

iM Your Energy

[에너지/정유/화학] 전유진 2122-9193 yujinjin@imfnsec.com



미국 유틸리티 업체들의 송배전 CAPEX 확대에 주목

FERC, co-location 관련 공식발표 지연 우려로 최근 미국 독립 발전사 주가 급락

최근 미국 주요 발전업체들의 주가 큰 폭 조정. 특히 NASDAQ 급락 속에서도 이를 하락이 두드러졌는데, 직전 고점 대비 Constellation -28.7%, Vistra -26.8%, Talen Energy -24.9% 각각 하락. 데이터센터 확대에 따른 수혜 기대감으로 2024년 YTD 기준 주가가 약 90~260% 상승했던 만큼 차익실현에 대한 움직임도 일부 있었겠지만, 펀더멘털 측면에서 약간의 노이즈가 생긴 것이 최근 조정의 근본적인 요인으로 작용

지난 5~10년 평균 0.3% 그쳤던 미국 전력 소비 증가율은 2024년 2.7%, 2025년 1.8% 수준으로 예상되는데, 수요 증가의 대부분은 AI 및 데이터센터 확대에 근거. 향후 절대적 성장률은 점차 하향 안정화되겠지만, 전력 소비는 이미 과거 대비 빠르게 늘기 시작하였음. 가스 발전소가 단기에 이를 안정적으로 충족시킬 수 있는 수단으로 그 입지를 확대해가겠으며 동시에 기존 원자력발전소들의 역할도 확대될 것으로 예상. 특히 기존 원전 인근에 데이터센터 건설하여 전력 직접 공급이 이뤄지는 co-location 형태의 계약이 Constellation-MS, Talen-AWS 사이에 체결되었고, 이는 데이터센터와 관련해 발전 업체들이 상대적으로 가장 단기에 이익을 가시화할 수 있을 것이라는 기대감을 고조시켜 왔음

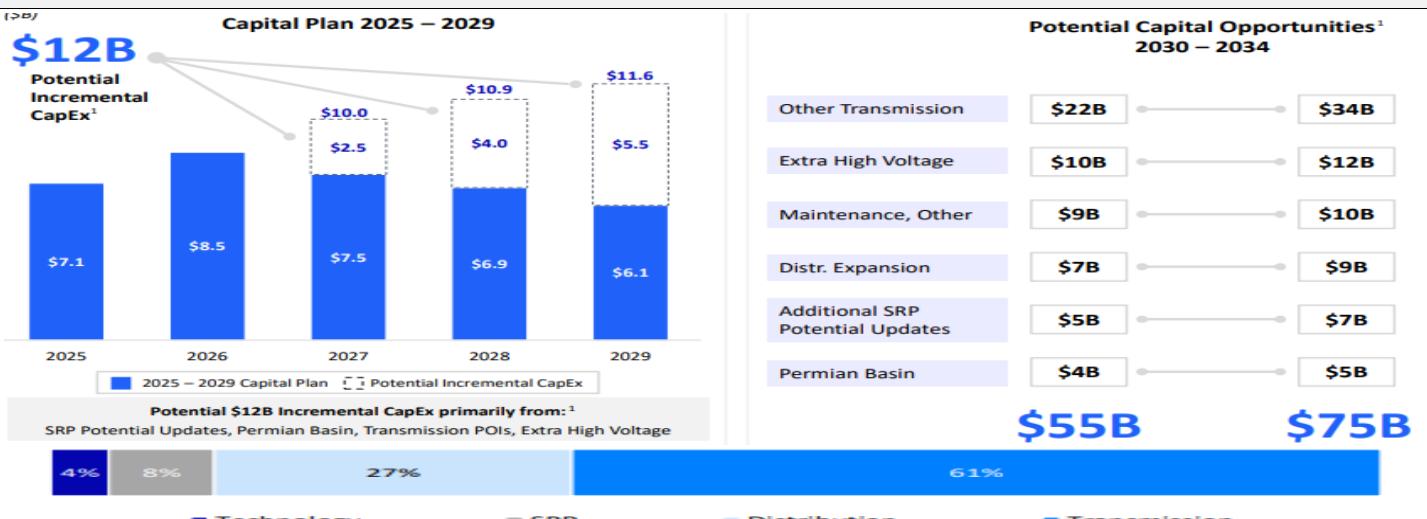
그러나 2024년 11월 Talen이 Susquehanna 원전에서 생산한 전력을 인근의 Amazon 데이터센터에 공급하는 ISA 용량 확대를 요청했으나, FERC는 PJM 그리드 신뢰성 훼손 우려 및 기존 소비자들의 전력비 인상 가능성으로 이를 거절한 바 있음. Talen 뿐만 아니라 Constellation 또한 MS와 유사한 계약을 체결하고 있는 등 최근 미국 내 co-location 계약 증가하고 있는 만큼 FERC는 2월 20일 이와 관련해 공식적으로 검토 착수했다고 밝힘. 다만, 각 업체들의 의견 수렴과 6월 초 기술 컨퍼런스, 이후 또 논의하는 과정들을 고려하면 연내 최종 결과 도출까지는 어려울 수 있음. 이는 그 전까지 독립 발전업체들이 신규 co-location 계약을 맺기 위해 쉽지 않은 여건임을 의미. 또한 MS는 당초 발표한 것보다 데이터센터 투자 규모 축소 발표. 향후 AI 및 데이터센터로 인한 전력 소비 증가는 너무도 분명한 방향성. 그러나 단기적으로는 그리드와 관련된 정책적 불확실성 해소가 발전업체들에게 필요할 것으로 보여짐. 오히려 전통 유틸리티사들은 기존 그리드와 자사 발전소를 활용해 전력 수요에 즉각 대응 가능한 만큼 해당 이슈에서 좀 더 자유로움. 이는 IPP 주가 급락 기간 AEP +5.4%, ED +8.6% 등의 상반된 주가 추이에서도 잘 드러남

