iM증권

2025.01.14

iM Your Energy

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

Constellation, Calpine 인수 배경과 그 함의

미국 최대 원전회사 + 최대 지열 및 가스 발전사의 만남

Constellation Energy, 미국 내 주요 천연가스 발전업체 중 하나인 Calpine 인수를 최종적으로 확정하였음(1/10). 양사 합병으로 최대 용량의 원전과 지열발전소를 각각 확보하게 됨으로써 미국 저탄소 발전 부문의 1 위 업체로 확실하게 자리매김하게 되었음. 인수금액 164 억달러(부채 포함 291 억달러) 중 현금으로 45 억달러를 지불하고, 119 억달러는 Constellation Energy 주식으로 지불할 예정임. 참고로 금번 인수금액은 '26 년 EV/EBITDA 기준 7.9 배로 결코 높은 밸류에이션은 아님. FERC 및 텍사스, 뉴욕 등 각 권역별로 유틸리티 시설 위원회들의 승인을 거친 후 최종 인수절차는 '25 년 4 분기 중에 마무리될 예정

양수 인수합병 발표 이후 Constellation Energy 주가는 25% 상승했음. 이는 (1)인수가액에 대한 재무적 부담이 크지 않은 영향도 있지만, (2)원전에만 집중되어 있던 Constellation 발전 포트폴리오가 천연가스와 지열 등으로 확대되고, (3)전력 판매사업 지역도 보다 다양해질 수 있다는 점을 반영한 결과로 추정. 특히 지역 측면에서 Constellation 은 PJM 69%, NYISO 13% 등으로 동부에서 80% 이상 발전사업을 영위하고 있던 반면, Calpine 의 경우 ERCOT 43%, CAISO 28% 등으로 양사의 주요 권역은 매우 상이했음.

지난 10 년간 연간 약 0.4% 내외에 그쳤던 미국 내 전력수요가 '24 년에는 2.7%, '25 년에는 1.8% 수준으로 대폭 증가하는 것은 AI 및 데이터센터 확대의 영향이 가장 주요함. 현재는 데이터센터가 펜실베니아, 버지니아 등 Constellaion 의 주요 사업 권역인 동부에 집중되어 있음. 그러나 최근에는 텍사스와 캘리포니아 등을 중심으로 데이터센터 설립이 활발하게 이뤄지고 있는데, 해당 지역에서는 Calpine 이 천연가스와 지열발전소를 가동해 전력 공급하고 있는 만큼 향후 Constellation 입장에서는 단순히 합병을 통한 외형성장 뿐만 아니라 남서부 지역에서의 전력소비 증가로 인한 Q 성장을 추가로 누릴 수 있을 것으로 예상됨

단기 및 중기적으로 천연가스 발전의 매력을 다시 한번 보여준 Deal

무엇보다도 금번 Constellation-Calpine 인수합병은 단기에 급증하는 전력 수요 충족을 위한 천연가스 발전의 중요성을 다시 한번 보여줬다는 점에서 그 함의가 가장 큼. Constellation 은 미국 전체 원전의 20% 상회하는 22GW 규모를 운영하고 있는 최대 업체로 매년 95% 내외의 가동률을 유지하고 있어 현 레벨에서 추가적인 생산 여력은 부족한 상황. Three Mile #1 원전 재가동은 '28 년부터 이뤄지는데다 해당 원전에서 생산된 전력은 MS 와의 PPA 계약을 통해 판매되므로 외부로 추가 공급될 물량은 없음. 향후 데이터센터로 인해 늘어나는 전력 수요에 대응하기 위해 SMR 건설 계획도 밝히긴 했으나, 아직 그 구체적인 시기는 정해진 바 없음. 이런 상황에서 이뤄진 Calpine 인수는 천연가스가 단기 및 중기적으로 그 빈 자리를 메꿀 수 있는 매력적인 발전원임을 고려한 것이라 판단. 특히 Constellation 은 최대 원전업체로 저탄소 발전을 강조하고 있는 만큼 Calpine 이 보유하고 있는 지열 및 천연가스 발전 포트폴리오는 더욱 매력적으로 다가왔을 것

