

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	USD 138
현재주가(26/1/9)	USD 107.56
상승여력	28.3%

S&P 500(p)	6,966.28
EPS 성장률(25F, %)	169.5
P/E(25F, x)	85.9
배당수익률(%)	0.2

시가총액(십억USD)	46.83
시가총액(조원)	67.88
상장주식수(백만주)	435.4
60일 평균 거래대금(백만USD)	431.61
52주 최저가(USD)	36.68
52주 최고가(USD)	107.56

(%)	1M	6M	12M
절대주가	15.2	50.3	109.3
상대주가	13.1	35.2	77.8



[글로벌 에너지]

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

카메코

웨스팅하우스와 우라늄을 함께

투자 의견 '매수', 목표주가 \$138로 섹터 내 탑픽으로 선정

카메코에 대해 투자 의견 '매수'와 목표주가 \$138으로 커버리지를 개시한다. 현재 주가 대비 업사이드는 28.3%로 원자력 섹터 내 탑픽으로 선정한다. 목표주가는 SOTP 방식으로 산출했다. 사업부문은 크게 우라늄, 핵연료, 웨스팅하우스로 구분했다. 각 사업부별 가치는 EV/EBITDA 방식으로 산출했다. 우라늄과 핵연료 사업의 EV/EBITDA 멀티플은 각 산업의 평균을 적용했다. 웨스팅하우스 부문은 한전기술과의 사업 유사성에 주목해 한전기술의 '27F EV/EBITDA 멀티플을 적용했다.

26년 예상 실적 기준 동사는 PBR 5.9배, EV/EBITDA 28.4배 거래되며 역사적 밸류에이션을 경신하고 있다. 우라늄 산업이 업사이클에 진입함에 따라 동사의 주력 사업인 우라늄과 핵연료 사업에 대한 실적 개선 기대감이 높아진 영향이다. 다음으로 주목해야 하는 촉매는 웨스팅하우스의 신규 원전 사업이다. 웨스팅하우스는 페르미 아메리카 원전 4기, 폴란드 호체보 원전 3기 등 다수의 파이프라인에 대해 본계약 체결을 앞두고 있다.

신규 원전 증설과 우라늄 업사이클의 쌍방 수혜

동사는 원전 산업 전반에 걸쳐 사업을 영위하고 있는 만큼 다수의 투자포인트가 존재한다. 첫째, 글로벌 원전 증설 가속화에 따라 우라늄 수요 확대 및 평가 인상이 기대된다. 둘째, 페르미 아메리카 등 미국 내 신규 원전 증설로 웨스팅하우스의 원전 설계 사업 증익이 예상된다. 셋째, 동사는 최근 한수원과의 지적재산권 합의로 기술 사용료와 물품 용역 등 부수적인 수익원을 확보했다. 팀 코리아의 해외 원전 사업 수주 확대에 따른 수혜가 예상된다.

25년 실적 전망: 웨스팅하우스가 이끈 호실적

동사의 25F 실적은 매출액 C\$3,448mn(YoY+9.9%), 영업이익 C\$573mn(YoY+14%)를 기록할 것으로 전망한다. 지분법(49%)으로 인식되는 웨스팅하우스의 25F 실적은 매출액 C\$3,288mn(YoY+13.7%), 영업이익 C\$321mn(YoY+310%)를 기록할 것으로 전망한다. 양사 실적이 합산된 조정 EBITDA는 25년 C\$1,679mn을 기록하며 전년 대비 9.7% 증가할 것으로 분석한다. 주요 실적 개선 요인은 한수원으로부터 수취한 기술사용료에 기인한다. 동사는 25년 2분기 한국 두코바니 사업과 관련해 기술사용료로 C\$479mn(카메코분 C\$234mn)의 이익을 인식했다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (USD 100mn)	26	31	34	36	41
영업이익 (USD 100mn)	3	5	6	7	11
영업이익률 (%)	11.5	16.1	17.6	19.4	26.8
순이익 (USD 100mn)	4	2	5	7	11
EPS	0.83	0.40	1.06	1.68	2.41
ROE (%)	6.0	2.8	6.9	9.9	12.9
P/E (배)	51.8	130.0	85.9	64.1	44.5
P/B (배)	3.1	3.5	5.7	6.1	5.4

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 카메코, 미래에셋증권 리서치센터

카메코 밸류에이션 및 실적 전망

투자 의견 '매수', 목표주가 \$138으로 커버리지 개시

카메코에 대해 투자 의견 '매수'와 목표주가 \$138으로 커버리지를 개시한다. 현재 주가 대비 업사이드는 28.3%로 원자력 섹터 내 탑픽으로 선정한다. 목표주가는 SOTP 방식으로 산출했다. 사업부문은 크게 우라늄, 핵연료, 웨스팅하우스로 구분했다. 각 사업부별 가치는 EV/EBITDA 방식으로 산출했다. 우라늄과 핵연료 사업의 EV/EBITDA 멀티플은 각 산업의 평균을 적용했다. 웨스팅하우스 부문은 한전기술과의 사업 유사성에 주목해 한전기술의 '27F EV/EBITDA 멀티플을 적용했다.

표 72. 카메코 밸류에이션

(백만 C\$)

	2028F EBITDA	EV/EBITDA	Value	비고
우라늄	1,653.1	19.5	32,234.8	북미 우라늄 채굴 기업 2028F EV/EBITDA 평균에 20% 할인 적용
핵연료	353.2	24.9	8,795.0	북미 핵연료 기업 2028F EV/EBITDA 평균 적용
웨스팅하우스	1,360.7	33.0	44,902.2	한전기술 2027F EV/EBITDA 적용
기업가치 (c) = (a) + (b)			85,932.0	
카메코 순차입금			680.8	
웨스팅하우스 순차입금			2,183.4	
카메코 주식가치			83,067.8	
발행 주식 수(천주)			435.3	
추정주당가치 (CAD)			190.82	환율 1US\$ = 1.38C\$
추정주당가치 (USD)			138.00	반올림 US\$138.28
현재주가 (USD)			107.56	26.01.09 기준
상승여력 (%)			28.3%	투자 의견 매수

주: 기타 사업부 실적 우라늄과 핵연료 사업부에 이익과 비례해 분배
 자료: 카메코, 미래에셋증권 리서치센터

표 73. 카메코 연간 실적 전망

(백만 C\$)

