

Opinion

Buy

현재 주가	25,850
목표 주가	34,100
상승 여력	32%

Price trend (1 year)



21,900 (1 년전 +15%)

Stock indicator

시가총액(원)	3,503억
발행주식수(주)	12,856,050
52주 최고(원)	29,850
52주 최저(원)	18,950
주요주주지분율(%)	36.48
22년 배당수익률(%)	2.20

Team 4

김혜리	김민재
임현우	윤혜원
이건호	채정우
홍수연	

하이록코리아 (013030 kq)

- 계측장비용 관이음쇠(피팅) 및 밸브를 생산, 공급하는 기자재 전문기업
- 2023년 2분기 매출 496억 (YOY -3.0%), 영업이익 154억 (YOY +48%)
- 부가가치 높은 반도체, 항공, 우주, 의료, 수소 산업으로 산업 다각화 및 제품 정밀화
- 고유가 및 LNG 인프라 투자 사이클에 따른 수혜, 투자는 지속된다!
- 2023.10.04 종가 25,850원, 31.91%의 upside, 목표주가 34,100원 제시

Signal 1: 高유가 + 高환율은 동사에 기회요인

동사 매출의 60% 이상은 국제유가에 민감한 석유화학, 조선해양, 플랜트 산업에서 발생한다. 지난해의 경우 고유가 흐름이 본격화되면서 전년대비 35.5% 증가한 1,928 억원의 신규수주를 기록하였다. 올해의 경우도 고유가 지속으로 카타르 북부가스전(North Field) LNG 증산 프로젝트와 삼성중공업의 FLNG 및 현대중공업의 FPU 등 해양플랜트 발주 등이 지속되면서 1,900 억 원 이상의 신규수주가 예상된다. 고유가와 더불어 인플레이션에 따른 미 연준의 긴축 기조가 유지되면서 높은 환율이 유지될 거라 전망되고 있다. 동사는 해외매출이 50% 수준을 차지하는 만큼 높은 환율은 동사 미래 실적에 우호적인 조건이다.

Signal 2: 우량한 재무구조 + 주주환원 시그널

동사는 무차입 경영 방식을 도입하여 차입금이 없는 순현금 상태를 유지하고 있다. 현금성자산과 단기금융상품만 1,779억원으로 현시총의 53.5%를 차지할 만큼 재무구조가 우량하다. 활용할 수 있는 자본이 많다는 것은 기업 안정성 측면에서는 긍정적이나 자본배치 측면에서는 부정적이다. 하지만 동사는 2025년 사업연도까지 한 해 순이익의 30% 이상을 배당할 계획이라고 올해 6월 1일 공시했으며, 2025년까지 총 300억원 규모의 자사주를 취득한 뒤 소각하겠다는 주주환원 정책을 밝혔다. 우량한 재무구조에 기반한 주주환원 의지는 동사 멀티플의 리레이팅 요소가 될 것이다.

Signal 3: 성장 산업으로의 다각화 + 높은 경쟁력

동사의 계장용 피팅의 경우 용접용 피팅 보다 크기가 작기 때문에 정밀한 분야에서도 사용될 수 있다. 따라서 동사는 적극적인 R&D를 통해 유가와 관련된 산업군의 의존도를 낮추고, 부가가치가 높은 반도체와 기타(항공, 우주, 의료, 수소) 산업으로 전방 수요처를 늘려가고 있다. 첨단 산업 분야로 수요처를 다각화하는 모습은 주가에 긍정적인 시그널이다. 또한 기업의 경쟁력을 나타내는 지표인 영업이익률의 경우 경쟁사 대비 약 5~10% 높은 영업이익률을 보여주고 있으며, 제품특성 상 다품종 소량 생산 체제로 높은 기술력과 노하우, 안정성 및 품질에 대한 승인을 필요로 하기 때문에 동사의 경쟁력은 지속될 것이라 판단한다.

