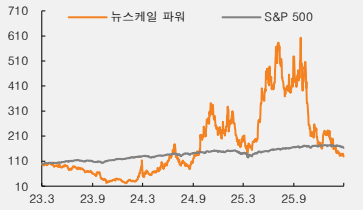
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.3.23

	Not Rated
Refinitiv 평균목표주가	USD 21.4
현재주가(26/3/20)	USD 11.44
상승여력	87.0%

S&P 500(p)	6,506.48
EPS 성장률(25F,%)	-
P/E(25F,x)	-
배당수익률(%)	0.0
시가총액(백만USD)	3,866.91
시가총액(십억원)	5,799.20
상장주식수(백만주)	338.0
60일 평균 거래대금(백만USD)	418.82
52주 최저가(USD)	11.44
52주 최고가(USD)	53.43

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-14.9	-75.5	-37.1
상대주가	-9.6	-74.9	-45.3



[글로벌 에너지]

김태형
taehyoung.kim@miraeasset.com

SMR US · 글로벌 에너지 · 미국

뉴스케일 파워

모듈 판매 사업 수익성 Question?

여전히 보수적인 접근 권장

지난 1월 12일 당사의 'SMR 사업에 대한 수익성 검증 필요' 보고서 발간으로부터 동사의 주가는 44.2% 하락했다. 당시 당사는 동사에 대해 보수적으로 접근을 권장하며 그 이유로 1) PMA 기여금 지급에 따른 모듈 판매 사업의 수익성 저하, 2) 미국 NRC 개혁에 따른 SDA 인증의 상대적 강점 퇴색 3) 대주주인 Fluor의 지분 매도와 유상증자 리스크 등을 제시했다. 이 중 대주주인 Fluor의 지분 매도는 2분기 중으로 종료될 예정으로 오버행 리스크는 점진적으로 해소될 전망이다. 다만, 이 외 리스크는 여전히 유효하며 주주들의 동사를 대상으로 한 집단 소송 등 추가적인 리스크 요인들이 부상하고 있다. 급락한 주가와 별개로 여전히 보수적인 접근을 권장한다.

모듈 판매 사업 수익성 Question?

당사는 지난 보고서에서 동사의 모듈 판매 사업이 BEP를 달성하기 위해서 최소 46%의 모듈 판가 인상이 필요할 것으로 추정했다(후술 내용 참고, Entra1과 별도로 진행한 루마니아 프로젝트 외). 그리고 앞서 동사가 UAMPS와 추진한 CFPP 사업이 프로젝트 비용 문제로 최종적으로 취소된 점과 유틸리티 사업자의 비용 부담을 고려해 40% 이상의 판가 인상 가능성은 제한적일 것으로 분석했다.

금번 발표된 TVA의 IRP Public Briefing 자료에 근거해 해당 의견을 유지한다. TVA는 IRP 수립에 앞서 신규 발전원 옵션에 대한 주요 가정을 공개하고 있다. 자료에 따르면 TVA는 현재 총 3가지 원전 옵션을 검토 중이다. 이 중 BWRX-300으로 추정되는 경수로 SMR은 자본 비용과 유지 보수 측면에서 뉴스케일과 유사하거나 보다 경쟁력 있는것으로 확인된다. 결과적으로 더 낮은 비용 구조를 가진 대안이 존재하는 상황에서 동사의 추가적인 모듈 판가 인상 여지는 제한적이다. 아울러 TVA의 IRP 옵션에 동사의 원전이 포함되지 않았다는 점 역시 짚고 넘어가야 할 부분이다.

TVA 대신 찾아온 주주

더불어 동사는 최근 주주들로부터 집단소송에 직면했다. 주주들은 동사가 Entra1의 사업 수행 역량을 과장했으며 당사가 지적해 온 PMA 기여금의 비합리성을 주요 쟁점으로 삼고 있다. 소송에서 동사가 패소할 시 동사는 직접적인 비용 부담을 안게 되며 TVA와의 파이프라인이 좌초될 가능성도 배제할 수 없다. Entra1이 일본의 대미투자 Factsheet에 포함된 것과 관련해 정치적 연결성이 작용했다는 의구심도 제기되는 가운데, Politico는 "일본의 대미투자에서 $25bn 규모 계약을 따낼 가능성이 있는 3년차 에너지 기업(Entra1)의 직원 수가 5명 미만으로 보인다"고 보도했다. 이번 일본의 대미 2차 투자로 채택된 원전도 GEV-Hitachi의 BWRX-300 노형이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (USD 100mn)	0	0	0	1	2
영업이익 (USD 100mn)	-3	-1	-7	-4	-5
영업이익률 (%)	-	-	-	-400.0	-250.0
순이익 (USD 100mn)	-1	-1	-4	-4	-4
EPS	-0.80	-1.47	-1.16	-1.17	-1.40
ROE (%)	-56.1	-38.4	-38.7	-25.5	-30.9
P/E (배)	-	-	-	-	-
P/B (배)	8.1	8.0	3.6	2.2	3.0

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 뉴스케일 파워, 미래에셋증권 리서치센터

SMR 사업 수익성 분석(2026년 1월 12일 발간자료 발췌)

SMR, 과연 얼마나 남을까?

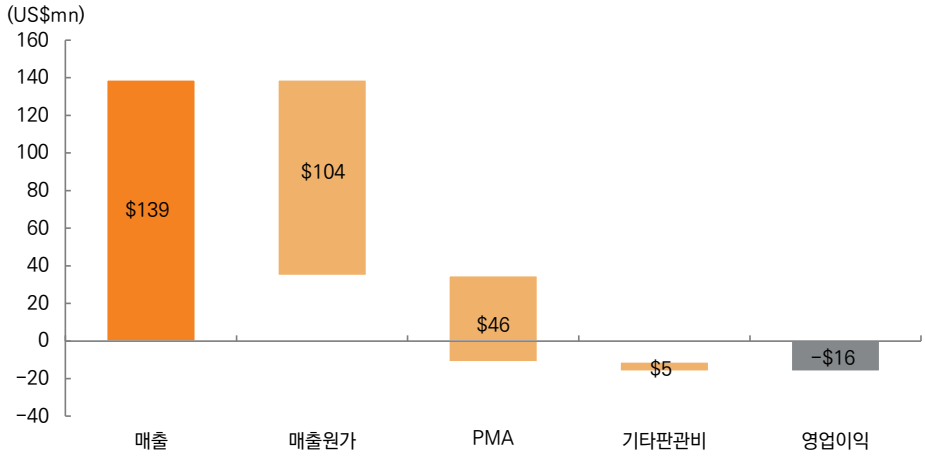
당사는 뉴스케일 파워에 대해 보수적 접근을 권장한다. 향후 동사의 핵심 수익원으로 예상되는 NPM 모듈 판매 사업에 대해 수익성 검증이 필요하다.

동사는 앞서 2021년 상장 준비 과정에서 뉴스케일 원전의 수익 구조를 공개한 바 있다. 자료에 따르면 NPM 9기가 탑재되는 원전에서 발생하는 매출은 5년간 연간 $200~250mn이며 매출총이익률은 20~25%다. 모듈 1기 판매를 통해 예상되는 매출은 최대 138.9mn ($250mn*5(년)/9(기)), 매출총이익은 $34.7mn(138.9mn*25%)로 추정할 수 있다.

동사는 매출총이익에서 판매되는 모듈에 대해 Entra1 Energy에 PMA 기여금을 지불해야 한다. PMA 기여금은 일종의 판매 수수료다. 동사는 Entra1 Energy를 통해 판매되는 모듈 1기당 $35~55mn의 기여금을 Entra1 Energy에 지불하기로 합의했다. 기여금은 마일스톤에 따라 15%, 35%, 50%로 나눠서 지급된다. 동사는 최근 Entra1 Energy에 TVA의 6GW 규모 프로젝트 협동 계약 체결로 1차 마일스톤이 충족돼 총 $495mn를 지급했다. 모듈당 지급해야되는 PMA 기여금은 $45.8mn($495mn/15%/72(기))로 추정할 수 있다.

정리하면 동사는 NPM 모듈 1기를 판매할 때마다 매출원가와 PMA 기여금에 따라 최소 $11.3mn($34.7mn-$45.8mn)의 손실이 발생한다. 동사는 PMA 외에도 판매관리비 항목으로 연구개발비, 관리비와 기타 판관비를 지출하고 있다. 과거 통상적으로 발생하는 판관비는 약 $40~50mn다. 전체 판관비를 고려하면 모듈 판매를 통해 예상되는 실질적인 영업적자는 $11.3mn 이상일 것으로 분석한다.

그림 1. 뉴스케일 파워 모듈 1기 판매에 따른 사업 수익성 추정



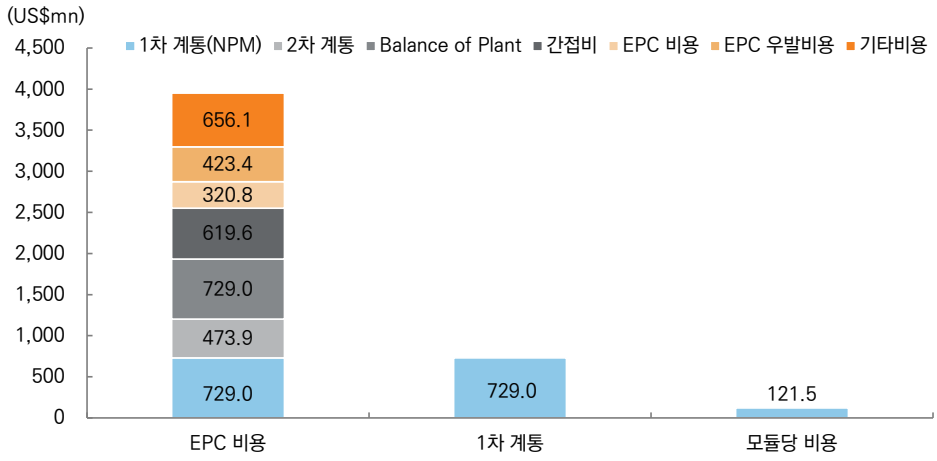
자료: 뉴스케일 파워, 미래에셋증권 리서치센터

판가 인상 가능성은?

모듈 판가 인상 가능성도 있지만 수익성에 유의미한 변화는 없을 것으로 분석한다. 매출원가와 PMA를 고려 시 BEP 달성에 요구되는 판가는 모듈 1기당 약$183mn로 추산된다. 해당 가격은 동사가 제시한 평균 가격 $125mn 보다 46% 높은 수치다. 앞서 동사가 UAMPS와 추진한 CFPP 사업은 프로젝트 비용 문제로 최종적으로 취소됐다. 40% 이상에 해당하는 판가 인상은 프로젝트의 경제성을 하락시켜 유틸리티나 발전 사업자 입장에서도 부담으로 작용할 가능성이 높다.

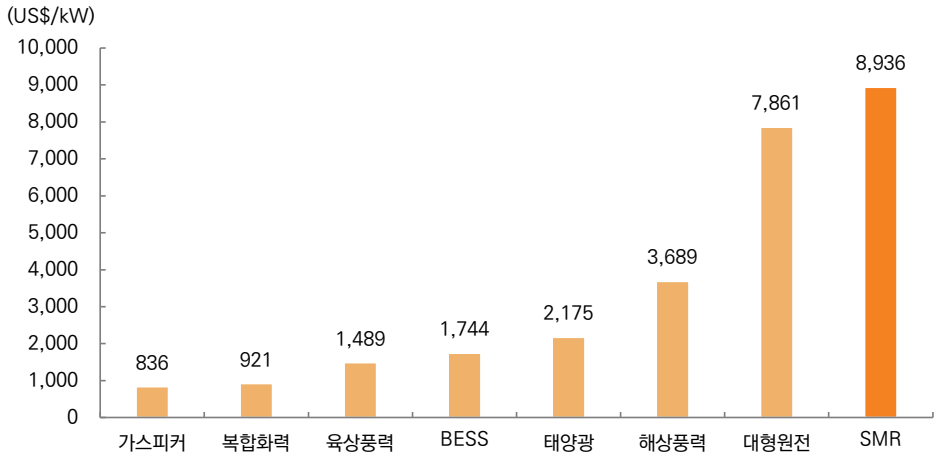
EIA 역시 $125mn 수준의 판가를 전망하고 있다. **EIA가 2024년 공개한** 유틸리티급 발전소의 자본 비용 조사 보고서에 따르면 80MW 모듈 6기가 탑재되는 원전의 EPC 비용은 약 $3.95bn이다. 이 중 뉴스케일의 NPM에 해당하는 원자력 계통의 비용은 약 $729.0mn에 달한다. 6기의 모듈이 탑재되는 점을 고려할 때 모듈당 가격은 약 $121.5mn로 추산된다. SMR의 총 자본 비용은 $8,936/kW로 기타 에너지원 대비 이미 2~3배 높다. 경제성을 고려 시 극적인 판가 인상 가능성은 낮을 것으로 분석한다.

