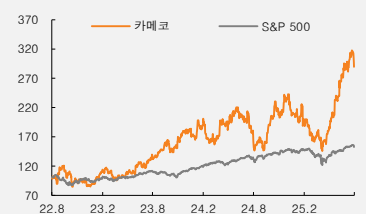


Not Rated

Refinitiv 평균목표주가	USD 74.3
현재주가(25/8/1)	USD 72.93
상승여력	1.8%

S&P 500(p)	6,238.01
EPS 성장률(25F, %)	-
P/E(25F, x)	-
배당수익률(%)	0.2
시가총액(십억USD)	31.75
시가총액(조원)	44.15
상장주식수(백만주)	435.4
60일 평균 거래대금(백만USD)	375.85
52주 최저가(USD)	36.68
52주 최고가(USD)	79.92

(%)	1M	6M	12M
절대주가	1.8	47.5	77.8
상대주가	1.1	42.8	55.2



[운송플랫폼/에너지]

류제현

jay.ryu@miraeasset.com

김주희

joohee.kim@miraeasset.com

카메코

웨스팅하우스에 투자하는 방법

2Q25 Review: 우라늄 가격 상승과 웨스팅하우스가 이끈 호실적

카메코의 2Q25 매출액은 \$634mn(+44.9% YoY)를 기록했다. 컨센서스(\$575mn)를 10.2% 상회한 호실적이다. 우라늄 생산량은 460만 파운드(-35%), 판매량은 870만 파운드(+40%)였다. 생산량 축소는 기계화되었던 캐나다 Key Lake 정기 유지보수에 기인하며, 연간 생산량 목표(1,800만 파운드)는 여전히 유지되었다.

비GAAP 순이익은 \$232mn로, 전년 동기(\$17mn) 및 컨센서스(\$162mn)를 크게 상회했다. 우라늄 시장 강세가 견인하는 가격 상승이 지속 기여하고 있다. 동사의 2Q25 우라늄 평균 판매가격은 파운드당 57.35달러로 2% 상승했다. 시장 강세를 반영, 경영진은 25년 가격 가이드를 파운드당 87달러(기존 84달러)로 상향했다.

고성장 하는 웨스팅하우스: 풍부한 파이프라인에 주목

금번 실적에서 주목할 부분은 단연 웨스팅하우스 부문의 고성장이다. 조정 EBITDA 기준 244% 급증하며, 전사 실적(96%)을 견인했다. 체코 두코바니 원전으로 인한 \$170mn 규모의 IP 수익 인식에 기인한다. 동사는 웨스팅하우스의 주요 주주(지분 49%)로서, 한국형 원전 수출 확대시 실적 반영을 통한 직접 수혜다.

웨스팅하우스 부문 조정 EBITDA 가이드는 기존 \$355-450mn에서 \$525-580mn으로 상향되었다. 다만 중장기 성장률 전망(5개년 CAGR 6~10%)은 유지했다. 대부분의 신규 원전 프로젝트가 아직 최종투자결정(FID)에 이르지 않았기 때문이다. 미국에서는 10기의 신규 원자로 건설이 발표되었고, 폴란드(3기), 체코(2기, 착공 승인), 영국, 스웨덴, 핀란드 등 파이프라인은 풍부하다. 향후 신규 원전 수주에 따른 업사이드는 매우 높다. FID 달성 시 큰 폭의 가이드 상향 여지가 존재한다.

원전 르네상스, 프리미엄 멀티플 정당화 구간: 원전 공급망 완전체

동사의 주가는 현재 12개월 선행 P/B 기준 7.4배, EV/EBITDA 기준 18배로 거래되고 있다. 밸류에이션 측면에서 역사적 고점에 근접함은 사실이나, 우라늄 공급 측의 핵심 업체이자 원전 EPC 가치사슬에 참여할 수 있는 드문 투자 수단으로서 차별화된 포지셔닝은 여전히 유효하다. 글로벌 원전 사이클 진입 및 웨스팅하우스 실적 모멘텀을 감안하면 조정 시 장기 모멘텀은 유지될 전망이다.