CONTENTS

기업 개요 3

산업 분석 6

기업 주요사항 15

투자 포인트 24

리스크 27

밸류에이션 30

APPENDIX 38

I. 기업 개요

1) 기업 설명

회사명	하이록코리아 주식회사 (HY-LOK Corporation)
설립일	1977년 7월 28일
소재지	부산시 강서구 녹산산단27로 97 (본사) 부산시 사하구 다대로 176 (신평공장)
대표이사	문휴건 / 문창환
사업분야	관아음쇠 및 밸브류 제조업
주요제품	Instrument Fitting & Valve, Piping Valve, Module 등
종업원 수	520명 (2023년 2분기 기준)
자본금	68억원 (주식수: 12,856,580주)
상장일	1989년 12월 9일 (코스닥)

1977년 7월 관아음쇠 및 밸브 제조 및 판매 등을 주 영업목적으로 설립되었으며, 1989년 12월 코스닥시장에 상장했다.

1	조선/해양 플랜트 계측장비용 튜브피팅, 밸브 제조 및 공급
2	해양플랜트 배관설비용 볼밸브, 고압플랜지, 고압호스 제조 및 공급
3	수력, 화력, 복합화력, 원자력발전 설비 계측장치용 튜브피팅, 밸브 제조 및 공급
4	담수 플랜트 및 석유화학 플랜트 계측장치용 튜브피팅, 밸브제조 및 공급
5	반도체산업 가스라인용 초청정 튜브피팅, 밸브제조 및 공급
6	천연가스차량(NGV)용 튜브피팅, 밸브제조 및 공급
7	군수, 방위용 유압호스, 튜브피팅, 배수펌프 제조 및 공급
8	제지산업 유압설비용 튜브피팅, 밸브제조 및 공급

Fitting & Valve 산업의 Global 선도기업으로, 석유화학, 조선, 철도차량 등의 다양한 분야의 사업영역에 진출해있다.

2) 주요 품목

그림 1) 주요 제품 등의 현황

(단위 : 백만원)

품목	구체적용도	주요상표등	매출액 (비중)
Hy-Lok Fitting	발전설비, 석유화학, 조선해양, 반도체 계장용	Hy-Lok	36,891 (41.9%)
Bite Type Fitting	유압 및 공압배관용 조절기능	Hy-Lok	7,092 (8.1%)
Pipe Fitting	유압 및 공압배관용 물림식, 용접형 이음쇠	Hy-Lok	1,918 (2.2%)
Hy-Lok Valve	배관용, 계기장치용 조절기능	Hy-Lok	27,573 (31.3%)
기타	모듈 및 기타 상품	-	14,538 (16.5%)
계	-	-	88,012 (100.0%)

자료: DART, 반기보고서(2023 년 6 월)

Hy-Lok Fitting 과 Hy-Lok Valve 가 각각 41.9%, 31.3%의 매출 비중을 차지하고 있다.

그림 2) 제조 공정



자료: 하이록코리아

3) 분석 선정 이유

3)-1 탄탄한 재무제표 + 어닝서프라이즈

산업기반 시설(장치산업)의 필수 부품이므로 단기적인 경기변동에 영향을 받지 않고 한 번 납품 후에 유지보수 자재가 꾸준히 발생하기 때문에 지속적인 매출이 가능한 특성을 지닌다. 실제로 지난 5년간의 재무제표를 살펴보면, 꾸준한 매출액 및 영업이익 증가세를 보이고 있다. 더불어, 부채비율은 내내 10% 미만을 기록하고 있어 매우 안정적인 재무 상황에 놓여 있다. 특히, 올해 영업이익은 1분기 112억원(YoY +114%), 2분기 154억원(YoY +48%)을 기록하며, 어닝서프라이즈를 달성했다.

3)-2 기술적 진입장벽

현재 석유화학, 해양플랜트 같은 전방산업에서 고급 기술력과 품질을 자랑하는 경쟁 업체는 소수이다. 주문 제작 방식과 높은 기술 및 품질 요구로 인해 시장 진입장벽은 높은 상황이다. 동사는 1970년대부터 지속적으로 누적된 기술력으로, 고객의 요구에 따라 원하는 제품을 원하는 시기에 제공하는 능력을 보유하고 있다. 그리고 이를 바탕으로 국내에서 가장 많은 공급자 승인과 다양한 기업들과의 거래실적을 보유하고 있다. 한편, 해외에서도 다양한 지역별 대리점 및 법인을 통해 강력한 영업 네트워크를 구축하고 있다.