'24 년에 이어 '25 년에도 천연가스 밸류체인 관심은 높을 것으로 전망. Constellation-Calpine 인수합병 만큼이나 흥미로웠던 것은 Plaquemines, Calcasieu Pass LNG 터미널 운영사 Venture Global 상장준비 소식. 참고로 VG 예상 시가총액은 1,100 억달러로 '13 년 이후 미국 에너지 섹터 최대 상장일 듯. 이처럼 연초부터 천연가스 밸류체인에서 잇따르고 있는 흥미로운 움직임들은 LNG 시장 성장에 대한 기대와 관심을 충분히 방증하고 있는 것이라 판단. 미국 천연가스 생산과 LNG 수출 증가라는 큰 그림 하에서 Cheniere Energy, ONEOK, Kinder Morgan, EQT 등과 같은 업체들에 대한 지속적 관심 필요. 국내에서는 SK 가스 Top Pick 유지

Constellation, Calpine 164 억달러에 인수 합의

Constellation Energy Agrees to Buy Calpine for $16.4 Billion

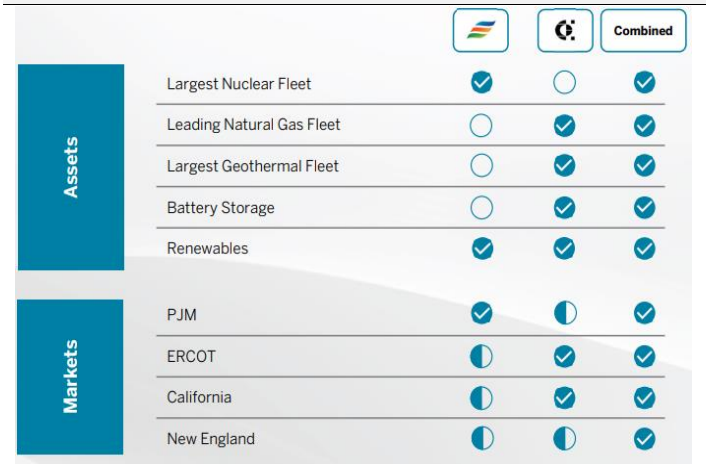
Merger combines two of the country's largest power generators amid surging demand for electricity

By Jennifer Hiller Follow

Updated Jan. 10, 2025 5:12 pm ET

자료: WSJ, iM 증권 리서치본부

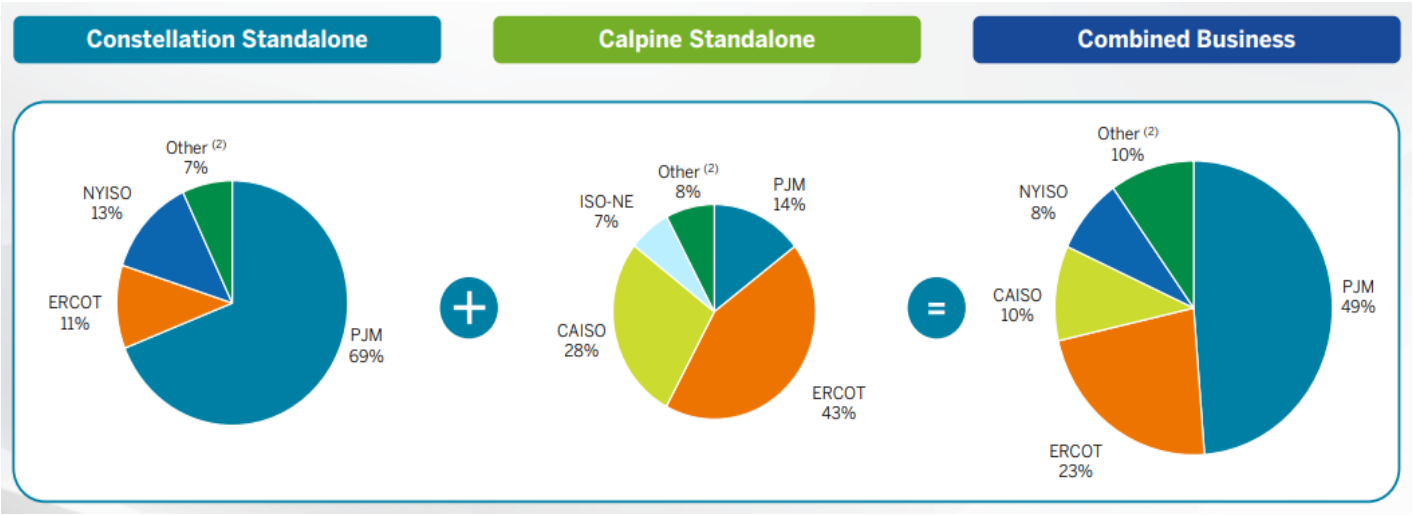
Constellation-Calpine 합병 전후 발전원 및 판매지역 비교



