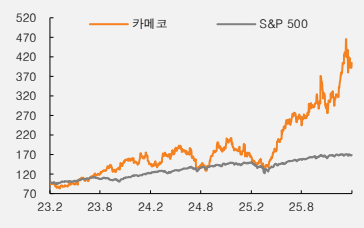


투자의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ USD 140
현재주가(26/2/18)	USD 116.50
상승여력	20.2%

S&P 500(p)	6,881.31
EPS 성장률(25F, %)	227.6
P/E(25F, x)	70.7
배당수익률(%)	0.2

시가총액(십억USD)	50.74
시가총액(조원)	73.24
상장주식수(백만주)	435.5
60일 평균 거래대금(백만USD)	440.03
52주 최저가(USD)	36.68
52주 최고가(USD)	134.09

(%)	1M	6M	12M
절대주가	0.1	51.7	143.1
상대주가	0.9	42.1	116.6



[글로벌 에너지]

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

카메코

역대급 호실적과 더욱 기대되는 미래

4Q25 Review: 평가 인상과 생산 정상화로 견조한 실적 달성

동사의 4Q25 매출액은 C\$1.2bn(+1.5% YoY, 컨센 C\$1.1bn), 조정 EBITDA는 C\$591mn(+12.9% YoY, 컨센 C\$529.4mn)를 기록하며 시장 기대치를 큰 폭으로 상회했다. 우라늄 가격 상승(4Q25: C\$91.3/lb vs 4Q24: C\$80.9/lb)에 따른 제품 평가 인상이 실적에 긍정적으로 작용했다. 우라늄 생산량은 Cigar Lake에서 2.6백만 파운드, McArthur/Key Lake 광산에서 3.3백만 파운드로 앞서 2~3분기 중 발생했던 생산 지연 이전 수준을 회복했다. 핵연료 사업부는 생산량 3.8백만 kgU, 판매량 4.4백만 kgU를 달성하며 가이던스에 부합했다. 지분법 손익으로 반영되는 웨스팅하우스는 매출액 C\$957mn, 조정 EBITDA \$211.4mn를 기록하며 팀 코리아로부터 수취하는 기술사용료 외 주력 사업에서도 견조한 성장세를 시현했다.

경영진의 자신감에 주목하자

역대급 호실적을 기록한 가운데, 이제는 향후 성장세에 주목할 시점이다. 금번 컨콜에서는 유틸리티사들의 우라늄 구매가 단순한 수사(rhetoric)를 넘어 실질적인 장기 계약 체결로 전환되고 있다는 점이 강조됐다. 비전통적 수요처로는 데이터센터를 필두로 정부, 산업, 민간에서도 구매 의사가 확인되고 있다. 특히 2025년 계약 물량은 유틸리티사들의 연간 소요량을 보전하는 'replacement rate'를 미달하고 있어 누적된 미계약 수요가 점진적으로 가격에 상승 압력으로 작용할 것으로 전망한다.

웨스팅하우스 부문 역시 신규 원전 프로젝트가 아직 실적에 반영되지 않은 상태다. 현재 캐나다 14기, 미국 20기의 파이프라인을 검토 중이며 불가리아·폴란드 프로젝트도 연내 FID를 목표로 병행되고 있다. 지난해 발표된 미국 정부와의 파트너십과 최근 CEO가 미국 에너지부와의 미팅에 초청된 점을 고려하면 근시일 내 구체적인 후속 계약과 신규 프로젝트에 대한 로드맵이 발표될 것으로 기대한다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 \$140으로 10.7% 하향

동사의 목표주가를 기존 \$155에서 \$140으로 10.7% 하향하며, 투자의견은 '매수'를 유지한다. 금번 분기부터 제공된 회사의 우라늄 가격 변동에 따른 평가 민감도 자료에 기반해 제품 평가 추정치를 일부 하향 조정했다. 2030년까지 연간 약 2,800만 파운드(통상 연간 판매량 약 3,300만 파운드)에 대해 장기 계약이 체결돼 있어, 우라늄 가격을 평가에 반영하기에는 시간이 필요한 상황이다. 다만 우라늄 강세가 지속될 경우 증설 가능성을 염두해야 한다. 신규로 개발되는 광산은 보다 높은 가격에 신규 계약을 체결할 수 있어 ASP 상승 및 수익성 개선에 기여할 것으로 전망한다. 우라늄 사이클의 초입인점을 감안하면, 이익 추정치 재상향 가능성도 존재한다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (USD 100mn)	26	31	35	37	41
영업이익 (USD 100mn)	3	5	6	7	9
영업이익률 (%)	11.5	16.1	17.1	18.9	22.0
순이익 (USD 100mn)	4	2	6	7	9
EPS	0.83	0.40	1.29	1.62	2.03
ROE (%)	6.0	2.8	8.4	9.5	10.9
P/E (배)	51.8	130.0	70.7	72.1	57.4
P/B (배)	3.1	3.5	5.6	6.6	6.0