3)-3 물 들어오는 해양투자

에너지 자립과 안보 우려가 해양 부문 투자로 이어지고 있다. 해양플랜트 성장과 더불어 국내 조선사 수주에 따라, 동사가 수혜를 입을 것으로 기대된다.

3)-4 고유가, 고회환율로 수주도 실적도 증가

작년의 경우 고유가 흐름이 본격화되면서 석유화학 및 LNG 등 각종 프로젝트 등이 재개됨에 따라 플랜트 관련 신규 수주가 늘어났다. 올해도 고유가 지속 등에 따른 플랜트 발주 등이 지속되면서 1900 억원 이상의 신규 수주가 예상된다. 또한, 해외 매출이 50% 수준을 차지하는 만큼 높은 환율은 동사에게 우호적인 조건이다.

II. 산업 분석

1) 산업개요

산업용 피팅(Fitting)은 석유화학 플랜트, 조선 및 해양플랜트, 발전플랜트 등 전방산업의 설비나 구조물에 설치되는 파이프라인을 연결하는 관이음쇠이다. 주로 배관의 방향/직경 변경, 주 배관에서 분기하여 배관할 때 사용하거나 이를 연장하거나 유체 흐름을 제어하는 기능을 한다.

그림 1) 용접용, 계장용 피팅 종류

용도	명칭	특징	외형
용접용	Elbow(r자)	배관의 방향을 바꿈	
	Tee(T자)	분기에 사용	
	Reducer	작은 배관과 큰 배관을 연결	
	Flange	직경이 같은 배관을 직선으로 연장하여 연결	
	Cap	배관을 마감	
	Seamless pipe	유체 및 기체의 수송	
계장용	Valve	유체의 흐름을 개폐, 조절	
	Regulator	유체 압력을 유지	

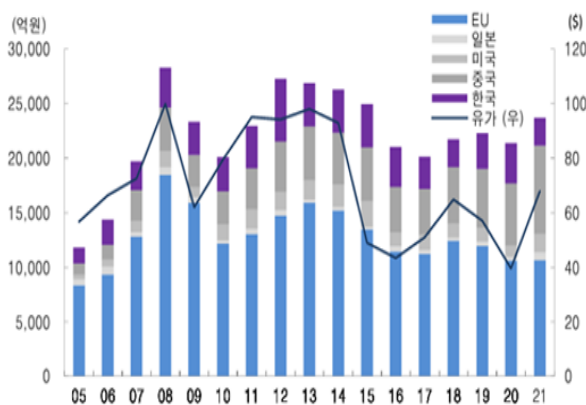
자료: 업계 자료, 현대차증권

피팅은 외형과 용도에 따라 세분화되는데, 먼저 외형에 따라서는 1) 배관의 방향을 바꾸는 Elbow(r자), 2) 분기에 사용되는 Tee(T자), 3) 작은 배관과 큰 배관을 연결하는 Reducer, 직경이 같은 배관을 직선으로 연장하여 연결하는 Flange, 4) 배관을 마감하는 Cap, 5) 유체 흐름을 개폐 및 조절하는 밸브, 6) 유체 압력을 유지시켜주는 Regulator 등으로 구분된다. 이 중 계장용은 밸브와 Regulator가 대표적이다. 이러한 피팅은 용도에 따라서 용접용과 계장용으로 나뉘는데, 용접용 피팅은 액체/기체 운송 목적의 주 배관에 사용되며, 계장용 피팅은 주 배관 주변에 부착되어 주 배관 상태를 계측, 제어하거나 시료를 채취하는 등 여러 역할을 하는데 사용된다.

이러한 피팅 산업은 석유화학/정유/가스플랜트, 조선/해양플랜트, 원자력/화력발전 등 각 플랜트별로 설계가 상이함으로 주문생산이 필요해 다품종 소량생산체제의 특성을 가지고 있으며 수요자 입장에서는 가격보다 불량 발생 시 폭발을 야기할 수 있기 때문에 품질 및 납기 준수 여부가 중요하다. 때문에 피팅 산업은 거래처의 인증과 장기간의 트랙 레코드가 필수적이다. 또한 초기에 대규모 부지 및 대형 프레스, 금형틀 등 기계 설비에 대한 막대한 초기 투자 비용이 필요해 진입 장벽이 높은 특성 또한 가지고 있다.

