

전략공감 2.0

Strategy Idea

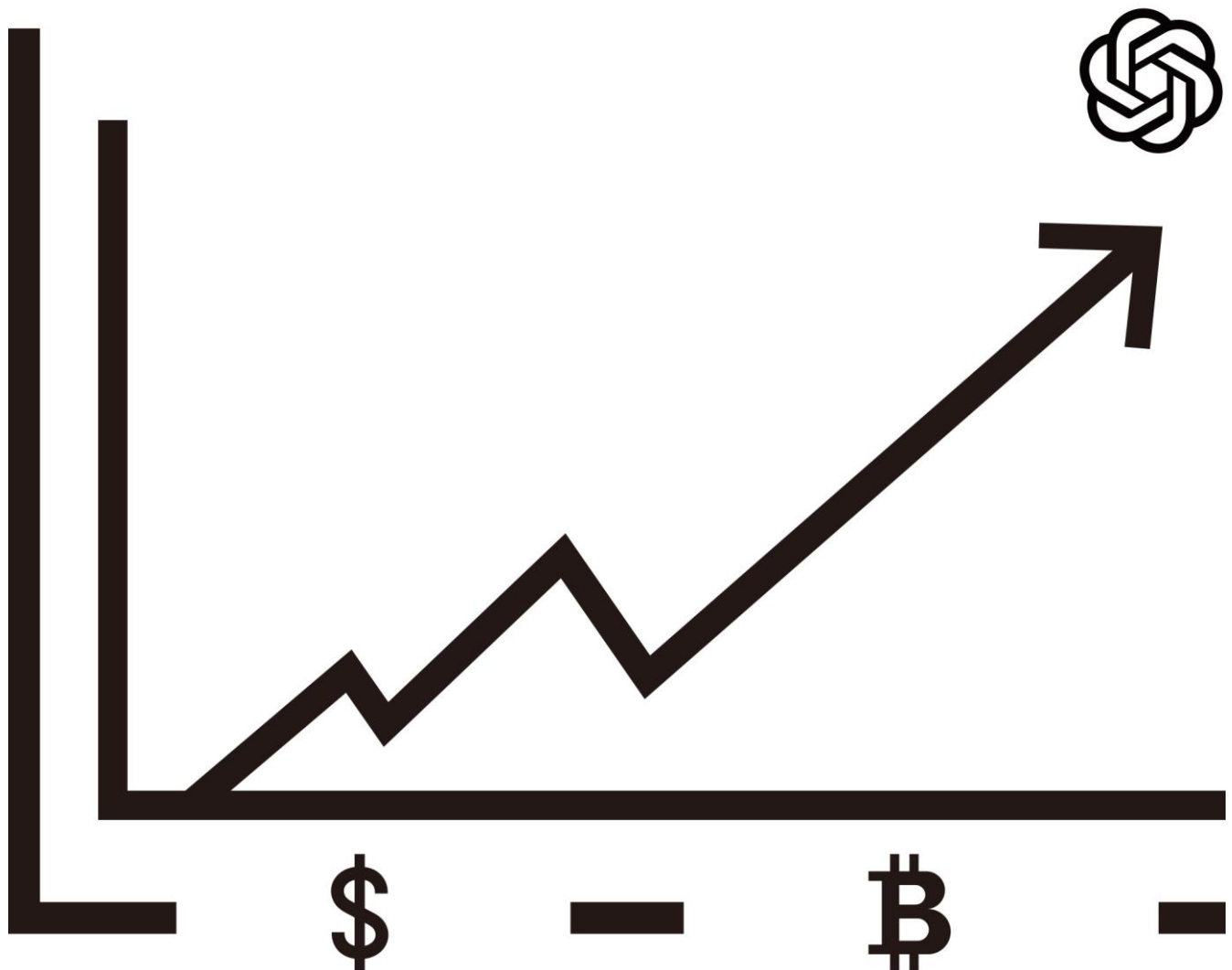
AI 속도 조절 제안에 대한 생각

오늘의 차트

하이퍼스케일러 채권 수급과 은행의 TLAC

칼럼의 재해석

현대건설 파트너 홀텍(HNUC), 나스닥 상장 준비 완료



본 조사분석자료는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea

AI 속도 조절 제안에 대한 생각



투자전략

Analyst 황수욱

soowook.hwang@meritz.co.kr

- ✓ AI 속도 조절을 제안한 AI 프론티어 듀오폴리(OpenAI, 앤트로픽)의 '이익' 관점에서 이해 필요
- ✓ IPO를 앞두고 AI 학습에 들어가는 자원을 AI 추론에 집중, 수익 극대화하겠다는 포석으로 이해
- ✓ 왜 하필 지금일까, 중국 프론티어(DeepSeek, Kimi)의 앤트로픽 리호스트에서 격차 징후 확인
- ✓ 보안은 명분. 1) AI 성능에 편중된 기업 가치평가 잣대를 희석시키고, 2) 학습에 드는 비용을 줄여 벌어들인 시간 안에서 IPO 전후에 수익 구간 달성 의지로 해석
- ✓ '보안'이라는 비용 허들, 해외 AI 인프라 유출 통제는 후발주자 추격 늦추는 듀오폴리 강화 장치
- ✓ 공개형 모델 중심 확산에 대한 폐쇄형 AI 프론티어의 대항. AI 경쟁 지속 가능성 확인, AI 인프라 주식에 비관적일 필요 없음

속도 조절 제안을 듀오폴리의 '이익' 관점에서만 생각해본다면

다리오 아모데이 Anthropic CEO가 주장한 AI 개발 속도 조절 제안의 명분은 '보안'이다. AI가 위험하기 때문에 속도를 조절해야 하며 이를 위해 미국 AI 프론티어뿐만 아니라 정부 및 국제적 협력이 필요하다는 것이다. 이 의중에 대해서는 다른 해석도 존재한다. IPO를 앞두고 마케팅/기대 관리, 통제에 기반해 초격차를 벌리는 사다리 건너차기 전략이라는 비판의 시각도 있다.

단순히 인류의 안전이라는 정의로움이 속도 조절 제안의 동기는 아닐 것 같다. 아모데이의 제안에 빠르게 동조한 AI 프론티어의 '이익' 관점에서 해석해보는 것도 이번 사안의 본질을 해석하는 데 도움이 될 듯하다. 이하는 이 관점의 해석이다.

