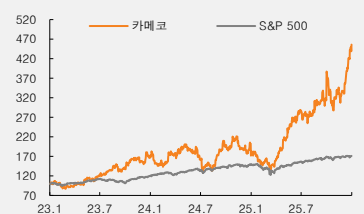


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ USD 155
현재주가(26/1/27)	USD 125.97
상승여력	23.0%

S&P 500(p)	6,978.60
EPS 성장률(25F, %)	169.2
P/E(25F, x)	86.0
배당수익률(%)	0.2

시가총액(십억USD)	54.85
시가총액(조원)	79.14
상장주식수(백만주)	435.5
60일 평균 거래대금(백만USD)	399.15
52주 최저가(USD)	36.68
52주 최고가(USD)	125.97

(%)	1M	6M	12M
절대주가	35.7	58.3	165.1
상대주가	34.7	44.9	128.4



[글로벌 에너지]

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

카메코

질주는 멈추지 않는다

목표주가 \$155로 상향. 매수 의견 유지

카메코의 목표주가를 \$138에서 \$155로 상향 조정하며, 투자 의견은 매수를 유지한다. 목표주가 상향은 업황 개선에 따른 실적 전망치 상향과 타겟 멀티플 조정에 기인한다. 최근 우라늄 가격 상승을 반영해 2028년 우라늄 및 핵연료 사업부의 EBITDA 추정치를 각각 8.5%와 11.1% 상향했다. 타겟 EV/EBITDA 멀티플은 북미 우라늄 밸류체인의 밸류에이션 확대를 반영해 우라늄 사업부는 기존 19.5배에서 23.4배, 핵연료 사업부는 기존 24.9배에서 26.2배로 상향 조정했다.

멈추지 않는 우라늄 가격

우라늄 장기 계약 가격이 파운드당 \$86.5를 기록하며 18년 만에 고점을 경신했다. 앞서 2024년 현물 가격이 일시적으로 파운드당 \$100를 기록 후 주춤하고 있지만 장기 계약의 상승세는 안정적으로 유지되고 있다. 장기 계약은 단기적인 투기성 수요보다는 유틸리티사들의 실질적인 수요를 반영한다는 점에서 주목할 필요가 있다. 신규 원전 사업에 대한 가시성이 높아짐에 따라 유틸리티사들이 보다 적극적으로 우라늄 재고를 비축중인 것으로 확인된다.

동사는 우라늄 가격에 대한 수익성 레버리지가 높다. 동사는 캐나다에 2개의 광산을 운영 중으로 평균적인 현금성 생산 단가는 파운드당 \$30~35로 확인된다. 생산 단가를 상회하는 우라늄 가격 상승은 1대1 성격으로 동사의 매출총이익에 기여한다고 봐도 무방하다. 앞서 2007~2009년 우라늄 사이클 당시 동사는 연간 35.5%의 영업이익률을 달성한 이력이 있다. 금번 사이클은 보다 많은 원전이 증설될 것으로 전망되며, 사이클의 초입인 점을 고려하면 추가적인 우라늄 단가 인상 가능성이 높다. 우라늄 가격 상승과 함께 우라늄 및 핵연료 사업부의 가파른 실적 개선을 전망한다.

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	38	43
영업이익 (USD 100mn)	3	5	6	8	12
영업이익률 (%)	11.5	16.1	17.6	21.1	27.9
순이익 (USD 100mn)	4	2	5	8	12
EPS	0.83	0.40	1.06	1.79	2.65
ROE (%)	6.0	2.8	6.9	10.5	14.0
P/E (배)	51.8	130.0	86.0	70.5	47.6
P/B (배)	3.1	3.5	5.7	7.1	6.3

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 카메코, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 카메코 밸류에이션

(백만 C\$)

	2028F EBITDA	EV/EBITDA	Value	비고
우라늄	1,793.6	23.4	41,971.1	북미 우라늄 채굴 기업 2028F EV/EBITDA 평균에 30% 할인 적용
핵연료	392.2	26.2	10,292.5	북미 핵연료 기업 2028F EV/EBITDA 평균 적용
웨스팅하우스	1,326.2	33.0	43,763.9	한전기술 2027F EV/EBITDA에 30% 할인 적용
기업가치 (c) = (a) + (b)			96,027.6	
카메코 순차입금			680.8	
웨스팅하우스 순차입금			2,183.4	
카메코 주식가치			93,163.3	
발행 주식 수(천주)			435.3	
추정주당가치 (CAD)			214.02	환율 1US\$ = 1.36C\$
추정주당가치 (USD)			155.00	
현재주가 (USD)			125.97	26.01.28 기준
상승여력 (%)			23.0%	투자의견 매수

