7월	2025년 8월	평균
유연탄(원/kg)	112.55	114.45	109.67	112.22
LNG(원/kg)	745.50	758.54	804.22	769.42
BC유(원/kg)	615.03	635.56	612.90	621.16

(세후 무역통계가격)

구 분	2025년 10 ~ 12월분 실적연료비			
	2025년 6월	2025년 7월	2025년 8월	평균
유연탄(원/kg)	151.65	153.55	148.77	151.32
LNG(원/kg)	774.41	787.71	834.31	798.81
BC유(원/kg)	666.48	687.63	664.29	672.80

※ 관세법 제50조, 개별소비세법 제1조, 석유 및 석유대체연료 사업법 시행령 제2호소 의거

〈환산계수〉

유연탄	151.32 원/kg	×	0.9990 (α)	=	151.17 원/kg
천연가스	798.81 원/kg	×	0.3025 (β)	=	241.60 원/kg
BC유	672.80 원/kg	×	0.0170 (γ)	=	11.44 원/kg
+)					
			실적연료비		404.21 원/kg

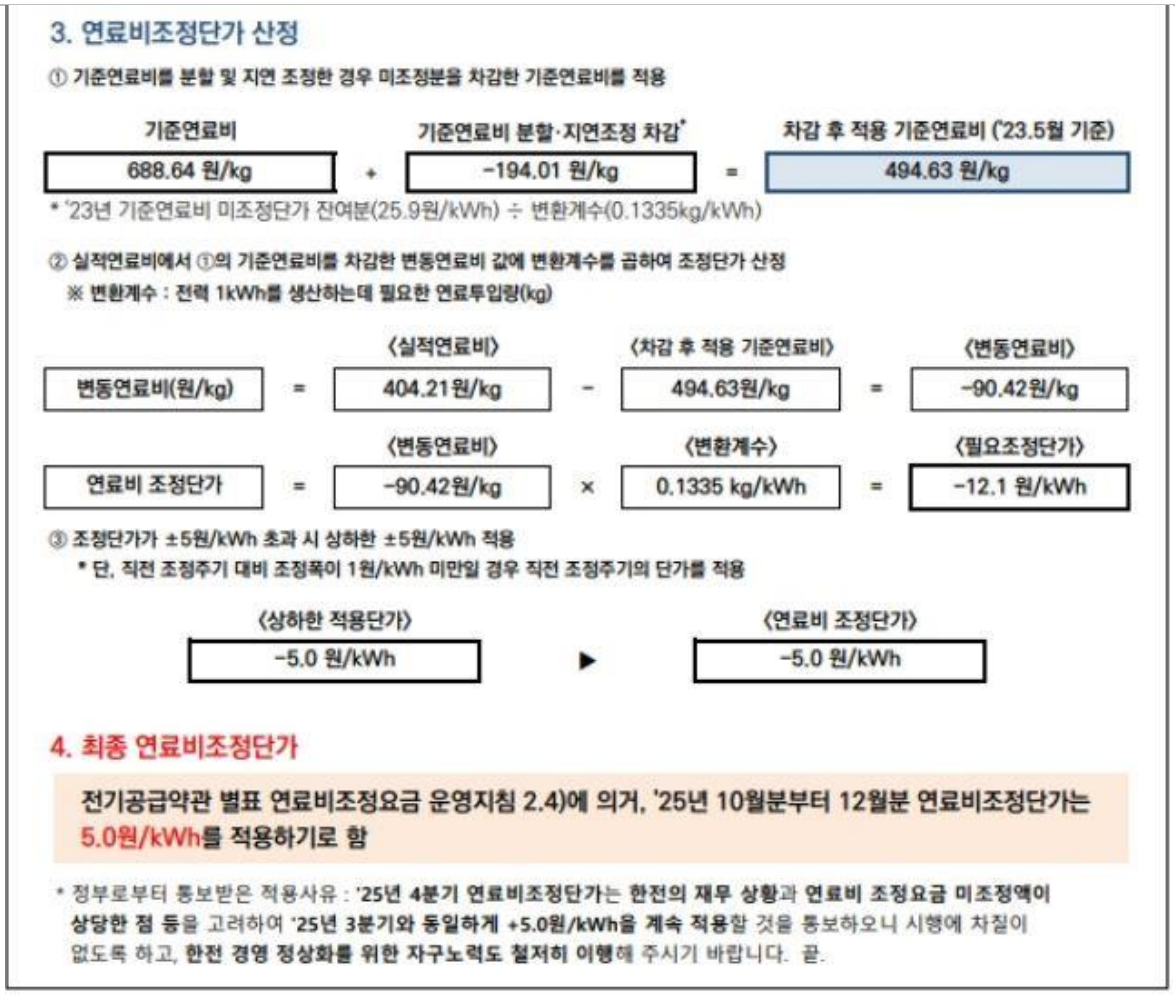
2. 기준연료비

산정 시점의 가장 최근 1년 동안의 유연탄, LNG, BC유의 무역통계가격 평균에 연료별 환산계수를 곱한 후 합산

기준연료비 ('21.12~'22.11월 평균)	688.64 원/kg

자료: 한국전력, 유진투자증권

도표 2. **연료비조정단가 산정내역(2)**



3. 연료비조정단가 산정

① 기준연료비를 분할 및 지연 조정한 경우 미조정분을 차감한 기준연료비를 적용

기준연료비		기준연료비 분할·지연조정 차감*		차감 후 적용 기준연료비 ('23.5월 기준)
688.64 원/kg	+	-194.01 원/kg	=	494.63 원/kg

* '23년 기준연료비 미조정단가 잔여분(25.9원/kWh) ÷ 변환계수(0.1335kg/kWh)

② 실적연료비에서 ①의 기준연료비를 차감한 변동연료비 값에 변환계수를 곱하여 조정단가 산정

※ 변환계수 : 전력 1kWh를 생산하는데 필요한 연료투입량(kg)

		〈실적연료비〉		〈차감 후 적용 기준연료비〉		〈변동연료비〉
변동연료비(원/kg)	=	404.21원/kg	-	494.63원/kg	=	-90.42원/kg

		〈변동연료비〉		〈변환계수〉		〈필요조정단가〉
연료비 조정단가	=	-90.42원/kg	×	0.1335 kg/kWh	=	-12.1 원/kWh

③ 조정단가가 ±5원/kWh 초과 시 상하한 ±5원/kWh 적용

* 단, 직전 조정주기 대비 조정폭이 1원/kWh 미만일 경우 직전 조정주기의 단가를 적용

〈상하한 적용단가〉		〈연료비 조정단가〉
-5.0 원/kWh	▶	-5.0 원/kWh

4. 최종 연료비조정단가

전기공급약관 별표 연료비조정요금 운영지침 2.4)에 의거, '25년 10월분부터 12월분 연료비조정단가는 5.0원/kWh를 적용하기로 함

* 정부로부터 통보받은 적용사유 : **'25년 4분기 연료비조정단가는 한전의 재무 상황과 연료비 조정요금 미조정액이 상당한 점 등**을 고려하여 **'25년 3분기와 동일하게 +5.0원/kWh을 계속 적용**할 것을 통보하오니 시행에 차질이 없도록 하고, **한전 경영 정상화를 위한 자구노력도 철저히 이행**해 주시기 바랍니다. 끝.

자료: 한국전력, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.6.30 기준)