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
매출액	1,475.0	1,868.0	2,587.8	3,135.8	3,447.5	3,637.6	4,102.3	4,472.3
우라늄	1,055.0	1,480.1	2,153.2	2,676.6	2,809.6	3,015.6	3,402.7	3,711.8
연료 서비스	404.3	365.1	425.6	459.2	592.3	614.9	692.0	752.5
기타	15.7	22.8	9.0	0.0	45.6	7.2	7.6	8.0
YoY(%)	-18.1	26.6	38.5	21.2	9.9	5.5	12.8	9.0
우라늄(%)	-25.5	40.3	45.5	24.3	5.0	7.3	12.8	9.1
연료 서비스(%)	7.2	-9.7	16.6	7.9	29.0	3.8	12.5	8.8
제품 및 서비스 원가	1,282.6	1,457.3	1,805.8	2,072.5	2,280.8	2,263.8	2,334.6	2,426.9
우라늄	1,028.8	1,223.6	1,532.3	1,757.2	1,885.0	1,928.6	1,995.0	2,082.9
연료 서비스	242.6	215.7	266.1	316.0	350.5	335.2	339.6	344.0
기타	11.2	18.1	7.4	-0.7	45.2	0.0	0.0	0.0
감가상각비	190.4	177.4	220.3	280.7	281.4	326.2	350.4	377.1
우라늄	134.6	135.8	175.5	238.7	237.6	276.3	297.0	319.7
연료 서비스	43.3	32.6	35.4	37.2	36.5	41.4	44.4	47.7
기타	12.4	9.0	9.4	4.7	7.4	8.4	9.0	9.7
매출총이익	2.0	233.3	561.7	782.6	885.3	1,047.7	1,417.3	1,668.3
우라늄	-108.4	120.8	445.4	680.7	687.0	810.6	1,110.7	1,309.2
연료 서비스	118.4	116.8	124.1	105.9	205.4	238.3	308.0	360.8
기타	-8.0	-4.3	-7.8	-4.0	-7.0	-1.2	-1.4	-1.7
관리비	127.6	172.0	245.5	253.2	259.1	240.0	255.0	270.0
탐사비	8.0	10.6	17.6	19.4	28.5	29.0	31.0	33.0
연구개발비	7.2	12.2	21.0	36.5	40.4	48.0	50.0	52.0
기타 영업비용	-8.4	22.9	-7.5	-37.7	-17.6	0.0	0.0	0.0
자산 처분 (이익) 손실	3.8	0.5	2.2	1.0	2.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	-136.2	15.1	282.9	510.1	572.8	730.7	1,081.3	1,313.3
우라늄	-105.1	83.6	427.9	696.2	669.4	781.6	1,079.7	1,276.2
연료 서비스	111.7	119.9	137.1	107.7	210.1	238.3	308.0	360.8
기타	-142.7	-188.5	-282.1	-293.7	-306.6	-289.2	-306.4	-323.7
OPM	-9.2	0.8	10.9	16.3	16.6	20.1	26.4	29.4
YoY(%)	적자지속	흑자전환	1,779.4	80.3	12.3	27.6	48.0	21.5
금융비용	76.6	85.7	115.9	147.2	105.1	79.7	79.7	79.7
파생상품손실	-12.5	72.9	-37.8	183.1	-69.0	0.0	0.0	0.0
금융수익	6.8	37.5	111.7	21.2	19.6	16.3	22.9	0.0
지분법이익	68.3	94.0	216.1	13.9	136.3	356.1	447.0	730.7
JV Inkai	68.3	94.0	216.1	207.6	116.7	207.2	224.2	239.0
웨스팅하우스	0.0	0.0	0.0	-193.7	19.6	148.9	222.8	491.6
환이익	21.7	74.1	15.7	66.5	-58.9	0.0	0.0	0.0
기타이익	0.3	22.8	0.5	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
세전이익	-103.2	84.8	548.8	281.4	634.2	1,023.3	1,471.5	1,964.2
법인세	-1.2	-4.5	126.3	84.9	155.4	204.7	294.3	392.8
당기순이익	-102.0	89.3	422.4	196.5	478.8	818.7	1,177.2	1,571.4
순이익률(%)	-6.9	4.8	16.3	6.3	13.9	22.5	28.7	35.1
조정 EBITDA	156.4	310.4	761.5	1,530.3	1,679.0	2,127.5	2,703.5	3,367.0
우라늄	97.7	336.2	831.5	1,181.2	1,051.5	1,333.9	1,673.1	1,911.8
연료 서비스	154.7	152.5	172.5	144.9	246.6	279.7	352.4	408.5
기타	-96.1	-178.3	-258.5	-302.6	-299.3	-280.8	-297.4	-314.0
웨스팅하우스	0.0	0.0	16.0	506.8	680.2	794.8	975.4	1,360.7
Capex	98.8	143.4	153.6	211.6	380.0	405.0	430.0	455.0

주: 기타 사업부 실적 우라늄과 핵연료 사업부에 이익과 비례해 분배

자료: 카메코, 미래에셋증권 리서치센터

25년 실적 전망: 웨스팅하우스 영업이익 YoY+350%

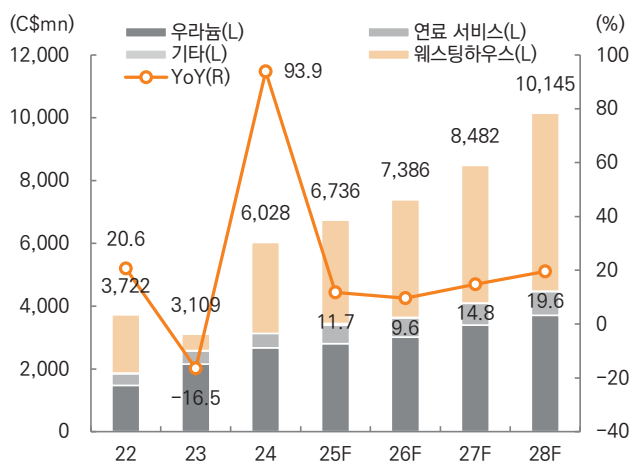
동사의 25F 실적은 매출액 C\$3,447mn(YoY +9.9%), 영업이익 C\$573bn(YoY+16.3%)를 기록할 것으로 전망한다. 지분법(49%)으로 인식되는 웨스팅하우스의 25F 실적은 매출액 C\$3,288mn(YoY+13.7%), 영업이익 C\$321bn(YoY+310.3%)를 기록할 것으로 전망한다. 양사 실적이 합산된 조정 EBITDA는 25년 C\$1,679bn을 기록하며 전년 대비 9.7% 증가할 것으로 분석한다.

부문별로 살펴보면 우라늄 사업은 매출액 C\$2,810mn(YoY +5.0%), 영업이익 C\$669mn(YoY -3.8%)를 기록할 것으로 전망한다. 지속된 우라늄 가격 상승에도 불구하고, 25년 실적은 소폭 둔화될 것으로 예상한다. 실적 둔화는 McArthur River 광산의 개발 지연에 기인한다. 동사는 최근 신규 채굴지 개발 과정에서 1개월간 생산을 중단했다. 경영진은 개발 지연에 따라 25년 생산량 가이드를 기존 2,240만 파운드에서 2,000만 파운드로 하향했다.

핵연료 사업은 매출액 C\$593mn(YoY +29.0%), 영업이익 C\$210mn (YoY +95.1%)를 기록할 것으로 전망한다. 3Q25 판매량 감소로 분기 실적이 전분기 대비 하락했으나 이는 고객사의 인도 지연 영향이다. 4분기에는 3분기 미판매분량이 인도되며 총 4.8백만 파운드가 판매될 것으로 예상한다. 연간 판매량은 총 13.5백만 파운드를 기록하며 전년 대비 11.5% 증가할 것으로 것으로 추정한다. 핵연료 ASP는 우라늄 가격 상승 영향으로 파운드당 C\$46.3를 기록할 것으로 추정한다.

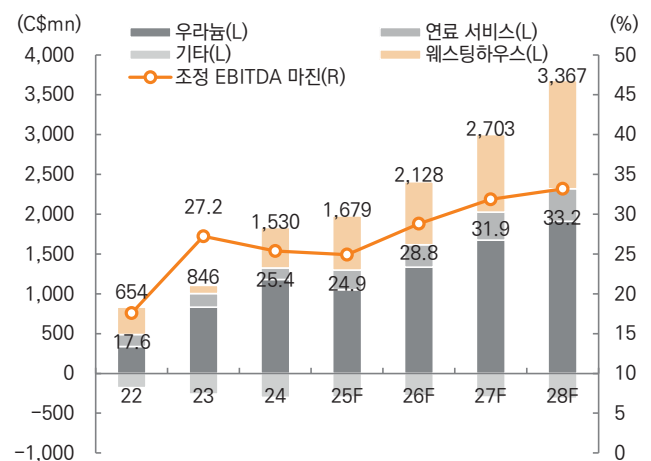
웨스팅하우스는 C\$3,289bn(YoY+13.7%), 영업이익 C\$321bn(YoY+310.0%)를 기록할 것으로 전망한다. 310%의 증익은 두코바니 원전 사업으로부터 수취한 기술사용료에 기인한다. 동사는 25년 2분기 중 기술사용료로 C\$479.4mn(카메코분 C\$239mn)의 매출을 인식했다. 웨스팅하우스는 팀 코리아와 기술사용료 외에도 두코바니 원전 1기당 약 6억 5천만 달러의 용역 계약을 체결한것으로 확인된다. 두코바니 원전의 착공이 개시됨에 따라 추가적인 매출 성장을 예상한다.

그림 181. 카메코 사업부별 매출액 추이



주1: 웨스팅하우스는 지분법(49%) 회계처리로 연결 수익에는 미반영
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 182. 카메코 사업부별 조정 EBITDA 추이



주: 웨스팅하우스는 지분법(49%) 회계처리로 연결 이익에는 미반영
자료: 미래에셋증권 리서치센터

28년 실적 전망: 신규 원전 사업이 빛을 발할 때

동사의 28F 실적은 매출액 C\$4,472mn, 영업이익 C\$1,313mn를 기록할 것으로 전망한다. 지분법으로 인식되는 웨스팅하우스의 28F 실적은 매출액 C\$5,672mn, 영업이익 C\$1,080mn를 기록할 것으로 전망한다. 양사 실적이 합산된 조정 EBITDA는 28년 C\$3,367mn을 기록하며 25년 대비 100.5% 증가할 것으로 분석한다.

