



컨스텔레이션 에너지 (CEG.US)

에너지 시장에 불어온 M&A 바람

- 미국 내 1위 청정 에너지 기업으로 11년 연속으로 가장 낮은 탄소 배출을 유지
- 영업이익이 흑자전환에 성공했고, Calpine 인수합병을 발표 하며 주가 상승
- Calpine 인수 효과와 전력 수요 증가 흐름이 맞물려 높은 성장 흐름 예상

FY4Q24 실적 Review

FY4Q24(12 월말) 실적은 매출액 5.4 억달러(YoY -7.1%, QoQ -17.8%, 컨센서스 대비 -17.2%), 영업이익 9.7 억 달러(YoY 흑전, QoQ -33.7%, 컨센서스 대비 +45.4%), 영업이익률 18.1%(YoY +19.2%p, QoQ -4.3%p, 컨센서스 대비 +7.8%p), 회석 EPS 2.71 달러(YoY 흑전, QoQ -29.1%, 컨센서스 대비 +23.3%)를 기록했다.

주가 반등을 이끈 2가지 이유

동사의 FY4Q24 매출이 YoY -7.1% 하락했지만, **전력 및 연료 구매 비용이 YoY -35.5% 감소하며 영업이익은 흑자 전환에 성공했다.** 4 분기 순이익 역시 '23년 4분기 대비 8.9억 달러 상승하며 수익권에 진입했다. 이에 실적 발표 후 주가는 매출 하락에도 불구하고 +2.6% 반등했다.

흑자 전환 외 동사의 Calpine 인수 발표도 주가 상승을 이끄는 재료였다.

Calpine 은 천연가스 및 지열 발전을 중심으로 전력을 생산하는 IPP(Independent Power Producer) 기업이다. 인수가 완료되면 전력 발전량 기준 동사는 미국 1 위로 등극할 수 있고, 균형 잡힌 에너지 포트폴리오를 구축할 수 있다. Calpine 인수에 따른 구체적 영향력 및 기대 효과 등의 내용은 2page에서 설명할 예정이다.

탄소 배출 최소화와 안정적 전력 공급

동사는 **11 년 연속으로 미국 민간 30 개 전력회사 중 가장 낮은 탄소 배출을 유지**하고 있으며, 2 위 기업과도 4.5 배의 배출량 격차를 보인다. 전체 발전량의 90%를 무탄소로 생산해 온 포트폴리오(원자력 67%, 천연가스 25%, 재생에너지 8%)가 이를 뒷받침한다.

여기에 최근 트럼프 행정부의 에너지 생산 확대 정책과 **빅테크 기업들의 데이터센터 전력 수요 증가가 맞물리면서, 안정적으로 고효율 전력을 공급할 수 있는 동사의 경쟁력이 높아지고 있다.** 원자력을 통해 지속적이고 안정적인 기저 전력을 확보하고, 천연가스를 통해 빠르게 변동 수요를 대응할 수 있기 때문이다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25.02.18): \$380.32

목표주가 컨센서스: \$400.15

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유
63%	38%

Stock Data

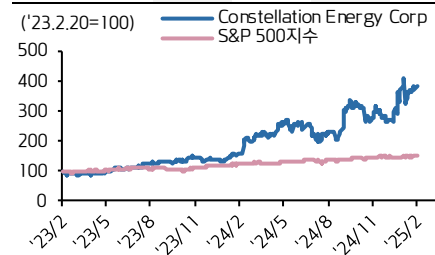
산업분류	전기 공익 사업체
S&P 500(02/18)	6,129.58
현재주가/목표주가(\$)	325.6 / 326.11
52주 최고/최저(\$)	352.00 / 129.39
시가총액(백만\$)	102,603
유통주식 수(백만주)	315
일평균거래량(3M)	3,722,580

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	24,918	23,568	23,554	22,566
EBITDA(Adj.)	1,610	4,352	4,032	4,366
EBITDA(Adj.) 마진(%)	6.5	18.5	17.1	19.3
순이익	1,623	3,749	2,827	2,947
EPS	5.01	11.89	9.16	10.23
증가율	-	137.3	-23.0	11.7
PER	22.4	27.0	35.7	32.2
PBR	3.4	-	7.4	6.8
ROE	14.8	-	22.2	22.5
배당지표수익률	0.4	0.4	0.5	0.5

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	45.5	2.9	68.9	148.2
S&P Index	4.2	2.2	9.3	22.5



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

M&A 로 인해 발생할 3 가지 긍정적 효과

동사의 Calpine 인수는 세 가지 면에서 좋게 평가된다. 1)포트폴리오 다각화 기반 청정 에너지 경쟁력 강화, 2)지역 확장 및 소매 강화, 3)매력적 인수 조건 등이다.