여러 노이즈에도 유틸리티 업체들의 송배전 CAPEX 확대 움직임에 주목

한편, 이 같은 독립 발전업체들의 그리드 관련 불확실성과는 별개로 최근 유틸리티 업체들의 잇따른 투자 확대 움직임이 상당히 인상적임. 미국 서부지역 주요 유틸리티 업체인 Sempra는 2025~2029년 CAPEX 금액을 361 억달러로 2024~2028년 대비 +16% 증액하고, 현 계획 대비 약 30% 추가 집행도 가능하다고 밝힘. 특히 향후 5년간의 자본지출 중 송전 61%, 배전 27% 할당할 것이라는 구체적인 비중 언급. 미국 최대 발전사이자 유틸리티 업체 중 하나인 American Electric Power(AEP) 또한 2025~2029년 CAPEX를 540 억달러로 이전 가이던스 대비 25% 상향하였음. 그 중에서도 송전망 부문에 340 억달러로 전체 예산의 60% 이상 할당하는 한편, 신규 발전원 확보에 26% 할당. AEP는 이러한 대규모 투자를 위해 비용 절감과 일부 자산을 매각 검토하고 있다고 밝힘. 동부지역을 주요 권역으로 삼고 있는 Consolidated Edison 역시 2025~2029년 CAPEX 규모를 376 억달러로 2024~2028년 대비 +8.7% 확대한다는 계획 발표

이처럼 미국 내 권역별 주요 유틸리티 업체들은 공통적으로 송배전 부문 투자 확대 움직임을 보이고 있음. 이는 기존 송배전 설비 노후화 뿐만 아니라, 전체 발전량 증가와 그 안에서도 간헐성이 높은 재생에너지 비중 확대로 송배전 안전성 확보가 필요함에 근거. 결국 최근 IPP 업체들을 둘러싼 불확실성에도 유틸리티사의 송배전 투자는 오히려 확대되고 있는 만큼 미국 및 국내 전력기기 업체들에게는 우호적인 여건 지속될 전망