동사의 주된 외형성장은 웨스팅하우스의 신규원전 사업이 주도할 것으로 전망한다. 웨스팅하우스의 신규원전 사업 매출은 25년 C\$231mn에서 28년 C\$2,039mn으로 9배 이상 확대 확대될 것으로 추정한다. 매출 성장은 2026년부터 예정된 신규 원전 착공에서 발생할 것으로 분석한다. 동사는 폴란드의 호체보 원전 1~3호기(2026년 착공), 불가리아의 코즐로두이 원전 7~8호기(2026년 착공), 페르미 아메리카 1~4호기(2027년 착공)와 트럼프 행정명령에 따른 미국 신규 원전 2기(2028년 착공)에 대해 본계약을 앞두고 있다.

자체적인 신규원전 사업에 더해 팀 코리아로부터의 기술사용료 및 용역 수익도 기대된다. 웨스팅하우스는 지적재산권 합의에 따라 팀 코리아가 수출한 APR1400 1기당 약 1억 7,500만 달러를 지급받는다. 팀 코리아는 2030년까지 UAE 원전 2기, 사우디 두화이힌 원전 2기, 베트남 닌 투언 2기 등 총 10기의 대형 원전 수주를 목표로 하고 있다. 팀 코리아가 수주에 성공할 경우 2030년까지 총 C\$1,209mn의 추가 수익이 예상된다.

표 74. 웨스팅하우스 실적 추정

(십억 C\$)

	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
매출액	2,892.5	3,288.7	3,748.4	4,380.2	5,672.8	6,868.9	8,177.8
가동원전	1,677.6	1,761.0	1,754.3	1,798.6	1,843.9	1,887.1	1,928.1
신규원전	173.5	230.9	500.3	972.6	2,038.5	3,010.4	4,092.7
APR-1400 기술사용료	0.0	234.9	241.8	241.8	241.8	241.8	241.8
APR-1400 용역	0.0	18.0	82.5	168.2	319.3	471.5	629.7
핵연료	1,041.3	1,135.3	1,169.5	1,199.0	1,229.3	1,258.1	1,285.4
매출원가	-2,405.8	-2,547.2	-2,812.6	-3,258.4	-4,160.3	-4,996.0	-5,909.7
매출총이익	486.7	741.6	935.8	1,121.8	1,512.5	1,872.9	2,268.1
영업이익	78.3	320.9	524.2	700.0	1,080.0	1,429.7	1,813.8
당기순이익	-193.7	19.6	148.9	222.8	491.6	704.7	945.3
EBITDA	322.8	601.2	794.8	975.4	1,360.7	1,715.8	2,105.5

주: 카메코 지분율(49%) 반영

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 75. 웨스팅하우스 원전 수출 파이프라인

(GW)

국가	원전	발전용량	수주목표	준공	경쟁사	진행상황
폴란드	호체보 1~3호기	3.3	2026	2035~2037	- 웨스팅하우스 유력	- 2025년 4월 EDA 체결, 2026년 중으로 본계약 체결 예정
불가리아	코즐로두이 7, 8호기	2.2	2026	2035~2037		- 2026년 중으로 FID 예정, 2026년 중으로 본계약 체결 예정
미국	페르미 아메리카 4기	4.4	2027	2032~2036		- 2025년 6월 AP1000 4기에 대해 COL 2차 보완자료 제출
미국	행정명령 목표 6기	6.6	2028	?		- 미국 원자력 산업 기반 재건 행정명령안
폴란드	퐁트누프 1, 2호기	2.2	2029	2039~2040		- 한국의 사업 철수로 웨스팅하우스 수주 유력
우크라이나	호멜니츠키 5, 6호기	2.2	2030	?		- 러우 전쟁으로 건설 중단
인도	미정	6.6	?	?		- 미중 인도 핵협상으로 잠정 중단
네덜란드	보르셀레 2, 3호기	2.2	?	?		- 2024년 2월 웨스팅하우스와 타당성 검토 계약 체결
슬로베니아	크르슈코 2호기	1.1	?	?		- 2025년 1월 웨스팅하우스와 타당성 검토 계약 체결

자료: 카메코, 미래에셋증권 리서치센터

표 76. 카메코 연간 실적 추정 주요 가정

	단위	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
우라늄 생산량	mn lb	6.1	10.4	17.6	23.3	20.0	22.9	23.3	23.7	24.1	24.3
우라늄 구매량	mn lb	11.0	18.2	11.3	10.9	9.0	9.2	9.4	9.6	9.8	10.0
우라늄 생산량 및 구매량	mn lb	17.1	28.6	28.9	34.2	29	32.1	32.7	33.3	33.9	34.3
우라늄 판매량	mn lb	24.2	25.7	32.0	33.6	33.0	33.2	33.4	33.6	33.8	34.0
우라늄 ASP	C\$/lb	43.2	57.8	67.5	79.4	85.1	90.4	101.5	110.1	118.5	124.6
핵연료 생산량	mn lb	12.1	13.0	13.2	13.4	13.5	13.6	13.7	13.8	13.9	14.0
핵연료 판매량	mn lb	13.6	11.1	12.0	12.1	13.5	13.5	13.6	13.6	13.7	13.7
핵연료 ASP	C\$/lb	29.9	33.3	36.3	39.6	46.3	45.2	50.7	55.1	59.2	62.3
가동원전	기	60	60	61	62	62	63	66	69	71	72
신규원전	기	3	5	9	10	10	15	18	17	18	20
APR1400 로열티	기	0	0	0	0	2	2	2	2	2	2

자료: 카메코, 미래에셋증권 리서치센터

표 77. 카메코 분기 및 연간 실적 추정

(십억 C\$)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025F	2026F	2027F	2028F
매출액	789.4	877.0	614.6	1166.5	710.2	972.3	653.8	1301.2	3,447.5	3,637.6	4,102.3	4,472.3
우라늄	618.8	705.4	523.3	962.1	603.8	775.2	564.4	1072.2	2,809.6	3,015.6	3,402.7	3,711.8
연료서비스	134.7	162.0	91.3	204.3	104.7	195.3	87.6	227.2	592.3	614.9	692.0	752.5
기타	35.9	9.6	0.0	0.0	1.8	1.8	1.8	1.8	45.6	7.2	7.6	8.0
매출총이익	270.2	257.1	170.3	187.7	250.2	375.1	193.5	228.8	885.3	1,047.7	1,417.3	1,668.3
관리비	58.8	96.4	67.5	36.4	60.0	60.0	60.0	60.0	259.1	240.0	255.0	270.0
탐사비	7.9	6.0	8.0	6.5	7.3	7.3	7.3	7.3	28.5	29.0	31.0	33.0
연구개발비	14.0	-0.7	10.3	16.9	12.0	12.0	12.0	12.0	40.4	48.0	50.0	52.0
기타 영업비용	1.4	-10.6	-8.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-17.6	0.0	0.0	0.0
자산 처분 (이익) 손실	2.2	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	185.9	166.0	93.0	127.9	171.0	295.8	114.3	149.6	572.8	730.7	1,081.3	1,313.3
우라늄	192.2	218.9	156.0	102.2	209.1	291.5	160.4	120.7	669.4	781.6	1,079.7	1,276.2
연료서비스	68.1	44.4	16.9	80.7	34.3	76.6	26.3	101.2	210.1	238.3	308.0	360.8
기타	-74.4	-97.3	-79.9	-55.0	-72.4	-72.2	-72.3	-72.3	-306.6	-289.2	-306.4	-323.7
OPM	23.5	18.9	15.1	11.0	24.1	30.4	17.5	11.5	16.6	20.1	26.4	29.4
YoY Growth	46.7	62.7	-7.3	-29.3	-8.0	78.2	22.8	16.9	12.3	27.6	48.0	21.5
금융비용	30.1	27.0	28.1	19.9	19.9	19.9	19.9	19.9	105.1	79.7	79.7	79.7
파생상품손실	8.9	-147.7	69.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-69.0	0.0	0.0	0.0
금융수익	3.7	5.4	6.8	3.7	2.9	4.0	4.3	5.0	19.6	16.3	22.9	0.0
지분법이익	-26.9	188.7	-16.3	-9.2	63.1	94.6	98.8	99.5	136.3	356.1	447.0	730.7
JV Inkai	35.2	62.5	16.0	3.0	26.3	57.0	59.9	64.0	116.7	207.2	224.2	239.0
웨스팅하우스	-62.1	126.2	-32.3	-12.2	36.8	37.7	38.9	35.5	19.6	148.9	222.8	491.6
환이익	0.4	-88.9	29.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-58.9	0.0	0.0	0.0
기타이익	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
세전이익	124.1	391.9	15.7	102.6	217.1	374.6	197.5	234.1	634.2	1,023.3	1,471.5	1,964.2
법인세	53.4	78.4	3.1	20.5	43.4	74.9	39.5	46.8	155.4	204.7	294.3	392.8
당기순이익	70.7	313.5	12.6	82.0	173.7	299.7	158.0	187.3	478.8	818.7	1,177.2	1,571.4
순이익률(%)	9.0	35.7	2.0	7.0	24.5	30.8	24.2	14.4	13.9	22.5	28.7	35.1
조정 EBITDA	353.7	676.5	310.2	338.7	485.9	651.4	474.4	515.8	1,679.0	2,127.5	2,703.5	3,367.0
우라늄	286.4	354.2	221.2	189.7	312.8	435.8	309.5	275.8	1,051.5	1,333.9	1,673.1	1,911.8
연료서비스	75.1	57.8	23.5	90.2	44.5	87.1	36.4	111.6	246.6	279.7	352.4	408.5
기타	-99.6	-87.9	-58.6	-53.2	-70.2	-70.2	-70.2	-70.2	-299.3	-280.8	-297.4	-314.0
웨스팅하우스	91.8	352.3	124.0	112.1	198.7	198.7	198.7	198.7	680.2	794.8	975.4	1,360.7

