

수산인더스트리 126720

여전한 저평가

3Q24는 아쉬웠으나 사업 다변화 방향성에 주목

3Q24 매출액 665억원(-6.9% YoY), 영업이익 23억원(-77.5% YoY, OPM 3.4%)으로 다소 아쉬운 실적을 기록했다. 1) 매출 반영된 원자력 발전소에 대한 계획예방정비(Overhaul, O/H)가 1건 수준으로 미미했고, 2) 선 비용 반영된 프로젝트들에 대한 매출 인식이 다음 분기로 이연 됐으며, 3) 수익성이 낮은 경상 정비 중심의 화력 프로젝트 진행에 따라 정상적인 수준을 하회하는 이익률을 기록했다. 4분기는 정상적인 수준의 이익률 회복이 예상된다. O/H 증가와 PLC(Programmable Logic Controller) 납품이 본격화될 25년은 매출액 3,447억원(+6.9% YoY)과 영업이익 507억원(+10.7% YoY)을 전망한다.

발전소 인수 및 PLC 납품 확대로 실적 성장 기대

해외 중심으로 본업인 정비 프로젝트와 사업 다변화도 꾸준히 진행 중이다. 나이지리아 액빈발전소에 대한 O/H 수행은 1H25 내 진행될 전망이다. 상반기 유찰된 필리핀 내 200Mw급 발전소에 대한 입찰 절차도 빠르면 연내 재개될 것으로 예상된다. 낙찰 시 연결 실적으로 편입될 것으로 예상되어 실적에 대한 기여도는 상당할 전망이다. 계약이 일시 보류된 체코 원자력 발전소 수출에 대한 부분도 25년 상반기 최종 계약 체결 시 동사의 수혜로 이어질 전망이다. 수산이앤에스의 PLC는 한국형 원자로 'APR 1400' 내 필수 부품이자 수산이앤에스가 단독으로 공급하는 부품이다.

목표주가 유지하나 상향 가능성 상존

투자의견과 목표주가를 유지하나 인수를 통해 운영 수익을 일으킬 발전소 거점이 확대된다면 당사 추정치를 크게 상회하는 25년 실적도 가능하다는 판단이다. 이에 따라 주가도 하방보다는 상방이 열려있다는 판단이다. 발전소 내 쌓인 핵 폐기물의 운반, 저장 및 정비 계약도 수주하며 정비 중심의 사업 다변화를 꾸준히 진행하고 있다. 28년 표준화를 목표로 개발중인 한국형 SMR 내에도 수산이앤에스의 PLC가 채택될 가능성이 높다. 원자력 발전 전 생애 주기로 사업을 확대 중인 것에 반해 주가는 여전한 저평가라는 판단이다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	294	304	325	322	345
영업이익	51	51	50	46	51
영업이익률(%)	17.4	16.7	15.5	14.2	14.7
세전이익	67	55	54	48	51
지배주주지분순이익	53	42	49	39	41
EPS(원)	5,286	2,926	3,414	2,749	2,884
증감률(%)	110.3	-44.6	16.7	-19.5	4.9
ROE(%)	21.9	11.5	10.2	7.7	7.6
PER(배)	n/a	7.5	5.5	8.4	8.0
PBR(배)	n/a	0.7	0.5	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	-0.6	2.2	1.7	2.2	1.6

자료: 수산인더스트리, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

조대형 미드스몰캡·비상장

02-709-2654

dh.cho@ds-sec.co.kr

김진형 RA

02-709-2664

jh.kim@ds-sec.co.kr

2024.11.27

매수(유지)

목표주가(유지)	28,500원
현재주가(11/26)	23,050원
상승여력	23.6%

Stock Data

KOSPI	2,520.4pt
시가총액(보통주)	329십억원
발행주식수	14,286천주
액면가	200원
자본금	3십억원
60일 평균거래량	43천주
60일 평균거래대금	942백만원
외국인 지분율	2.1%
52주 최고가	31,600원
52주 최저가	17,730원
주요주주	
정석현(외 7인)	68.8%
수산인더스트리우리사주(외 1인)	2.2%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	4.5	7.0
3M	2.0	8.6
6M	-9.3	-3.0