자료: Constellation Energy, iM 증권 리서치본부

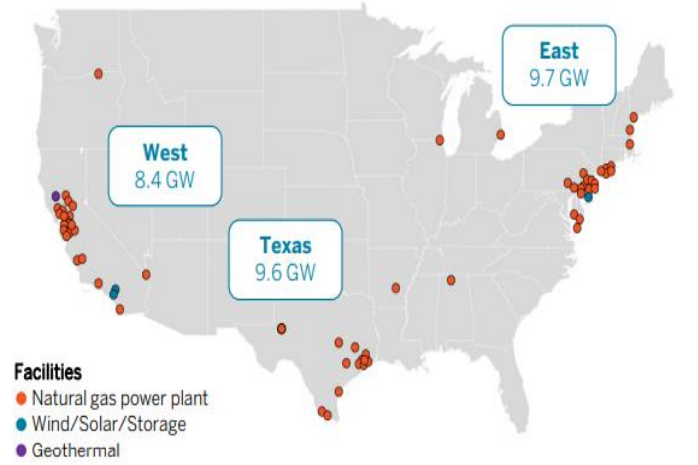
Key Chart

Constellation, Calpine 판매지역 비중 비교 및 합병법인의 지역별 포트폴리오



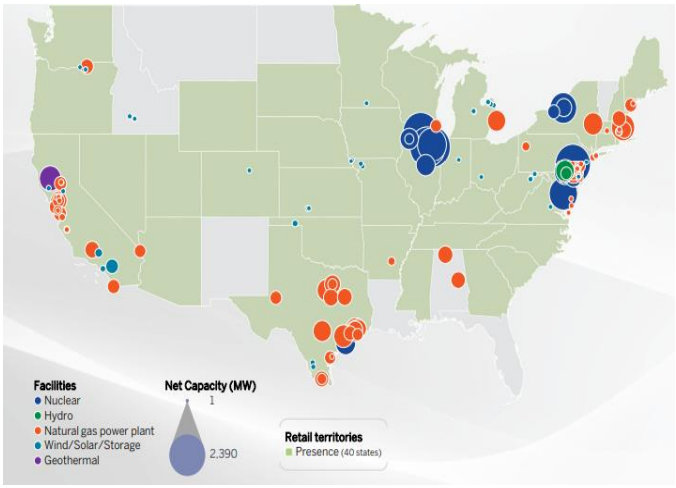
자료: Constellation Energy, iM 증권 리서치본부

Calpine 발전원별 위치 및 규모



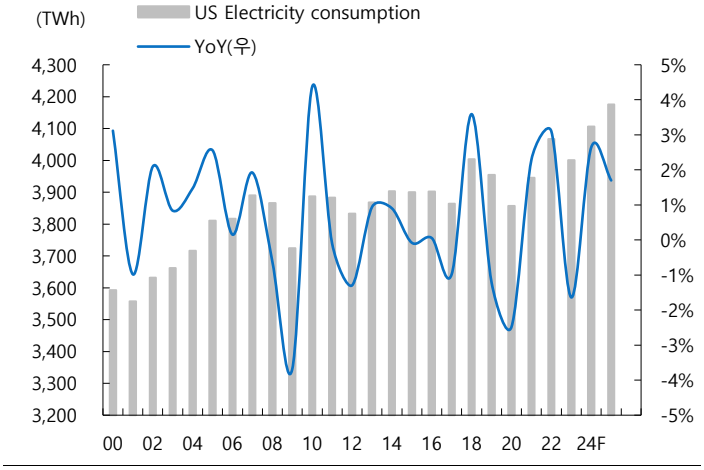
자료: Constellation Energy, iM 증권 리서치본부

Constellation-Calpine 합병 후 발전원별 위치 및 규모



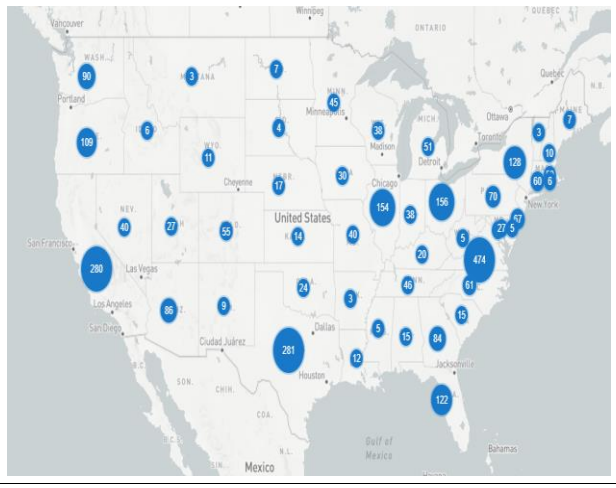
자료: Constellation Energy, iM 증권 리서치본부

미국 2000~2025 년 전력 소비량 및 YoY 증가율



자료: EIA, iM 증권 리서치본부

미국 주(州)별 데이터센터 분포 수



자료: Data Center Map, iM 증권 리서치본부

Global Peer Valuation (1)