동사의 기존 발전 용량(32.4GW)은 원자력(67%), 천연가스(25%), 재생에너지(8%)로 구성되어 있고, 원자력 비중이 압도적으로 높다. 하지만 Calpine 의 발전 용량 (27.7GW)은 천연가스(94%), 지열(6%)로 구성되어 있다. 이에 동사와 Calpine 발전 용량이 더해질 경우 총 60.1GW 의 발전 용량 중 원자력 비중은 42%로 낮아지고 천연가스 비중은 53% 수준으로 높아진다. 한쪽에 치우치지 않은 ‘저탄소+고효율’ 전력 구조를 갖추게 되는 것이다. 한편 동사의 FY4Q24 원자력 용량계수는 94.8%, 천연가스의 디스패치 매치율은 97.5%이다. 이는 원자력 발전소 가동 중지 가능성이 5.2%밖에 되지 않고, 천연가스 기반 발전소는 97.5%의 확률로 전력 공급 요청에 즉시 대응할 수 있다는 것을 의미한다. 이에 원자력 및 천연가스 비중이 균형을 보이는 것은 안정성 및 유연성 관점에서 긍정적 부분이다.

두 번째로, 지역 시장 확장 및 매출 다각화가 가능해진다. 기존 동사 매출의 70% 이상은 PJM(미국 동부 13 개 주 + 워싱턴 D.C.)에 편중되어 있었지만, Calpine 은 ERCOT(텍사스, 43%), CAISO(캘리포니아, 28%) 등 미국 내 성장성이 큰 전력 시장에서 주도적 입지를 갖추고 있다. 이에 Calpine 을 인수할 경우 지역적 분산 효과와 동시에 새로운 수익 창출 기회를 얻게 된다. 특히, 텍사스(ERCOT)에서 점유율을 높일 수 있다는 것은 의미가 크다. 데이터센터, 전력 설비 등이 텍사스로 대거 유입되며 향후 10 년간 연평균 4.8%의 전력 수요 성장이 예상되기 때문이다. 합병 이후 추가적으로 3 억 800 만 MWh 의 연간 전력 생산량을 얻을 수 있다는 것과 Calpine 의 250 만 소매 고객을 확보할 수 있다는 점도 긍정적인 부분이다.

마지막으로, 이번 인수는 매력적인 조건에서 이루어졌다. 동사는 인수 조건으로 45 억 달러의 현금과 5,000 만 주의 자사 주식을 지급하기로 계약했으며, 해당 인수가격은 EV/EBITDA 7.9 배 수준이다. 이는 업계 평균 인수 가격(원자력 20 배, 가스 13 배)보다 훨씬 낮은 레벨이며, 시세보다 저렴하게 인수했다고 할 수 있다. 유리한 인수 계약을 체결한 만큼 동사의 자본 효율성은 극대화될 것으로 예상된다. 또한, 위에서 서술한 합병 시너지는 인수가격을 빠른 시간 안에 커버할 수 있다.

동사는 주식 환매와 배당 인상(시행: ‘24년 배당 YoY +25% / 계획: ‘25년 배당 YoY +10%)을 통해 주주 가치를 높일 계획을 공개했다. 낮은 가격에 인수한 Calpine 이 캐시카우 역할을 하며 주주가치 제고에 일조할 경우 주가에 긍정적으로 반응할 것이라 판단한다.