Sempra, 2025~2029년 CAPEX 가이던스 및 각 부문별 비중

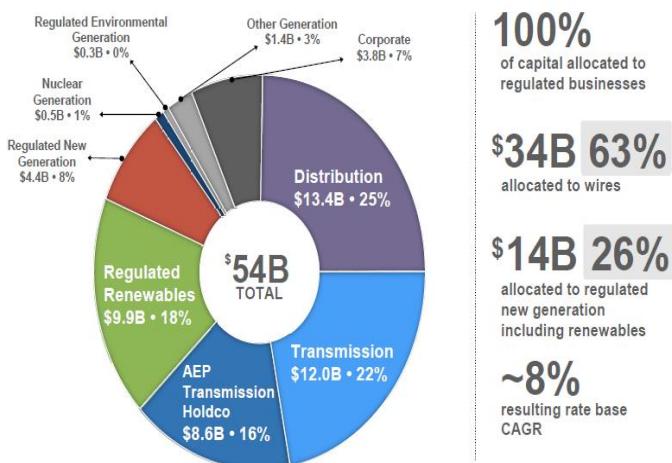


자료: Sempra, iM 증권 리서치본부

Key Chart

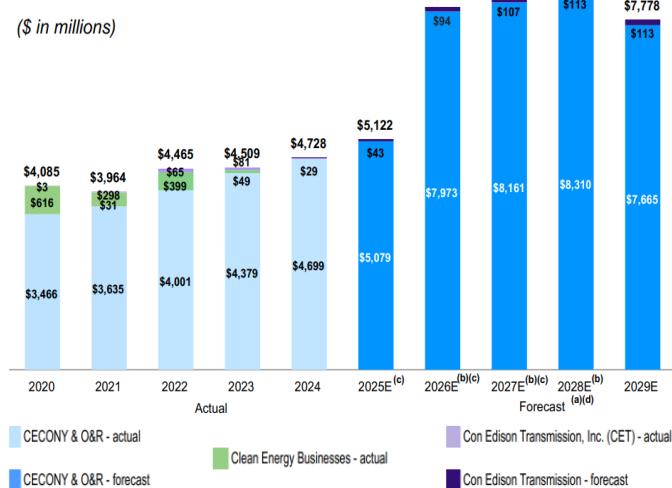


AEP, 2025~2029년 CAPEX 가이던스 및 각 부문별 비중



자료: American Electric Power, iM 증권 리서치본부

Consolidated Edison, 2020~2029년 CAPEX 추이 및 전망



자료: Consolidated Edison, iM 증권 리서치본부

AEP, 2025~2029년 신규 발전원별 투자 계획

2025-2029 Capital Forecast: New Generation

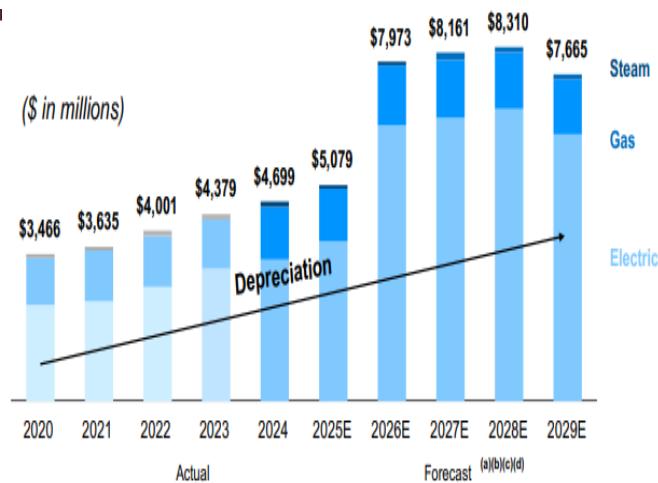
2025-2034¹ RESOURCE NEEDS

GENERATION ADDITIONS 2025-2034 (MW) ^{1,2}	SOLAR	WIND	STORAGE	NAT. GAS ³	TOTAL
APCo	1,505	1,244	325	-	3,074
I&M	2,749	1,100	300	4,350	8,499
KPCo	80	-	-	1,100	1,180
PSO	893	753	200	1,215	3,061
SWEPCO	973	1,198	400	2,253	4,824
TOTAL	6,200	4,295	1,225	8,918	20,638