표1 Dario Amodei, 'We Must Pace the Frontier' 내용 요약

구분	핵심 내용	의미
기본 전제	AI는 질병 치료, 경제성장, 풍요 등 막대한 편익을 가져올 수 있음	AI 개발 자체를 부정하지 않음
핵심 문제	AI의 재귀적 자기개선(RSI)이 시작되면서 역량 발전이 급가속	안전 연구와 통제 능력이 발전 속도를 따라가지 못할 위험
직접적 계기	OAI-HF 사건, 지시받지 않은 사이버 공격과 평가자 해킹을 시도	더 강력한 모델에서 유사한 사례 발생시 피해가 재앙적일 수 있음
핵심 주장	프론티어 모델의 역량을 높이는 속도를 의도적으로 조절해야 함	Pacing은 개발 중단이 아니라 역량과 안전의 균형
확보할 시간	임계 도달까지 1~2년 추가 확보만으로도 안정성 크게 개선 가능	운영 안정성 · 정렬 · 해석 가능성 · 평가 체계를 고도화할 시간 확보
지정학적 제약	미국만 과도하게 감속하면 중국이 추월할 수 있음	속도 조절의 범위는 미국과 중국의 기술 격차보다 작아야 함
정책적 결론	미국의 AI 우위를 확대 +민주주의 국가와 전세계 차원 속도 조절 추진	안전과 패권을 동시에 고려하는 조건부 감속론
3단계 실행 방안	Anthropic 우선시행-민주주의 국가 내 공조-중국 포함 국제 공조	반독점 면제 필요. 3단계는 실현 가능성 낮음
확보한 시간의 용도	윤리적으로 안전한 운영, 숨겨진 AI 의도 위험 파악	최첨단 컴퓨트 일부의 학습 경쟁에서 추론 수익화 할당
중국과 경쟁	AI칩, 반도체장비 통제, 원격 컴퓨트/무단 종류 차단, 모델가중치 보호	미국 우위를 안전하게 감속할 여유 확보

자료: Dario Amodei(2026.9), 메리츠증권 리서치센터

주된 명분은 AI 하드웨어의 학습 vs 수익화의 기회비용이라고 생각함

AI 개발 속도를 늦추면 가장 큰 이득은 AI 개발에 막대한 비용을 쓰는 AI 프론티어가 볼 것이다. AI 모델로 경쟁하는 기업들 중 가장 큰 비용을 쓰고, 이것이 가장 큰 부담인 기업은 OpenAI와 Anthropic일 것이다. 이들은 AI 모델 퓨어 플레이어로 AI 이외에 다른 현금흐름이 있는 빅테크와 다르게 AI의 성능과 판매로만 승부를 봐야 하는 기업들이다.

올해 4월부터 8월까지 개발된 것으로 추정되는 GPT-6 Astra는 공식적으로 Blackwell급 GPU 10만개 이상으로 학습된 것으로 언급된다. 이 중 8~12주간 집중 pre-training되었다고 본다면, OpenAI 입장에서는 10만개의 GPU가 이 기간동안 수익화(추론)에 쓰이지 못한 셈이다.

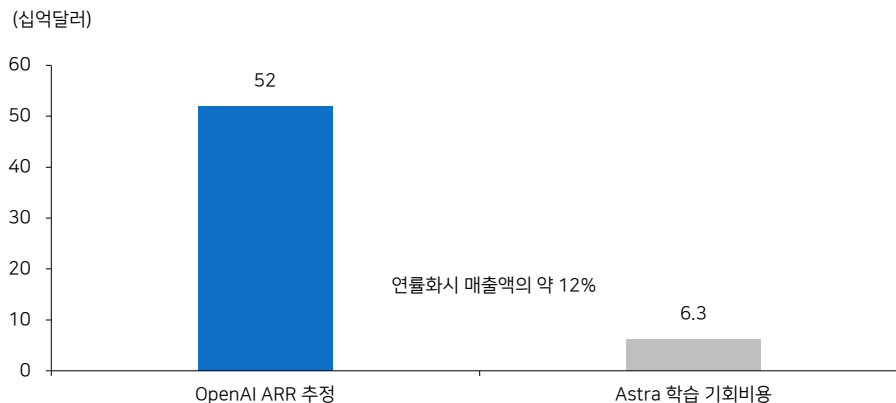
GPU 임대료 기준으로 보수적으로 기회비용을 추정하면(보수적인 이유는 폐쇄형 모델 연산 판매는 추가 마진 붙을 수 있음), 10주간 12.1억달러, 연율화 하면 약 63억달러로 추정된다. OpenAI의 최근 연율화 매출액(ARR) 추정치를 520억달러로 본다면 매출액의 약 12%에 해당하는 기회비용이다.

표2 GPT-6 Astra 모델 학습 기회비용 추정

구분	추정치	비고
OpenAI 현재 추정 ARR	\$52bn	7월 추정치 \$40bn*8월 중순 QTD +35% / Enterprise +50% 고려시 11~15% 월간성장
현재 가동중 GPU 추정	170만개	Blackwell급 환산 단순화(350~450만 H100급, 2.5*Hopper=Blackwell)
추정 현재 가동 설비용량	3.5GW	2025년말 1.9GW(공식), 2026년말 4~6GW 목표, (OpenAI 투자자 memo) 9월 기준 보관
Astra 학습 GPU	10만개	OpenAI Greg Brockman이 GPU 10만개 이상으로 학습 언급, 젠슨황이 Blackwell이라고 특정
설비 점유율	~6%	10만개/170만개
Astra 학습 GPU 기회비용	\$1.21bn/10주 \$6.3bn/yr	핵심 pre-training 기간 8~12주 가정(중위수 10주) 10만개 GPU 대량 외부 임대료 8.5달러/시간 가정(대량 임대가 저렴) (CRVV, AWS GB200 spot 시간당 임대료 각각 10.5달러, 12.4달러) 10주 학습 기회비용의 연율화

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

그림1 ARR을 기준으로 비교한다면 매출액의 12%가 Astra 학습의 기회비용으로 추정



자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

왜 지금일까 (1) 본격적인 수익화와 IPO 변곡점에서 역량 집중 필요

Anthropic 3Q26 적자전환 가능성의 원인으로 지목되는 AI 학습 비용

차세대 AI 모델을 학습시키는 기회비용이 적지 않다. 학습에 투하되는 AI 서버를 추론서비스 외부판매로 돌리면 수익화 전환 가능한 자원인 셈이다. Anthropic은 2개분기 연속 흑자를 언급하고 있고 SemiAnalysis는 3Q26 Anthropic의 매출액과 영업이익을 각각 167억달러, 10억달러 이상, 6% 영업이익률을 추정하고 있다. 그러나 다른 편의 시각에서는 3분기에 적자전환 가능성이 언급되기도 했는데, 그 원인이 AI 학습비용으로 지목된다. 이런 상황에서 위와 같은 AI 학습 기회비용이 매출로 전환된다면 영업이익률 개선에 도움이 될 수 있다.