주가차트

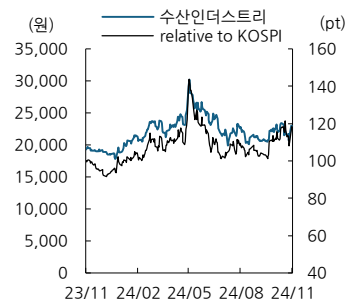
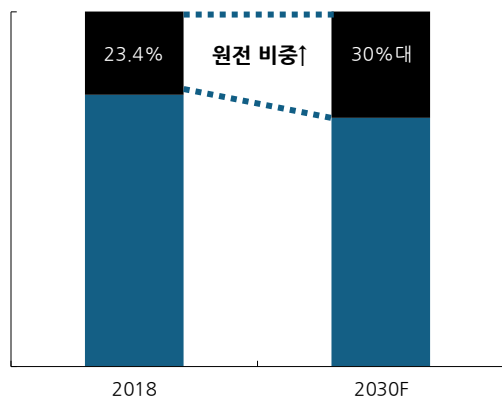


표1 수산인더스트리 실적 테이블

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	78.5	91.4	71.4	83.5	72.2	100.0	66.5	83.7	324.7	322.3	344.7
YoY	17.0%	21.5%	-6.2%	-2.0%	-8.1%	9.5%	-6.9%	0.2%	7.0%	-0.7%	6.9%
1. 원자력	34.5	35.2	32.6	38.8	39.9	51.2	38.7	45.8	141.0	175.5	187.3
YoY	22.5%	10.0%	-16.3%	57.1%	15.7%	45.5%	18.6%	18.0%	14.0%	24.5%	6.7%
2. 화력	28.0	39.0	25.0	28.2	19.6	32.2	17.9	23.0	120.2	92.6	87.5
YoY	4.4%	41.5%	3.1%	8.7%	-30.0%	-17.6%	-28.5%	-18.5%	14.9%	-23.0%	-5.5%
3. 신재생	2.1	15.7	5.1	8.5	6.8	8.7	5.6	8.0	31.3	29.1	33.3
YoY	-57.6%	59.9%	-43.8%	-19.0%	227.5%	-44.2%	9.4%	-5.5%	-8.4%	-7.0%	14.4%
4. 기타	13.9	1.4	8.7	8.1	5.8	7.9	4.4	7.0	32.2	25.1	36.6
YoY	93.7%	-75.2%	124.3%	-66.5%	-58.1%	446.6%	-49.6%	-14.1%	-21.5%	-22.1%	46.0%
영업이익	14.9	12.4	10.0	12.9	9.4	20.1	2.3	14.1	50.2	45.8	50.7
YoY	14.3%	21.9%	-29.4%	-2.4%	-37.0%	61.7%	-77.5%	9.1%	-0.7%	-8.8%	10.7%
영업이익률	19.0%	13.6%	14.0%	15.4%	13.0%	20.1%	3.4%	16.8%	15.5%	14.2%	14.7%
순이익	14.1	12.9	10.3	11.4	9.5	17.4	3.6	8.7	48.6	39.1	41.0
YoY	30.0%	64.5%	-33.8%	47.3%	-32.7%	35.1%	-65.3%	-23.3%	16.0%	-19.4%	4.8%
순이익률	18.0%	14.1%	14.4%	13.6%	13.2%	17.4%	5.4%	10.4%	15.0%	12.1%	11.9%

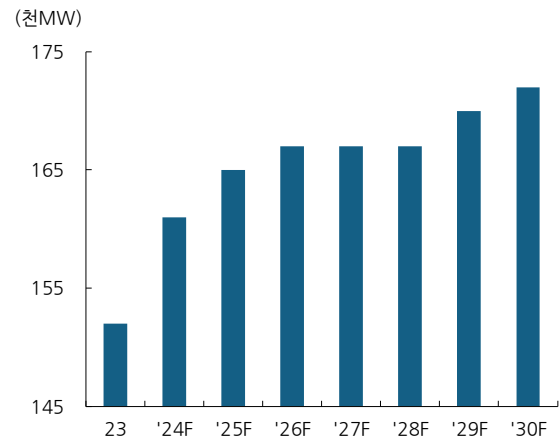
자료: 수산인더스트리, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 정부 정책에 따른 원전 비중 확대