주: 기타 사업부 실적 우라늄과 핵연료 사업부에 이익과 비례해 분배

자료: 카메코, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 카메코 사업부별 매출액 추이

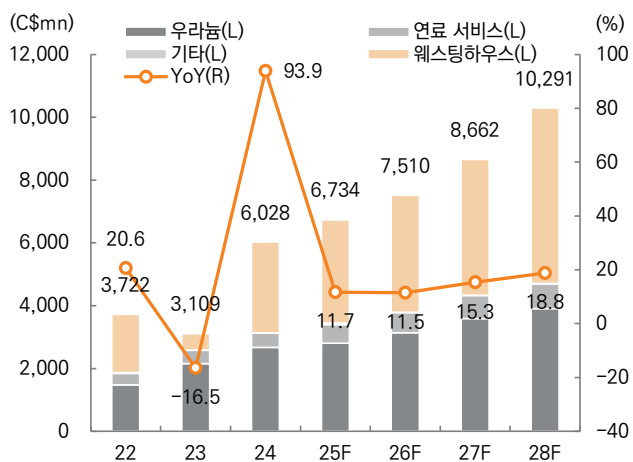
주1: 웨스팅하우스는 지분법(49%) 회계처리로 연결 수익에는 미반영
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 카메코 사업부별 조정 EBITDA 추이

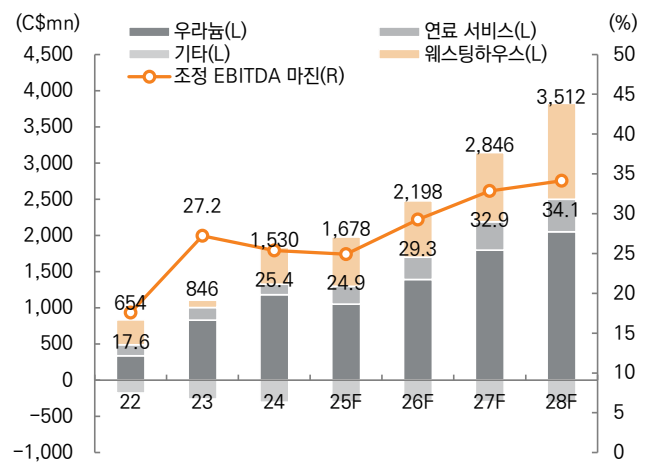
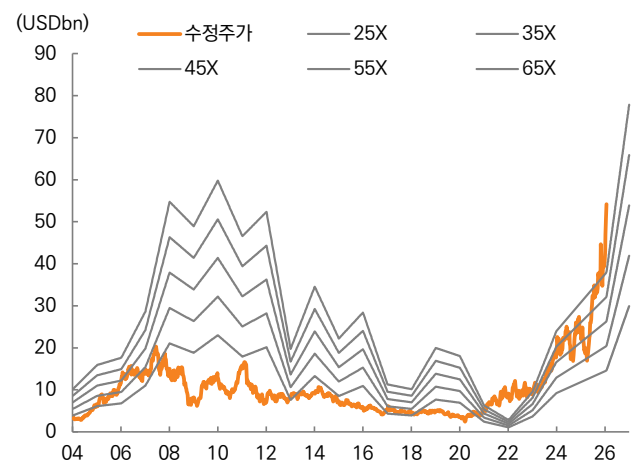
주: 웨스팅하우스는 지분법(49%) 회계처리로 연결 이익에는 미반영
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 카메코 주가 및 우라늄 현물 가격 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 카메코 12MF EV/EBITDA 밴드 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 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	94.0	107.2	116.0	125.3	131.7
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	47.0	53.6	58.0	62.7	65.8
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 3. 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	1002.3	694.8	1383.7	3,447.5	3,791.0	4,330.5	4,710.1
우라늄	618.8	705.4	523.3	962.1	603.8	799.1	599.8	1140.3	2,809.6	3,143.0	3,592.4	3,909.5
연료서비스	134.7	162.0	91.3	204.3	104.7	201.4	93.1	241.6	592.3	640.8	730.5	792.6
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	237.9	393.6	219.3	244.1	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	58.8	96.4	67.5	36.4
탐사비	7.9	6.0	8.0	6.5	7.3	7.3	7.3	7.3	7.9	6.0	8.0	6.5
연구개발비	14.0	-0.7	10.3	16.9	12.0	12.0	12.0	12.0	14.0	-0.7	10.3	16.9
기타 영업비용	1.4	-10.6	-8.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4	-10.6	-8.4	0.0
자산 처분 (이익) 손실	2.2	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.2	0.0	-0.2	0.0
영업이익	185.9	166.0	93.0	127.9	158.7	314.4	140.0	164.8	572.8	777.9	1,208.7	1,458.6
우라늄	192.2	218.9	156.0	102.2	196.8	304.0	180.6	121.5	669.4	803.0	1,168.6	1,381.4
연료서비스	68.1	44.4	16.9	80.7	34.3	82.6	31.8	115.6	210.1	264.2	346.5	400.9
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	22.3	31.4	20.2	11.9	16.6	20.5	27.9	31.0
YoY Growth	46.7	62.7	-7.3	-29.3	-14.6	89.4	50.5	28.8	12.3	35.8	55.4	20.7
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	4.2	4.8	5.5	19.6	17.4	26.4	29.8
지분법이익	-26.9	188.7	-16.3	-9.8	64.0	100.3	104.7	105.4	135.7	374.4	459.4	730.4
JV Inkai	35.2	62.5	16.0	3.0	30.1	65.6	68.8	73.0	116.7	237.5	253.5	266.4
웨스팅하우스	-62.1	126.2	-32.3	-12.9	33.8	34.7	35.9	32.5	19.0	136.9	205.9	464.0
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	101.9	205.6	399.0	229.6	255.9	633.6	1,090.0	1,614.8	2,139.2
법인세	53.4	78.4	3.1	20.4	41.1	79.8	45.9	51.2	155.3	218.0	323.0	427.8
당기순이익	70.7	313.5	12.6	81.5	164.5	319.2	183.7	204.7	478.3	872.0	1,291.9	1,711.3
순이익률(%)	9.0	35.7	2.0	7.0	23.2	31.8	26.4	14.8	13.9	23.0	29.8	36.3
조정 EBITDA	353.7	676.5	310.2	337.9	474.6	677.1	507.5	538.6	1,678.2	2,197.7	2,846.4	3,512.0
우라늄	286.4	354.2	221.2	189.7	305.3	459.1	340.8	287.8	1,051.5	1,393.1	1,798.6	2,051.2
연료서비스	75.1	57.8	23.5	90.2	44.5	93.2	41.9	126.0	246.6	305.6	390.9	448.6
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	111.3	194.9	194.9	194.9	194.9	679.4	779.8	954.3	1,326.2