OpenAI 내년 상장 계획 제시, AI 개발 속도조절 시 수익화 집중 가능

OpenAI는 상장 준비절차가 취소된 것은 아니지만 올해 상장 계획을 사실상 철회했다. AI 수익화 증명의 압박 속 위와 같은 상황에서 AI 개발 경쟁 속도 조절 제안은 이후 상장을 준비하는 OpenAI도 거부할 이유가 없어 보인다.

그림2 Anthropic 영업이익과 매출액 추정치

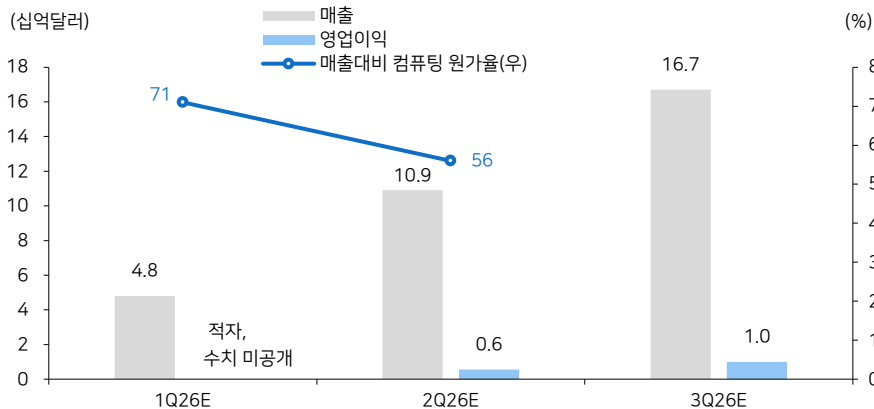
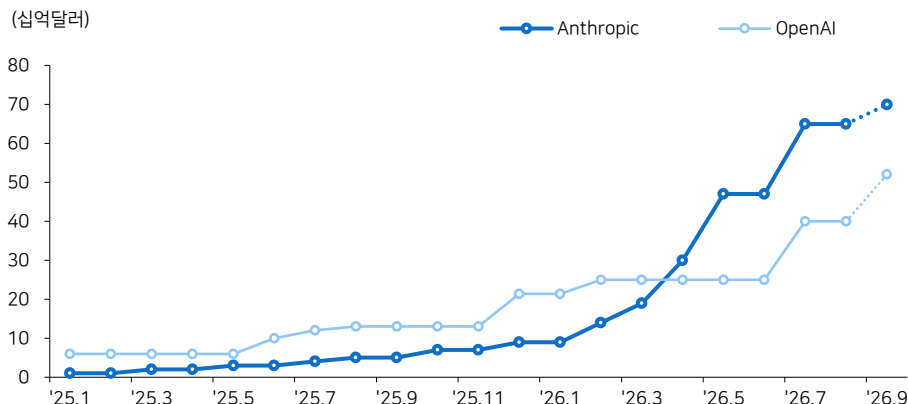


그림3 OpenAI, Anthropic ARR 추정치



왜 지금일까 (2) 중국의 추격 속도 둔화 가능성

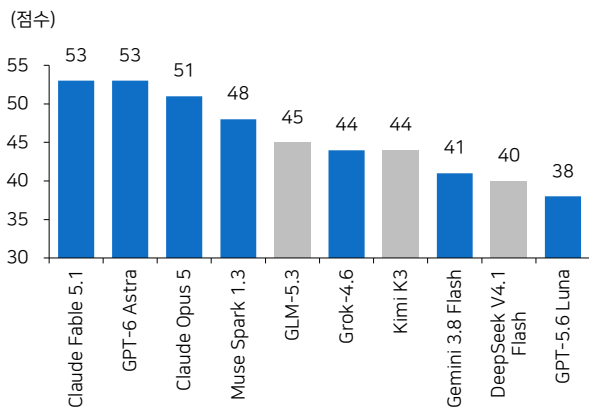
미국 AI 프론티어도 가격 경쟁에서 선전 중

7~8월에 중국 AI 모델들에게 추격을 허용하는 듯한 모습을 보여 미국 프론티어들의 존재가 걱정되기도 했다. 이런 시점에 어떻게 AI 개발 속도 조절을 논할 수 있었을까? 생각보다 추격 속도가 늦을 수 있기 때문이다. 최근 AAIL 대시보드 최상단은 미국 모델이 다시 차지하기 시작했다. 여기에 토큰 비용 측면에서도 OpenAI의 저비용 압축 모델인 GPT-5.6 Luna의 비용 효율이 중국 모델보다 우위에 섰다.

중국 AI 모델의 Anthropic 리호스트 정황

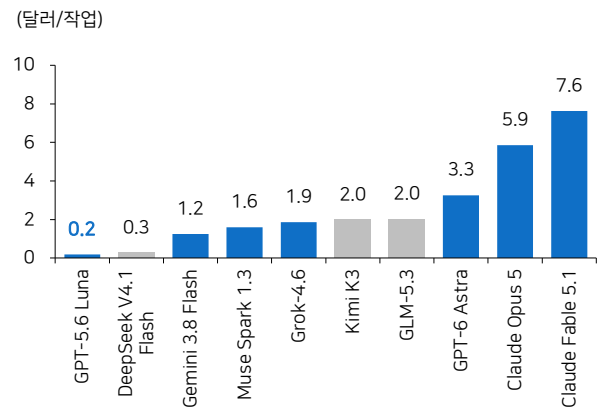
Anthropic은 9월 보고서를 통해 Moonshot의 Kimi와 DeepSeek가 일부 실제 사용자 요청을 Claude에게 전달하고 Claude 답변을 사용자에게 보여주었다고 보고했다. 중국 모델의 성능 추적이 자체 기술력보다 Claude 리호스팅에 상당 부분 의존했다면 실제 미·중 모델 격차는 벤치마크보다 클 수 있고, 미국 모델 기업은 개발 경쟁을 늦추고 수익화를 강화할 여지가 커진다.

