



페미 (FRMI.US)

결국은 임차인이 문제

- Fermi는 Matador Project 천연가스 발전 규모 확대는 임차인 확보에 긍정적일 것
- 실제 원전 공사까지 시간이 걸리고 올해 제한적인 부지 공사, 지원 시설 건설 예상
- 주가는 '확실한 임차인'에 대한 가시성 확보 시 추세 반전이 가능할 것으로 판단

가스 발전 확대를 통한 단기 전력 생산 확대 노력

Fermi는 IPO 이후부터 지속적으로 Matador Project를 진행하고 있다. Matador Project는 미국 텍사스주 아미릴로에 대규모 전력 공급 시설을 조성하고, AI 데이터센터를 건설하여 수직 통합 모델을 구축하는 프로젝트이다. 초기 IPO 당시 천연가스발전(4.5GW), 대형원전(4GW), SMR(2GW), 태양광 발전과 BESS를 통해 11GW 규모의 전력 공급을 하고자 했다. 그러나 **현재는 천연가스발전 규모를 11GW로 확대하여 총 발전 계획 규모를 17GW로 확대한 상황**이다. 이를 위해 올해 2월 TCEQ(Texas Commission on Environmental Quality)의 6GW 가스발전 Clean Air Permit의 승인 이후, 3월 하순 추가 5GW의 Clean Air Permit 신청을 제출했다. 미국내 AI 산업 발전에 따라 전력 수요가 예상되는 가운데, **이를 통해 단기간 더 빠른 전력 생산을 가능하게 하고, 임차인에게 전력에 대한 가시성을 주기 위한 전략으로 보인다.** 특히, Fermi가 제시한 '32년까지 첫 원전 가동 일정은 그동안 글로벌 원전 시공 기간을 고려 시 다소 공격적인 계획으로 보이는 만큼, **가스 발전 확대를 통해 원전 가동 시점이 늦춰지더라도 임차인에게 전력 공급에 대한 신뢰를 더 줄 수 있을 것으로 판단된다.**

원전 착공과 가동 시점에 대한 고민

Fermi는 최근 NRC 주재 컨퍼런스에서 올해 7월 4일 첫 원전에 대한 착공에 나설 것이라 발표한바 있다. 현재 **현대건설과의 원전 4기에 대한 FEED 계약은 올해 4월 마무리될 예정이며, 상반기 내 EPC 계약 체결을 목표**하고 있다. 다만, COL Part3 제출이 올해 가을로 예정되어 있고, 그 외 LWA 신청도 부재한 상황이다. NRC의 COL 승인까지 기간을 고려 시(행정명령상 18개월) 실제 원전 기초 공사까지는 시간이 걸릴 것으로 판단되며, 결국 **7월 4일 착공을 하더라도 제한적인 부지 공사와 지원 시설 건설만 이뤄질 것으로 판단된다.** 또한 기존 원전 공사는 8년 이상 걸린다는 점을 고려시 **가동 시점도 '32년 보다 미뤄질 가능성이 높다고 판단된다.**

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.3.30): \$5.36

목표주가 컨센서스: \$28.2

▶ 투자 의견 컨센서스



Stock Data

산업분류	특수 리츠
S&P 500 (3/30)	6,343.72
현재주가/목표주가	5.36 / 28.2
52주 최고/최저 (\$)	36.79 / 4.63
시가총액 (백만\$)	3,291
유통주식 수 (백만)	189
일평균거래량 (3M)	118,375

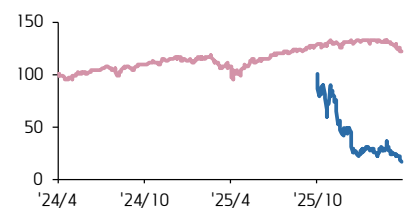
Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	-	0	700	2,059
영업이익	-	-178	253	1,175
OPM(%)	-	-	36.2	57.1
순이익	-	-486	152	855
EPS	NULL	-1.1	0.2	1.3
증가율(%)	-	적전	흑전	557.2
PER(배)	-	-	27.4	4.2
PBR(배)	-	-	1.9	1.2
ROE(%)	-	-	15.7	35.5
배당수익률(%)	-	-	0.0	0.0

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-33.2	-46.3	NULL	NULL
S&P Index	-7.0	-7.4	-4.1	11.9