동사 주요 품목인 계장용의 경우 미국이 Swedgerock(스웨지락)과 Parker(파커)가 글로벌 시장 80%를 점유하고 있으며, 나머지 100 여개 업체가 20%를 점유하고 있다. 국내의 경우 동사를 제외한 기업으로는 디케이락, 비엠티가 존재하며 그 외 대다수는 비상장 기업으로 존재하고 있다.

그림 2) 피팅 산업 연도별 시장규모 추이



자료: 업계 자료, 현대차증권

주: 지역별 수출입 데이터에 기반한 추산치

그림 3) 하이록코리아 전방산업

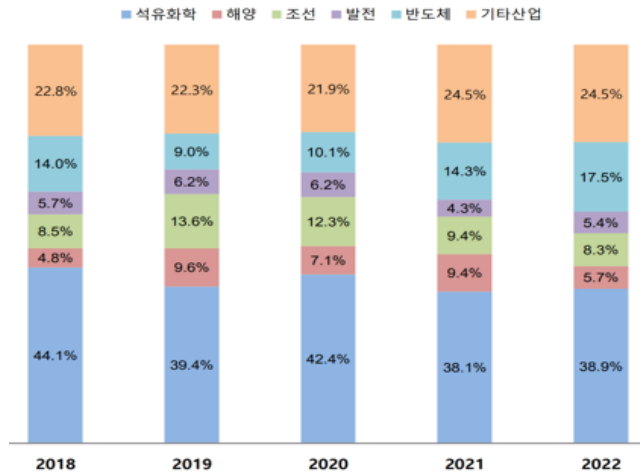


자료: 하이록코리아

전방산업으로는 석유화학, 조선, 해양, 반도체 발전 등이 있으며, 글로벌 시장에서 국내 관련 업체들의 업황에 따라 그 수혜를 누리고 있다. 일반적으로 석유화학 플랜트 산업의 경우, 프로젝트 예산의 2% 정도가 피팅 구매에 투입되며, 해양은 2%, 발전플랜트는 1~2% 수준이다. 주로 프로젝트 공정률 10%부터 발주가 시작되며, 20~30%에서 피팅 발주가 본격화, 분할발주가 이루어지기 때문에 어느 정도 시차를 갖고 수요가 발생하며 수주 증가는 추세적인 트렌드를 보인다. 이에 따라 피팅의 경우 업황 예측이 용이하고 발주 취소 등의 리스크에서 비교적 안정적이라고 할 수 있다. 추가적으로 전방산업 대부분이 유가와 밀접한 영향을 갖고 있어 유가와 연동되어 매출이 움직이는 경향이 있다.