자료: 카메코, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션: 안정적인 이익으로 주가 하방 지지

26년 예상 실적 기준, 동사는 PBR 8.4배, EV/EBITDA 34.8배 거래되며 근 10년래 밸류에이션을 경신하고 있다. 우라늄 산업이 업사이클에 진입함에 따라 동사의 주력 사업인 우라늄과 핵연료 사업에 대한 실적 개선 기대감이 높아진 영향이다. 동사의 우라늄 사업은 생산 원가가 파운드당 \$30~35에 형성돼 있다. 따라서 우라늄 가격 상승은 곧 이익률 상승으로 귀결된다. 과거 2006~2008년 우라늄 장기계약 가격이 파운드당 \$95까지 상승했던 당시 동사는 12MF EV/EBITDA 기준 40~50배에 거래된 바 있다. 최근 우라늄 가격(파운드당 \$86) 상승과 향후 우라늄 수요를 고려하면 현 수준의 밸류에이션은 타당하다 판단한다.

더불어 Peer 밸류에이션 역시 합리적인 수준이다. 북미 시장에서 우라늄 채굴 사업을 영위하고 있는 에너지 퓨얼스와 우라늄 에너지의 26년 EV/EBITDA 멀티플은 각각 106배와 77배다. 두 기업의 경우 아직까지 우라늄 생산량이 없으며 본격적인 이익 발생 시점은 2027년 이후로 예상된다. 동사는 기타 우라늄 기업과 달리 유의미한 이익이 발생한다는 점에서 밸류에이션 하방 또한 안정적으로 지지될 것으로 분석한다.

표 78. 카메코 Peer 밸류에이션 테이블

(십억달러, %, x)

기업명	시가총액	시가총액	영업지표(25F)				밸류에이션(25F)			밸류에이션(26F)		
			매출액	영업이익	OPM	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA	PER	PBR	EV/EBITDA
카메코	우라늄, 핵연료, 원전	46,832	2,652	651	24.6	14.2	71.3	8.4	34.8	53.4	7.4	31.2
우라늄 에너지	우라늄 채굴	7,135	50	-76	-152.0	1.0	-	5.6	511.1	-	5.6	104.0
에너지 퓨얼스	우라늄 채굴	4,309	135	-27	-20.1	7.0	-	-	105.4	94.1	-	56.2
BHP 그룹	우라늄 채굴	156,295	53,008	23,307	44.0	22.7	13.7	2.9	6.0	14.4	2.7	6.2
카자토프롬	우라늄 채굴	16,550	4,736	2,123	44.8	31.8	11.4	2.7	7.0	9.6	2.4	6.0
중광 핵광업	우라늄 채굴	3,604	1,237	87	7.0	20.4	28.2	5.3	23.5	24.6	4.6	20.5
센트리스 에너지	우라늄 농축	5,576	482	79	16.4	21.4	79.6	12.1	55.6	69.7	10.7	49.7
BWX 테크놀로지	핵연료, 원전 설계	18,419	3,691	537	14.6	21.8	46.8	2.2	30.6	40.9	10.1	27.6
한전기술	원전 설계	2,558	416	44	10.7	10.1	58.6	5.9	41.6	45.4	5.5	33.0
평균							32.2	4.9	132.9	42.9	4.5	40.7

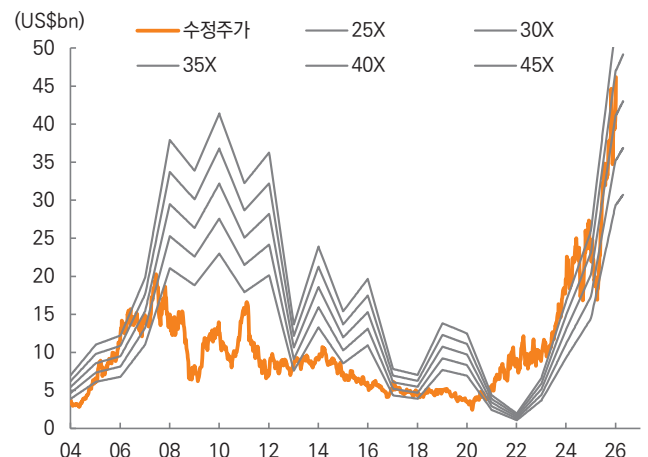
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 183. 카메코 주가 및 우라늄 현물 가격 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 184. 카메코 12MF EV/EBITDA 밴드 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

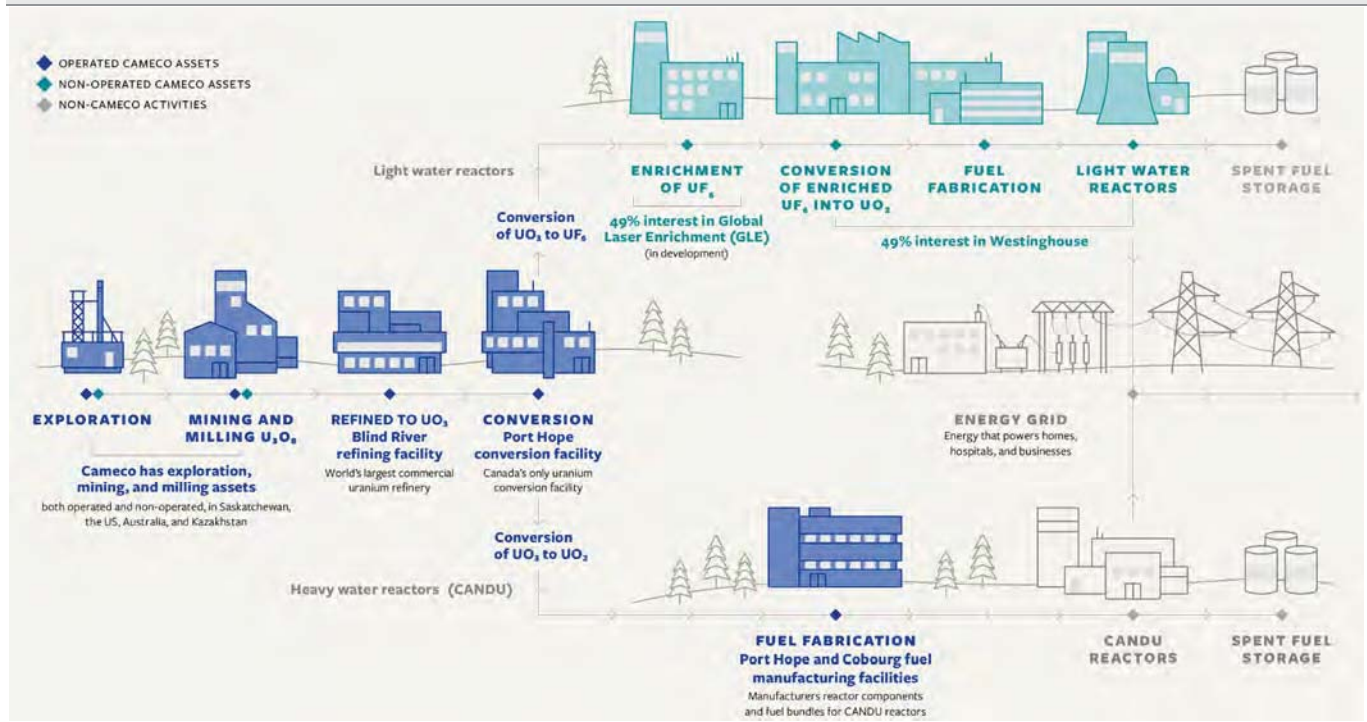
카메코 기업개요

웨스팅하우스와 우라늄을 동시에

카메코는 캐나다의 대표적인 우라늄 채굴 및 핵연료 제작 기업이다. 동사의 주요 사업은 우라늄 탐사·채굴·트레이딩과 핵연료 제작으로, 우라늄 농축을 제외한 선행핵연료주기 전반에 걸쳐 사업을 영위하고 있다. 동사는 캐나다와 카자흐스탄에 총 4.6억 파운드의 우라늄 매장량(Reserve)을 보유하고 있으며 미국, 아시아 및 호주 지역에 5.6억 파운드의 잠재적 우라늄 자원(Resource)을 보유하고 있다. 동사의 주요 생산지는 캐나다 McArthur River와 Cigar Lake 광산이며 연간 우라늄 생산량은 약 3,400만 파운드다.