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 카메코, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 카메코 밸류에이션

(백만 C\$)

	2028F EBITDA	EV/EBITDA	Value	비고
우라늄	1,479.3	21.5	31,790.9	북미 우라늄 채굴 기업 2028F EV/EBITDA 평균에 30% 할인 적용
핵연료	306.3	24.2	7,411.8	북미 핵연료 기업 2028F EV/EBITDA 평균 적용
웨스팅하우스	1,326.2	35.4	46,973.3	한전기술 2027F EV/EBITDA에 30% 할인 적용
기업가치 (c) = (a) + (b)			86,176.0	
카메코 순차입금			312.0	
웨스팅하우스 순차입금			2,187.0	
카메코 주식가치			83,677.0	
발행 주식 수(천주)			435.3	
추정주당가치 (CAD)			192.22	환율 1US\$ = 1.37CA\$
추정주당가치 (USD)			140.00	반올림 US\$140.31
현재주가 (USD)			116.50	26.02.18 기준
상승여력 (%)			20.2%	투자의견 매수

주: 기타 사업부 실적 우라늄과 핵연료 사업부에 이익과 비례해 분배

자료: 카메코, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 카메코 사업부별 매출액 추이

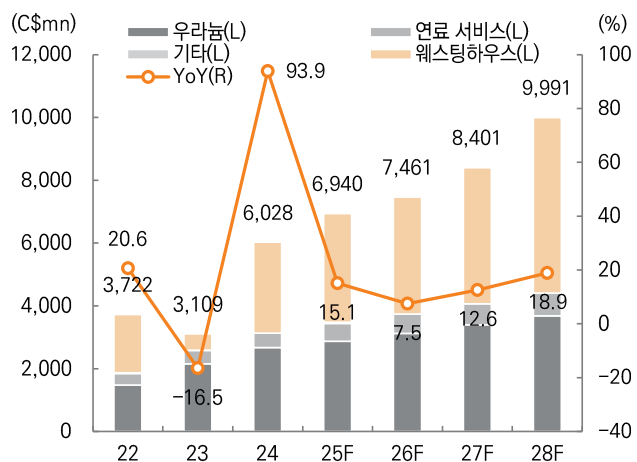
주1: 웨스팅하우스는 지분법(49%) 회계처리로 연결 수익에는 미반영
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 카메코 사업부별 조정 EBITDA 추이

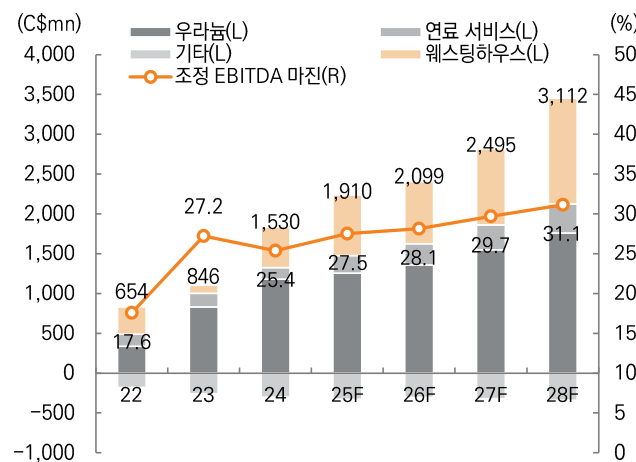
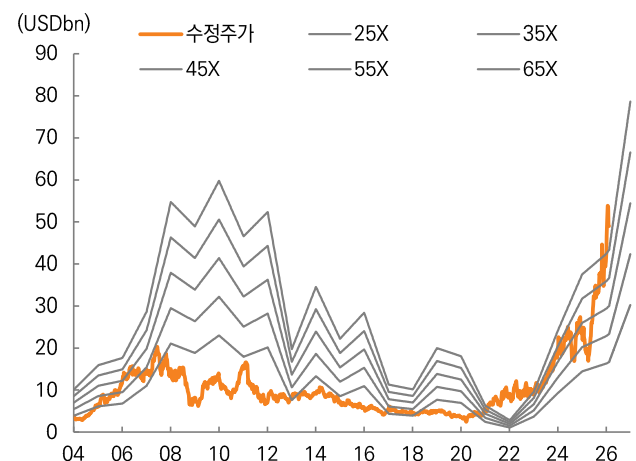
주: 웨스팅하우스는 지분법(49%) 회계처리로 연결 이익에는 미반영
자료: 미래에셋증권 리서치센터