자료: American Electric Power, iM 증권 리서치본부

Consolidated Edison, 유ти리티 부문 CAPEX 추이 및 전망

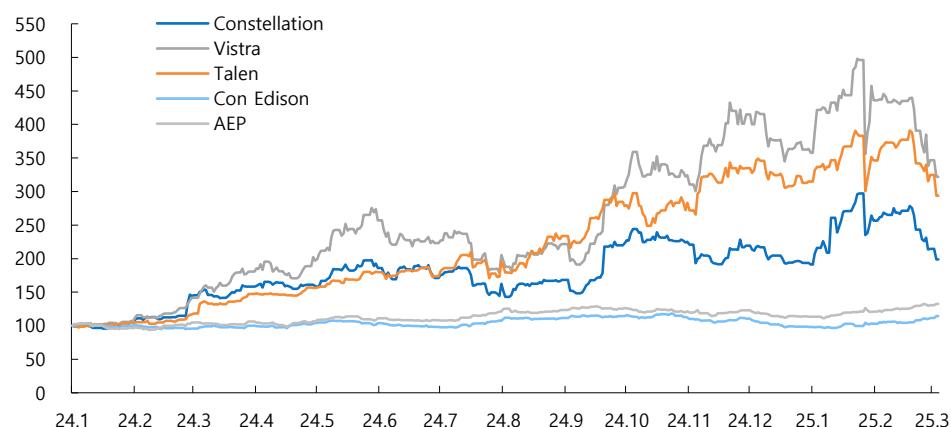
Utilities' Capital Investments



자료: Consolidated Edison, iM 증권 리서치본부

2024년 이후 미국 주요 발전 및 유ти리티 업체들의 주가 추이

(2024.1.1=100)



자료: Bloomberg, iM 증권 리서치본부

Global Peer Valuation (1)



Global Peer Valuation - Integrated & Upstream

(십억\$, %, 배)	국가(통화)	시가총액	주가	1W(%)	1M(%)	3M(%)	6M(%)	12M(%)	PER	PBR	EV/EBITDA
Aramco	SAR	1,735.7	26.9	-1.8	-2.9	-3.8	-1.8	-13.0	16.6	4.4	8.0
Exxon Mobil	USD	466.6	107.5	-2.0	-2.1	-6.3	-5.0	1.8	14.5	1.8	7.8
Shell	GBP	198.4	2,568.0	-2.3	-2.9	3.0	-0.3	4.7	8.4	1.1	4.0
Total	EUR	136.5	56.6	-1.5	-2.4	4.7	-6.5	-4.3	7.5	1.2	4.0
BP	GBP	83.5	408.0	-6.6	-3.8	7.6	-0.9	-13.4	9.3	1.4	4.7
Equinor	NOK	62.3	248.1	-2.3	-5.5	-5.0	-6.1	-2.5	6.8	1.4	1.6
Suncor Energy	CAD	43.8	50.9	-8.0	-8.2	-7.4	-0.9	8.4	10.2	1.4	4.5
Eni	EUR	46.3	13.3	-6.2	-3.5	-1.4	-6.6	-8.6	7.5	0.8	5.1
Repsol	EUR	14.6	11.8	-4.6	3.5	4.5	-0.9	-18.1	5.3	0.5	4.9
OMV	EUR	15.0	43.0	2.4	14.0	14.7	10.8	11.5	7.5	0.8	3.6
ConocoPhillips	USD	115.3	90.6	-6.6	-9.5	-13.2	-15.6	-18.5	11.3	1.7	6.5
Hess	USD	43.9	142.4	-3.1	-0.2	-1.6	10.4	-2.7	18.1	3.6	7.0
EQT	USD	29.9	50.0	2.4	-5.6	12.5	52.3	31.6	17.2	1.3	14.1
Expand Energy	USD	23.4	100.7	-2.1	-4.2	4.1	39.9	21.4	17.9	1.6	30.9
Murphy Oil	USD	3.6	244	-11.7	-8.4	-22.7	-30.6	-37.6	8.4	0.7	2.6
Coterra Energy	USD	20.2	26.5	-3.3	-5.9	3.2	12.7	-0.8	8.6	1.5	6.4
Antero Resources	USD	11.4	36.5	-2.2	-7.8	15.0	44.2	35.5	12.3	1.6	5.6
Range Resources	USD	9.1	37.9	1.0	-2.8	9.7	33.6	15.3	11.3	2.2	8.5
Woodside Energy	AUD	28.7	24.2	-2.7	-2.4	-1.7	-3.3	-20.1	8.9	N/A	4.0
Santos	AUD	12.7	6.2	-3.9	-12.0	-6.6	-11.3	-13.7	8.5	N/A	5.1
INPEX	JPY	16.0	1,902.0	2.0	2.5	-4.5	-6.3	-9.8	6.5	N/A	2.3
PTT E&P	THB	12.8	108.5	-4.8	-13.2	-15.2	-22.8	-28.1	6.4	0.8	2.0
CNOOC	HKD	110.6	17.5	-1.4	-5.6	-0.7	-11.7	5.2	6.3	N/A	N/A
ONGC	INR	32.9	228.0	-2.2	-12.9	-12.8	-26.8	-19.7	N/A	N/A	4.6
Sinopec	HKD	88.8	4.1	-1.7	-3.7	-3.1	-11.2	-4.4	8.2	0.6	6.5
China Gas Holdings	HKD	4.8	6.8	-1.5	7.4	6.9	6.9	-4.8	9.5	0.7	10.5
Kunlun Energy	HKD	8.6	7.7	1.6	3.2	2.1	1.7	14.1	9.9	0.9	4.0

