

카메코 (CCJ.US)

미국 원자력 르네상스의 대표 수혜주

- 웨스팅하우스 인수로 수직계열화 완성, 타이트한 공급 속 가격 결정력 입증
- 우라늄 구조적 공급 부족과 AI 전력 수요의 교집합, 희소성 기반 밸류에이션 정당화
- 미국 정부 800억 달러 지원으로 리스크 해소, 웨스팅하우스 가치 재평가 본격화

단순 채굴을 넘어 '통합 원자력 에너지 플랫폼'으로 진화

Cameco(CCJ)는 서방 최대 우라늄 생산 기업으로, 2024 년 기준 글로벌 생산량의 17%를 점유하고 있다. Kazatomprom(19%) 및 러시아·중국 국영기업들이 시장의 과반을 장악하고 있는 현 시점에서, 동사는 지정학적 리스크 헷징이 가능한 서방 진영의 전략적 대안이다. 더 나아가 2023 년 Brookfield 와의 컨소시엄을 통해 웨스팅하우스(Westing house)를 인수하여 Tier-1 광산 (Upstream)과 원전 원천 기술 (Downstream)을 아우르는 핵연료 공급망 수직 계열화를 완성했다. 이러한 통합 솔루션 역량은 지정학적 공급망 재편이 가속화되는 현재, 동사를 단순 자원주가 아닌 미국 원자력 르네상스의 핵심 플랫폼으로 재평가하는 근거가 된다.

FY3Q25 실적: 표면적 부진 속 견고한 펀더멘털

3 분기 연결 매출액은 6.15 억 CAD(YoY -15%), 조정 EBITDA 는 3.1 억 CAD(YoY -5%)를 기록했다. 외형 축소는 Uranium 및 Fuel Services 부문의 인도 물량이 각각 16%, 46% 감소한 데 기인하나, 이는 고객사 인도 스케줄 차이에 따른 일시적 현상으로 펀더멘털 훼손과는 무관하다. 오히려 물량 감소에도 불구하고 이익의 질은 뚜렷하게 개선되었다.

Uranium 부문의 ASP(평균실현가격)는 \$62.12/lb(YoY +3%)로 상승세를 지속했으며, 특히 Fuel Services 부문의 ASP 는 \$49.11/kgU(YoY +42%)로 급등했다. 이는 타이트한 공급 환경 하에서 동사의 가격 결정력이 구조적으로 강화되었음을 방증한다. 분기 변동성에도 불구하고 3 분기 누적(YTD) 조정 EBITDA 는 13.4 억 CAD 를 기록하며 연초 가이드선 달성을 위한 궤도를 견고히 유지하고 있다.

밸류에이션: 구조적 변화에 대한 콜옵션

현재 동사의 12M Fwd PER 은 약 90 배 수준으로, 역사적 밴드 상단이자 전통적 에너지 섹터 대비 높은 프리미엄을 받고 있다. 당사는 시장이 부여한 이 프리미엄이 단순 과열이 아닌 두 가지 구조적 변화에 대한 정당한 콜옵션 성격을 지니고 있다고 해석한다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25.11.28): \$88.51
 목표주가 컨센서스: \$108.59

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유
84%	16%

Stock Data

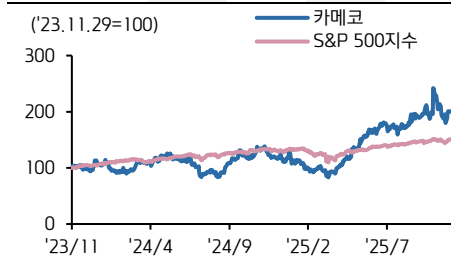
산업분류	석유, 가스 & 소모 연료
S&P 500 (11/28)	6,849.09
현재주가/목표주가	88.51 / 108.59
52주 최고/최저 (\$)	110.2 / 35
시가총액 (백만\$)	38,538
유통주식 수 (백만)	435
일평균거래량 (3M)	5,270,937

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	2,588	3,136	3,419	3,672
영업이익	283	510	637	934
OPM(%)	10.9	16.3	18.6	25.4
순이익	339	292	599	906
EPS	0.78	0.67	1.45	2.11
증가율(%)	136.4	-14.1	116.1	45.9
PER(배)	-	-	85.4	58.5
PBR(배)	-	-	7.8	6.9
ROE(%)	6.0	2.8	10.1	13.2
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.3	0.3

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	72.2	-13.4	51.2	48.9
S&P Index	16.4	0.1	15.9	13.5



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치 주) Non-GAAP 기준

첫 번째는 우라늄의 구조적 공급 부족이다. 우라늄 시장은 지난 5 년간의 재고 소진(De-stocking) 사이클을 마치고 재비축(Restocking) 사이클에 진입했다. UxC 데이터에 따르면 지난 5 년간 글로벌 원전 소비량(7.98 억 lb) 대비 장기 계약 체결량(5.34 억 lb)은 67% 수준에 불과해 대기 수요가 누적되어 있다. 반면, 공급 측면에서는 러시아 제재와 카자흐스탄의 생산 차질이 지속되며 병목 현상이 심화되고 있다. 이는 동사의 채굴 및 정제 마진 스프레드 확대에 귀결될 것이다.

두 번째는 웨스팅하우스의 원전 기술에 기반한 프리미엄이다. 시장은 동사를 더 이상 광산주가 아닌 'AI 데이터센터 전력 솔루션 기업'으로 재평가하고 있다. 전 세계 가동 원전의 약 50%에 원전 기술을 제공하는 독점적 지위와 신규 원전(AP1000, AP300 SMR) 수주 모멘텀은 밸류에이션 확장의 강력한 근거다. 즉, 현재 주가는 미국 원자력 생태계 부활의 최대 수혜주로서의 희소성이 반영된 결과다.

미국의 원자력 르네상스: 규제 완화에서 IPO 모멘텀까지

트럼프 행정부는 집권 이래 원자력을 안정적(Firm) 전력 공급을 위한 핵심 에너지원으로 격상시켰으며, 이를 지원하기 위해 지난 5 월 행정명령을 통해 NRC(원자력규제위원회)에 인허가 기간을 18 개월로 단축할 것을 지시했다. 또한 2030 년까지 10 기의 신규 대형 원자로 착공을 목표로 제시하는 등 정책적 지원을 아끼지 않고 있으며, 이는 10 월 27 일 발표된 미국 정부-웨스팅하우스 간 800 억 달러 규모 파트너십으로 구체화되었다.

이번 파트너십의 핵심은 정부가 자금 조달 주선과 인허가를 전폭 지원하여 민간 원전 건설의 최대 걸림돌인 '초기 자본 비용 리스크'를 헷징해주는 'Financial Backstop' 구조에 있다. 이는 단순히 정책적 지지를 넘어, 정부가 프로젝트의 재무적 완결성을 보증함으로써 민간 자본 유입을 가속화하겠다는 실질적인 조치로 해석된다.

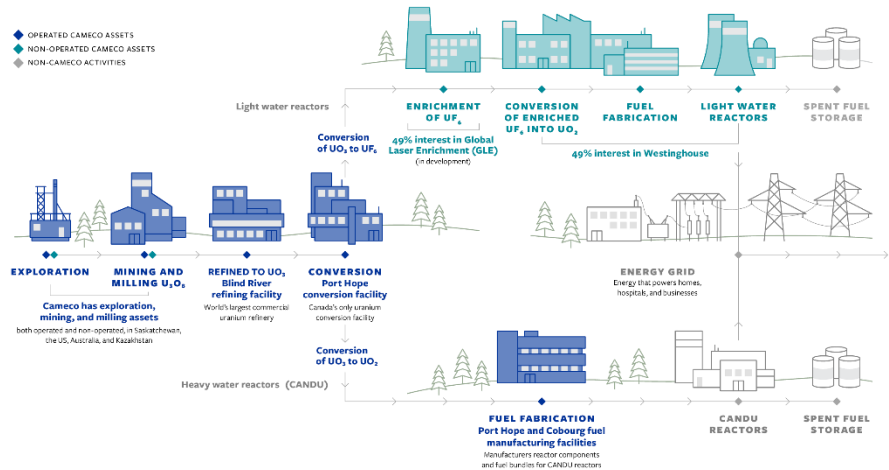
이외 주목할 점은 밸류에이션에 대한 미 정부의 시각이다. 2023 년 동사와 Brookfield 의 웨스팅하우스 인수가액은 총 79 억 달러였으나, 금번 협약에는 기업 가치가 300 억 달러를 상회할 경우 2029 년까지 IPO 를 요구할 수 있는 조항이 포함되었다. 미국 정부는 누적 이익 175 억 달러 초과분의 20%를 공유하거나 이를 지분(약 8%)으로 전환하는 권리를 확보함으로써, 인수가 대비 약 4 배에 달하는 기업 가치 성장을 목표로 공유하게 되었다. 이는 향후 동사에게 지분 유동화(Spin-off) 및 막대한 가치 재평가 기회를 보장하는 확실한 출구 전략이 될 전망이다.

검증된 기술 리더십 vs 밸류에이션 정당화의 과제

동사는 서방 최대의 우라늄 공급 기업이며, 자회사 웨스팅하우스는 대형 원전(AP1000)과 SMR(AP300) 라인업을 모두 보유한 유일한 서방 기업이다. 특히 AP300은 이미 검증된 AP1000 기술을 기반으로 다운사이징한 모델로, 경쟁사 대비 기술적 성숙도와 인허가 용이성 측면에서 확실한 우위를 점한다. 최근 Vogtle 3, 4 호기의 성공적 완공(2023~2024)을 통해 미국 내 공급망을 복원한 유일한 사업자라는 점 또한 빅테크들과의 협상에서 강력한 해자로 작용한다.

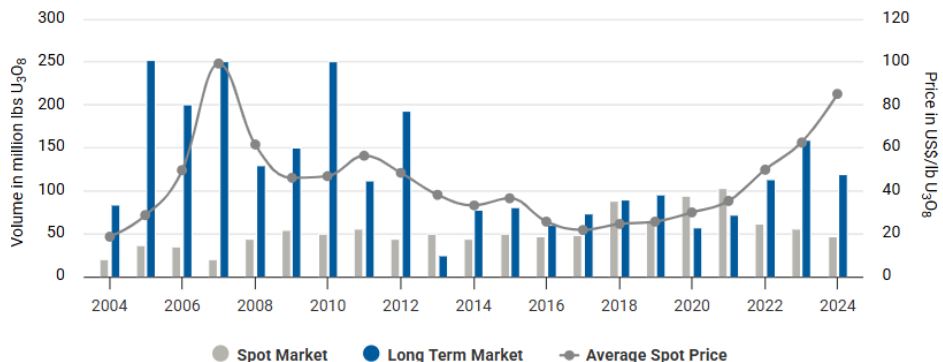
다만, 현재의 밸류에이션은 우라늄 가격의 지속적 상승 및 미국 원전 생태계의 완벽한 부활을 선반영하고 있다. 따라서 향후 우라늄 수급이 예상보다 완화되거나, 미국 내 공급망 병목으로 웨스팅하우스의 프로젝트가 지연되거나 SMR 경쟁 심화 시 멀티플 축소 위험이 상존한다. 동사 주가 흐름의 향방을 전망하기 위해서는 단순한 기대감을 넘어, 향후 1) \$800 억 달러 지원책에 따른 실질적인 최종 투자 결정, 2) 빅테크와의 구속력 있는 본계약 체결 여부를 핵심 KPI 로 삼고 모니터링할 필요가 있다.

카메코의 우라늄 밸류체인 단계별 보유 자산 현황



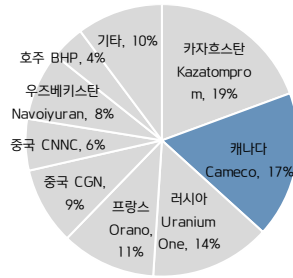
자료: Cameco, 키움증권 리서치

우라늄 계약 물량 및 가격 추이



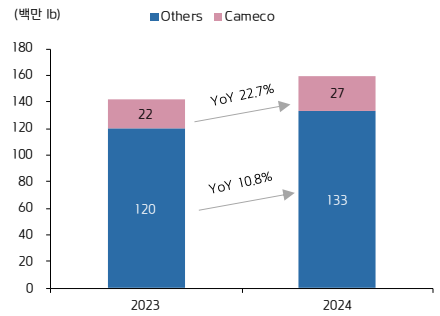
자료: Ux estimates, Cameco, 키움증권 리서치

2024년 기업별 글로벌 우라늄 공급 비중



자료: Cameco, 키움증권 리서치

2023-2024 카메코 vs. 그 외 기업 생산량



자료: Cameco, 키움증권 리서치

카메코 FY25 3Q ('25.07.01~09.30)

구분	FY25 3Q	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
	(백만 USD)	발표치	컨센서스	차이	FY24 3Q	성장률	FY25 2Q
매출액	615	785	-21.7%	721	-14.7%	877	-29.9%
영업이익	93	125	-25.7%	100	-7.3%	166	-43.9%
영업이익률	15.1%	16.0%	-0.8%p	13.9%	1.2%p	18.9%	-3.8%p
순이익	32	117	-72.6%	-3	흑전	308	-89.6%
EPS (USD)	0.07	0.27	-74.0%	-0.01	흑전	0.71	-90.1%