동사는 2023년 웨스팅하우스 지분의 49%를 취득하며 원전 설계 부문으로 사업을 확장했다. 웨스팅하우스는 북미 대형원전 공급사로 원전 설계 및 유지보수와 핵연료 제작을 주요 사업으로 영위하고 있다. 웨스팅하우스의 주요 노형은 AP1000(대형원전)과 AP300(SMR)이다. AP1000은 미국 원자력규제위원회의 설계인증을 보유한 노형으로 페르미 아메리카 프로젝트에 채택돼 2026년 중으로 4기 착공을 앞두고 있다.

그림 185. 카메코 주요 사업 영역



자료: 카메코, 미래에셋증권 리서치센터

표 79. 카메코 지분 보유 광산업체별 매장량 및 추정치

(백만톤, %, 천lbs)

광산	확정치			추정치			총 매장량 추정치			동사 지분 보유 광산 생산량 (천lbs)
	전체 톤수 (백만톤)	매장률 (%)	생산량 (천lbs)	전체 톤수 (백만톤)	매장률 (%)	생산량 (천lbs)	전체 톤수 (백만톤)	매장률 (%)	생산량 (천lbs)	
Cigar Lake	338.1	18.11	135.0	217.5	15.36	73.7	555.6	17.03	208.6	113.8
Key Lake	61.1	0.52	0.7	-	-	-	61.1	0.52	0.7	0.6
McArthur River	2047.3	7.02	316.8	520.7	5.55	63.8	2568.0	6.72	380.5	265.6
JV Inkai	239,588.4	0.04	208.8	66,046.9	0.04	52.9	305,635.3	0.04	261.7	104.7
총합	242,035.0	-	661.2	66,785.0	-	190.3	308,820.1	-	851.5	484.7

자료: 카메코, 미래에셋증권 리서치센터

원전 산업의 수직계열화

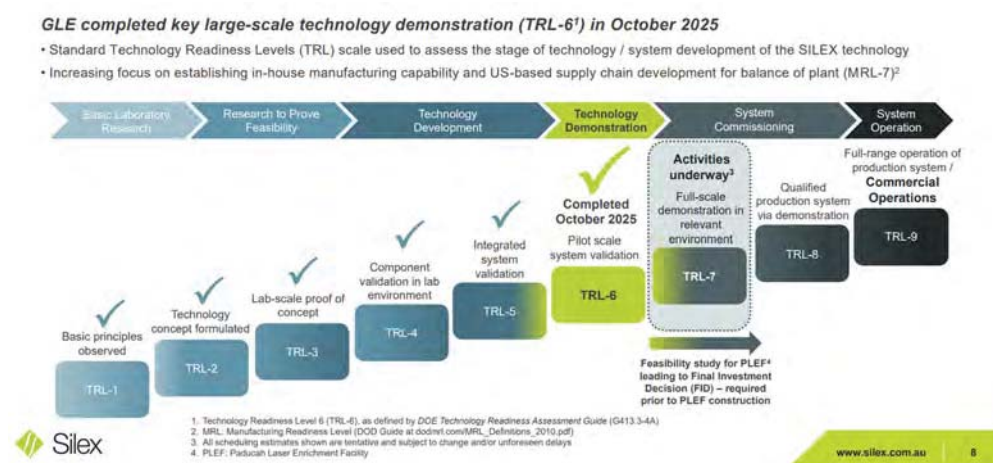
동사는 수직 계열화를 추진 중이다. 2023년 웨스팅하우스 지분 49%를 인수하며 기존 우라늄 채굴 및 중수로용 핵연료 중심의 사업 구조에서 원전 설계와 경수로용 핵연료 분야로 사업 영역을 확대했다. 웨스팅하우스는 북미 대표 원전 공급사로, 경수로 기반의 AP1000(대형원전)과 AP300(SMR) 설계 기술을 보유하고 있다. 경수로는 높은 기술 성숙도와 안정성을 바탕으로 글로벌 원전 시장의 주류 노형으로 자리잡고 있다.

더불어 동사는 Global Laser Enrichment(이하 GLE)를 통해 우라늄 농축 역량을 개발하고 있다. GLE는 Silex Systems와의 합작사로, 레이저를 활용해 우라늄을 농축하는 차세대 농축 기술을 개발 중이다. 해당 기술은 기존 가스확산이나 원심분리 방식 대비 에너지 효율이 높고 비용 구조가 낮아 차세대 농축 방식으로 주목받고 있다.

GLE는 최근 미국 에너지부로부터 '기술 준비 수준(TRL)' 6단계를 인증 받았다. TRL-6은 파일럿 규모 환경에서 기술 실증을 완료하고 상용화 단계로 나아갈 준비가 되었음을 의미한다. GLE는 지난 7월 미국 원자력규제위원회로부터 켄터키주 Paducah 농축 시설에 대한 허가 신청을 제출후 농축 시설 건설을 추진 중이다. GLE는 2030년 상업생산을 목표로 하고 있으며 에너지부의 저농축 우라늄 프로그램에 선정돼 장기 계약을 체결한 바 있다.

향후 우라늄 농축 기술 상업화가 성공할 경우 동사는 우라늄 채굴-농축-경수로용 핵연료 제조-원전 설계까지 전 밸류체인을 단일 체계로 수행할 수 있다. 핵연료 시장은 수요자와 공급자가 극도로 제한된 시장으로 자체 공급망 확보는 외주 및 운송 비용 절감, 원가 안정성 확보, 품질·납기 통제력 강화에 기여할 것으로 분석한다. 더불어 원전 설계와 핵연료를 패키지 형태로 공급해 수주 경쟁력 역시 제고될 것으로 예상된다.

그림 186. GLE, 2025년 10월 미국 에너지로부터 TRL 6단계 인증 취득



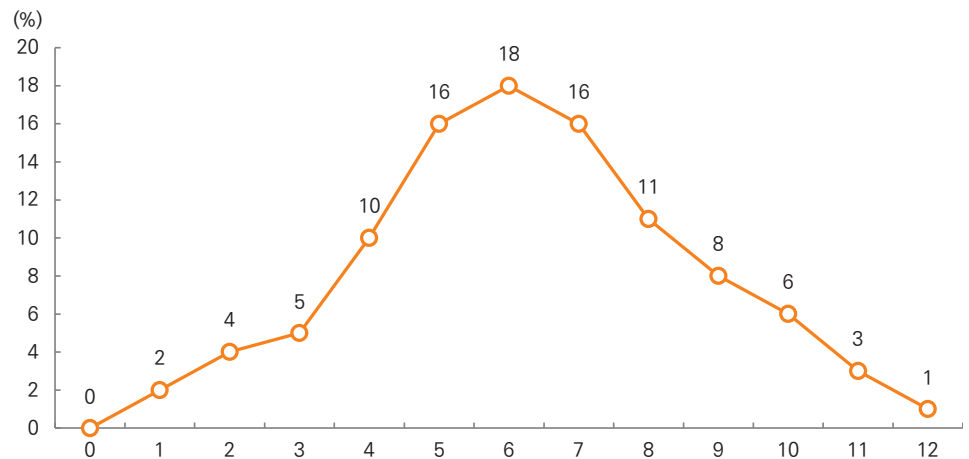
자료: Silex Systems, 미래에셋증권 리서치센터

웨스팅하우스의 수익구조는?