Global Peer Valuation - Midstream (Gas Pipeline)

(십억\$, %, 배)	국가(통화)	시가총액	주가	1W(%)	1M(%)	3M(%)	6M(%)	12M(%)	PER	PBR	EV/EBITDA
Enterprise Products	USD	72.2	33.3	0.2	0.8	1.4	14.8	19.6	11.6	2.4	10.9
Williams Companies	USD	69.3	56.8	1.1	-0.1	-0.6	26.7	54.8	26.9	5.5	17.1
Energy Transfer	USD	63.4	18.5	-2.4	-11.2	-3.1	15.3	23.0	11.8	1.9	10.0
ONEOK	USD	58.6	93.8	-2.1	-4.2	-14.8	2.2	21.0	16.1	2.7	15.5
Kinder Morgan	USD	60.0	27.0	3.4	-2.4	-3.5	25.7	52.3	21.2	1.9	14.1
TC Energy	USD	46.8	45.0	1.6	-4.5	-8.1	5.6	23.7	16.9	2.7	14.2
MPLX	USD	54.3	53.1	0.4	-1.4	6.8	23.5	32.7	11.8	3.8	10.5
Targa Resources	USD	41.4	190.0	-2.5	-7.1	-4.2	26.9	85.3	22.2	14.9	13.3
Cheniere Energy	USD	49.2	220.0	1.8	-4.6	-2.6	21.3	43.3	17.4	8.4	10.1
Cheniere Energy Partners	USD	31.1	64.3	1.1	-0.5	9.5	35.3	31.9	14.8	16.0	10.3
Western Midstream Partners	USD	14.7	38.7	-3.4	-6.2	-4.1	2.3	12.8	11.3	4.4	8.3
Plains All American Pipeline	USD	13.6	19.3	-4.0	-4.9	4.7	9.5	15.9	12.4	1.3	8.7
Hess Midstream	USD	10.5	40.5	1.2	-3.3	9.0	12.2	15.5	14.4	14.8	6.4
Antero Midstream	USD	8.0	16.8	5.5	2.9	8.1	14.9	23.4	17.3	3.8	13.0
Enlink Midstream	USD	6.5	14.1	N/A	0.0	-8.7	-0.4	15.5	19.3	4.7	9.9
New Fortress Energy	USD	2.5	9.8	-7.1	-29.6	-18.5	-16.0	-70.9	25.1	1.1	10.8
Excelerate Energy	USD	3.2	30.2	8.0	-3.3	-6.1	64.8	98.6	22.0	0.4	10.9
Delek Logistics	USD	2.3	42.0	0.7	-2.5	5.4	-0.6	-5.5	14.9	N/A	12.6
Genesis Energy	USD	1.6	13.1	8.5	19.4	14.7	-0.5	12.5	N/A	N/A	11.7
NGL Energy Partners	USD	0.6	4.7	0.9	-16.5	-0.6	13.3	-20.8	24.1	4.3	9.2
Enbridge	CAD	91.4	60.5	1.4	-4.0	-1.9	10.7	27.9	19.6	2.2	16.4
Pembina Pipeline	CAD	22.3	55.3	6.5	5.8	-2.8	0.8	17.4	18.2	2.1	14.5

자료: Bloomberg, iM 증권 리서치본부

주: 시가총액은 US 십억달러, 종가는 현지통화 기준, PER/PBR은 블룸버그 컨센서스 기준

Global Peer Valuation (2)