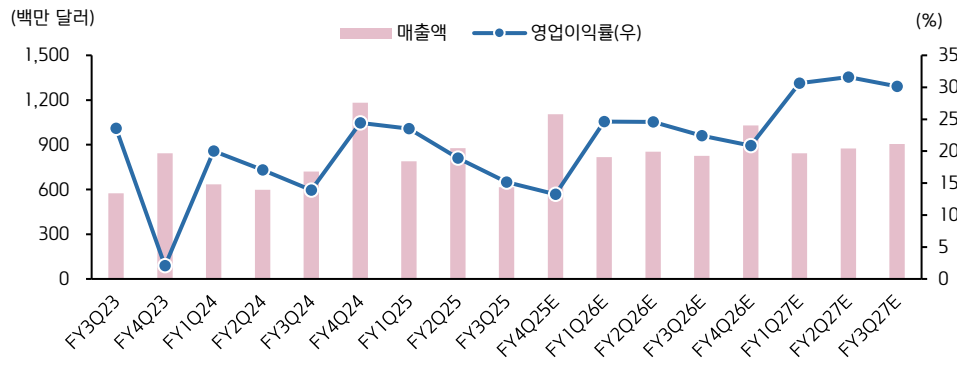
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-11-28 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

카메코 향후 실적 컨센서스 표

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
	(백만 USD)	FY25Q4	YoY 성장률	FY26Q1	YoY 성장률	FY25	YoY 성장률	FY26
매출액	1,105	-6.6%	816	3.4%	3,419	9.0%	3,672	7.4%
영업이익	146	-49.3%	201	8.1%	637	24.9%	934	46.5%
영업이익률	13.3%	-11.2%p	24.6%	1.1%p	18.6%	2.4%p	25.4%	6.8%p
순이익	181	15.1%	164	133.9%	599	105.2%	906	51.3%
EPS (USD)	0.41	12.5%	0.39	-	1.45	116.1%	2.11	45.9%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-11-28 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

카메코 분기 실적 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-11-28 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

카메코 상세실적표

(백만 달러)	FY3Q24	FY2Q25	FY3Q25	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액	721	877	615	-14.7	-29.9
매출원가	550	620	444	-19.2	-28.3
판매 제품/서비스 비용	479	533	385	-19.5	-27.8
감가상각비	71	86	59	-16.9	-31.6
매출총이익	171	257	170	-0.3	-33.8
관리비	51	96	67		
탐사비	5	6	8		
연구개발비	9	-1	10		
기타 영업비용	5	-11	-8		
자산처분손실	1	0	0		
영업이익	100	166	93	-7.3	56.1
금융비용	-35	-27	-28		
파생상품손실	21	148	-70		
금융수익	4	5	7		
지분법투자손익	-31	188	-16		
외환차손	-15	-89	30		
기타비용	0	0	0		
세전이익	45	392	16	-65.4	-96.0
법인세비용	38	71	16		
순이익	7	321	-	적전	적전
회석 EPS(달러/주)	0.02	0.74	-	적전	적전
회석 가중평균주수(백만주)	435	435	435		
Key Metrics [Non-GAAP]					
주요 영업지표					
조정 EBITDA	327	-13	310	-5.2	흑전
조정 순이익	24	-21	32	33.3	흑전
조정 회석 EPS	0.06	-0.13	0.07	16.7	흑전
영업현금흐름	52	465	156	200.0	-66.5
부문별 실적					
Uranium					
매출액	600	705	523	-12.8	-25.8
매출총이익	154	217	158	2.6	-27.2
조정 EBITDA	240	352	220	-8.3	-37.5
생산량	4.3	4.6	4.4	2.3	-4.3
판매량	7.3	8.7	6.1	-16.4	-29.9
Fuel Services					
매출액	120	162	91	-24.2	-43.8
세전이익	17	44	17	0.0	-61.4
조정 EBITDA	28	35	24	-14.3	-31.4
생산량	3.2	3.2	3.1	-3.1	-3.1
판매량	3.2	3.2	3.1	-3.1	-3.1
Westinghouse					
매출액	726	1,033	697	-4.0	-32.5
순이익	-57	317	-32	-43.9	-110.1
조정 EBITDA	122	352	124	1.6	-64.8
조정 잉여현금흐름	89	306	77	-13.5	-74.8

자료: 카메코, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

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.