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	21.0	20.5	20.9	21.3	21.7	21.9
우라늄 구매량	mn lb	11.0	18.2	11.3	10.9	9.6	9.8	10.0	10.2	10.4	10.6
우라늄 생산량 및 구매량	mn lb	17.1	28.6	28.9	34.2	30.6	30.3	30.9	31.5	32.1	32.5
우라늄 판매량	mn lb	24.2	25.7	32.0	33.6	32.9	33.1	33.3	33.5	33.7	33.9
우라늄 ASP	C\$/lb	43.2	57.8	67.5	79.4	86.7	94.0	101.7	109.6	116.7	121.2
핵연료 생산량	mn lb	12.1	13.0	13.2	13.4	14.0	14.1	14.2	14.3	14.4	14.5
핵연료 판매량	mn lb	13.6	11.1	12.0	12.1	13.1	13.1	13.2	13.2	13.3	13.3
핵연료 ASP	C\$/lb	29.9	33.3	36.3	39.6	45.5	47.0	50.9	54.8	58.4	60.6
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	1200.9	744.0	1018.2	674.5	1305.0	3,481.9	3,741.7	4,070.0	4,410.0
우라늄	618.8	705.4	523.3	1026.5	634.0	813.3	583.8	1091.1	2,874.0	3,122.3	3,397.8	3,683.5
연료서비스	134.7	162.0	91.3	174.4	109.9	204.9	90.7	213.9	562.4	619.4	672.2	726.5
기타	35.9	9.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	45.6	0.0	0.0	0.0
매출총이익	270.2	257.1	170.3	272.7	257.3	399.0	176.2	157.5	970.3	990.1	1,216.3	1,425.6
관리비	58.8	96.4	67.5	88.5	63.1	63.1	63.1	63.1	311.3	252.5	267.5	282.5
탐사비	7.9	6.0	8.0	5.7	8.1	8.1	8.1	8.1	27.6	32.5	34.5	36.5
연구개발비	14.0	-0.7	10.3	14.9	13.1	13.1	13.1	13.1	38.5	52.5	54.5	56.5
기타 영업비용	1.4	-10.6	-8.4	-10.7	0.0	0.0	0.0	0.0	-28.3	0.0	0.0	0.0
자산 처분 (이익) 손실	2.2	0.0	-0.2	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	3.1	0.0	0.0	0.0
영업이익	185.9	166.0	93.0	173.3	173.0	314.7	91.8	73.2	618.1	652.6	859.8	1,050.1
우라늄	192.2	218.9	156.0	228.3	211.9	306.9	160.9	62.2	795.4	741.8	922.7	1,085.9
연료서비스	68.1	44.4	16.9	49.8	39.5	86.1	9.4	89.3	179.1	224.3	268.4	313.6
기타	-74.4	-97.3	-79.9	-104.8	-78.4	-78.3	-78.4	-78.4	-356.4	-313.5	-331.4	-349.3
OPM	23.5	18.9	15.1	14.4	23.2	30.9	13.6	5.6	17.8	17.4	21.1	23.8
YoY Growth	46.7	62.7	-7.3	-4.3	-7.0	89.6	-1.3	-57.8	21.2	5.6	31.8	22.1
금융비용	30.1	27.0	28.1	30.0	19.9	19.9	19.9	19.9	115.2	79.7	79.7	79.7
파생상품손실	8.9	-147.7	69.8	-26.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-95.0	0.0	0.0	0.0
금융수익	3.7	5.4	6.8	7.3	3.0	4.2	4.4	4.7	23.2	16.2	20.1	25.4
지분법이익	-26.9	188.7	-16.3	70.8	103.4	95.3	98.7	98.5	216.4	395.9	437.3	709.7
JV Inkai	35.2	62.5	16.0	45.2	69.5	60.6	62.8	65.9	158.9	258.9	231.1	245.5
웨스팅하우스	-62.1	126.2	-32.3	25.7	33.8	34.7	35.9	32.7	57.5	137.1	206.1	464.2
환이익	0.4	-88.9	29.7	-2.9	0.0	0.0	0.0	0.0	-61.7	0.0	0.0	0.0
기타이익	0.0	0.0	0.3	-1.8	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.5	0.0	0.0	0.0
세전이익	124.1	391.9	15.7	242.7	259.4	394.2	175.0	156.4	774.3	985.1	1,237.4	1,705.5
법인세	53.4	78.4	3.1	48.5	51.9	78.8	35.0	31.3	183.5	197.0	247.5	341.1
당기순이익	70.7	313.5	12.6	194.1	207.5	315.4	140.0	125.2	590.9	788.1	989.9	1,364.4
순이익률(%)	9.0	35.7	2.0	16.2	27.9	31.0	20.8	9.6	17.0	21.1	24.3	30.9
조정 EBITDA	349.7	660.5	310.2	591.0	528.4	673.5	455.2	442.3	1,911.3	2,099.5	2,494.8	3,111.8
우라늄	286.4	354.2	221.2	396.0	360.0	458.1	316.8	223.7	1,257.8	1,358.5	1,547.9	1,760.2
연료서비스	75.1	57.8	23.5	62.5	49.8	96.7	19.7	100.0	218.9	266.2	314.6	364.4
기타	-99.6	-87.9	-58.6	-80.5	-76.3	-76.3	-76.3	-76.3	-326.6	-305.0	-322.0	-339.0
웨스팅하우스	87.8	336.3	124.0	211.4	194.9	194.9	194.9	194.9	759.5	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	35	37	41
매출원가	24	25	28	29
매출총이익	7	10	9	12
판매비와관리비	3	4	3	3
영업이익	5	6	7	9
비영업손익	-2	2	3	3
금융손익	-1	0	-1	-1
관계기업관련손익	0	1	4	4
기타이익추가	-1	1	0	0
법인세차감전순이익	3	8	10	12
법인세	1	2	2	2
당기순이익	2	6	8	10
지배주주	2	6	7	9
비지배주주	0	0	1	1