컨스텔레이션 에너지 FY24 4Q ('24.10.01~12.31)

구분	FY24 4Q	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
(백만 USD)	발표치	컨센서스	차이	FY23 4Q	성장률	FY24 3Q	성장률
매출액	5,382	6,503	-17.2%	5,796	-7.1%	6,550	-17.8%
영업이익	972	669	45.4%	-67	-1550.7%	1,467	-33.7%
영업이익률(%)	18.1	10.3	7.8%p	-1.2	19.2%p	22.4	-4.3%p
순이익	852	703	21.2%	-36	-2466.7%	1,200	-29.0%
EPS (USD)	2.71	2.20	23.3%	-0.11	-2563.6%	3.82	-29.1%

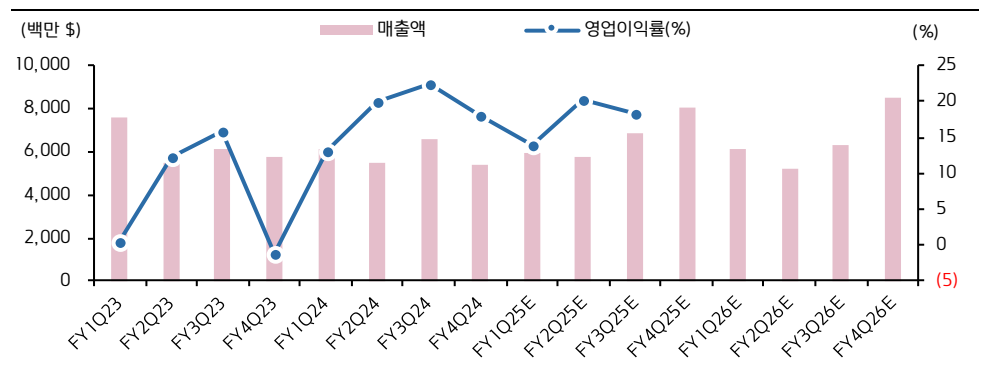
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-02-18 블룸버그 기준, GAAP 기준

컨스텔레이션 에너지 향후 실적 컨센서스 표

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
(백만 USD)	FY25Q1	YoY 성장률	FY25Q2	YoY 성장률	FY25	YoY 성장률	FY26	YoY 성장률
매출액	5,956	-3.3%	5,772	5.4%	23,554	-0.1%	22,566	-4.2%
영업이익	838	3.1%	1,167	6.1%	4,032	-7.3%	4,366	8.3%
영업이익률(%)	14.1	0.9%p	20.2	0.1%p	17.1	-1.3%p	19.3	2.2%p
순이익	718	-18.7%	701	-13.9%	2,827	-24.6%	2,947	4.3%
EPS (USD)	2.27	-18.5%	2.22	-13.8%	9.16	-23.0%	10.23	11.7%

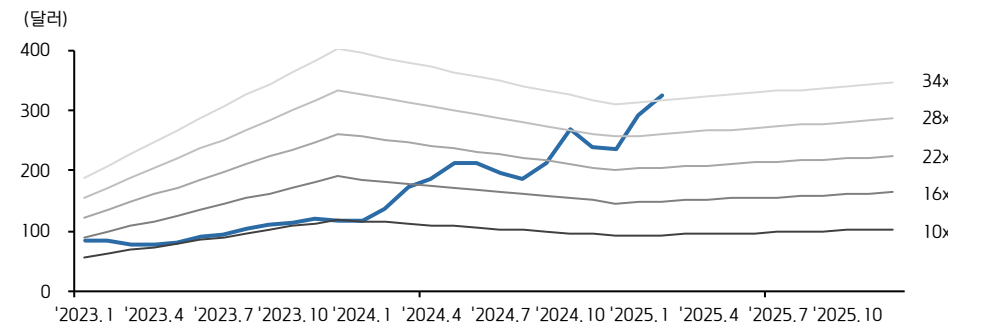
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-02-18 블룸버그 기준, GAAP 기준