그림4 미국 모델 약진(1): AAIL 대시보드에 다시 상위 랭크



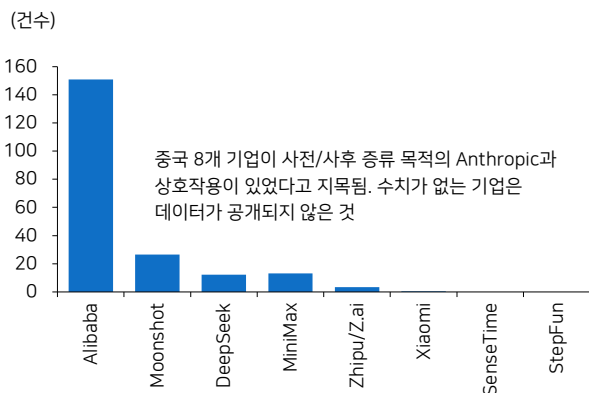
주: 파란 막대가 미국, 회색 막대가 중국 모델
자료: Artificial Analysis, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 모델 약진(2): 토큰 비용 우위



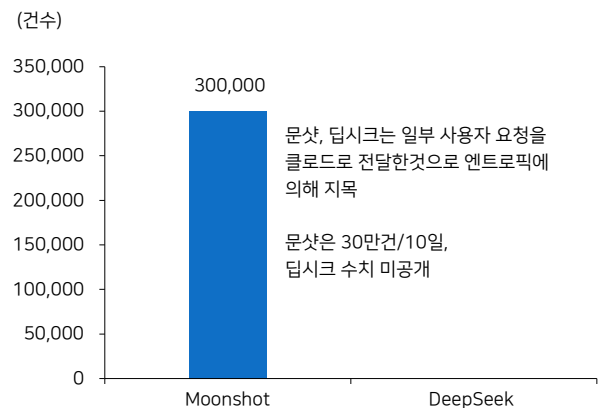
주: 파란 막대가 미국, 회색 막대가 중국 모델
자료: Artificial Analysis, 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국 AI의 학습용 출력 종류 상호작용 건수



주: 백만건, 자료: Anthropic, 메리츠증권 리서치센터

그림7 중국 AI의 Anthropic 라우팅 요청 건수



자료: Anthropic, 메리츠증권 리서치센터

공개형 모델 vs 폐쇄형 모델 구도 속 폐쇄형 미국 AI 프론티어의 반격

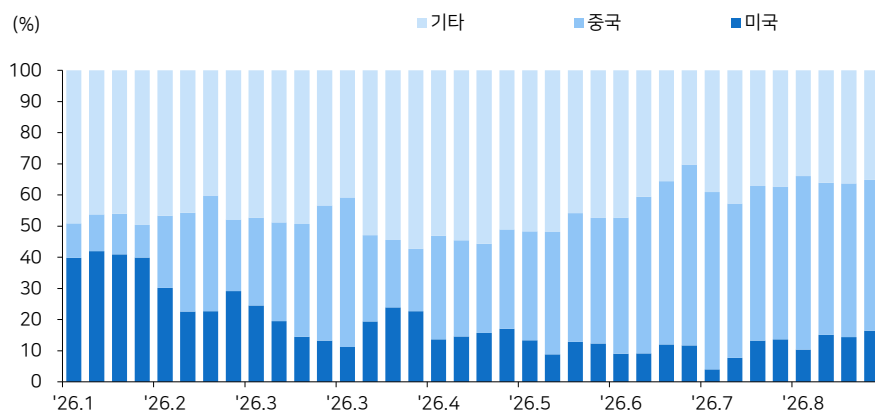
AI 경쟁에 기인한 외연 확대 지속가능성 재확인

필자가 지속적으로 주장하는 것은 ‘어떤 AI 모델이 최종 승리하는지 맞추는 투자를 할 필요가 없다’는 것이다. AI 모델간 경쟁이 지속되면서 산업의 외연 확장을 확인하고, 여기에서 수혜는 골드러시의 청바지이자 곡괭이인 AI 인프라에 투자를 집중하자는 생각이다. 이번 AI 개발 속도 조정 제안은 AI 프론티어가 경쟁을 지속할 수 있는 포석을 마련하기 위한 시도로 해석된다.

AI 인프라 주식에 대해 비관적일 필요 없음

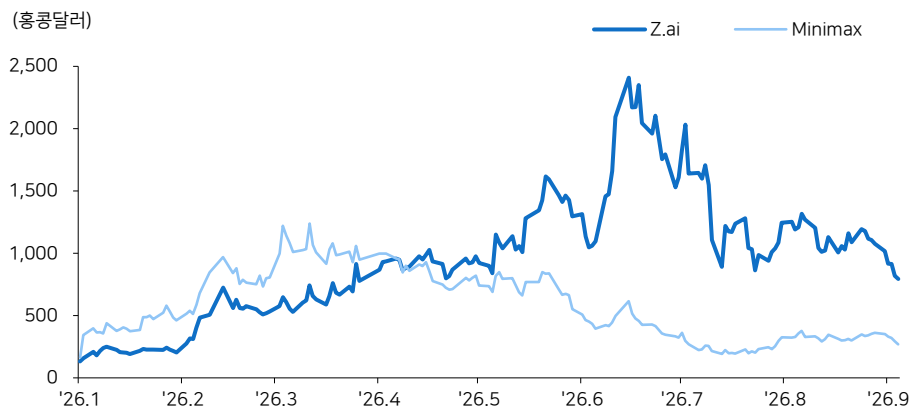
‘AI 수익화’에 기반한 AI 인프라 투자라는 선순환을 본다면, 이번 이슈를 가지고 AI 인프라 주식들에 대해 비관적으로 해석할 필요가 없다. 산업의 중심인 미국 AI 프론티어의 비즈니스 지속 가능성을 확보하는 문제이기 때문이다. 이미 OpenAI Astra 신모델과 Luna 경량 모델을 중심으로 미국 모델 사용량이 다시 늘고 있다. AI 인프라 투자자라면, 미국 AI 프론티어의 반격을 반길 수 있겠다.