동사의 주된 외형성장이 웨스팅하우스를 통해 이뤄질 것으로 예상하는 만큼 웨스팅하우스의 수익구조에 대해 살펴볼 필요가 있다. 웨스팅하우스의 사업 중 가장 가파른 성장이 기대되는건 신규 원전 사업이다. 동사에 따르면 웨스팅하우스는 AP1000 사업에서 설계와 기자재 조달을 담당한다. 관련해 동사가 수취하는 수익은 전체 프로젝트 금액의 25~40%다. 미국에서 AP1000 원전 1기를 건설할 때 소요되는 비용은 약 \$6.0bn~\$8.0bn다. 따라서 동사는 신규 원전 1기당 \$2.3bn의 수익을 수취할 것으로 분석한다. EBITDA 마진은 동사의 Core business와 유사한 수준으로 20~30%으로 추정한다.

수익은 원전 건설의 진행률에 따라 11~13년동안 인식된다. 라이선싱과 설계 작업이 진행되는 1~2년은 매출 인식 비중이 비교적 적다. 이후 착공이 본격적으로 진행되는 3~4년은 NSSS 등 주요 기자재 조달이 이뤄지며 매출 인식률이 크게 증가한다. 6~9년은 주설비공사가 진행되는 기간으로 진행률이 올라감에 따라 매출 인식률도 점진적으로 감소한다.

그림 187. 웨스팅하우스의 신규 원전 사업 수익 인식 흐름



자료: 카메코, 미래에셋증권 리서치센터

표 80. 웨스팅하우스 신규 원전 사업 연도별 주요 마일스톤

연도	매출 비중(%)	진행률(%)	주요 마일스톤
0	0	0	계약 체결
1	2	2	라이선싱, 현장 엔지니어링
2	4	6	
3	5	11	
4	10	21	원자로 착공, NSSS 조달
5	16	37	원전 건설
6	18	55	
7	16	71	
8	11	82	
9	8	90	
10	6	96	전력망 연결 및 원전 상업가동
11	3	99	
12	1	100	

자료: 카메코, 미래에셋증권 리서치센터

카메코 투자포인트 및 리스크

투자포인트 1) 우라늄 수요 확대 – 글로벌 원전 증설

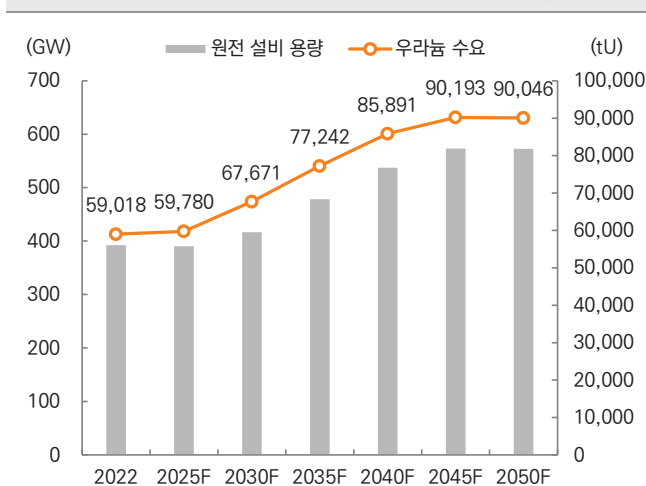
글로벌 원전 증설 가속화에 따른 우라늄 수요 확대를 전망한다. 1GW의 원전을 가동하기 위해서는 연간 약 150tU의 우라늄이 필요하다. 즉, 원전 증설에 따라 우라늄 소비량도 비례적으로 증가할 전망이다. 현재 에너지 전망 기관들은 2050년까지 저수요 시나리오의 경우 574GW, 고수요 시나리오의 경우 900GW의 원전 설비용량을 전망하고 있다. 관련해 글로벌 우라늄 수요는 적게는 90,000tU에서 많게는 142,000tU로 증가할 예정이다.

표 81. 글로벌 시나리오별 원자력 발전소 용량 및 우라늄 수요 전망 (GW, tU)

지역	2022	2025		2030		2035		2040		2045		2050	
		저수요	고수요	저수요	고수요	저수요	고수요	저수요	고수요	저수요	고수요	저수요	고수요
EU	100.9	96.7	98.3	91.5	95.9	91.1	109.6	92.7	120.5	97.4	133.3	83.5	133.7
북미	108.2	107.1	107.1	108.8	109.5	110.9	112.9	115	126.7	105.1	126.7	88.6	141.8
아시아	111.2	111.4	124.1	123.5	157.8	147.8	195.3	167.1	253.9	182.1	304.9	212.1	353.9
유럽(EU 제외)	53.1	53.7	53.7	57.8	61.9	70.9	81.1	91.5	102.8	104.4	115.7	104.4	124
중앙 및 남아메리카	3.5	3.1	3.1	4.7	5.4	6.5	8.9	6.9	12.3	7.4	15.1	7.4	17.4
중동, 중앙 및 남아시아	15.1	18	23.3	28.9	34.2	46.5	59.4	56.3	85.9	67	95.7	67	101.5
동남아시아	0	0	0	0	0	0	0	0	4	0	5	0	7
아프리카	1.8	1.8	1.8	2.9	4	6.2	7.3	9.2	18.3	11.3	19.3	11.3	20.3
태평양	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
합계	393.9	391.8	411.5	418.3	468.8	479.9	574.6	538.8	724.3	574.7	815.7	574.3	899.6
EU	13,720	11,703	14,252	14,851	16,303	14,505	18,690	14,746	20,016	15,695	22,007	13,390	21,900
북미	17,705	17,088	17,138	17,120	17,267	17,440	17,885	18,445	19,670	16,765	20,189	14,123	22,603
아시아	16,401	18,125	22,953	20,060	25,448	23,648	30,788	26,736	40,624	29,136	48,784	33,936	56,624
유럽(EU 제외)	7,525	8,810	8,820	9,648	10,362	11,446	13,104	14,116	15,704	14,616	16,204	14,616	17,532
중앙 및 남아메리카	530	568	568	873	961	1,656	2,108	1,244	2,240	1,335	2,783	1,335	3,238
중동, 중앙 및 남아시아	2,843	3,192	3,702	4,649	5,565	7,549	9,622	9,126	13,870	10,838	15,438	10,838	16,366
동남아시아	0	0	0	0	0	0	0	0	640	0	800	0	1,120
아프리카	294	294	294	470	646	998	1,168	1,478	2,928	1,808	3,088	1,808	3,248
태평양	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
합계	59,018	59,780	67,727	67,671	76,552	77,242	93,365	85,891	115,692	90,193	129,293	90,046	142,631

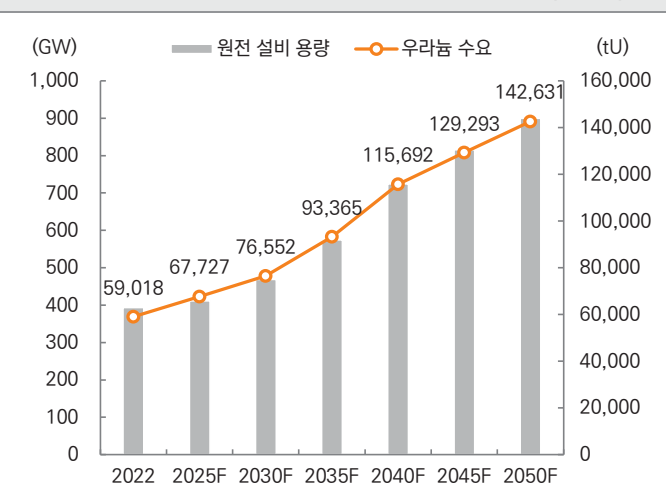
자료: IAEA, NEA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 188. 글로벌 원전 설비용량 및 우라늄 수요 전망 (저수요)



자료: IAEA, NEA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 189. 글로벌 원전 설비용량 및 우라늄 수요 전망 (고수요)