컨스텔레이션 에너지 분기 실적 추이



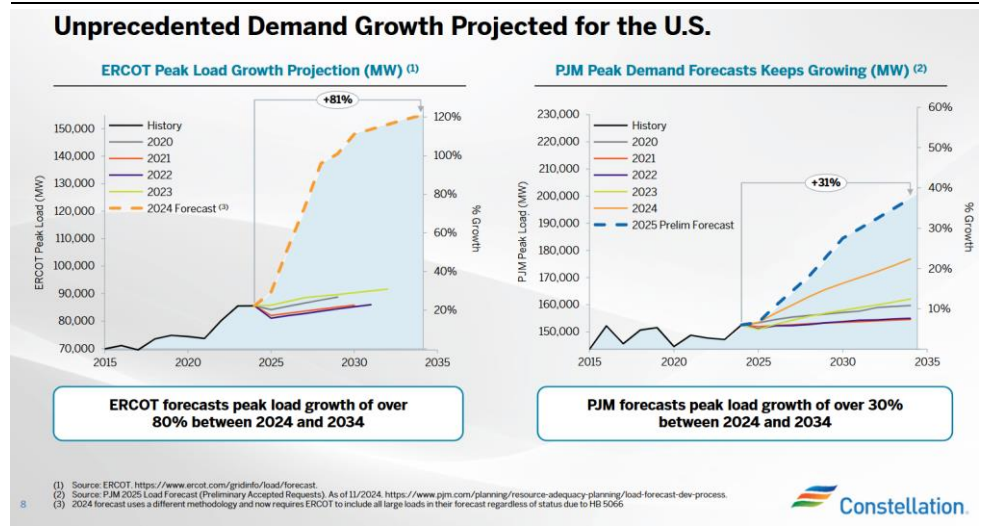
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-02-18 블룸버그 기준

컨스텔레이션 에너지 12M FWD PER 밴드



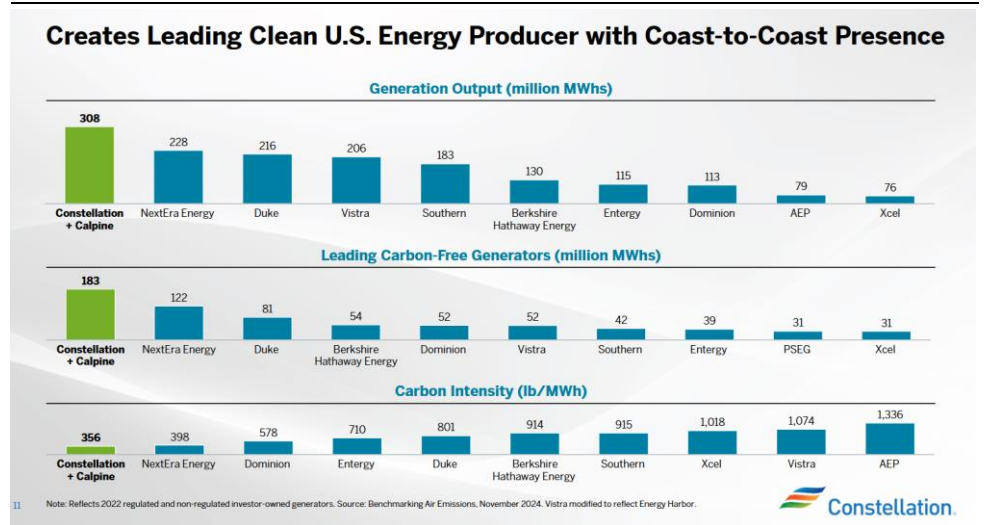
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