결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액 (억USD)	13	12	14	19	23
영업이익 (억USD)	0	-1	0	2	4
영업이익률 (%)	0.0	-8.3	0.0	10.5	17.4
순이익 (억USD)	0	-1	1	3	1
EPS (USD)	-0.10	-0.21	0.17	0.62	0.29
ROE (%)	-1.0	-2.1	1.7	6.0	2.8
P/E (배)	-133.6	-105.9	133.8	69.8	178.1
P/B (배)	1.4	2.3	2.3	4.1	5.1

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 카메코, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 2Q25 실적비교표

(백만달러, %, %p)

	2Q24	1Q25	2Q25P		성장률	
			잠정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	437	550	634	575	44.9	15.2
영업이익	77	130	120	120	56.2	-7.4
영업이익률 (%)	17.6	23.5	18.9	20.9	1.4	-4.6
세전이익	31	86	283	230	799.5	229.9
순이익	17	49	232	162	1262.4	376.8

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 카메코, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 분기별 실적 추이 및 전망

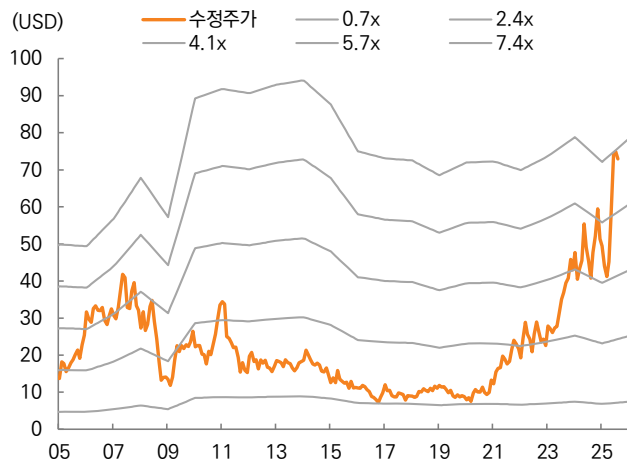
(백만달러, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	470	437	528	846	550	634	641	727	2,281	2,552	2,702
우라늄	416	351	440	740	431	510	511	579	1,947	2,031	2,097
연료 서비스	54	86	88	106	94	117	98	117	334	425	439
기타	0	0	0	0	25	7	32	32	0	96	166
영업이익	83	77	81	129	130	120	125	147	371	522	671
세전이익	37	31	21	95	86	283	142	190	185	702	867
순이익(지배)	13	17	-2	97	49	232	106	146	125	532	656
영업이익률 (%)	17.7	17.6	15.4	15.3	23.5	18.9	19.5	20.3	16.2	20.5	24.8
세전순이익률 (%)	8.0	7.2	3.9	11.3	15.6	44.7	22.2	26.2	8.1	27.5	32.1
우라늄 생산량 (백만mb)	9,500	10,000	7,500	9,700	9,900	7,800	8,618	9,326	36,700	35,644	37,392
우라늄 판매량 (백만mb)	7,300	6,200	7,300	12,800	6,900	8,700	8,242	9,078	33,600	32,920	31,007
우라늄 판매 단가 (유닛당)	57.3	56.2	60.4	58.8	62.1	58.5	62.0	63.8	57.9	61.7	67.6

주: 추정치는 모두 블룸버그 컨센서스 기준

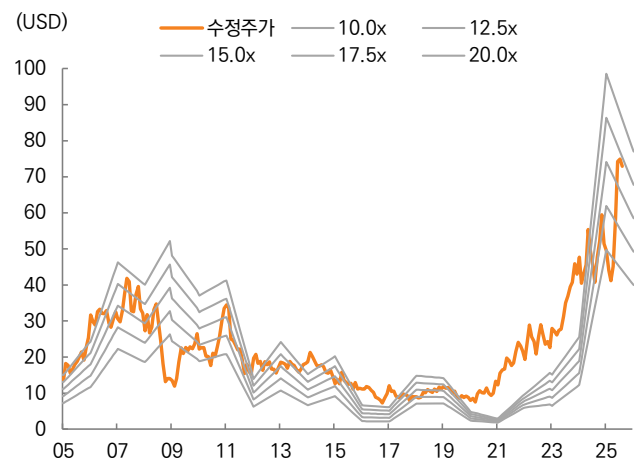
자료: 카메코, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 카메코 12MF PBR 밴드차트