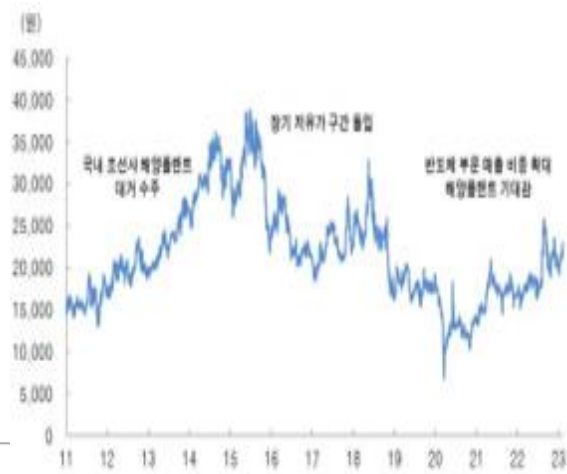
2) 산업 전망

그림 4) 하이록코리아 전방산업 별 매출 현황



자료: 하이록코리아

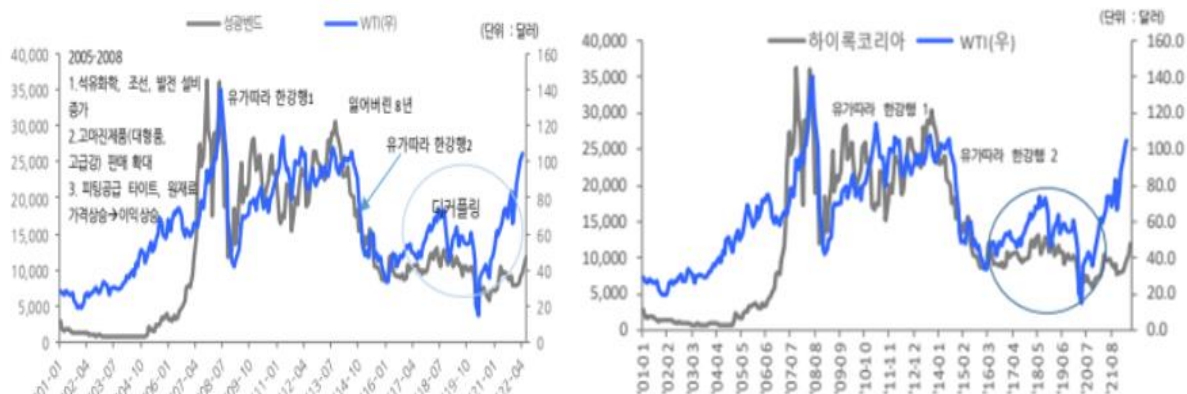
그림 5) 하이록코리아 역사적 주가 추이



자료: 하이록코리아, 대신증권 Research Center

피팅 산업은 2013 년 이후 저유가 시기가 이어지면서 약 10 년간 부진했으나, 코로나 이후 수요가 발생하면서 전방산업인 석유화학, 정유 등의 산업이 회복 중이며 러-우 전쟁, 글로벌 에너지 다변화 정책 등으로 유럽향 LNG 수요 증가, 코로나로 중단되었던 아시아, 중동의 석유화학 수주가 재개되고 있는 상황이다. 한국무역협회에 따르면 올 상반기 해외 플랜트 수주 실적이 130 억 5 천만 달러로 전년동기대비 40.2% 증가한 것으로 나타났다. 특히 중동에서의 올 상반기 수주 실적은 70 억 2 천만달러로 전년동기대비 552.3% 증가했다. 앞서 언급했듯 하이록코리아의 주요 품목인 계장용 피팅의 전방 산업은 석유화학, 조선, 해양, 반도체, 발전 등이 있으며 전방산업 동향이 피팅 산업 전반의 동향과 큰 상관관계를 보이기에 피팅 산업 전망에서 전방산업 동향이 피팅 산업의 전망이라고 할 수 있다.

그림 6, 7) 관련 기업 주가와 유가의 상관관계 (좌: 성광벤드, 우: 하이록코리아)



자료: 현대차증권

연도별 시장 규모 추이를 보면, 유가 레벨이 높고, 에너지 부문의 투자가 많았던 시기에 피팅 산업의 시장 규모가 비례적으로 증가하는 경향이 있다. 이는 유가가 높은 수준에 도달하면, 에너지 부문 투자가 증가하고, 에너지 부문 투자 증가 시 피팅의 수요가 증가한다는 점 때문이다. 일반적으로 유가의 흐름은 전방산업인 해외 건설 수주액과 플랜트 발주 추이, LNG 관련 선박 발주 추이와 유사하며 전방산업에 의해 매출이 결정되는 피팅 산업의 특성상 피팅 기업도 밀접한 상관관계를 보이면서 움직이는 흐름을 보여주고 있다.