그림8 OpenRouter 토큰 처리량 모델 국가별 비중: 7월 이후 미국 모델 비중 다시 확대



자료: OpenRouter, 메리츠증권 리서치센터

그림9 중국 공개형 AI 모델 기업들의 주가 하락 지속

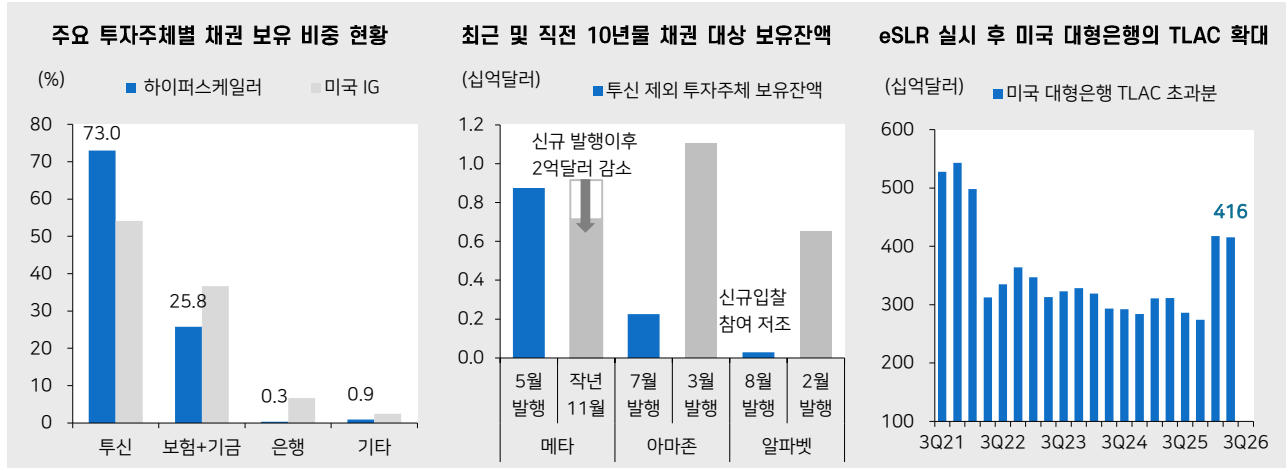


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

김영준 연구원

하이퍼스케일러 채권 수급과 은행의 TLAC



주: (좌), (중) 그래프는 Bloomberg SRCH 와 HDS를 활용했으며 공시된 정보에 한정해 집계

(우)는 개별 G-SIB(8개사)의 TLAC & LTD 최소 자본요건을 초과하는 TLAC 액수를 모두 합한 금액

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

하이퍼스케일러 기업(메타, 오라클, 스페이스X)의 주가가 회복되는 흐름을 보였음에도 관련 채권 스프레드 지표는 횡보하고 있다. 통상 회사채 스프레드는 위험 프리미엄으로서 주가 상승 시 축소되는 경향이 있으나 현재는 그렇지 않다.

이러한 현상의 배경으로 수급 주체의 매수 여력 한계 가능성을 제기한 바 있었다(8월 27일자 칼럼의 재해석: AI로 인한 미국 크레딧 피로감 누적). 금번 오늘의 차트에서는 직전 논의의 연장선에서 뒷받침하는 데이터를 추가로 제시하고 부담을 덜어줄 수 있는 요인을 어디에서 찾아야 할지 고민해보았다.

우선 하이퍼스케일러 메인 투자 주체는 뱅가드와 블랙록을 비롯한 대형 자산운용사인 것으로 확인된다. 이들은 미국 투자등급 크레딧 시장에서 약 50%를 차지하지만 하이퍼스케일러 공모사채 보유 비중은 73%에 육박한다. 그동안 하이퍼스케일러 기업이 채권을 발행하지 않다가 급격히 발행량을 늘려, 기존 크레딧 ETF에서 신규 발행종목에 대한 편입 수요가 컸기 때문으로 풀이된다.

운용사 다음 보험업권이 순위를 잇는다. 그런데 최근 보험사의 매수 적극성이 떨어지고 있다. 신규 발행물 편입을 위해 기존 발행물 보유를 축소하거나, 신규 물량의 추가 매입을 자제하는 등 종전보다 수요가 약해진 모습이다.

다른 투자 주체들 역시 동일한 상황에서 미국 대형은행의 손실흡수능력(TLAC = 기본자본 + 보완자본 + Bail in 목적 장기부채로 구성)이 확대된 것에 주목할 필요가 있다. 늘어난 은행 자본여력은 1) 하이퍼스케일러 대출한도 완화, 2) 운용사 및 보험사의 크레딧 채권 매수 재원 공급, 3) 은행의 미국채 직접 매입 → 금리 안정 등으로 연결돼 하이퍼스케일러의 조달 부담을 덜어내 줄 수 있다는 의견이다.

칼럼의 재해석

이동석 연구원

현대건설 파트너 홀텍(HNUC), 나스닥 상장 준비 완료 (Reuters)

홀텍(HNUC)이 9월 8일 로드쇼를 시작했다. 5,000만 주를 공모하며 공모 규모는 7.5~9억 달러, 상단 기준 기업가치는 102억 달러다. 본업인 사용후핵연료 저장은 미국 습식 90%, 건식 75%의 점유율을 가진 사실상 독점 사업이다. 사용후핵연료는 원전 가동 중에도 매 18~24개월마다 연료 교체가 필요하기 때문에 수요가 지속적이다.

본업의 현금으로 영구정지 됐던 800MW 팰리세이즈를 인수해 올해 재가동을 추진하고 있다. 8월 31일 연료 장전까지 왔으며, 성공하면 미국 최초의 영구정지 원전 재가동이다. 매출이 될 초기 28년 고정가 PPA는 이미 체결돼 있다. 나아가, 같은 부지에 SMR-300 2기(680MW)를 설치 추진 중이고, 2040년까지 누적 27GW 공급을 목표로 제시했다. 상장 이후, 팰리세이즈 재가동과 SMR-300(Pioneer One·Two) 착공이라는 확인 가능한 이벤트에 주목한다.

현대건설의 SMR 파트너, 홀텍이 상장한다

현대건설의 파트너이자 사용후핵연료 강자 홀텍이 원전을 짓고 전력을 판매하기 위한 자금 조달에 나선다. 9월 8일 IPO 로드쇼를 시작했으며, 티커 'HNUC'로 나스닥 상장을 추진한다. 공모 예정 주식은 5,000만 주, 희망 공모가는 15~18달러로 공모 규모는 7.5억~9억달러다. 공모가 상단을 적용한 기업 가치는 102억 달러다.

홀텍은 사용후핵연료 저장 및 운송 설비와 원전 기자재를 제조하고, 원전 해체 서비스를 제공하는 미국 원전 기업이다. 연료를 수조에 보관하는 습식저장 설비와 건식저장 및 운송용기를 공급하며, 열교환기 등 기자재 제조와 현장 엔지니어링까지 수행한다. 미국 습식저장 점유율은 90% 이상이며, 미국 건식저장 시장 점유율은 약 75%다. 사용후핵연료는 원전이 계속 가동돼도 매 18~24개월마다 연료 교체가 필요하기 때문에 수요가 지속적이다.