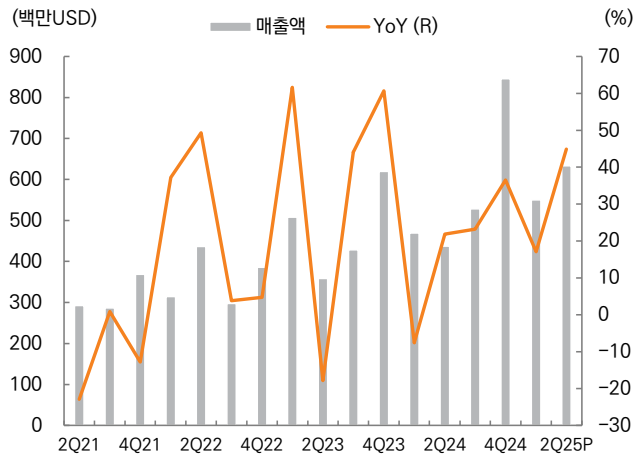
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 카메코 12MF EV/EBITDA 밴드차트



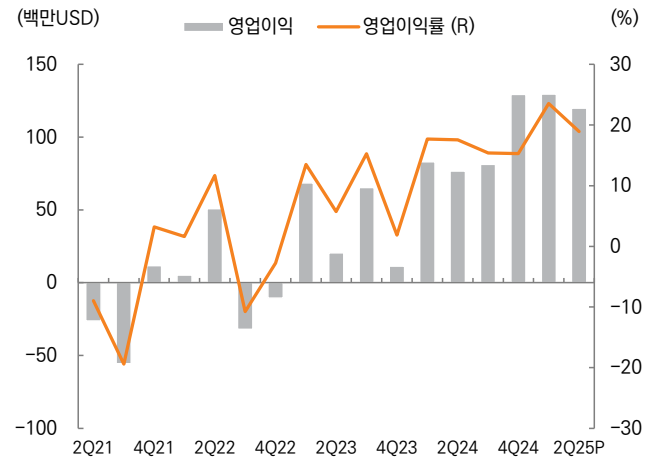
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 카메코 분기 매출액 및 성장률 추이



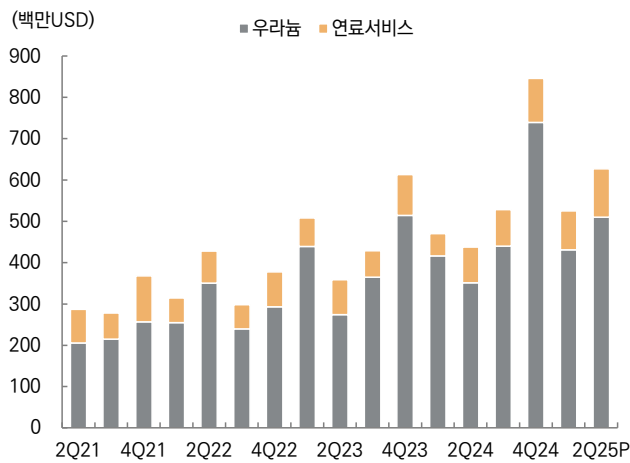
자료: 카메코, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 카메코 분기 영업이익의 추이



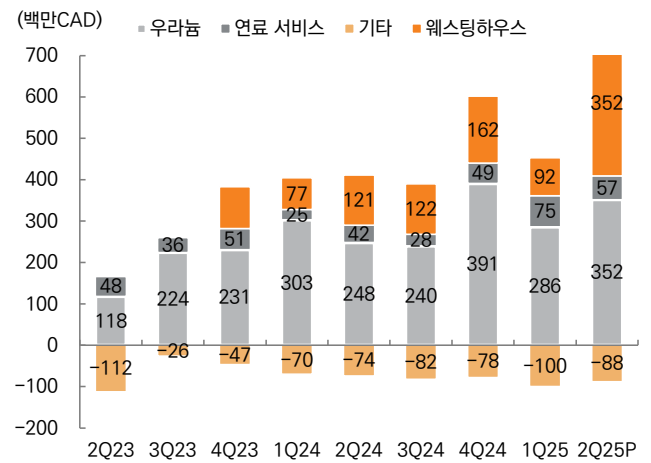
자료: 카메코, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 카메코 사업부별 매출액 추이



자료: 카메코, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 카메코 사업부별 조정 EBITDA 추이



