GLOBAL
EQUITY

2025. 11. 17.

글로벌주식팀

김도현 Senior Analyst
dohyun3258.kim@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

Global 원자력 (Global 전통산업)

정책을 지우면 드러나는 기업 가치

- 시장 대비 Underperform 중인 미국 원자력 테마
- 원자력 테마의 발목을 잡는 세 가지 요인들
- 현금흐름과 자산 가치가 돋보이는 카메코를 Top Pick으로 유지

WHAT'S THE STORY?

미국 시장에 상장된 주요 원자력 관련주들이 시장 대비 큰 낙폭을 기록 중이다. 원자력 테마의 약세에 대해서는 수요가 증가한다는 분명한 신호의 부재, 현금흐름의 압박, 그리고 정책에 대한 신뢰의 하락 등 세 가지 요인으로 해석이 가능해진다. 정책의 관점이 아닌 산업에 작용하는 큰 추세의 관점에서 접근하는 시각이 요구되는 국면이다. 테마의 Top Pick으로는, 탄탄한 자산 가치와 현금흐름이 뒷받침하는 카메코(CCJ US)를 제시한다는 의견을 유지한다.

수요 성장을 입증하는 현실적 지표의 부재: 설치기간이 상당히 길고, 투입되는 자금의 규모가 크다는 특성을 고려할 때, 원자력 에너지에 대한 수요가 단기적으로 크게 증가할 것을 기대하기는 어려움이 현실이다. 그러나, 주가가 급등하는 과정에서 원자력 에너지 관련 Value Chain들에 대한 수요가 매우 빠르게 성장할 것으로 기대한 투기적 매수세가 일정 수준 테마에 영향력을 미쳐왔다는 판단이다.

지난 5월 이후, 원자력 테마 대표 ETF 중 하나인 Global X 우라늄 ETF와 우라늄 선물 가격은 상당히 비슷한 궤적을 그리며 움직여 왔다. 트럼프 행정부의 정책이 우라늄의 단기적인 수급에 영향을 미칠 것을 기대한 매수세가 존재했음을 의미하는 지표로 해석한다. 원자력 발전 관련 Value Chain에 대한 대규모 계약이나, 대형 원자력 발전소 건설 계획의 공개 등도 투자자들이 단기적으로 기대했던 News Flow였던 것으로 보인다. 그러나, 트럼프 행정부의 야심에 찬 계획이 발표된 후, 우라늄의 원자력 에너지의 Value Chain에 대한 수요 및 투자가 급증하고 있다는 신호가 이어지지 않으며, 성급한 실망 매물이 출회된 것으로 판단된다.

투자가 선행되야 하는 현금흐름의 압박: Project가 완성된 이후, 매우 안정적인 현금흐름 유입을 기대할 수 있다는 점은 재무적 측면에서 원자력 에너지가 보유한 매우 중요한 경쟁력이다. 반면, 큰 부담 요인 중 하나는 Project가 진행되는 기간 중에는 막대한 규모의 현금이 지속적으로 투입되야 하는데, 그 기간 자체가 불확실하다는 점이다. 즉, 플러스 현금흐름의 창출을 위해서는, 일단 마이너스 현금흐름이 선행될 가능성이 높은 산업의 특성에 대해 시장은 간과했던 것으로 보인다.

(다음 페이지에 계속)

사업 초기 현금흐름과 관련된 이슈는 실질적인 현금흐름이 뒷받침되지 않은 상태에서 수주나 계약을 이행해야 하는 기업의 주주 가치에 단기적으로 악영향을 미칠 수 있는 요인이다. 현금흐름이 안정되는 시기까지는 단기적인 자본금의 증가를 감수하더라도 약속된 투자 금액들을 집행해야 하는 상황에 처할 수 있기 때문이다. 물론, 시장의 유동성이 차고 넘치는 상황이라면, 자본금 확충을 통한 자금조달에 대해 투자자들이 개의치 않을 가능성이 크다. 그러나, 유동성과 관련된 우려가 커지는 상황이 닥친다면, 지속적으로 자본을 조달해야 하는 재무구조에 대한 우려 또한 확대될 수 있다. 최근, 미국 주식시장의 변동성 확대와 함께 일부 원자력 테마 관련 기업들의 변동성이 확대되는 이유도 여기에 있는 것으로 보인다.