그림 2. EIA SMR 발전소 자본비용 추산



자료: EIA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. EIA의 에너지원별 자본 비용 추정



자료: EIA, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. TVA의 신규 발전원 옵션 비교 (이르)

노형	용량 MW	자본 비용 $kw/net	고정 유지보수 비용 $/kw-year	가변 유지보수 비용 $/MWh	합산 비용 $mn
APWR	1,110	14,235	136.29	1.44	22,367
경수로 SMR	285	8,743	157.42	1.18	17,116
4세대 SMR	500	9,751	290.52	4.49	25,329
뉴스케일	480	9,717	132.65	3.47	17,917

자료: TVA Select 2026 IRP Resource Options and Costs, EIA, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 뉴스케일 파워 연간 실적 추이 및 전망 (백만달러, %)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
매출액	37.0	31.5	79.1	236.9	354.6	694.2	1,504.8	2,467.0	3,193.5	3,467.7	3,835.7
NPM	0.0	0.0	35.6	154.4	233.1	542.7	1,318.1	2,221.5	2,862.3	3,031.5	3,276.5
서비스	0.0	0.0	15.0	37.5	67.5	97.5	131.3	182.5	256.3	346.3	451.3
FEED	37.0	31.5	28.5	45.0	54.0	54.0	55.5	63.0	75.0	90.0	108.0
YoY Growth	62.4	-14.8	151.1	199.4	49.7	95.8	116.8	63.9	29.5	8.6	10.6
NPM	-	-	-	333.4	51.0	132.8	142.9	68.5	28.8	5.9	8.1
서비스	-	-	500.0	150.0	80.0	44.4	34.6	39.0	40.4	35.1	30.3
FEED	62.4	-14.8	-20.1	57.9	20.0	0.0	2.8	13.5	19.0	20.0	20.0
매출총이익	32.1	11.4	25.8	67.7	97.1	179.7	380.7	621.6	804.9	876.1	970.4
NPM	0.0	0.0	8.9	38.6	58.3	135.7	329.5	555.4	715.6	757.9	819.1
서비스	0.0	0.0	2.6	6.6	11.8	17.1	23.4	34.8	51.9	73.3	97.3
FEED	32.1	11.4	14.3	22.5	27.0	27.0	27.8	31.5	37.5	45.0	54.0
매출총이익률	86.7	36.2	32.6	28.6	27.4	25.9	25.3	25.2	25.2	25.3	25.3
NPM	-	-	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
서비스	-	-	17.5	17.5	17.5	17.5	17.9	19.0	20.2	21.2	21.6
FEED	86.7	36.2	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0
판관비	170.8	674.5	376.7	477.8	757.7	982.8	1,070.5	1,172.1	1,260.1	1,595.8	1,601.6
연구개발비	46.8	45.5	44.3	45.7	47.0	48.4	49.9	51.4	52.9	54.5	56.2
PMA	**0.0**	**495.0**	**192.5**	**288.8**	**563.8**	**783.8**	**866.3**	**962.5**	**1,045.0**	**1,375.0**	**1,375.0**
관리비	75.9	114.8	96.6	99.0	101.5	104.0	106.6	109.3	112.0	114.8	117.7
기타	48.1	45.6	43.3	44.4	45.5	46.6	47.8	49.0	50.2	51.4	52.7
영업이익	-138.7	-689.6	-350.9	-410.1	-660.6	-803.1	-689.8	-550.5	-455.2	-719.7	-631.2
OPM	-374.5	2,189.2	-443.5	-173.1	-186.3	-115.7	-45.8	-22.3	-14.3	-20.8	-16.5
YOY Growth	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속
EBITDA	-136.9	-658.6	-350.2	-409.2	-659.5	-801.8	-688.3	-548.8	-453.3	-717.6	-628.9
보조금	6.9	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
신주인수권 부채	-223.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자수익	8.4	22.2	22.9	23.5	24.2	25.0	25.7	26.5	27.3	28.1	28.9
세전이익	-346.5	-664.4	-328.1	-386.6	-636.4	-778.1	-664.1	-524.0	-427.9	-691.6	-602.2
법인세	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비지배주주순이익	-211.8	-308.6	-25.0	-30.0	-47.2	-56.6	-49.6	-34.8	-31.4	-47.5	-42.5
당기순이익(지배)	-134.7	-355.8	-303.0	-356.5	-589.2	-721.5	-614.5	-489.2	-396.5	-644.1	-559.8

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.