Global Peer Valuation - Oil & Gas E&P

(십억$, %, 배)	국가	시가총액	주가	1W	1M	3M	YTD	PER	PBR	EV/EBITDA
Aramco	1,808.1	28.1	0.36	-1.41	3.74	0.00	17.24	4.61	7.48	1,808.1
BP	85.0	431.2	4.14	8.90	5.58	9.72	9.07	1.40	4.83	85.0
Total	137.4	55.9	2.21	4.80	-10.51	4.78	7.50	1.16	4.27	137.4
Eni	46.7	13.9	1.70	4.33	-3.36	5.97	8.31	0.86	4.64	46.7
Equinor	72.9	298.1	4.23	15.74	10.20	12.32	7.87	1.64	1.60	72.9
Repsol	14.1	11.9	-0.96	5.17	-0.25	1.80	5.47	0.51	4.56	14.1
Shell	198.3	2,663.0	3.32	6.58	2.84	7.55	9.36	1.08	4.18	198.3
Exxon Mobil	480.3	109.3	1.33	-1.40	-11.92	1.60	14.73	1.78	8.33	480.3
OMV	13.1	39.1	0.20	5.10	0.00	4.82	6.35	0.73	3.51	13.1
Suncor Energy	49.4	56.7	7.14	8.33	2.00	10.56	12.21	1.58	4.52	49.4
Hess	44.6	144.8	6.19	3.30	3.53	8.89	22.37	3.83	7.41	44.6
ConocoPhillips	134.8	104.2	3.11	3.18	-4.79	5.10	14.03	2.03	5.73	134.8
Murphy Oil	4.9	33.8	9.66	11.69	-4.68	11.80	10.86	0.96	2.79	4.9
Marathon Oil	-	-	-	-	-	-	-	-	4.65	-
EQT	29.9	50.1	6.51	9.85	36.83	8.61	20.99	1.38	12.51	29.9
Coterra Energy	21.1	28.6	9.03	12.95	17.21	12.02	11.06	1.66	5.55	21.1
Antero Resources	11.9	38.3	9.62	18.32	36.54	9.27	18.81	1.65	4.96	11.9
Range Resources	9.3	38.5	7.18	8.88	25.87	6.98	14.06	2.34	8.55	9.3
Woodside Energy	30.4	25.9	1.33	8.46	2.25	5.33	9.37	N/A	5.99	30.4
Santos	14.4	7.2	2.80	10.25	-0.35	7.11	10.27	N/A	5.89	14.4
INPEX	15.8	1,980.5	-1.20	0.89	-5.69	0.51	N/A	N/A	2.30	15.8
PTT E&P	14.5	127.0	3.67	4.10	-5.93	6.72	6.50	0.93	2.42	14.5
CNOOC	122.5	19.4	2.00	9.50	-3.92	1.26	7.04	N/A	3.45	122.5
ONGC	37.2	255.7	0.54	0.58	-10.74	6.89	N/A	N/A	4.63	37.2
Sinopec	95.8	4.3	-2.72	0.70	-12.09	-3.60	7.74	0.60	6.50	95.8
China Gas Holdings	4.4	6.3	-1.73	-6.01	-10.06	-7.53	8.69	0.61	10.49	4.4