('24.3.30=100) — 페미 — S&P500



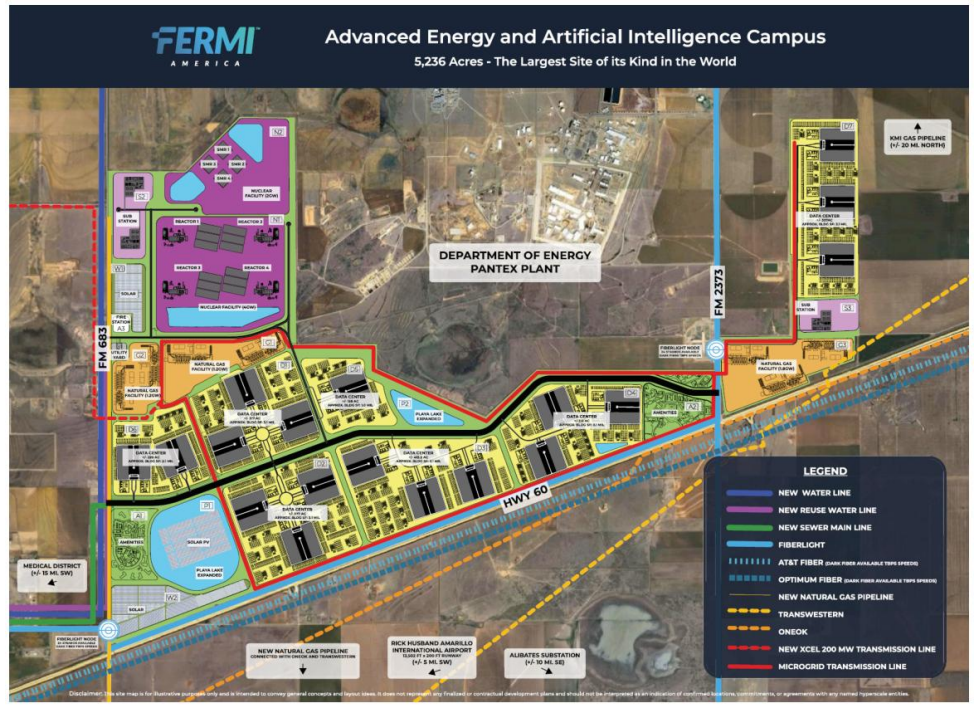
자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

추가 자금조달과 임차인의 필요성

현재까지 Fermi 는 3 건의 장비 금융 계약을 체결했다. 1) MUFG 의 무담보 대출 형태의 지멘스 에너지 F 급 가스터빈(SGT6-5000F) 3 기 구매 지원을 위한 5 억 달러, 2) Keystone National Group 의 변압기 및 개폐기 등 고전압 장비 구매를 위한 1.2 억 달러(2.2 억까지 확대 가능), 3) Yellowstone 의 추가적인 지멘스 에너지 가스터빈(SGT -800) 구입을 위한 1.65 억 달러 선순위 담보 대출 등이 있다. 다만, 현재까지 조달된 자금은 모두 천연가스 발전을 위한 자금으로 여전히 원전 사업에 대한 자금은 부족한 상황이다. **'25 년말 기준 현금 및 현금성 자산은 4.1 억 달러 수준으로 추가 자원 없이는 12 개월 정도의 유동성을 확보한 상황이다.** 결국 대규모 자금 조달과 원전 사업 가시화를 위해선 임차인이 필요한 상황이다. 회사는 현재 TCEQ 의 Clean Air Permit 이후 고객들의 평가가 극적으로 바뀌었다고 설명하고 있으나, 여전히 Fermi 의 MEP(Mechanical, Electrical, Plumbing)에 대한 의구심을 갖고 실사를 진행하고 있는 상황이다. Fermi 또한 계약 체결 이후 PF 를 위해 투자 등급 이상의 하이퍼스케일러를 원하고 있으며, 좋은 계약 조건을 위해 계약 시기와 지침에 대한 구체적인 설명을 하지 않고 있는 것으로 파악된다. 결국, **현재 Fermi 의 부지 계약상 '26 년내로 임차인을 구하면 되는 상황에서 12 개월의 유동성이 확보되어 있기 때문에 Fermi 는 서두르지 않는 것으로 보이며, 원하는 조건의 좋은 계약을 더 우선한다고 판단된다.**