주: Non-IFRS 기준

자료: 카메코, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 카메코 주가, 우라늄 단기가 비교



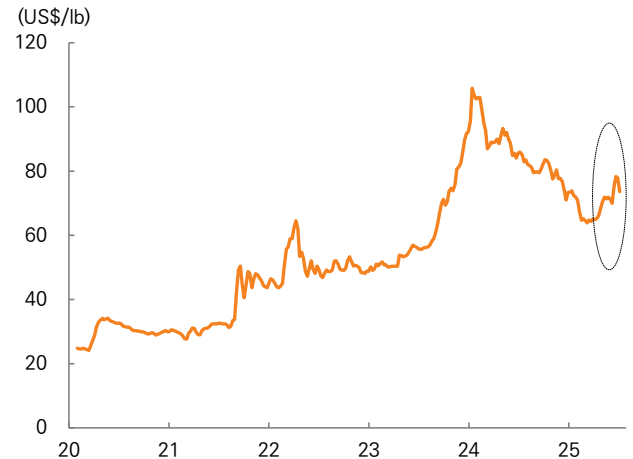
자료: KOMIS, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 우라늄 현물 가격



자료: 카메코, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 우라늄 단기 가격



자료: KOMIS, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 피어 밸류에이션

(백만달러, %, 배)

기업명	시가총액	영업지표(25F)					밸류에이션(25F)		
		매출액	영업이익	OPM	EPS	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA
카메코	31,753	2,493	502	20.1	1.6	10.8	64.5	6.3	22.3
NAC Kazatomprom JSC	3,703	0.0	-45.1	-	-0.2	-6.8	-	4.7	-
BHP 그룹	2,472	-	-	-	-	-	-	-	-
리오 틴토	1,995	1,063	79	7.5	0.1	14.5	23.4	3.5	25.0
이토추상사	1,976	53	-56	-104.8	-0.3	-18.0	-	-	-
스미토모상사	455	60	70	117.8	0.2	15.0	7.5	1.1	4.8
보스 에너지	3,549	436	66	15.2	3.8	31.3	54.6	13.9	41.8
중국광핵전력	1,171	9,002	323	3.6	1681.2	3.3	11.3	0.4	9.2
에이콘 그룹	979	7	-11	-158.2	0.0	-2.0	-	2.5	-
평균	5,339	1,639	116	-14.1	210.8	6.0	32.2	4.6	20.6

주: 2025년 8월 1일 종가 기준

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

[주요 Q&A]

Q) Westinghouse 5년 CAGR(6~10%) 전망 유지 이유

A. 가이던스 산정 시 보수적 접근 유지. 폴란드, 불가리아, 미국 등에서 추진 중인 신규 원전 프로젝트들은 최종 투자결정(FID) 도달이 아직으로 사업 계획에 미포함. 일부는 가이던스 기간인 5년 이후에 반영될 가능성도. 전반적으로 현재 가이던스는 바닥선을 의미, FID가 현실화되면 향후 상향 조정 여지도 충분.

A. 하단(6%)의 경우 핵심 사업(연료 제작, 유지보수 등)의 성장률을 반영. 하단의 추가 상방 여지도; 예컨대 영국 Springfields의 변환(conversion) 서비스 재개 조건이 충족될 경우 상향 조정 가능. 상단(10%)의 경우 신규 원전 수주에 따른 업사이드를 반영. 전술한 신규 FID 달성 시 큰 폭의 가이던스 상향 여지 존재

Q) 금번 분기에 발생한 IP 수익(\$170mn)의 계속성

A. 한국이 주도하는 신규 원전 개발 시장에서 발생. 통상 사전 계약(upfront arrangement)을 통해 Westinghouse가 일부 작업 범위를 수행. 이후 장기적으로는 연료 제작 및 원자로 운용 계약으로 후행. 금번 인식분의 경우 체코의 Dukovany 프로젝트, 이외에도 한국이 체코에서 수주한 4기의 원자로(2기 Dukovany, 2기 Temelín) 유효. 즉, 체코 신규 원전 프로젝트만으로도 향후 수년 내에 추가적인 뉴스와 수익 가능성 유효. 한국이 다른 시장에서 계속 신규 프로젝트를 추진하는 한, 비슷한 구조로 반복 기대.

Q) 신규 원전 프로젝트 지역별 진척 현황

A. 중동부 유럽 지역은 상대적으로 진척이 빠름. “국영 전력회사+정부 지원” 형태로 추진력 강한 특성. 예의주시할 시장은 크게 폴란드 (신속히 진행 중), 불가리아(FID 이전 선추진 의지 강함), 슬로베니아(정부 주도 체계 강점) 등.