Kunlun Energy	8.3	7.5	-6.02	-5.66	-4.21	-10.71	9.62	0.91	3.99	8.3

Global Peer Valuation – Midstream (Gas Pipeline)

(십억$, %, 배)	국가	시가총액	주가	1W	1M	3M	YTD	PER	PBR	EV/EBITDA
Enterprise Products	USD	70.5	32.5	2.23	1.09	10.34	3.76	11.62	2.43	10.33
Energy Transfer	USD	66.7	19.5	-0.87	2.26	17.64	-0.61	12.83	2.03	9.30
Williams Companies	USD	68.3	56.0	-1.01	2.94	9.82	3.53	28.54	5.50	14.55
ONEOK	USD	60.7	104.0	1.05	-0.05	6.65	3.57	17.66	3.57	14.51
Kinder Morgan	USD	63.4	28.5	0.88	6.10	14.63	4.09	22.96	2.07	12.39
TC Energy	USD	47.7	46.0	-3.22	-1.10	-1.75	-1.23	19.29	2.36	14.21
MPLX	USD	49.7	48.8	0.49	-0.20	10.59	1.88	11.45	3.54	9.97
Cheniere Energy	USD	51.5	229.4	3.13	7.69	21.54	6.78	21.09	10.12	7.52
Cheniere Energy Partners	USD	27.3	56.5	1.82	-2.84	12.92	6.31	13.36	16.18	9.14
Targa Resources	USD	43.1	197.5	6.07	6.96	18.49	10.63	26.17	15.61	12.01
Plains All American Pipeline	USD	13.4	19.0	9.38	6.44	7.58	11.30	12.27	1.23	8.65
Western Midstream Partners	USD	15.2	40.0	1.83	0.50	1.32	3.98	11.73	4.54	8.31
Hess Midstream	USD	9.6	38.9	2.69	5.91	7.23	4.97	13.03	8.47	6.41
Antero Midstream	USD	7.6	15.8	1.61	4.63	1.54	4.77	16.89	3.57	13.37
Enlink Midstream	USD	6.7	14.7	1.24	0.27	0.76	3.75	22.34	4.84	9.90
New Fortress Energy	USD	3.6	14.3	-10.13	11.64	48.08	-5.49	71.81	1.50	10.85
Excelerate Energy	USD	3.2	29.9	-5.47	-6.09	25.89	-1.16	22.38	0.40	8.23
Delek Logistics	USD	2.3	42.5	0.57	6.65	8.03	0.59	15.25	N/A	12.65
Genesis Energy	USD	1.3	10.3	-0.77	-2.64	-23.80	1.98	N/A	N/A	11.76
NGL Energy Partners	USD	0.7	5.3	-0.19	13.98	17.78	6.21	7.41	3.03	8.65
Enbridge	CAD	94.6	62.5	1.40	4.66	10.45	2.39	21.05	2.27	15.93
Pembina Pipeline	CAD	21.1	52.3	-0.27	-4.25	-11.07	-1.54	16.91	2.04	15.66

자료: Bloomberg, iM 증권 리서치본부
주: 시가총액은 US 십억달러, 종가는 현지통화 기준, PER/PBR 은 블룸버그 컨센서스 기준

iM증권

Global Peer Valuation (2)

Global Peer Valuation - Utility

(십억$, %, 배)	국가	시가총액	주가	1W	1M	3M	YTD	PER	PBR	EV/EBITDA
한국전력	KRW	8.8	20,150	-1.47	-5.62	-1.95	0.50	2.40	0.32	6.56
한국가스공사	KRW	2.3	35,650	-2.73	9.19	-18.23	2.74	4.53	0.36	9.32
한전기술	KRW	1.6	60,300	5.98	18.00	-8.08	13.77	N/A	N/A	46.08
한전 KPS	KRW	1.3	42,850	-1.61	0.23	-1.49	-2.83	10.77	N/A	5.52
SK 가스	KRW	1.4	218,500	-3.10	4.30	28.68	5.56	N/A	0.75	14.47
SGC 에너지	KRW	0.2	24,650	0.20	-2.57	-11.81	-0.20	5.05	0.45	7.05
Tokyo Gas	JPY	10.3	4,190	-4.45	-6.68	26.74	-4.12	N/A	N/A	6.81
Tokyo Electric Power	JPY	4.3	422	-10.77	-12.69	-35.47	-11.20	N/A	N/A	15.38
Chubu Electric Power	JPY	7.6	1,574	-4.78	-3.35	-6.48	-4.95	N/A	N/A	10.06
Toho Gas	JPY	2.7	3,971	-5.95	-0.38	1.85	-6.59	16.50	0.87	8.05
NextEra Energy	USD	137.7	67.0	-6.99	-9.05	-19.24	-6.60	19.54	N/A	17.52
Southern Company	USD	89.6	81.9	-0.55	-1.60	-8.87	-0.55	19.16	N/A	13.11
Duke Energy	USD	81.8	106.1	-1.52	-2.46	-7.78	-1.49	17.10	N/A	12.55
Constellation Energy	USD	88.0	279.2	10.63	16.80	2.76	24.82	30.42	N/A	14.63
Sempra	USD	48.7	76.9	-12.24	-13.71	-7.47	-12.29	15.06	N/A	18.80
PG&E	USD	43.2	16.2	-20.49	-17.87	-19.86	-19.62	11.69	N/A	11.83
Vistra	USD	55.2	162.1	-0.14	11.90	22.58	17.60	24.76	N/A	10.05
Entergy	USD	33.0	77.1	0.51	3.81	16.86	1.65	21.12	N/A	12.11
Iberdrola	EUR	85.7	13.1	-4.85	-0.04	-5.06	-1.24	N/A	N/A	10.06
Enel	EUR	71.7	6.9	-2.06	-0.84	-4.06	-0.01	N/A	N/A	6.77
ENGIE	EUR	39.4	15.8	0.96	3.74	-0.79	3.17	N/A	N/A	5.72
Origin Energy	AUD	12.0	11.3	3.44	8.41	10.75	3.53	13.83	1.94	11.97
CLP Holdings	HKD	20.7	63.9	0.24	-0.70	-4.63	-2.22	14.35	1.52	11.34
Power Assets Holdings	HKD	14.2	51.7	-2.18	1.47	1.77	-4.61	17.85	1.24	141.74
Tenaga Nasional Verhad	MYR	18.0	13.9	-2.79	1.46	-3.87	-6.83	16.00	N/A	8.17

Global Peer Valuation - Renewable Energy

(십억$, %, 배)	국가	시가총액	주가	1W	1M	3M	YTD	PER	PBR	EV/EBITDA
씨에스윈드	KRW	1.2	40,200	-8.95	-3.37	-37.96	-4.06	9.34	1.74	11.91
SK 오션플랜트	KRW	0.6	14,020	1.15	9.45	-4.17	8.94	N/A	1.15	12.18
GE	USD	185.7	171.6	-0.23	3.35	-10.93	2.87	35.19	9.89	32.44
Vestas	DKK	13.3	95.5	-8.62	-0.08	-27.59	-2.59	13.38	1.71	20.59
Orsted	DKK	16.9	292.3	-14.43	-16.05	-33.57	-9.84	N/A	N/A	12.96
한화솔루션	KRW	2.1	18,150	2.14	7.72	-21.43	12.59	15.48	0.45	48.54
OCI 홀딩스	KRW	1.0	78,000	9.55	22.64	15.21	32.65	N/A	N/A	5.63
HD 현대에너지솔루션	KRW	0.2	25,550	8.72	18.84	8.03	26.49	N/A	N/A	46.87
First Solar	USD	19.7	183.6	-1.51	-8.04	-12.55	4.18	9.63	2.43	15.03
Trina Solar	CNY	5.3	17.7	-2.26	-24.71	-19.19	-8.13	422.14	1.25	N/A
Jinko Solar	USD	1.3	24.6	-6.18	-11.90	6.36	-1.24	17.65	N/A	N/A
Canadian Solar	USD	0.8	11.9	-2.30	-6.15	-10.79	7.10	N/A	0.25	N/A
LONGi Green Energy	CNY	15.4	14.9	-2.23	-12.46	-11.04	-5.16	N/A	N/A	N/A
GCL Technology	HKD	4.0	1.1	-0.91	-13.49	-6.84	0.93	N/A	0.67	14.79
Wacker Chemie	EUR	3.4	62.8	-11.77	-12.27	-28.67	-10.34	14.16	N/A	9.95
Daqo New Energy	USD	1.3	19.1	-8.25	4.02	-3.29	-1.59	N/A	N/A	65.29
REC Silicon ASA	NOK	0.0	1.3	-19.95	-79.90	-86.69	-64.94	N/A	N/A	N/A
Energy Fuels	USD	1.0	5.2	-8.71	-12.23	-8.71	2.14	262.00	N/A	N/A
enCore Energy	USD	0.6	3.3	-7.24	3.42	-17.98	-2.35	24.94	N/A	N/A
Uranium Energy	USD	3.0	7.0	-8.51	-11.29	-2.10	4.48	N/A	N/A	N/A
FuelCell Energy	USD	0.2	10.1	-14.65	-11.50	-0.83	11.50	N/A	0.28	N/A
Plug Power	USD	2.5	2.7	3.04	11.52	30.29	27.23	N/A	0.84	N/A
Fluence Energy	USD	3.0	16.6	-4.55	-3.55	-24.28	4.28	29.00	5.86	74.15

자료: Bloomberg, iM 증권 리서치본부
주: 시가총액은 US 십억달러, 종가는 현지통화 기준, PER/PBR 은 블룸버그 컨센서스 기준

Compliance Notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:전유진)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

iM증권 투자비율 등급 공시 2024-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	92.4%	6.9%	0.7%