자료: 카메코, 미래에셋증권 리서치센터

카메코 (CCJ US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(USD 100mn)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	31	34	38	43
매출원가	24	26	27	28
매출총이익	7	8	11	15
판매비와관리비	3	3	3	3
영업이익	5	6	8	12
비영업손익	-2	1	3	4
금융손익	-1	0	-1	-1
관계기업관련손익	0	0	4	5
기타이익추가	-1	1	0	0
법인세차감전순이익	3	7	11	16
법인세	1	2	2	3
당기순이익	2	5	9	13
지배주주	2	5	8	12
비지배주주	0	0	1	1

Growth & margins	2024	2025F	2026F	2027F
매출액증가율	19.2	9.7	11.8	13.2
매출총이익증가율	16.7	14.3	37.5	36.4
영업이익증가율	66.7	20.0	33.3	50.0
순이익증가율	-50.0	150.0	80.0	44.4
EPS증가율	-52.5	169.2	68.0	48.1
매출총이익률	22.6	23.5	28.9	34.9
영업이익률	16.1	17.6	21.1	27.9
당기순이익률	6.5	14.7	23.7	30.2

예상 현금흐름표 (요약)

(USD 100mn)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	9	10	12	14
당기순이익	2	5	9	13
감가상각비	3	3	3	4
기타	4	2	0	-3
투자활동 현금흐름	-2	-4	-4	-4
- 자본적 지출(CAPEX)	-2	-4	-4	-4
기타	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	-7	-3	1	1
배당금	1	1	1	2
자본 증가	0	0	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-5	-3	0	0
기타	-3	-1	0	-1
현금의 증감	0	4	5	7
기초현금	6	6	10	16
기말현금	6	10	16	23

예상 재무상태표 (요약)

(USD 100mn)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	19	23	31	40
현금성자산	6	10	16	23
매출채권	4	3	4	5
재고자산	8	8	10	11
기타유동자산	1	2	1	1
비유동자산	80	79	84	89
투자자산	32	31	35	40
유형자산	33	34	35	36
무형자산	0	0	0	0
기타비유동자산	15	14	14	13
자산총계	99	103	115	129
유동부채	12	9	11	12
매입채무	1	1	2	2
단기차입금	0	0	0	0
기타유동부채	11	8	9	10
비유동부채	24	23	26	28
장기금융부채	10	10	10	10
기타비유동부채	14	13	16	18
부채총계	35	32	36	39
지배주주지분(연결)	64	70	77	88
자본금	29	29	29	29
자본잉여금	2	2	2	2
이익잉여금	31	35	42	53
기타	2	4	4	4
비지배주주지분(연결)	0	0	1	2
자본총계	64	70	78	90

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (배)	130.0	86.0	70.5	47.6
P/S (배)	7.1	11.6	14.5	12.7
P/B (배)	3.5	5.7	7.1	6.3
EV/EBITDA (배)	29.1	42.2	31.7	22.2
EPS	0.40	1.06	1.79	2.65
BPS	14.62	16.14	17.76	20.11
DPS	0.11	0.16	0.30	0.45
배당성향 (%)	27.8	14.8	15.0	15.2
배당수익률 (%)	0.2	0.2	0.2	0.4
매출채권회전율 (회)	8.1	9.9	10.0	10.0
재고자산회전율 (회)	4.1	4.2	4.3	4.3
매입채무 회전율 (회)	9.1	19.9	19.3	17.4
ROA (%)	1.7	4.7	8.0	10.6
ROE (%)	2.8	6.9	10.5	14.0
ROIC (%)	7.6	9.8	13.6	20.4
부채비율 (배)	55.7	45.8	46.5	43.6
유동비율 (배)	162.2	263.6	294.7	343.9
순차입금/자기자본 (배)	10.7	-0.6	-7.1	-14.4

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.