Growth & margins	2024	2025F	2026F	2027F
매출액증가율	19.2	12.9	5.7	10.8
매출총이익증가율	16.7	42.9	-10.0	33.3
영업이익증가율	66.7	20.0	16.7	28.6
순이익증가율	-50.0	200.0	33.3	25.0
EPS증가율	-52.5	227.6	24.8	25.6
매출총이익률	22.6	28.6	24.3	29.3
영업이익률	16.1	17.1	18.9	22.0
당기순이익률	6.5	17.1	21.6	24.4

예상 현금흐름표 (요약)

(USD 100mn)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	9	11	9	11
당기순이익	2	6	8	10
감가상각비	3	3	3	4
기타	4	2	-2	-3
투자활동 현금흐름	-2	-3	-5	-5
- 자본적 지출(CAPEX)	-2	-4	-5	-5
기타	0	1	0	0
재무활동 현금흐름	-7	-2	1	1
배당금	1	1	1	1
자본 증가	0	0	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-5	-3	0	0
기타	-3	0	0	0
현금의 증감	0	5	2	3
기초현금	6	6	11	13
기말현금	6	11	13	17

예상 재무상태표 (요약)

(USD 100mn)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	19	24	28	32
현금성자산	6	11	13	17
매출채권	4	4	4	4
재고자산	8	8	9	10
기타유동자산	1	1	2	1
비유동자산	80	80	86	92
투자자산	32	32	36	40
유형자산	33	34	36	37
무형자산	0	0	0	0
기타비유동자산	15	14	14	15
자산총계	99	104	113	124
유동부채	12	9	10	11
매입채무	1	1	1	2
단기차입금	0	0	0	0
기타유동부채	11	8	9	9
비유동부채	24	24	25	26
장기금융부채	10	10	10	10
기타비유동부채	14	14	15	16
부채총계	35	33	35	37
지배주주지분(연결)	64	71	77	85
자본금	29	29	29	29
자본잉여금	2	2	2	2
이익잉여금	31	36	42	50
기타	2	4	4	4
비지배주주지분(연결)	0	0	1	2
자본총계	64	71	78	87

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (배)	130.0	70.7	72.1	57.4
P/S (배)	7.1	11.4	13.6	12.5
P/B (배)	3.5	5.6	6.6	6.0
EV/EBITDA (배)	29.1	40.0	35.6	28.5
EPS	0.40	1.29	1.62	2.03
BPS	14.62	16.37	17.78	19.54
DPS	0.11	0.20	0.27	0.34
배당성향 (%)	27.8	14.9	14.9	15.0
배당수익률 (%)	0.2	0.2	0.2	0.3
매출채권회전율 (회)	8.1	9.9	10.1	10.1
재고자산회전율 (회)	4.1	4.2	4.3	4.3
매입채무 회전율 (회)	9.1	19.2	20.0	19.2
ROA (%)	1.7	5.7	7.2	8.3
ROE (%)	2.8	8.4	9.5	10.9
ROIC (%)	7.6	10.7	11.3	14.2
부채비율 (배)	55.7	46.0	44.5	42.3
유동비율 (배)	162.2	268.0	278.7	300.8
순차입금/자기자본 (배)	10.7	-1.5	-4.0	-7.5

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.