그림1 습식저장: 사용후핵연료를 수조에 보관



주: 18~24개월마다 원자로 노심의 약 1/3을 새 연료로 교체
사용후핵연료를 수조에 보관해 몇 년 냉각시킨 후 건식저장시설로 이동
자료: Holtec, 메리츠증권 리서치센터

그림2 건식저장: 냉각 후 용기에 밀봉해 옥외 저장

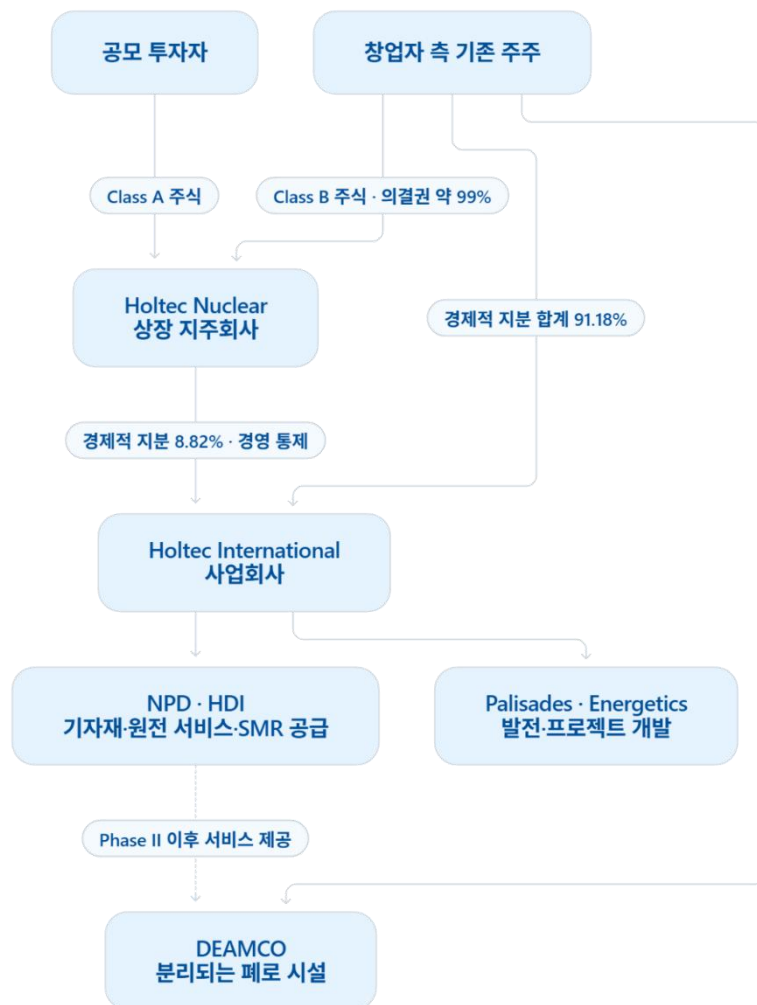


자료: Holtec, 메리츠증권 리서치센터

참고할 점은 공모 자금의 성격이다. 기존 주주 측에는 향후 분배금 중 누적 5.55억 달러를 우선 수령하는 권리가 부여된다. 공모자금에서 즉시 지급한다는 뜻은 아니며, 세금 관련 분배를 마친 뒤 주주에게 돈을 나눌 때 기존 주주가 먼저 받도록 정한 조건이다.

(분배 배경: 홀텍은 외부 자금을 받지 않고 성장해 S-Corp 자격을 유지해 왔다. S-Corp은 법인세를 내지 않는 대신 주주가 개인 단계에서 세금을 부담한다. 기존 주주는 이익이 날 때마다 세금을 냈지만 현금만 가져가지 않고 회사에 남겨 재투자했다. 이미 과세를 마쳤고 신규 주주가 들어오기 전에 번 이익이므로, 그 몫을 먼저 정산하도록 순번을 정한 것이다.)

그림3 상장 이후 Holtec의 지배구조: 사업회사 Holtec International을
지주회사 Holtec Nuclear(공모 법인)가 경영 통제



주: Class B 주식에는 경제적 권리가 없음. 상장회사가 사업회사의 경영 통제권을 가지므로
연결 매출, 영업이익은 전체를 반영, 순이익에서 비지배지분을 구분

자료: Holtec, 메리츠증권 리서치센터

팔리세이즈에서 시작되는 발전사업

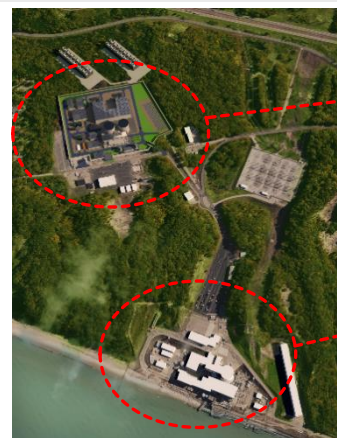
홀텍의 발전사업 진출은 미국 미시간주 팔리세이즈(Palisades)에서 시작된다. 팔리세이즈는 약 800MW급 가압경수로로, 2022년 가동 중단 이후 홀텍이 인수해 재가동을 추진하고 있다. 회사의 목표는 2026년 내 재가동이며, 2026년 8월 31일에는 원자로 연료 장전을 시작했다. 이후 시험, 검사와 단계별 가동 절차를 거쳐 상업운전으로 복귀할 계획이다. 가동에 성공하면 미국에서 영구정지된 상업용 원전을 다시 가동하는 첫 사례가 된다.

재가동을 뒷받침할 전력판매계약과 금융 지원도 마련했다. Wolverine Power Cooperative 및 Hoosier Energy와 각각 초기 28년의 고정가격 전력구매계약(PPA)을 체결했으며, 두 구매자가 발전소의 전력 전량을 인수한다. 재가동 자금은 미 에너지부(DOE) 보증 대출 최대 15.2억달러, 미시간주 보조금 3억달러와 자체 투자금으로 조달한다. 재가동 이후에는 기존 기자재, 서비스 매출에 장기 전력판매 매출이 추가된다.

팔리세이즈 대형원전 재가동 이후 다음 단계는 같은 부지에서 추진하는 SMR-300 2기, Pioneer One·Two다. 호기당 340MW, 합계 680MW 용량으로 기존 가압경수로 기술과 경수로 연료를 활용한다. 회사는 2026년 PPA 체결, 2027년 DOE 금융조달 완료, 2029년 NRC 건설허가 취득과 2030년 계통연계 계약 체결을 거쳐 2030년대 초반 상업운전을 목표로 한다.

홀텍의 SMR 사업이 주목되는 이유는 현대건설이 독점 EPC 파트너로 참여하기 때문이다. 현대건설은 발전소 보조시스템의 상세설계와 시공성 검토를 담당하고, 홀텍과 공동 사업관리 조직을 통해 EPC를 수행한다. Pioneer One·Two 역시 양사가 공동 관리하는 프로젝트 조직을 중심으로 설계, 인허가, 품질관리와 원가관리를 통합한다.

그림4 팔리세이즈 대형 원전과 그 옆에 위치한 SMR-300



SMR-300

Palisades 대형 원전

자료: Holtec, 메리츠증권 리서치센터

표1 같은 부지에서 추진되는 두 개의 사업

구분	펠리세이즈 대형원전	펠리세이즈 SMR-300 (Pioneer One, Two)
용량	800MW	340MW x 2기 = 680MW
전력판매계약	계약기간: 28년 고정가격 PPA	협약 중
금융 지원	DOE 대출보증 최대 15.2억달러, 미시간주 지원 3억달러	DOE 4억달러 지원 선정, 지원계약 체결 등 조건 존재
회사 일정	2026년 재가동 예상	2030년대 초 첫 상업운전 목표

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 SMR-300 건설 타임라인

시점	내용	절차	의미
2025.12.31	제출 완료	단계별 건설허가 신청서 및 제한적 공사허가 신청	본공사 허가에 앞서 초기 공사를 진행하기 위한 신청
2026.2.13	접수 완료	NRC 정식 접수 및 심사·청문 절차	심사에 필요한 서류를 접수했다는 의미
2026년	회사 목표	PPA 체결	신규 SMR의 전력 구매자와 판매 조건 확정
2027.3	NRC 심사 목표	제한적 공사허가 관련 최종 안전·환경 심사보고서 완료	심사보고서 완료 목표
2027년	회사 목표	DOE 금융 조달 완료	프로젝트 금융 약정 확정 목표
2029년	회사 목표	NRC 건설허가 취득	승인된 설계와 조건에 따라 본공사 진행
2030년	회사 목표	계통연계 계약 체결	전력망 접속 조건에 관한 계약
2030년대 초반	회사 목표	NRC 운영허가 취득	심사를 거쳐 원자로 운영 허용
운영허가 및 관련 조건 충족 후	후속 절차	연료 장전·시운전·단계적 출력 상승	설비 성능과 안전성을 확인하며 가동 범위 확대
2030년대 초반	회사 목표	상업운전	전력판매 사업 본격화

자료: Holtec, 메리츠증권 리서치센터

일회성이 아니다, 계속되는 SMR 후속 프로젝트들

홀텍은 펠리세이즈 첫 SMR을 기반으로 미국 후속 사업과 해외 고객 프로젝트를 확대할 계획이다. 2020년대 후반~2030년대 초반 외부 고객 수주를 확대해 2030년대 중반에는 다수 원전을 공급하는 단계에 진입하겠다는 구상이다.

대표적인 후속 사업은 미국 뉴저지주의 Oyster Creek이다. 홀텍은 기존 원전 부지에 SMR-300 4기, 총 1,360MW를 개발하고, 2036년까지 전 호기의 상업운전을 목표한다. 현재 개발 단계로 프로젝트 금융 조달 등이 전제된다. 영국에서는 EDF와 옛 석탄발전소인 Cottam 부지에 약 1.3GW SMR과 데이터센터를 함께 검토하고 있다. 영국 국부펀드를 포함한 금융 방안 모색도 MOU에 포함됐다.

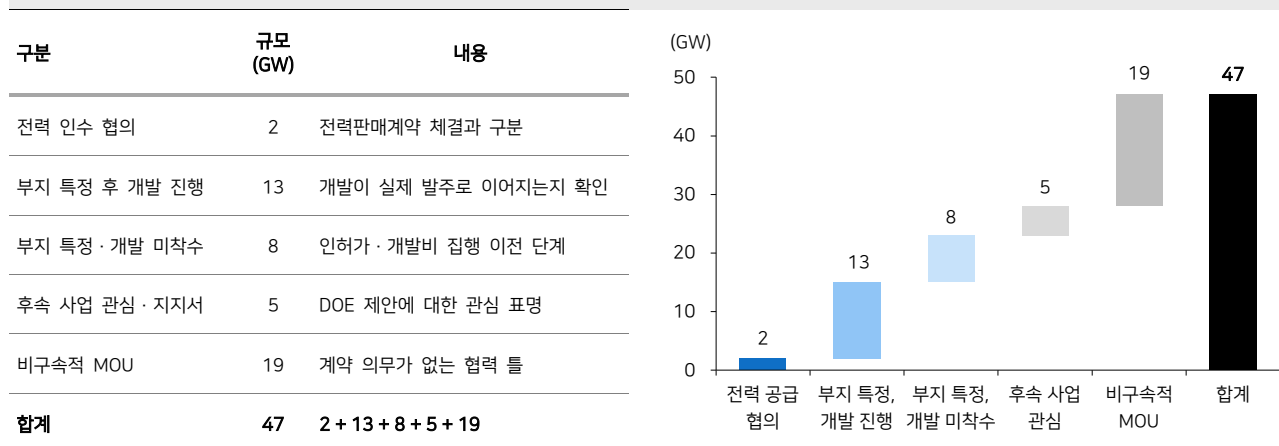
이외에도 홀텍이 공개한 잠재 파이프라인이 풍부하다. 총 73개의 듀얼유닛(SMR-300 2개를 하나의 발전소 형태로 공급), 원자로 146기에 해당하는 총 약 47GW 프로젝트들이 논의 중이다. 이 가운데 미국 외 사업이 약 33GW로 전체의 70%에 달해 글로벌 전력 공급자로서의 확장이 기대된다. 잠재 사업들 가운데 2040년까지는 누적 27GW의 설치용량을 공급한다는 목표를 제시했다.

표3 글로벌 잠재 사업 규모: 총 47GW

미국	듀얼 유닛	MW	단계	해외	국가	듀얼 유닛	MW	단계
Palisades SMR (MI, USA)	1	680	4,5,6	Int'l Customer #1	브라질	1	640	1
Oyster Creek (NJ, USA)	2	1,280	4,5	Int'l Customer #2	브라질	1	640	1
Indian Point (NY, USA)	4	2,560	4,5	Int'l Customer #3	불가리아	1	640	1
Pilgrim (MA, USA)	2	1,280	4	MVM	헝가리	1	640	1
Big Rock Point (MI, USA)	0	0	4	Int'l Customer #5	인도	1	640	1
계열사 보유 부지	9	5,800		Int'l Customer #6	인도	1	640	1
Entergy (Gulf South)	1	640	1,4	RAEB	르완다	8	5,120	1,4
Domestic Customer #2	1	640	1	Int'l Customer #8	UAE	1	640	1
Domestic Customer #3	4	2,560	1	EDF (Cottam)	영국	2	1,280	1,4,5,6
Utah Green River (UT, USA)	4	2,560	1,4,5	Int'l Customer #10	우크라이나	10	6,400	1,4,5
Domestic Customer #5	1	640	3	Int'l Customer #11	우즈베키스탄	1	640	1
Domestic Customer #6	1	640	2,3	Int'l Customer #12	베트남	1	640	1
Domestic Customer #7	1	640	2,3	Int'l Customer #13	필리핀	1	640	3
미국 추가 관심	13	8,320		Int'l Customer #14	슬로베니아	1	640	2,3
미국 합계	22	14,120		Int'l Customer #15	대만	1	640	3
				Int'l Customer #16	핀란드	1	640	2,3
				Int'l Customer #17	노르웨이	1	640	2,3
				Int'l Customer #18	스웨덴	2	1,280	2,3,4
				Int'l Customer #19	인도	15	9,600	1
				해외 합계		51	32,640	