자료: IAEA, NEA, 미래에셋증권 리서치센터

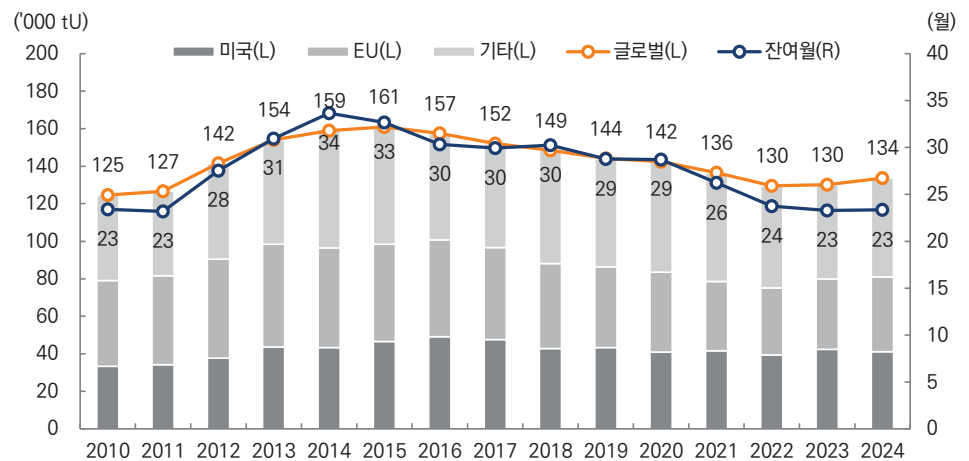
투자포인트 1) 우라늄 수요 확대 – 유틸리티사들의 연료 재비축

유틸리티사들의 우라늄 재고 비축 수요 또한 우라늄 수요 강세 요인이다. 유틸리티사들은 2010년부터 2015년까지 글로벌 원전 폐쇄 및 가동률 하락에 따라 지속적인 우라늄 가격 약세를 점쳤다. 향후 저가 우라늄을 구매할 수 있을 것이라는 기대로 신규 구매 계약을 체결하기 보다는 기존에 비축하던 우라늄 재고를 선제적으로 사용했다. 이에 따라 기존 30개월 이상의 우라늄 재고는 점진적으로 소진되며 2024년에 들어 23개월까지 하락했다.

하지만 최근들어 원전 증설에 대한 기대가 강해지며 유틸리티사들의 우라늄 재비축 수요가 증가하고 있다. 미국의 경우 러시아산 농축우라늄 수입 제한에 대비해 유틸리티사들이 카메코, Orano, Kaztomprom과 장기 계약을 재개하고 있다. 유럽 역시 단계적으로 러시아산 우라늄 수입을 축소하기 위해 우라늄 재고를 확대하고 있다. 과거와 유사하게 30개월 수준의 재고를 비축하기 위해서는 향후 연평균 1,300만 파운드의 U_3O_8 가 필요하며 이는 전체 핵연료 수요의 7%에 달한다.

유틸리티사들의 재비축 움직임은 단기적으로 가수요를 유발할 예정이다. 향후 필요한 물량을 선제적으로 구매함에 따라 단기 수요가 앞당겨지고 이에 따라 생산자 입장에서는 장기 계약 물량이 조기에 소진될 가능성이 높다. BNEF는 재비축 사이클이 본격화되는 2026년에서 2028년 사이 수급 불균형이 발생할 가능성을 높게 점치고 있다.

그림 190. 글로벌 우라늄 재고 추이



자료: Euratom, NEA, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트 2) 2030년까지 AP1000 10기 착공

웨스팅하우스는 미국 정부의 적극적인 원전 확대 정책에 힘입어 미국 내 수주 확대가 기대된다. 2025년 5월 23일 트럼프 행정부는 원자력 산업 재건을 목표로 4건의 행정명령을 발표했다. 주요 내용으로는 2030년까지 미국 내 대형원전 10기 착공이 있다. 미국 정부는 최근 정책 이행을 가속화하기 위해 웨스팅하우스와 Binding Term Sheet를 작성했다. 계약 내용에 따르면 미국 정부는 신규 원전 프로젝트에 필요한 인허가와 각종 승인 절차가 조속히 진행될 수 있도록 지원할 예정이다.

행정명령 발표 전후로 다수의 유틸리티 및 발전사업자가 AP1000을 전력원으로 채택하는 방안을 논의 중이다. 카메코의 3Q25 컨콜에 따르면 최근 미국 유틸리티사로부터 동사의 AP1000 도입 관련 논의가 빠르게 증가하고 있다. 이미 일부 프로젝트는 본격적인 사업화 단계로 전환되고 있다. 대표적으로 페르미 아메리카는 텍사스 마타도어 캠퍼스에 AP1000 원전 4기를 건설하기로 결정했다. 페르미 아메리카는 현재 미국 원자력규제위원회에 원전 건설을 위한 COL 신청서를 제출한 상태다.

그림 191. 카메코와 미국 정부의 Binding Term Sheet 발췌

To that end,

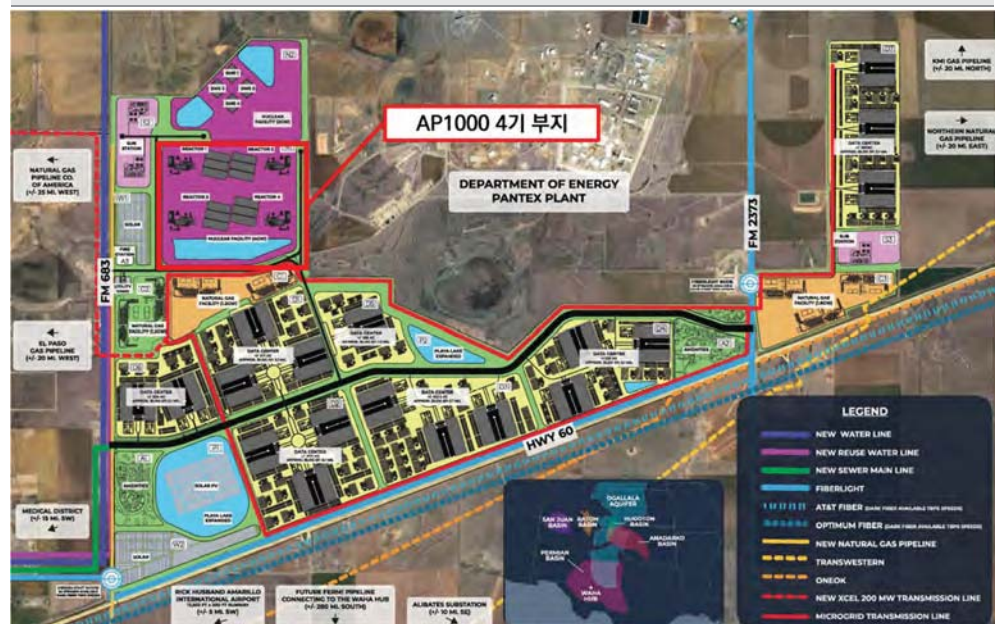
- Westinghouse will use its resources to accelerate the build-out of nuclear technology in the United States and globally and help facilitate nuclear power becoming a cornerstone of the next generation investment into artificial intelligence and the buildout of AGI in the United States; and
- USG will support Westinghouse, by, among other things, arranging financing and ordering new Westinghouse nuclear reactors to be built in the United States with an aggregate investment value of at least \$80 billion and facilitating permits for new builds, and providing other various forms of support. In particular, the near term financing of long lead time items is required to achieve the level of desired new build in the United States by 2030.

In that context, the Partners will, in good faith, work together to achieve these objectives, including:

- USG making available all required permits and helping obtain all approvals required, that can accommodate the near-term build-out of new nuclear plants.
- USG making available capital required to fund long lead supply chain items and other costs associated with the initial stages of building new nuclear plants.

자료: 카메코, 미래에셋증권 리서치센터

그림 192. 페르미 아메리카 Matadoor Campus AP1000 부지



자료: 페르미 아메리카, 미래에셋증권 리서치센터

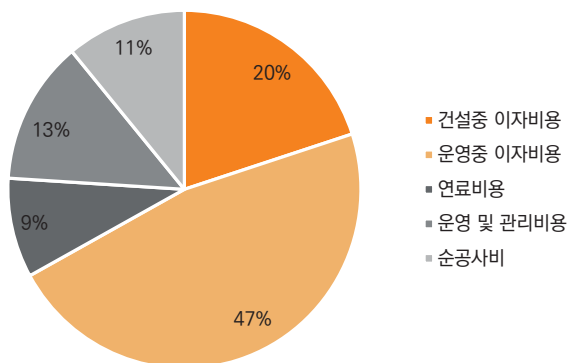
투자포인트 3) 자금 조달 비용? 정부가 책임질게

미국 정부는 웨스팅하우스와 체결한 Binding Term Sheet를 통해 최소 800억 달러 규모의 신규 원전 사업에 대한 재정 지원을 약속했다. 미국에서 대형원전 1기 건설에 약 80억 달러가 소요된다. 800억 달러는 행정명령에서 제시한 ‘2030년까지 대형원전 10기 착공’ 목표와 정확히 일치한다는 점에서 정책적 의지가 돋보인다. 구체적인 지원 구조는 아직 확정되지 않았으나, 웨스팅하우스는 미국 에너지부의 Loan Program, 주 단위 프로젝트 파이낸싱 등 다양한 형태의 지원이 가능하다고 밝혔다. 최근 블룸버그는 미국 정부가 직접 10기 원전을 소유·운영하는 옵션까지 내부 검토 중이라고 보도한 바 있어 신규 원전사업에 동력으로 작용할 예정이다.