Global Peer Valuation - Utility

(십억\$, %, 배)	국가(통화)	시가총액	주가	1W(%)	1M(%)	3M(%)	6M(%)	12M(%)	PER	PBR	EV/EBITDA
한국전력	KRW	9.8	22,200	-3.3	5.5	2.5	-0.4	-9.2	2.6	0.3	6.6
한국가스공사	KRW	2.5	40,000	5.4	11.1	15.4	-17.4	36.5	5.3	0.4	9.3
한전기술	KRW	1.7	65,700	-2.5	-2.8	14.5	1.9	-5.1	N/A	N/A	46.1
한전 KPS	KRW	1.3	43,650	2.0	-5.1	-0.5	6.2	15.9	10.8	N/A	5.5
SK 가스	KRW	1.5	243,500	1.2	3.8	16.2	44.6	55.4	5.6	0.8	14.5
SGC 에너지	KRW	0.2	23,300	-1.3	-1.9	-6.2	-15.0	2.4	8.2	0.4	7.1
Tokyo Gas	JPY	12.2	4,698	-1.0	7.0	5.1	32.7	40.2	16.6	N/A	7.0
Tokyo Electric Power	JPY	4.4	406	3.3	1.4	-21.9	-38.4	-47.4	N/A	N/A	12.8
Chubu Electric Power	JPY	8.1	1,598	0.5	2.1	3.0	-11.0	-15.0	N/A	N/A	10.0
Toho Gas	JPY	2.9	4,091	0.3	6.6	6.8	-2.9	38.0	16.0	0.8	8.3
NextEra Energy	USD	145.7	70.9	-0.6	2.4	-7.0	-11.8	27.9	19.7	N/A	18.1
Southern Company	USD	98.4	89.9	0.0	7.2	4.3	0.4	32.2	22.0	N/A	12.8
Duke Energy	USD	89.8	116.4	-0.8	2.2	2.1	-0.4	25.6	18.3	N/A	11.9
Constellation Energy	USD	73.0	231.7	-12.4	-26.2	-9.5	31.6	31.0	24.8	N/A	10.7
Vistra	USD	43.0	126.9	-8.0	-26.0	-21.1	67.4	115.6	20.3	N/A	9.6
Sempra	USD	46.0	70.6	0.0	-14.2	-22.3	-15.0	0.6	14.9	N/A	18.5
PG&E	USD	35.4	16.1	1.3	2.5	-20.8	-21.7	-1.8	10.8	N/A	11.9
Entergy	USD	36.6	85.1	-0.4	3.1	10.7	39.1	66.8	22.7	N/A	12.0
Talen Energy	USD	9.0	195.8	-7.5	-17.0	-12.4	35.0	127.6	24.5	3.9	23.4
Iberdrola	EUR	93.9	13.7	-1.1	-0.3	1.6	4.5	27.7	14.9	N/A	9.8
Enel	EUR	74.0	6.9	-1.8	-1.4	-2.2	-2.0	13.5	N/A	N/A	6.8
ENGIE	EUR	44.6	17.2	4.6	6.8	12.8	7.5	19.8	N/A	N/A	5.2
Origin Energy	AUD	11.3	10.5	-4.0	3.1	-1.0	10.3	20.3	12.1	1.8	13.6
CLP Holdings	HKD	21.3	65.6	0.2	2.6	0.6	-5.7	1.7	14.1	1.5	9.7
Power Assets Holdings	HKD	14.7	53.6	3.8	7.1	4.2	-0.3	14.8	18.3	1.3	141.7
Tenaga Nasional Verhad	MYR	18.1	13.8	1.8	1.5	1.6	-6.7	23.8	15.0	N/A	7.8