급증할 것으로 예상되는 미국 전력 수요



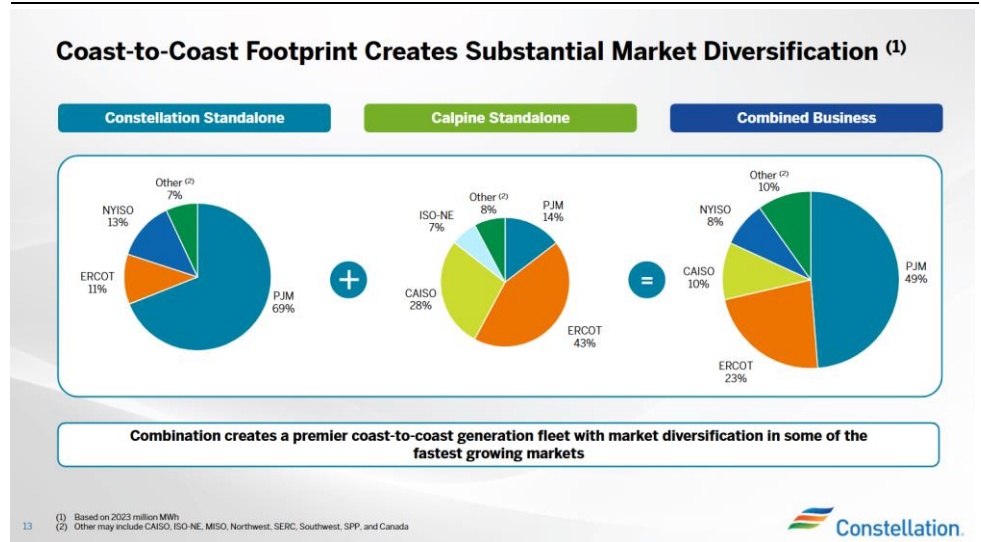
자료: 컨스텔레이션 에너지, 키움증권 리서치

미국 에너지 생산 기업 중 선도적 위치에 있는 컨스텔레이션 에너지



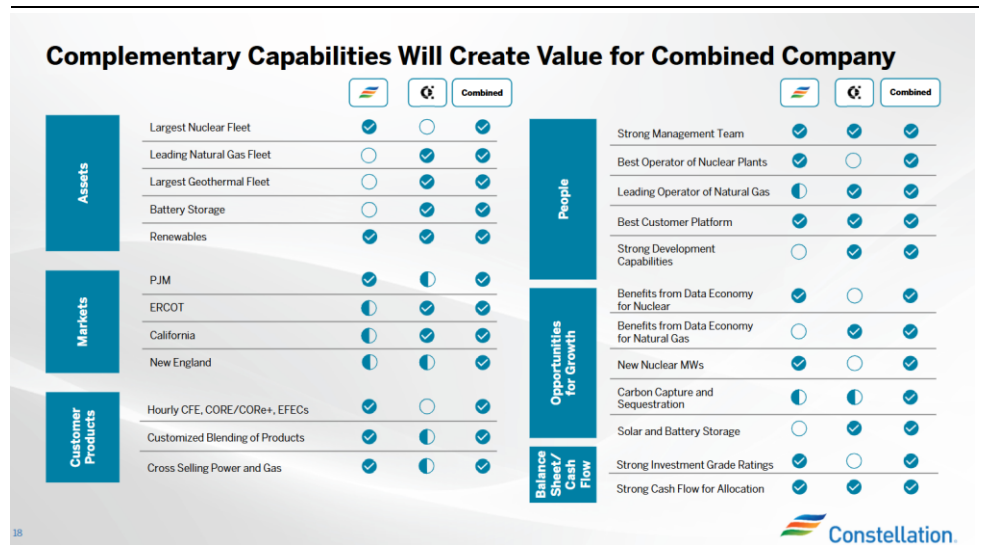
자료: 컨스텔레이션 에너지, 키움증권 리서치

Calpine의 합병에 따라 다각화 될 발전 포트폴리오



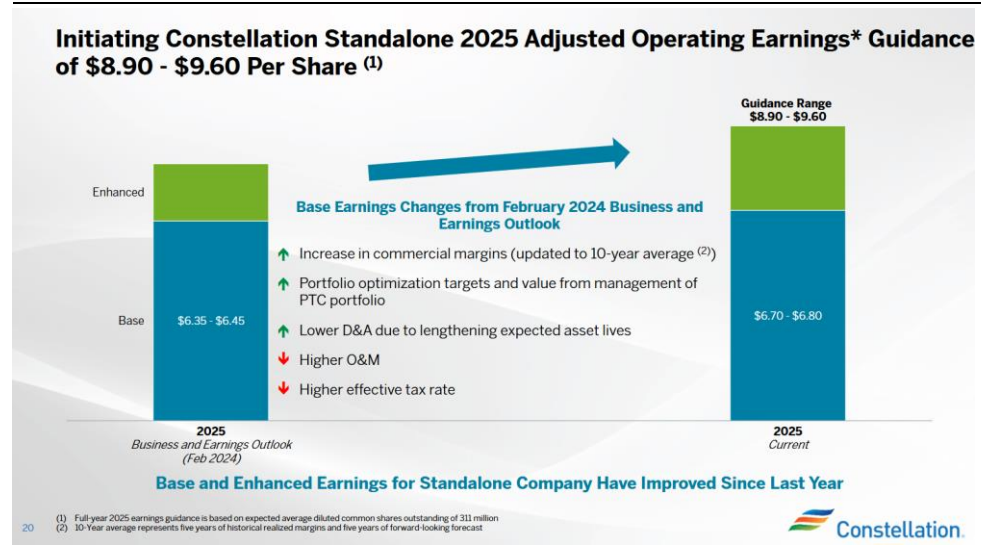
자료: 컨스텔레이션 에너지, 키움증권 리서치

Calpine의 합병에 따른 상호 보완적인 역량 결합



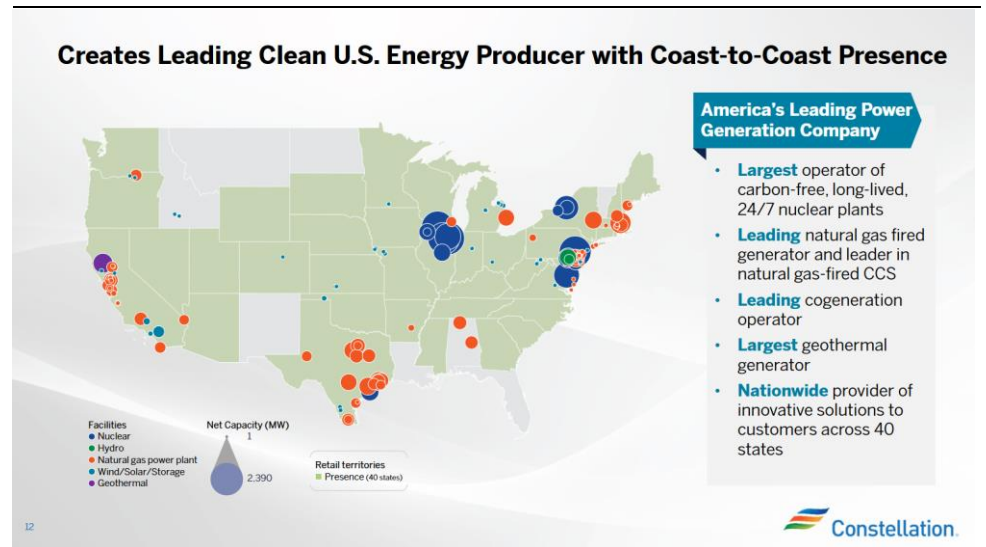
자료: 컨스텔레이션 에너지, 키움증권 리서치

Calpine의 합병 이후 상향 조정된 영업이익 가이드런스



자료: 컨스텔레이션 에너지, 키움증권 리서치

Calpine의 합병 이후 미국 전역으로 확대된 에너지 산업



자료: 컨스텔레이션 에너지, 키움증권 리서치

컨스틸레이션 에너지 상세 실적표

(백만 달러)	FY4Q23	FY3Q24	FY4Q24	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액	5,796	6,550	5,382	-7.1	-17.8
매출원가	4,044	3,119	2,591	-35.9	-16.9
매출총이익	1,752	3,431	2,791	59.3	-18.7
영업비용	1,819	1,964	1,819	0.0	-7.4
유지보수비	1,423	1,535	1,493	4.9	-2.7
감가상각비	289	266	255	-11.8	-4.1