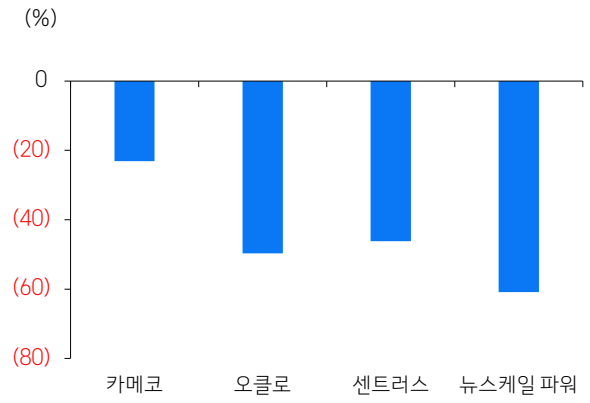
정책에 대한 신뢰: 지난 5월 이후 미국 원자력 테마와 관련해 가장 많이 언급된 숫자는 아마 400이 아니었을까 생각한다. 트럼프 행정부가 미국의 원자력 발전 용량을 2050년까지 현재 수준의 4배에 달하는 400GW로 확충한다는 엄청난 계획을 제시했기 때문이다. GACR 기준으로 보면 +6%에 가까운 성장률이다. 참고로, 전 세계에서 건설 중인 원자로의 40% 이상을 점유하고 있는 중국의 최근 3년간 원자력 발전 용량 성장률은 +4.5% 내외다. 강력한 정책이 뒷받침되더라도, 빠른 시간 내 원자력 발전 용량을 크게 늘리기는 쉽지 않다는 점을 입증하는 좋은 예다.

위의 세 가지 요인들 중 최근 Global 원자력 테마에 핵심적인 영향을 미친 요인은 결국 정책에 대한 신뢰인 것으로 보인다. 2050년까지 미국 내 원자력 발전 용량을 무려 300GW 확충한다는 정책에 열광했던 기대심리가 빠르게 얼어붙으면서 주가의 하락을 초래했다는 판단이다. 당분간, 정책에 대한 기대 심리와 현실적인 수요의 지표간 간극을 좁히는 수준의 변동성을 전망하는 근거다.

굳이, 트럼프 행정부가 주장하는 400GW 발전 용량에 집착하지 않더라도, 장기적인 원자력 발전의 큰 청사진에는 큰 변화가 없어 보인다. 차세대 원전기술이 주도하는 원자력 발전의 세대교체 및 원전에 특화된 각종 수요처들의 성장, 그리고 아시아지역의 공격적인 원자력 발전능력 확충 등 산업의 성장을 견인하는 큰 추세들이 유효하기 때문이다. 미국의 정책이라는 색안경을 끼고 접근하는 좁은 시각보다는, 원자력 발전의 성장동력에 대해 보이는 그대로 접근하는 관점이 장기적인 투자성과에 도움이 될 것으로 보인다는 의미다.

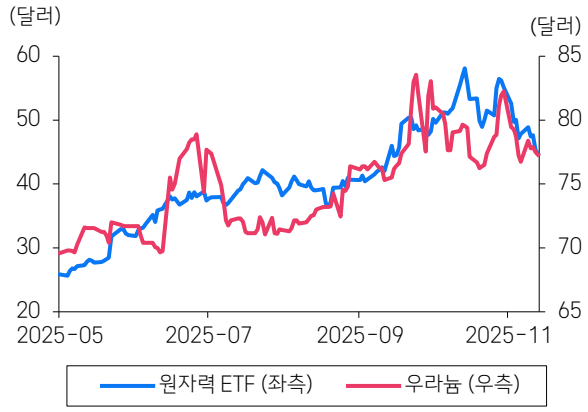
원자력 테마의 Top Pick으로 Upstream 대표 기업인 카메코(CCJ US)를 제시한다는 의견을 유지한다. 현실적인 현금흐름과 수익성이 기업 가치를 뒷받침하고 있으며, 최근에는 49%를 보유하고 있는 웨스팅 하우스의 지분 가치에 대한 기대가 커지는 중이다. 특히, 기대되는 부분은 원전에 대한 서비스 및 연료공급을 주력으로 하는 웨스팅 하우스의 매출 구조다. 세계적인 원자력 발전 용량의 증가를 자연스럽게 장기적인 현금흐름으로 연결시킬 수 있는 사업 모델인 것으로 평가한다. 최근 가시화된 미국 정부와의 파트너십도 웨스팅 하우스가 보유한 잠재적인 기업 가치에 대한 기대를 키울 수 있는 요인이다.