A. 미국의 경우 2050년까지 역내 발전량 4배 확대(총 400기)를 목표, 2030년까지 AP1000 10기 착공 예상. 다만 건설에 있어 한 전력회사가 단독으로 원전 2기를 짓고 비용을 독자 부담하던 방식에서 벗어나, 다수 유틸리티·투자자·고객이 참여하는 ‘플릿(fleet)’ 모델 연구 단계.

Q) Westinghouse 및 업계의 공급역량 확보 여부

A. 1960~70년대에는 연간 20기 이상 건설되기도. 전제 조건 충족 시 현재 업계가 맞이한 신규 수요 역시 충분히 실현 가능. 건설 방식의 표준화(Standardization) 및 단계적 착공(Sequencing)이 확보될 시 인력, 중장비, 단조(forging) 등 공급망 측면 효율화 가능. Ontario 지역 CANDU형 원전 성능 개선사업이 좋은 사례. OPG, Bruce Power 등 업체들은 표준화된 방식으로 순차적 설비 효율화를 시현 중.

Q) 우라늄 부문 재고현황 및 마진율 영향

A. 현재 재고는 700만 파운드 수준까지 감소. 최근 공급 소폭 증가하며 현물가격 약세, 기회로 인식하며 전략적 매수 고려. 금번 분기 재고 감소는 생산/구매 시점 차이에 기인. 연간으로 1,100만~1,200만 파운드 구매 계획, 현재까지 약 200만 파운드. 하반기 매입량 크게 증가 예상. 마진율 측면에서도 상반기 자체 생산 물량 중 단가 낮은 물량 위주로 반영, 하반기 신규 구매물량 더해지며 전체 원가 상승 가능성도.

Q) 우라늄 장기계약 시장 현황

A. 상반기 계약 체결량이 낮았던 것이 사실. 1) 글로벌 연료 공급망의 지정학적 단절 및 2) 다운스트림(농축/변환) 역량 부족에 대한 우려에 기인. 일부 신규 진입자 및 재가동 생산자들의 과잉 홍보도 유틸리티 수요 결정 지연 요인. 가격 밴드의 경우 플로어(floor) \$70 이상 ~셀링(ceiling) \$130 이상, 인플레 연동 조정 구조를 유지. 전반적으로 현재는 수요가 지연/누적되는 상황으로 판단. 올해보다 내년으로 갈수록 긍정적 흐름 예상.

Q) Trans-Caspian 회랑 불확실성; Inkai 물량 공급 차질 여부

A. Trans-Caspian 경로 안정성 제고 추세. 파트너사 Kazatomprom의 운송 효율 향상으로 신뢰도 개선. 2025년 생산 물량 및 2024년 미인도분은 올해 하반기부터 인도 가능할 것으로 예상. 지연 시 Cigar Lake 등 대체 공급원 통해 대응 가능.

Q) 유럽 원자력 확대 기조 고려시 Springfields 설비 재가동 가능성

A. 현재 변환(conversion) 시장은 매우 건전. 서방권 추가 변환 역량에 대한 유틸리티의 수요도 뚜렷. 다만 재가동 결정에 있어 핵심 요소는 입찰 가격 자체보다 충분히 긴 계약 기간. Port Hope(캐나다) 만으로도 충분히 유리한 입지.

Q) McArthur 생산 차질 현황

A. 주로 1) 신규 채굴지역 진입 및 2) 숙련 노동자 가용성 확보 및 3) 신규 장비 시운전 영향. 신규 지역 진입시 지반을 열려 안정성 확보하고 채굴 진행, 이 과정에서 일부 병목. 산 불 영향은 제한적. 종합적으로 2025/2026 가이드스에는 영향 없음

Q) GLE(Globally Laser Enrichment) 2030년 상업생산 전망 및 DOE 자금 지원

A. TRL6(기술 준비 수준 6단계) 평가 진행 중. 우라늄을 농축할 수 있다는 사실 자체는 이미 입증. 원전 가동 시 신뢰도(nuclear reliability) 측면에서 Six Sigma 품질 수준이 충족되는지 입증하는 단계. 마무리 시 기술 투자 논의 및 선구매 계약(Contingent Contract) 체결 등으로 진행 가능.

A. 현재 계획은 DOE(미 에너지부)와의 기본 계약에 기반. 초기에는 과거 Gaseous diffusion 방식으로 남은 UF6 tails, 즉 DOE가 보유한 잔존물을 재농축(re-enrichment)하는 것이 목적. 2030년 상업적 가동이 여전히 목표, 신규 농축 시장 진입 기대.

카메코 (CCJ US)

포괄손익계산서 (요약)

(백만USD)	2021	2022	2023	2024
매출액	1,177	1,435	1,916	2,281
매출원가	1,175	1,255	1,499	1,711
매출총이익	2	180	416	570
영업비용	114	166	250	200
EBIT	-112	14	166	371
비영업손익	36	108	124	-186
금융이익	-31	-31	-39	-67
기타이익	67	138	163	-119
세전이익	-76	121	290	185
법인세비용	1	12	77	59
비지배주주 귀속순이익	0	0	0	0
지배주주 귀속순이익	150	-47	162	32

Growth & margins (%)

매출액 증가율	-0.1	0.2	0.3	0.2
GP 증가율	-1.0	93.4	1.3	0.4
EBIT 증가율	2.0	-1.1	11.2	1.2
NP 증가율	-0.4	-1.3	-4.5	-0.8
EPS 증가율	-0.4	-1.3	-4.5	-0.8
GPM	0.0	0.1	0.2	0.3
OPM	-0.1	0.0	0.1	0.2
NPM	0.1	0.0	0.1	0.0

재무상태표 (요약)

(백만USD)	2021	2022	2023	2024
유동자산	1,523	1,693	2,455	1,395
현금 및 현금성자산	739	1,053	1,687	429
매출채권 및 기타채권	130	214	124	313
재고자산	533	324	491	524
기타유동자산	122	102	153	128
비유동자산	4,414	4,250	3,925	6,127
유형자산	2,959	2,828	2,567	2,551
투자자산	511	457	440	465
기타비유동자산	944	966	918	3,112
자산총계	5,937	5,943	6,380	7,522
유동부채	238	327	415	900
매입채무 및 기타채무	184	272	282	456
단기금융부채	0	0	0	378
기타유동부채	54	55	133	66
비유동부채	1,816	1,785	1,653	2,007
장기금융부채	780	788	737	972
기타비유동부채	1,036	998	916	1,035
부채총계	2,054	2,112	2,067	2,907
지배주주지분	3,883	3,831	4,313	4,614
자본금	186	182	166	163
이익잉여금	2,143	2,087	1,993	2,256
기타	90	58	26	(12)
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	3,884	3,831	4,313	4,614

현금흐름표 (요약)

(백만USD)	2021	2022	2023	2024
영업활동으로 인한 현금흐름	335	204	480	596
당기순이익	-82	69	267	125
감가상각비 & 무형자산상각비	152	136	163	205
운전자본변동	265	-1	49	266
투자활동으로 인한 현금흐름	-64	-993	-1,516	-151
유형자산처분(취득)	-79	-110	-114	-155
기타	15	-882	-1,402	4
재무활동으로 인한 현금흐름	-6	698	585	-438
배당금	-25	-40	-39	-51
자본금 증가(감소)	0	0	605	363
차입금 증가(감소)	21	7	20	12
현금의 증가	263	-80	-428	25
기초현금	757	1,020	940	513
기말현금	1,020	940	513	537

주당가치 및 valuation(요약)

	2021	2022	2023	2024
P/E (x)	-111.9	84.1	87.7	140.9
P/B (x)	-0.2	0.3	0.5	0.3
EV/EBITDA (x)	147.5	51.9	44.2	33.2
EPS (USD)	-0.19	0.27	0.49	0.33
BPS (USD)	9.63	10.14	10.67	10.99
DPS (USD)	0.06	0.09	0.09	0.12
배당성향(%)	-32.9	34.9	18.2	35.3
배당수익률(%)	0.1	0.2	0.2	0.3
매출채권 회전율(x)	9.0	6.7	15.5	7.3
재고자산 회전율(x)	2.2	4.4	3.9	4.4
매입채무 회전율(x)	6.4	5.3	6.8	5.0
ROA (%)	-1.3	1.7	2.8	1.7
ROE (%)	-2.0	2.5	4.6	2.6
ROIC (%)	-2.4	0.2	2.0	4.0
부채비율(%)	52.9	55.1	47.9	63.0
유동비율(%)	15.4	15.6	19.3	16.9
순부채비율(%)	-6.9	-22.0	20.0	23.4

자료: 카메코, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 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.