세금과공과(법인세 제외)	134	165	140	4.5	-15.2
자산 처분손실	-27	-2	-69		
영업이익	-67	1,467	972	흑전	-33.7
이자비용	139	147	90		
기타영업외비용	-349	-325	23		
세전이익	143	1,645	859		
법인세비용	182	449	6		
순이익	-39	1,196	853	흑전	- 28.7
회석 EPS(달러/주)	-0.11	3.82	2.71	흑전	- 29.1
회석 가중평균주수(백만주)	320	314	314	-1.8	0.1
[영업데이터]					
Non-GAAP 회석 EPS(달러/주)	-0.11	2.74	2.44	흑전	-10.9
[에너지 발전량] (GWhs)					
원자력	45,563	45,510	45,494	-0.2	0.0
Mid-Atlantic	13,340	13,420	13,059	-2.1	-2.7
Midwest	23,793	23,835	23,940	0.6	0.4
New York	6,709	5,893	6,477	-3.5	9.9
ERCOT	1,721	2,362	2,018	17.3	-14.6
천연가스, 석유, 재생에너지	6,459	7,113	5,234	-19.0	-26.4
Mid-Atlantic	548	329	328	-40.1	-0.3
Midwest	310	151	342	10.3	126.5
ERCOT	3,635	4,783	2,888	-20.6	-39.6
Other Power Regions	1,966	1,850	1,676	-14.8	-9.4

자료: 컨스틸레이션 에너지, Bloomberg, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.