자료: 한국전력공사, DS투자증권 리서치센터

그림2 국내 발전 정격용량 전망



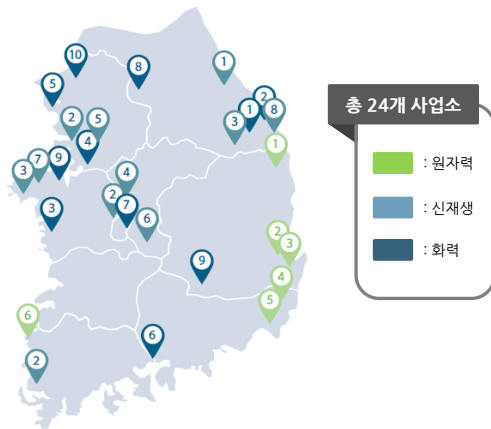
자료: IEA, Electricity Information, DS투자증권 리서치센터

표1 부문별 주요 사업 영역

부문	주요 사업
원자력	원자력 발전소 기계/ 전기/ 계측 건설비 경상정비 및 계획예방정비 공사 수, 폐수처리설비/ 취수설비 운전 및 경상정비 공사 수행 원전 핵심제어설비 MMIS 및 RMS 설계/ 제작/ 설치
화력	화력발전소(석탄, 중유, 복합, 열병합)기계/ 전기/ 계측설비 경상 및 계획예방정비 공사 수행
신재생	신재생에너지 발전소(바이오매스, 연료전지, 양수)기계/ 전기분야 설비 경상 및 계획예방정비 공사 태양광발전설비 구매, 시공, 운영 및 경상정비 공사 수행 베트남 SH Power 태양광 발전설비 운영
신성장	첨단장비와 전문인력을 바탕으로 핵심설비 성능진단 서비스와 솔루션 제공 대량 물류수송 시스템(BHS) 설치, 시운전, 운영 해외정비사업, 국방사업

자료: 수산인더스트리, DS투자증권 리서치센터

그림3 담당 사업소 현황



자료: 수산인더스트리, DS투자증권 리서치센터

그림4 SMR로 원전운전제어시스템 적용처 다변화



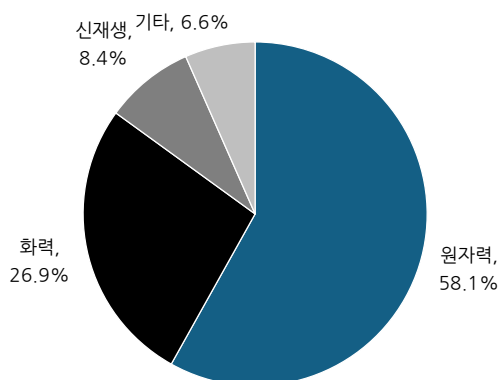
자료: 수산인더스트리, DS투자증권 리서치센터

그림5 BNPP 및 액빈발전을 시작으로 순차적 해외 정비 비중 확대



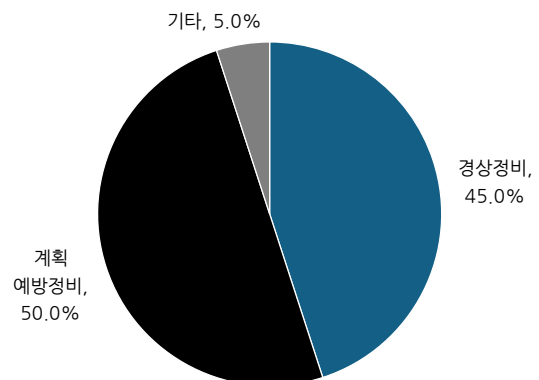
자료: 수산인더스트리, DS투자증권 리서치센터

그림1 발전원 별 비중(3Q24)



자료: 수산인더스트리, DS투자증권 리서치센터

그림2 정비 별 비중(2024F)



