한화투자증권

2026년 5월 12일
해외기업분석

Constellation Energy Corporation (CEG)

규제 불확실성 해소 전, 단기 변동성 지속 예상

▶Analyst 박제인 jane8314@hanwha.com 3772-7380

Not Rated

Bloomberg컨센서스 목표가: USD 374.70

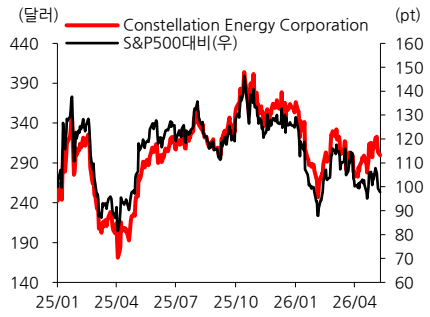
현재 주가(5/11, USD)	299.69
상승여력	▲ 25.0%
시가총액(백만 USD)	108,576
발행주식수(천주)	362,295
52 주 최고가 / 최저가(USD)	412.7 / 243.3
90 일 일평균 거래대금(백만 USD)	1,038.4
거래소	NASDAQ
국가명	UNITED STATES
티커	CEG US EQUITY
산업	유틸리티

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.6	8.2	-20.8	10.4
상대수익률(S&P500)	-4.1	1.5	-28.3	-20.5

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

재무정보	FY 2024	FY 2025	FY 2026E	FY 2027E
매출액	23,568	25,533	31,146	33,363
영업이익	4,352	3,086	6,216	6,957
EBITDA	5,475	4,071	8,056	8,853
지배주주순이익	2,735	2,943	4,020	4,614
EPS	8.68	9.39	11.53	13.39
순차입금	5,283	5,244	14,270	14,001
PER	26.9	38.1	26.0	22.4
PBR	5.3	7.6	4.0	3.7
EV/EBITDA	10.7	20.4	14.2	12.9
배당수익률	0.5	0.5	0.6	0.6
ROE	21.8	21.0	20.2	17.9

주가 추이



컨스텔레이션 에너지의 FY 1Q26 실적이 발표됐습니다. 1분기에 독립발전사업자 Calpine의 인수 효과가 처음으로 연결실적에 반영되며 영업수익이 대폭 증가했지만, 주가는 1.8% 하락했습니다. FY 2026 연간 EPS 가이던스를 유지했는데, 시장 예상 대비 소폭 부진했습니다. PJM 규제 논의가 지속되는 가운데 하이퍼스케일러를 포함한 일부 고객은 협상을 보류하고 제도 구체화를 기다리고 있습니다. 경영진은 PJM의 규제 수립 속도가 전례없이 빠르다고 평가했으며, 2026년 말에는 대부분의 규제 명확성이 확보될 것으로 예상했습니다. 2025년 텍사스 상원 법안 6호 논의 당시에도 데이터센터 개발 위축 우려가 컸지만, 규제 요건이 확립된 후 거래가 다시 활발해졌던 사례를 언급하며 PJM의 규제 방향성이 구체화되면 계약 체결에 속도가 붙을 것으로 전망했습니다. 경영진은 2026년 9월 '양자계약 단계'에서 협상이 중단됐던 주요 고객들과의 계약 논의가 본격화될 것으로 기대하고 있지만, 실제 계약 성과가 확인되기 전까지는 주가 변동성이 이어질 것으로 예상합니다.

FY 1Q26 분기 실적

컨스텔레이션 에너지의 FY 1Q26 영업수익(operating revenue)은 111.2억 달러(YoY +63.8%), 조정 EPS는 2.74 달러(YoY +28%)를 기록했다. 조정 EPS는 미실현 이익(세후 7.2억 달러), 인수 비용(1.2억 달러) 등의 영향(총 주당 2.03 달러)을 제외하고 산정됐다. 1월 7일, 미국 독립발전사업자 Calpine Corporation을 인수해 기존 원전 중심 사업에 천연가스·지열 발전 포트폴리오를 확보했다. 1월 7일부터 연결 실적에 반영된 1분기 Calpine 매출은 24억 달러로, 해당 기여분을 제외한 영업수익은 87.3억 달러(YoY +28.6%)였다. 1분기 *영업수익에는 13.2억 달러의 미실현 이익이 포함돼 있다.