재정 지원이 중요한 이유는 원전의 경제성에서 자금조달비용이 차지하는 비중이 압도적으로 높기 때문이다. 원전은 건설기간이 길고 초기 현금흐름이 발생하기까지 상당한 시간이 소요된다. 따라서 해당 기간 건설을 위한 이자비용이 지속적으로 발생한다. NEA에 따르면 원전 LCOE에서 금융 비용 비중은 67%에 달하며, 이 중 20%는 건설 중 발생하는 이자, 47%는 완공 이후 장기간 발생하는 이자 부담으로 구성된다. 정부가 재원 조달을 직접 지원하면 금융비용이 크게 감소하고 LCOE가 낮아져 유틸리티의 투자 가능성이 높아질 것으로 분석한다.

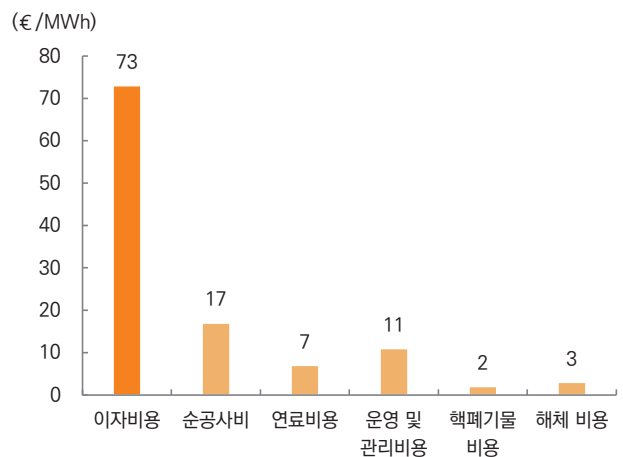
물론 800억 달러가 웨스팅하우스에 직접적으로 현금으로 지급되는 구조는 아니다. 다만 웨스팅하우스는 AP1000 노형의 설계와 기자재 조달을 담당하며 안정적인 수익을 확보할 수 있을 것으로 기대한다. 카메코 또한 AP1000에 들어가는 핵연료의 공급권을 가지고 있어, 신규 원전 준공 시 우라늄 판매·핵연료 제조·리사이클링 등으로 부수적인 매출 성장이 예상된다. 정부 지원금은 단기적으로는 웨스팅하우스, 장기적으로는 카메코의 실적에 기여하며 성장 모멘텀을 제공할 것으로 판단한다.

그림 193. 원자력 발전소 LCOE 구성



자료: NEA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 194. Hinkley Point C MWh당 항목별 비용



자료: NOA, 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트 4) 한수원으로부터의 로열티

웨스팅하우스는 한국수력원자력과 지적재산권 협상에 따라 안정적인 추가 수익원을 확보했다. 앞서 웨스팅하우스는 한수원이 체코 원전 사업 수주에 도전하자 한수원의 APR1400 노형이 자사의 기술을 활용했으며 미국의 동의 없이는 제3국으로 수출이 불가능하다 주장했다. 이에 한수원은 과거 UAE 바라카 원전 사업과 마찬가지로 미국과 협상을 진행했고 지식재산권 소송을 취하하는 대가로 향후 원전 시장에서 협력하기로 합의했다.

상세 합의 내용은 비밀유지조항에 따라 공개되지는 않았지만 주요 내용은 다음과 같다. 첫째, 한수원은 제3국으로 수출하는 원전 1기당 1억 7,500만 달러의 설계 기술사용료를 웨스팅하우스에 지급해야 한다. 둘째, 한수원은 제3국으로 수출하는 원전 1기당 웨스팅하우스와 6억 5,000만 달러 규모의 물품 용역 계약을 체결해야 한다. 셋째, 위 비용은 2025년 금액을 기준으로 향후 물가상승률에 따라 자동 조정된다. 웨스팅하우스는 2Q25 실적으로 두코바니 원전 사업에서 약 3억 4,700만 달러(≈1억 7,500만 달러 * 2기)의 수익을 인식한 바 있다.

웨스팅하우스는 지적재산권 합의에 따라 2030년까지 최대 17.5억 달러의 기술사용료와 78억 달러 규모의 용역 수주가 예상된다. 한수원은 두코바니 원전 2기에 더해 2030년까지 총 10기의 원전 수출을 목표로 하고 있다. 2026년에는 튀르키예 시노프 원전 1, 2호기, 2027년에는 UAE 바라카 원전 5, 6호기, 2028년에는 사우디항 두와이힌 원전 1, 2호기, 2029년에는 베트남항 중부 원전 1, 2호기, 2030년에는 체코 테멀린 원전 3, 4호기 수출이 예상된다. 기술사용료는 별도의 매출원가가 발생하지 않아 수익성이 매우 높다.

표 82. 한국수력원자력 원전 수출 목표

(억 달러)

국가	원전	기수	수주목표	기술사용료	물품 용역
체코	두코바니 5, 6호기	2	본계약 체결	3.5 (기반영)	13.0
튀르키예	시노프 1, 2호기	2	2026~2027	3.5	13.0
UAE	바라카 5, 6호기	2	2027~2028	3.5	13.0
사우디 아라비아	두와이힌 1, 2호기	2	2028~2029	3.5	13.0
베트남	중부원전 1, 2호기	2	2029~2030	3.5	13.0
체코	테멀린 3, 4호기	2	2030~2031	3.5	13.0
합계				17.5	78.0

주: 물가인상 미반영

자료: 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트 5) 알짜배기 시장만 쏙쏙

웨스팅하우스는 팀 코리아와 시장 분할 계약을 통해 미국, 유럽, 일본 등 주요 거점 시장에 대해 독점권을 확보했다. 보도에 따르면 웨스팅하우스와 팀 코리아는 각기 진출 가능한 지역에 대해 상호 경쟁 금지 조약을 체결한 것으로 파악된다. 구체적인 조건은 공개되지 않았으나, 팀 코리아는 동남아시아, 중앙아시아, 아프리카, 남미, 요르단, 터키, 중동을 지역으로 수출 시장이 제한된 것으로 확인된다. 반면 웨스팅하우스는 북미, 유럽, 우크라이나, 등 주요 서방 국가 중심의 시장에서 사업을 이어갈 전망이다.

웨스팅하우스가 담당하는 시장은 기타 국가 대비 경쟁이 제한적이다. 서방 국가들은 에너지 안보를 이유로 중국(CNNC)과 러시아(Rosatom)의 진입이 사실상 불가능하다. 팀 코리아는 On-Time, On-Budget 역량이 우수해 웨스팅하우스와 치열한 경쟁이 예상됐으나 앞으로는 시장 분할 계약에 따라 경쟁 구도가 해소될 예정이다. 남은 경쟁자는 EDF 뿐이나 EDF는 최근 사업 역량이 저하돼 시장 영향력이 크게 위축된 상태다.

그림 195. 한수원·한전-웨스팅하우스 합의에 따른 원전 수주 대상지역



자료: 연합뉴스, 미래에셋증권 리서치센터

리스크) 우라늄, 미국 핵심 광물 목록에 포함

동사는 우라늄이 미국의 핵심 광물 목록에 추가됨에 따라 향후 미국 내 우라늄 기업들과의 경쟁에서 원가 경쟁력이 약화될 수 있다. 미국 행정부는 2025년 11월 6일 우라늄을 핵심 광물 목록에 추가했다. 핵심 광물 목록은 미국 정부가 관세, 개발 인허가, 세제지원 여부를 결정할 때 참고하는 자료다. 우라늄이 핵심 광물 목록에 포함됨에 따라 우라늄 에너지, 에너지 퓨얼스 등 미국 내 우라늄 생산 기업들은 보조금 등 정책적 지원을 우선적으로 받을 가능성이 높아졌다. 카메코 등, 해외 기업들에는 무역확장법 232조를 근거로 추가 관세가 부과될 위험이 있다. 다만 카메코는 우호국인 캐나다 기업이며, 미국 내 다른 기업들도 상업 생산까지 상당 시간이 필요한 만큼 단기 영향은 제한적일 것으로 판단한다.

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.