Global Peer Valuation - Renewable Energy

(십억\$, %, 배)	국가(통화)	시가총액	주가	1W(%)	1M(%)	3M(%)	6M(%)	12M(%)	PER	PBR	EV/EBITDA
한화솔루션	KRW	2.5	20,900	3.5	3.7	29.4	-11.6	-23.3	N/A	0.5	48.5
OCI 홀딩스	KRW	1.0	80,900	7.4	3.7	37.6	19.3	-13.0	N/A	N/A	5.6
HD 현대에너지솔루션	KRW	0.2	27,000	0.4	10.4	39.0	13.9	18.4	N/A	N/A	46.9
First Solar	USD	14.0	131.2	-11.0	-19.2	-33.7	-38.9	-17.5	7.0	1.7	9.7
Trina Solar	CNY	5.0	16.8	-7.6	-1.6	-30.5	0.0	-31.7	N/A	N/A	N/A
Jinko Solar	USD	1.2	22.7	1.1	9.7	-12.7	26.4	-14.3	N/A	N/A	N/A
Canadian Solar	USD	0.7	10.2	-7.9	2.1	-11.1	-18.5	-48.2	N/A	0.2	N/A
LONGi Green Energy	CNY	17.7	17.0	-2.6	12.5	-5.4	23.3	-19.3	N/A	N/A	N/A
GCL Technology	HKD	4.5	1.2	-5.4	4.3	-10.9	4.3	15.1	N/A	0.8	14.8
Wacker Chemie	EUR	3.8	68.0	-3.6	5.7	-5.0	-18.1	-32.6	16.3	N/A	9.9
Daqo New Energy	USD	1.3	20.2	-1.1	10.4	3.1	31.9	-10.0	N/A	N/A	0.4
REC Silicon	NOK	0.0	1.1	-11.5	-23.7	-76.0	-83.3	-89.0	N/A	N/A	N/A
씨에스원드	KRW	1.1	37,150	-12.7	-8.0	-5.4	-35.6	-27.2	8.5	1.4	11.9
SK 오션플랜트	KRW	0.6	15,630	6.5	31.8	25.7	8.9	21.8	N/A	1.3	12.2
GE	USD	213.3	198.8	-0.3	-2.8	15.0	21.3	57.9	36.5	11.2	28.7
Vestas	DKK	13.9	97.0	-5.3	-11.4	-0.3	-36.7	-50.3	16.4	1.6	7.5
Orsted	DKK	18.9	315.0	-2.8	12.0	-13.2	-25.6	-14.1	10.6	1.5	13.8
Uranium Energy	USD	2.2	5.3	-2.8	-25.4	-38.7	14.4	-19.2	N/A	2.5	N/A
Energy Fuels	USD	0.8	4.0	-7.3	-24.2	-40.1	-7.6	-33.8	N/A	N/A	N/A
enCore Energy	USD	0.3	1.7	-31.9	-46.2	-53.3	-48.0	-55.3	9.6	N/A	N/A
Fluence Energy	USD	0.9	5.2	-15.8	-56.4	-69.1	-73.2	-64.8	17.0	2.2	86.3
Plug Power	USD	1.5	1.6	3.2	-12.4	-33.9	-5.3	-55.4	N/A	0.6	N/A
FuelCell Energy	USD	0.1	5.9	-5.8	-22.4	-45.3	-53.2	-83.4	N/A	0.2	N/A

자료: Bloomberg, iM 증권 리서치본부

주: 시가총액은 US 십억달러, 종가는 현지통화 기준, PER/PBR은 블룸버그 컨센서스 기준

Compliance Notice

본 보고서는 기관으로 해당 기관과 관련하여,

회사는 해당 종목을 의사상 유도하고 있지 않습니다.

금융투자회사가 그 배포처가 해당 기관의 주관을 보유하고 있지 않습니다.

당 보고서는 기관투자가가 제 3자에게 E-mail을 통하여 출판에 사용해 배포한 사실이 없습니다.

회사는 해당 기관의 유가증권 발행과 관련 주관을 청탁하지 않았습니다.

당 보고서에 개재된 내용들은 본인의 의견을 충분하게 반영하고 있으며, 본인의 부당한 압력이나 간접 압력의 악용이나 편향성을 확인합니다. (책임자: 전무)

본 분석보는 투자자의 증권투자를 즐기 위한 참고자료이며, 따라서 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 폭넓은 책임의 증거자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경제여건, 상황 및 향후의 험악성이 있거나 전제로 예상되는 경우 예상과는 다른 결과를 수반할 수 있습니다. 무단전재 및 무단복제 및 배포를 금합니다.

1. 증권주권 유가증권 (주권 기준 기재 대체 3음급) : 종목별자료는 양후 4개월간 주관증권 기재 대체 3음급의 예상 평균수익률을 의미합니다.

- Buy(매수) : 주관증권 평균수익률 + 15% 이상

- Hold(보유) : 주관증권 평균수익률 + 15% ~ 15% 내외 평균

- Sell(매도) : 주관증권 평균수익률 - 15% 이하

2. 산업주전 주식증권 (시가총액기준) : 산업증권 대체 3음급(비중제작, Neutral (중립), Underweight (비중증))

- Overweight (매수) : 주관증권 평균수익률 + 15% 이상

- Neutral (중립) : 주관증권 평균수익률 + 15% ~ 15% 내외 평균

- Hold(보유) : 주관증권 평균수익률 + 15% ~ 15% 내외 평균

- Sell(매도) : 주관증권 평균수익률 - 15% 이하

구분 매수 중립(보유) 매도
투자기관 비중율(%) 92.4% 6.9% 0.7%