분기말 장기부채는 175억 달러로, CEG 부채 약 124억 달러와 Calpine 부채 약 50억 달러가 합산된 금액이다. 1년 내 상환 금액 등 조정 항목을 제외한 장부상 장기부채는 170억 달러(YoY +132%)였는데, 부채 규모가 증가했음에도 불구하고 S&P 기준 BBB+, Moody's 기준 Baa1의 투자 적격 신용 등급을 유지하고 있음을 강조했다.

** 영업수익 = Σ(지역별 수익) + Calpine 수익 + Other(특정 사업부에 귀속되지 않는 공통 수익) + 미실현손익*

지역별 실적

컨스텔레이션 에너지의 지역별 부문은 Mid-Atlantic(PJM 동부), Midwest(PJM 중서부), New York(NYISO), ERCOT(텍사스), 기타전력시장으로 구분돼 있다. FY 1Q26 수익은 각각 18.5억 달러(YoY +10.9%), 17.3억 달러(YoY +23.4%), 5.7억 달러(YoY +1.2%), 3.7억 달러(YoY -7%), 14.9억 달러(YoY -4.4%)를 기록했다. 매출 비중은 Mid-Atlantic 부문이 30.8%로 가장 높았다.

FY 2026 가이던스

경영진은 FY 2026 조정 EPS 가이던스를 중간값 기준 11.50 달러(YoY +3.4%, vs. 컨센서스 11.53 달러)로 유지했다. 여기에는 Calpine 인수에 따른 효과(주당 2.0 달러)가 반영돼 있다. 장기적으로 20% 이상의 2026년-2029년 연평균 EPS 성장률을 목표로 제시했다. 2026년-2027년 연간 잉여현금흐름은 84억 달러로 예상했고, 2028년-2029년에는 115억 달러에서 130억 달러까지 증가할 것으로 전망했다.

PJM 규제 불확실성 해소되면 계약 재개 예상: 텍사스 상원 법안 6호의 사례

PJM은 미국 동부·중서부 일부 지역의 전력망과 도매 전력시장을 운영하는 RTO(지역송전망)/ISO(독립 계통) 운영기관이다. 관할 지역은 13개 주와 워싱턴 D.C.에 걸쳐 있으며, PJM 전력망을 통해 전기를 공급받는 소비자는 6,700만 명 이상이다. 발전소(공급자)와 유틸리티·대형 수요자(구매자) 사이를 중개하고 *용량 경매를 운영한다.

컨스텔레이션 에너지의 주요 원전 자산 대부분이 PJM 권역에 분포해 있다. 2029년 기준 컨스텔레이션 에너지의 예상 발전량 약 2억 MWh 중 약 93%가 PJM 내에 위치한다. 1분기에는 원자력 출력 증강, 신규 천연가스 발전, 신규 배터리 저장 장치 등의 프로젝트로 구성된 5,000MW 규모 신규 용량 자원의 PJM 전력망 연결을 신청했다. AI 데이터센터에 의해 전력수요가 급증하면서 PJM 용량가격은 2024/25(2024.06.01 ~ 2025.05.31) $28.92/MW-day에서 2025/26년 $269.92/MW-day로 급등했고, 2026/27년은 규제상 상한인 $329.17/MW-day에 도달했다. PJM의 높은 용량 가격은 1분기 조정 EPS에 +0.60 달러의 영향을 미쳤다.

PJM 규제란 PJM 시장 규칙과 송전망 접속 규칙을 FERC(연방에너지규제기관)가 승인 및 감독하는 구조를 뜻한다. 최근의 규제 문제는 데이터센터에 의해 급증한 전력수요를 기존 전력시장 규칙으로 관리하기 어려워진 것에서 비롯됐다. 여러 분야에서 논의가 진행 중이며, 대표적으로 1) co-location(데이터센터가 발전소 바로 옆에 위치해 직접 전기를 사용하는 경우의 규제) 2) RBP(전력 부족 예상에 따라 PJM이 추가 발전용량을 한시적으로 확보하도록 하는 제도)가 있다. 현재는 규제 불확실성에 따라 하이퍼스케일러를 포함한 대규모 부하(데이터센터 등) 고객들이 컨스텔레이션 에너지와의 협상을 잠시 중단하고 기다리거나, 협상을 지속하고 있다. 경영진은 모든 고객의 공통적 목표가 데이터센터를 빠르게 가동시키는 것이며, 이를 위해 명확한 정책 프레임워크가 제시되기를 기다리고 있다고 언급했다.