자료: 수산인더스트리, DS투자증권 리서치센터 추정

[수산인더스트리 126720]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	183	343	346	382	414	매출액	294	304	325	322	345
현금 및 현금성자산	85	89	64	102	132	매출원가	225	230	250	249	267
매출채권 및 기타채권	87	27	29	28	30	매출총이익	69	74	75	73	78
재고자산	0	0	0	0	0	판매비 및 관리비	18	23	25	28	27
기타	11	227	252	252	252	영업이익	51	51	50	46	51
비유동자산	215	234	258	250	252	(EBITDA)	62	62	62	57	61
관계기업투자등	31	46	79	79	84	금융손익	3	0	2	0	-1
유형자산	95	94	87	80	74	이자비용	1	2	3	1	1
무형자산	59	59	58	59	59	관계기업등 투자손익	8	3	5	0	0
자산총계	399	577	603	631	666	기타영업외손익	4	2	-3	2	1
유동부채	60	61	89	90	92	세전계속사업이익	67	55	54	48	51
매입채무 및 기타채무	26	33	32	32	34	계속사업법인세비용	14	13	5	9	10
단기금융부채	13	15	41	41	41	계속사업이익	53	42	49	39	41
기타유동부채	22	13	17	17	17	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	63	54	15	15	15	당기순이익	53	42	49	39	41
장기금융부채	43	38	2	2	2	지배주주	53	42	49	39	41
기타비유동부채	20	16	13	13	13	총포괄이익	57	41	48	39	41
부채총계	123	114	104	105	107	매출총이익률 (%)	23.4	24.4	23.1	22.8	22.6
지배주주지분	271	458	497	525	557	영업이익률 (%)	17.4	16.7	15.5	14.2	14.7
자본금	2	3	3	3	3	EBITDA마진률 (%)	21.1	20.5	19.0	17.8	17.8
자본잉여금	0	147	147	147	147	당기순이익률 (%)	18.1	13.8	15.0	12.1	11.9
이익잉여금	265	306	344	371	403	ROA (%)	14.2	8.6	8.3	6.4	6.4
비지배주주지분(연결)	4	5	2	2	2	ROE (%)	21.9	11.5	10.2	7.7	7.6
자본총계	275	463	499	527	559	ROIC (%)	21.1	17.0	18.2	14.9	16.8

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	38	18	41	53	50	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	53	42	49	39	41	P/E	n/a	7.5	5.5	8.4	8.0
비현금수익비용가감	24	32	26	12	9	P/B	n/a	0.7	0.5	0.6	0.6
유형자산감가상각비	10	11	11	11	10	P/S	n/a	1.0	0.8	1.0	1.0
무형자산상각비	0	1	0	0	0	EV/EBITDA	-0.6	2.2	1.7	2.2	1.6
기타현금수익비용	13	21	14	1	-2	P/CF	n/a	4.2	3.6	6.4	6.6
영업활동 자산부채변동	-32	-40	-32	2	0	배당수익률 (%)	n/a	2.7	4.2	2.8	3.0
매출채권 감소(증가)	1	-10	-3	2	-2	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	매출액	11.5	3.2	7.0	-0.7	6.9
매입채무 증가(감소)	-2	3	2	0	2	영업이익	54.1	-1.4	-0.7	-8.8	10.7
기타자산 부채변동	-31	-32	-31	0	0	세전이익	109.8	-17.4	-2.3	-11.1	6.3
투자활동 현금	8	-149	-42	-4	-10	당기순이익	111.6	-21.4	16.0	-19.5	4.9
유형자산처분(취득)	-3	-3	-4	-4	-4	EPS	110.3	-44.6	16.7	-19.5	4.9
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	-1	-1	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	13	-143	-38	1	-5	부채비율	44.8	24.7	20.9	19.9	19.1
기타투자활동	-1	-3	0	0	0	유동비율	303.9	565.8	386.6	425.6	450.7
재무활동 현금	-14	134	-24	-11	-9	순차입금/자기자본(x)	-13.1	-37.8	-33.2	-38.6	-41.8
차입금의 증가(감소)	-10	-9	-15	0	0	영업이익/금융비용(x)	86.2	27.0	15.8	35.2	42.3
자본의 증가(감소)	-4	146	-9	-11	-9	총차입금 (십억원)	56	53	43	43	43
배당금의 지급	4	4	9	11	9	순차입금 (십억원)	-36	-175	-166	-203	-234
기타재무활동	0	-2	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	32	4	-25	38	30	EPS	5,286	2,926	3,414	2,749	2,884
기초현금	53	85	89	64	102	BPS	67,716	32,090	34,768	36,717	38,961
기말현금	85	89	64	102	132	SPS	29,411	21,247	22,731	22,562	24,129
NOPLAT	41	38	45	37	41	CFPS	7,737	5,196	5,194	3,574	3,476
FCF	53	-114	-1	49	40	DPS	400	600	800	640	680

자료: 수산인더스트리, DS투자증권 리서치센터 / 주: KIFRS 연결기준

수산인더스트리 (126720) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-05-25	담당자변경				
2023-05-25	매수	28,500	-26.5	-10.9	
2023-06-13	매수	28,500	-25.5	6.1	
2023-06-19	매수	28,500	-25.4	6.1	
2024-04-03	매수	28,500	-19.2	6.1	
2024-11-27	매수	28,500			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

투자의견 비율

기준일 2024.09.30

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.