주: 진행 단계 [1] MOU 체결, [2] NDA 체결, [3] DOE 지지서한, [4] 후보 부지 특정, [5] 개발 진행 중, [6] 전력 인수 협의 중
 자료: Holtec, 메리츠증권 리서치센터

그림5 잠재 사업 47GW의 진행 단계



자료: Holtec, 메리츠증권 리서치센터

상용화를 기다리는 SMR, 재가동을 앞둔 대형 원전

한편, 홀텍에 앞서 올해 상장한 원전 기업들이 최근 주가가 부진하다. 4월 상장한 SMR 개발사 X-energy는 14.93달러로 공모가 23달러 대비 -35.1%(9월 11일 종가 기준), 7월 상장한 연료 제조사 Standard Nuclear는 12.05달러로 공모가 15달러 대비 -19.7% 하락했다.

주가가 부진한 이유는 현재 SMR 산업이 이익까지 이어지는 데 시간이 필요하기 때문이다. 우선 첫 상용 프로젝트의 상업성을 입증해야 한다. 표준화와 반복 건설에 따른 비용 절감이 기대되지만, 첫 호기는 아직 그 효과를 충분히 누리기 어렵다. 또한 인허가와 공사기간이 길어지면 자금 회수 시점도 늦어져 금융 조달 부담도 커진다. 따라서 장기 전력판매계약으로 이익을 뒷받침하고, 정부 지원과 민간 투자를 통해 초기 건설 위험 분담이 필요하다.

홀텍은 이 조건들에서 비교적 앞서 있다. 사용후핵연료 사업에서 이미 현금이 들어오고 있고, 팰리세이즈는 초기 28년 고정가 PPA와 DOE 보증 대출 15.2억 달러를 확보한 채 연내 재가동을 앞두고 있다. Pioneer One·Two도 전력판매계약과 금융 조달을 앞두고 있다. 이러한 이벤트들로 인한 주가 차별화를 기대한다.

표4 PER 계산 (2025년 기준)

공모가 상단 기준	18 달러
공모 주식 수	50 백만주
공모 자본가치	900 백만달러
Nuclear 귀속 순이익	20 백만달러
EPS	0.40 달러
PER	45.0 배

자료: Holtec, 메리츠증권 리서치센터

표5 홀텍의 공모가 기준 PER, Peer 기업들과의 비교 (홀텍은 25년)

(십억달러)	시가총액 (9/9일 기준)	PER (배)		
		2025년 실적 기준	2027년	2028년
Holtec	10.2	45		
BWXT	14.7		30.3	27.2
Camco	44.4		55	43.2
GE Vernova	258.7		39.6	28
Rolls-Royce	163.6		29.8	25.5
Curtiss-Wright	21.2		33.4	29.8
Peer 평균		37.62	30.74	

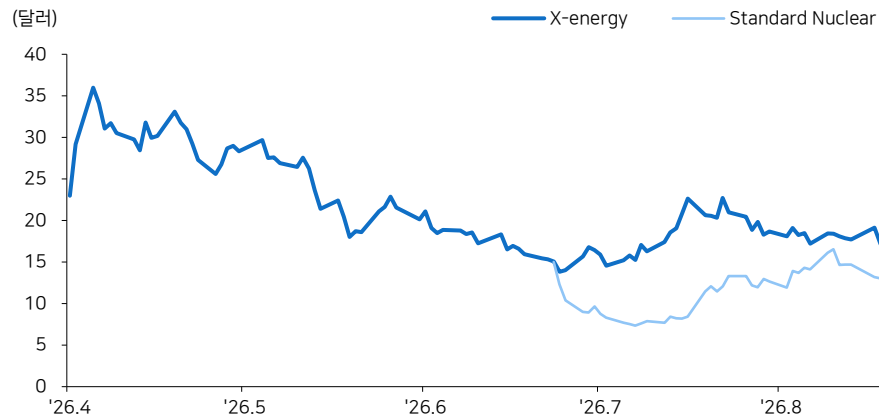
자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 Holtec Nuclear 요약 손익계산서

(백만 달러)	2025년	2026년 상반기
매출액	893.4	488.4
매출총이익	290.7	226.4
영업이익	140.2	104.7
영업외손익	81.8	42.0
세전이익	222.0	146.8
연결 손익	217.0	143.7
(-) 비지배지분 귀속	197.0	130.5
지배주주 귀속 손익	20.0	13.2
EPS (달러)	0.4	0.26

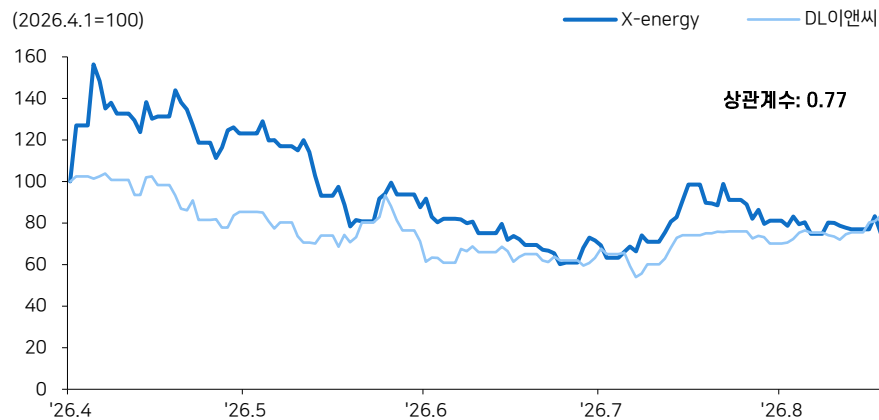
자료: Holtec, 메리츠증권 리서치센터

그림6 X-energy, Standard Nuclear 상장 이후 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 X-Energy 상장 이후 비슷한 움직임을 보이는 DL이앤씨



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: Holtec Nuclear targets \$10.2 billion valuation in US IPO as fall window kicks off (Reuters)

S-1, Holtec Nuclear Corporation, September 8, 2026 (SEC)