경영진은 PJM의 규제 수립 속도가 전례없이 빠르다고 평가하며 2026년 말까지는 대부분의 주요 규제에 대한 명확성이 확보될 것으로 예상했다(표4, 5). 2025년 텍사스 상원법안 6호(Senate Bill 6)의 사례를 언급하며, 규제 불확실성이 해소되면 계약 체결이 재개될 것으로 전망했다. 2025년에는 해당 법안이 데이터센터 개발을 크게 제한할 것이라는 우려가 지배적이었으나, 규제 요건이 확립되자 거래가 다시 활발하게 이루어졌다고 설명했다. PJM 규제가 논의되고 있는 상황도 마찬가지로, 일부 고객과의 협상이 중단되고 있지만 규제 방향성이 구체화되면 지난 사례와 유사하게 다시 계약 체결이 활성화될 것으로 기대한다고 덧붙였다. 경영진은 2026년 9월부터 시작되는 '양자거래' 단계가 데이터센터 등 주요 고객과의 거래가 다시 본격화되는 시점으로 예상하고 있다. 규제 구체화에 따른 실제 계약 성과가 가시화되기 전까지는 주가 변동성이 이어질 수 있다.

** 용량 경매: PJM은 전력수요가 급증하는 시기의 정전을 막기 위해 몇 년 뒤 필요한 발전용량을 미리 경매로 확보함*

매수 비율 80%, 평균 목표 주가 374.70 달러

최근 3개월 동안 컨스텔레이션 에너지에 대해 투자의견을 제시한 증권사는 25곳이다. 매수 비율은 80%이고, 평균 목표 주가는 374.70 달러다. 현재 주가 대비 25%의 상승 여력이 있다. 제시된 최고 목표 주가는 441 달러(상승 여력 +47.2%)다.

[표1] 컨센서스 대비 분기 실적 비교

(단위: 백만 달러, 달러, %, %p)

	FY 1Q25	FY 4Q25	FY 1Q26	YoY	QoQ	컨센서스	차이
매출액	6,788	6,074	11,122	63.8	83.1	8,567	29.8
영업이익	451	598	2,332	417.1	290.0	1,259	85.2
EPS	2.14	2.30	2.74	28.0	19.1	2.53	8.3

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 연간 컨센서스 대비 가이던스 비교

(단위: 백만 달러, 달러, %, %p)

	FY 2025	FY 2026	YoY	컨센서스	차이
EPS	9.39	11.50	22.5	11.53	-0.3

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 분기 수익성·밸류에이션 지표 요약 및 컨센서스

(단위: 배, %)

	FY 2Q25	FY 3Q25	FY 4Q25	FY 1Q26	FY 2Q26(E)	FY 3Q26(E)	FY 4Q26(E)	FY 1Q27(E)
ROE	21.2	21.3	21.0	18.8	17.1	15.8	14.8	15.0
PER	35.8	35.5	37.7	28.0	28.5	27.0	25.6	24.7
PBR	7.6	7.6	7.9	5.3	4.9	4.3	3.8	3.7

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표4] Co-location 규제 추진 일정

시기	주요 단계 및 목표
2025.12.18	FERC가 PJM에 co-location 관련 규제를 마련하도록 지시
2026.04.16	FERC가 일부 승인·일부 반려
2026.05.18 예정	PJM의 수정 filing 제출 기한
2026.07.31 목표	PJM이 요청한 개정안 발효 희망일

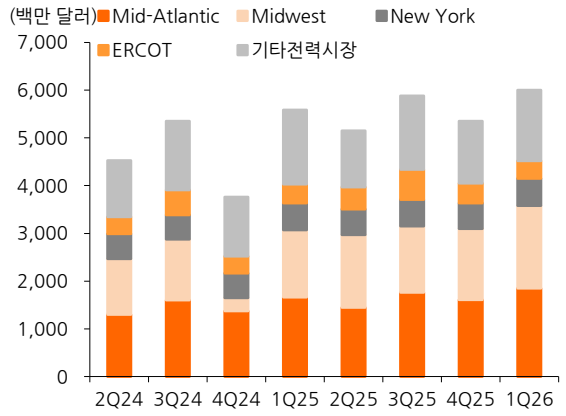
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표5] RBP 규제 추진 일정