그림 1. 주요 원자력 테마주 52주 고점 대비 낙폭



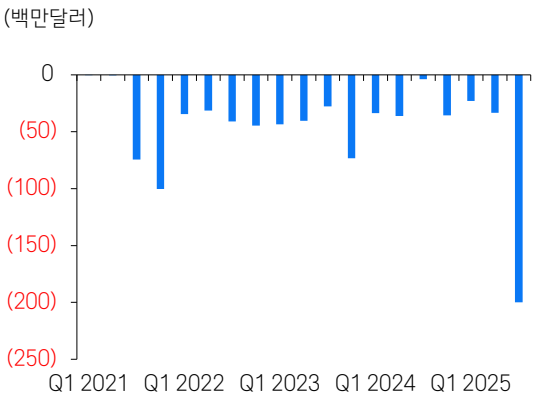
참고: 11월 14일 기준
자료: Bloomberg

그림 2. 원자력 ETF VS. 우라늄 스왑 선물가격 추이



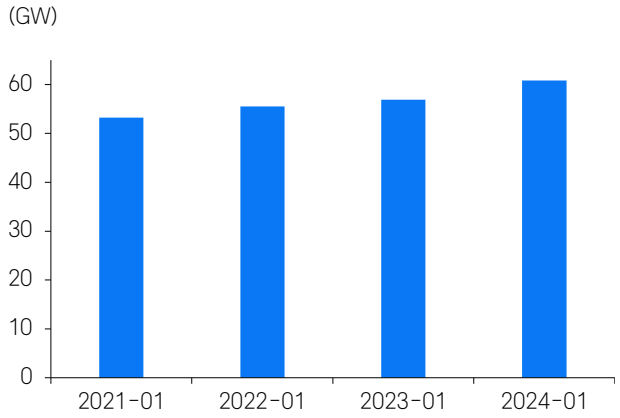
참고: 원자력 ETF= Global X 우라늄 ETF
자료: Bloomberg

그림 3. 뉴스케일 파워 잉여현금흐름 추이



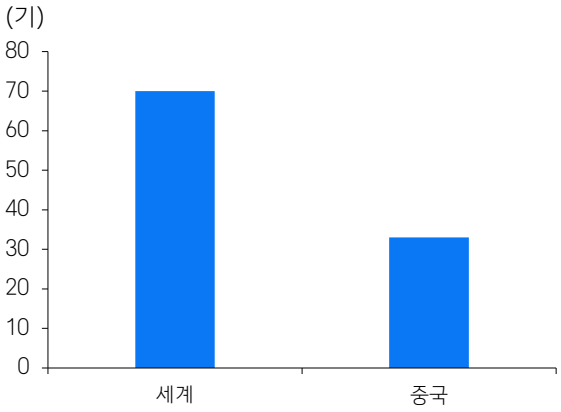
자료: Bloomberg

그림 4. 중국의 원자력 발전 용량 추이



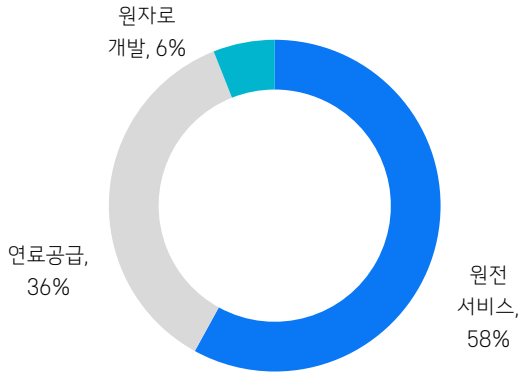
자료: Bloomberg

그림 5. 건설 중인 원자로의 수



자료: World Nuclear Association

그림 6. 웨스팅 하우스의 매출 구조



참고: 2024년 실적기준
자료: 카메코

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 11월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 11월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

NCSI KS-SQI KCSI KCPI 소비자중심 Best Korea Brands 2024

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA