



Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2026년 9월 15일

한국전력(051600)

BUY | TP 45,000원 | CP 31,350원



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 박시현 boxyhyun@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 9월 16일 | 산업분석_Update

유틸리티

연료비 조정단가는 언제나 동결

2026년 4분기 연료비 조정단가 5.0원/kWh로 동결 예상

2026년 10~12월 적용되는 연료비 조정단가 산정내역은 9월 21일에 공개될 예정이며 조정 단가는 기존 5원/kWh 동결을 전망한다. 기준연료비는 688.64원/kg으로 2023년 5월 이후 같은 값이 유지되고 있으나 실적연료비는 원자재 가격 상승으로 변동폭이 확대되는 중이다. 2026년 3분기 실적연료비는 469.03원/kg으로 전분기대비 14.2% 높아지면서 6월 산출된 필요조정단가는 -3.4원/kWh로 6개월만에 저점 대비 9.9원/kWh 상승했다. 2026년 6~8월 무역통계 수치를 감안하면 다음 주 발표될 4분기 실적연료비는 상승세가 더 강화될 것으로 예상된다. 최근 환율 하락폭보다 유연탄, 천연가스 상승폭이 크기 때문이다. 필요조정단가는 플러스로 전환되면서 인하요인은 사라지고 인상요인이 확인될 것으로 추정되나 변동연료비 결과값과 관계없이 향후 연료비 조정단가는 5.0원/kWh이 유지될 전망이다.

공공요금 인하 기조에서 요금 정상화는 현실화되기 어려움

상반기 계절별·시간대별 전기요금 개편으로 실질 요금 인하 효과가 나타난 가운데 지역별 산업용 전기요금 인하 조치도 현실화될 예정이다. 지역별 조정요금 항목을 신설하여 지역별 요금 차이를 적용하면 산업용 요금 인하 효과가 2.8조원 규모로 나타날 전망이다. 상반기 중 공공요금 동결 기조가 이어진 가운데 인하 정책까지 제시된 상황에서 연료비 조정단가 인상을 기대하기는 쉽지 않다. 만약 2027년 초까지 에너지 가격 강세가 이어질 경우 연료비 연동제 관련 지표는 지속적으로 상승하겠지만 요금 정상화보다는 지역별 SMP 도입 또는 SMP 상한제 등의 수단이 먼저 가시화될 개연성이 더 높다고 판단된다.

아시아 LNG 현물 가격 급등 중. 겨울철 SMP 추가 상승 가능

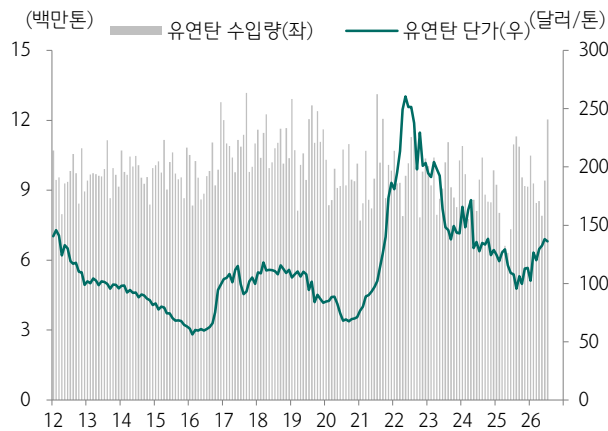
9월 들어 일별 SMP는 월초 160원/kWh 레벨에서 110원/kWh 수준까지 낮아졌다. 발전용 천연가스 가격이 전월대비 9.2% 상승하며 LNG 연료비단가는 높아졌을 것으로 추정되지만 공급능력 증가와 비수기 전력수요 감소로 SMP가 하락하는 모습이다. 원/달러 환율 하락도 원가 측면의 부담을 덜어주는 요소로 작용하는 중이다. 한편 11월 인도분 아시아 LNG 현물 가격은 mmbtu당 28달러 수준까지 상승했기 때문에 겨울철 조달비용 상승이 불가피할 수 있다. 카타르 수출 물량 감소로 유럽과 LNG 수급 경쟁이 심화될 경우 2027년 초까지 원가 우려가 부각될 여지가 존재한다.

도표 1. 2026년 3분기 연료비 조정단가 산정 내역

	3Q25 실적연료비		환산계수			변환계수		필요 조정단가
유연탄	185.523원/kg	×	0.9990(α)	=	185.35원/kg			
천연가스	871.84원/kg		0.3025(β)		263.69원/kg			
BC유	1,176.24원/kg		0.0170(γ)		20.00원/kg			
(1) 실적연료비					469.03원/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					-25.60원/kg	×	0.1335kg/kWh	= -3.4원/kWh

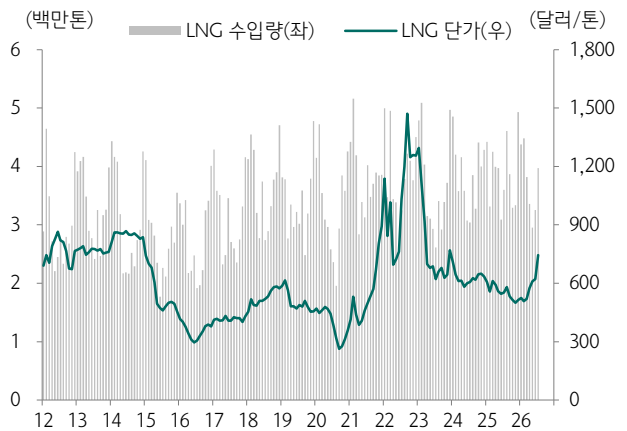
자료: 한국전력, 하나증권

도표 2. 국내 유연탄 수입량/단가 (7월 YoY +9.9%/+26.2%)



자료: 무역협회, 하나증권

도표 3. 국내 LNG 수입량/단가 (7월 YoY +10.3%/+34.9%)



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

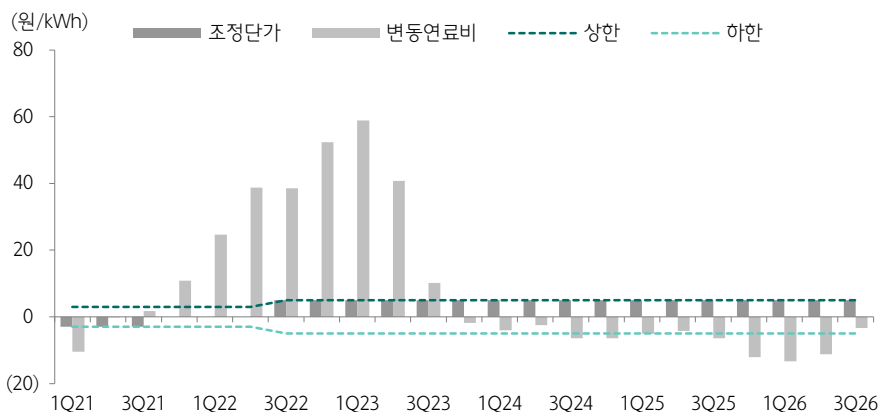
도표 5. 분기별 연료비 조정단가 및 변동연료비 추이

기준연료비/환산계수/변환계수

모두 변동 없음

4Q26 연료비 조정단가

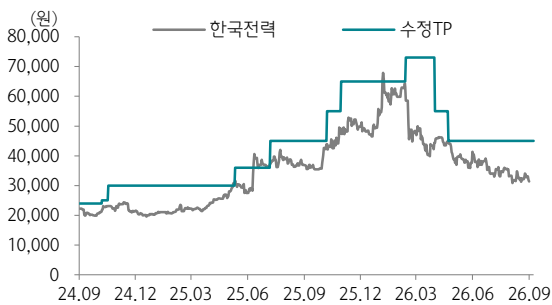
플러스 전환 예상



자료: 한국전력, 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국전력



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.7.14	BUY	45,000		
26.5.7	Neutral	45,000	-14.64%	-2.11%
26.4.15	BUY	55,000	-17.38%	-15.73%
26.2.27	BUY	73,000	-37.81%	-30.27%
25.11.14	BUY	65,000	-16.11%	4.46%
25.10.22	BUY	55,000	-18.18%	-9.91%
25.7.22	BUY	45,000	-15.71%	-2.56%
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%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 9월 16일 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 작성 하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2026년 9월 16일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	98.18%	1.82%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 09월 13일