시기	주요 단계 및 목표
2026.02	PJM이 RBP 초안 논의 시작
2026.04.16	PJM이 RBP 설계안 공개, RFI 발송
2026.06 예정	PJM이 FERC에 RBP 최공 제안서 제출 예정
2026.09 예정	1단계: 양자계약(데이터센터와 발전사 간) 시작
2027.03 예정	2단계: 중앙 조달 전환
2027.03 이후 4~6개월	중앙 조달 진행

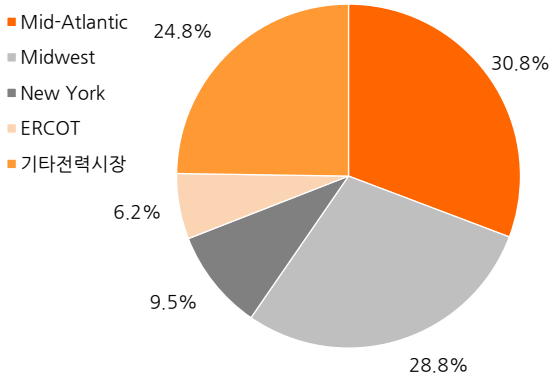
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] Calpine 제외 보고부문매출 지역별 분기 추이



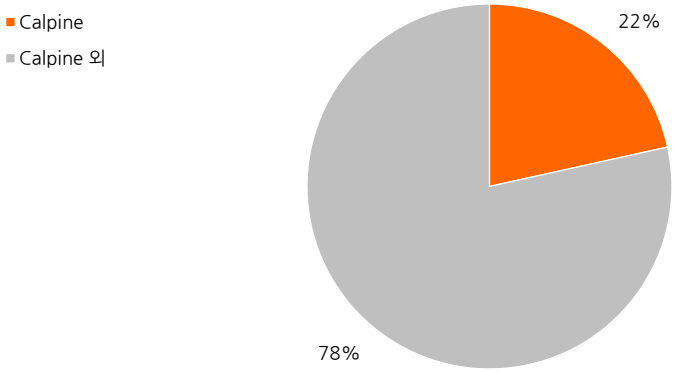
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] FY 1Q26 Calpine 제외 보고부문매출 지역별 비중



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

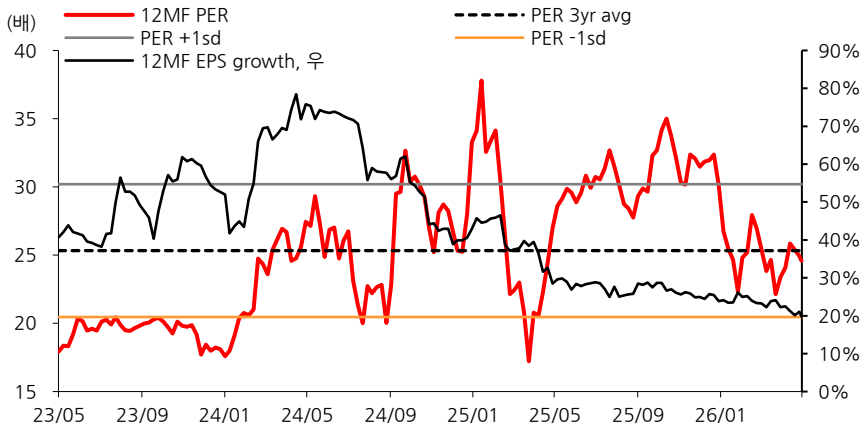
[그림3] 전체 영업수익 중 Calpine 비중



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 12 개월 선행 PER 및 EPS 성장률 (3 년): 평균과 표준편차

12개월 선행 PER은 24.6배로 3년 평균(25.3배)보다 낮다



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice] (공표일: 2026 년 5 월 12 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박제인)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2026 년 3 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%