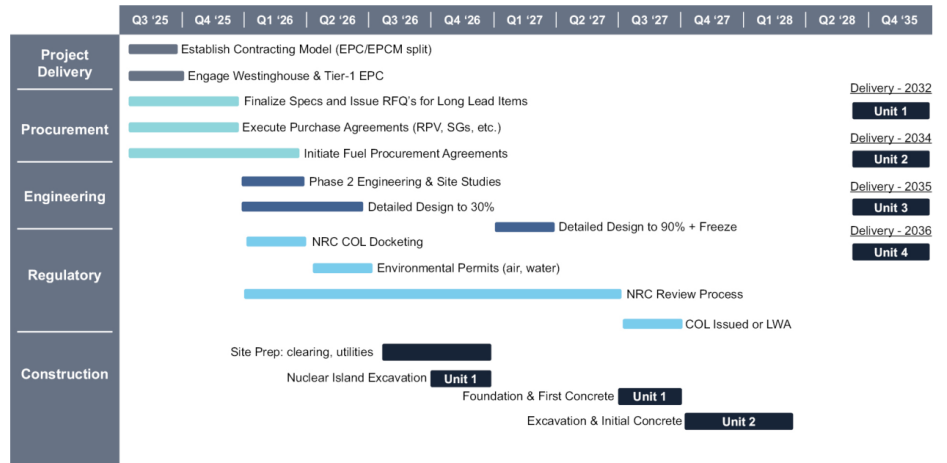
Fermi 의 주가는 첫 임차인의 계약 해지 통보로 인해 '25 년 12 월 중순부터 지속적으로 약세를 기록하고 있으며, 실적 발표 이후에도 임차인과 관련된 코멘트에 대한 실망감으로 -13% 하락했다. 임차인 계약이 향후 PF 와 추가 자금조달을 위한 초석이 될 것으로 판단되는 만큼, **향후 주가는 '확실한 임차인'에 대한 가시성이 확보될 시 추세 반전이 가능할 것으로 판단된다.**

Fermi의 Matador Project 부지 계획



자료: Fermi, 키움증권 리서치

Fermi의 Matador Project 타임라인



자료: Fermi, 키움증권 리서치

현재까지 Fermi의 주요 일정 정리

일자	내용
'25.01.10	Fermi America 설립
'25.05.09	Siemens Energy와 SGT-800 6기, SST-600 1기 구입 계약 체결(400MW+)
'25.05.14	Texas Tech University System, Texas University와 99년 토지 임대 계약 맺음
'25.06.17	COL Application Part 1 제출
'25.06.26	GE 6B frame class 가스 터빈 구매 계약 체결(180MW)
'25.07.31	현대건설과 패키지 개발, FEED, 연내 EPC 계약 추진 등 원자력 부문 협력을 포함한 MOU 체결
'25.08.20	COL Application Part 2 제출
'25.08.25	GE aeroderivative TM 2500 임대 계약 체결(120MW)
'25.09.08	Fermi America 상장을 위한 Form S-11 제출
'25.09.09	NRC에서 COL Application 검토 대상으로 접수
'25.09.19	투자 등급 임차인과 캠퍼스 내 일부 임대하는 내용의 구속력 없는 LOI 체결(\$150mn 규모)
'25.09.25	Siemens Energy와 1.1GW급 Frame F 가스터빈 공급 및 원전용 증기터빈 협력 LOI 체결
'25.10.01	Fermi America 상장
'25.12.12	\$150mn LOI 체결 계약 해지
'26.02.10	MUFG Bank와 Siemens Energy F-클래스 가스 터빈 3기 구매를 위한 5억 달러 규모 대출 확보
'26.02.20	Keystone National Group과 1.2억 달러 규모 금융 계약 체결
'26.02.25	TCEQ로부터 6GW 규모 천연가스 발전 설비에 대한 '청정공기 허가' 획득
'26.03.11	NRC 주재 'RIC 2026' 컨퍼런스에서 '26년 7월 4일 첫 원전 착공할 것으로 언급
'26.03.27	Yellowstone과 추가 SGT-800구매를 위한 1.65억 달러 규모 선순위 담보 대출 체결
'26.03.27	TCEQ에 추가 5GW 규모 천연가스 발전 설비에 대한 '청정공기 허가' 신청

자료: SEC, NRC, 언론기사, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.