2)-1 석유화학

그림 8) 2022 년 상반기 대비 2023 년 상반기 석유화학 플랜트 수주 현황

구분		2022년 상반기(누계)		2023년 상반기(누계)		증감률
		실적	비중	실적	비중	
계		93.1	100.0	130.5	100.0	40.2
지역	중동	10.8	11.6	70.2	53.8	552.3
	아프리카	4.0	4.2	17.0	13.0	331.1
	아시아	51.9	55.8	27.0	20.7	△48.0
	유럽	15.2	16.4	8.2	6.2	△46.5
	미주	11.2	12.1	8.1	6.2	△27.5

자료: 한국 무역협회, 23 년 상반기 석유화학 플랜트 수주 현황, 주: (단위: 억 달러, %)

최근 국내 건설사들의 해외 석유화학 플랜트 수주가 증가하며 이에 따른 피팅 업체 수혜가 있을 것으로 예상된다. 현대 건설이 샤힌 프로젝트와 아미랄 프로젝트를 수주하였으며 삼성엔지니어링 역시 사우디의 알루자인으로부터 'PDH·PP·UTOS 플랜트'의 기본설계(FEED) 프로젝트를 수주받으며 석유화학 플랜트 관련 전망도 밝다. 작년 2 월에 시작되어 24 년까지 진행될 예정인 삼성엔지니어링의 러시아 발틱 에탄크래커 프로젝트 등도 현재 진행 막바지에 이르러 피팅 수요가 본격화될 예정이다.

2)-2 조선 & 해양

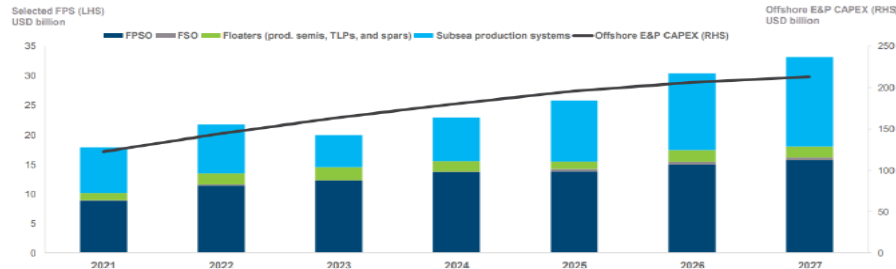
그림 9) LNG 선 수주 잔고 추이



자료: DART, 바이시그널 3 조

조선 & 해양은 상관관계가 0.8~0.9 에 수렴하는 전방산업이다. 국내 피팅 산업의 경우 조선 & 해양 관련 매출이 국내 조선 3 사(현대, 삼성, 한화)에 집중되어 있다. 따라서 국내 조선 3 사의 선박 수주가 피팅 산업 매출에 영향을 미친다.

그림 10) 부문별 해양투자 전망



자료: 대신증권 Research Center, IHS Markit, Mac

해양 산업의 경우 최근 사우디와 러시아의 원유 감산 발표, 러-우 전쟁 등의 요인으로 인해 에너지 자립, 에너지 안보에 대한 중요성이 대두되며 해양 플랜트 산업에 대한 투자가 활성화되고 있다. 국제적으로 영국은 북해 시추를 대거 허가했고 브라질도 해양-심해 원유 생산 활성화를 지원하겠다고 발표했다. 추가적으로 미국, 카타르 등에서 LNG 플랜트 투자 확대 등 해양플랜트 발주를 확대하고 있다. 일본의 대표 해양개발 기업인 미쓰이 해양개발의 경우 1H23 의 수주잔고는 \$ 7,853 Mill 로 과거 해양 플랜트 전성기의 \$ 8,981 Mill 에 거의 육박한 상황이다. 또한 클락슨(Clarkson)에 따르면 올해 들어 7 월까지 원유, 가스, 해상풍력 등 해양플랜트에 투자가 확정된 금액은 895 억달러로 집계되었으며, 이를 포함해 연말까지 최종 투자 결정이 예정된 투자 규모는 지난해 대비 22% 증가한 1,705 억 달러에 달할 것으로 예상된다. 이는 1,953 억 달러가 투자되었던 지난 2013 년 이후 10 년 만에 가장 많은 규모다. 이러한 해양 플랜트 투자 확대는 피팅 업체 수주 증가로 이어질 것으로 기대되고 있다. 이러한 기대감과 동일하게 한국 조선소 5 사의 수주 현황은 전년 같은 기간 대비 모두 상회하고 있는 모습이다. 신규 수주가 전년 같은 기간 대비 부진하지만, 전방 산업에 대해 9~12 개월의 후행성을 가지는 피팅 산업의 특성을 고려할 때 여전히 긍정적인 상황이라고 여겨진다.

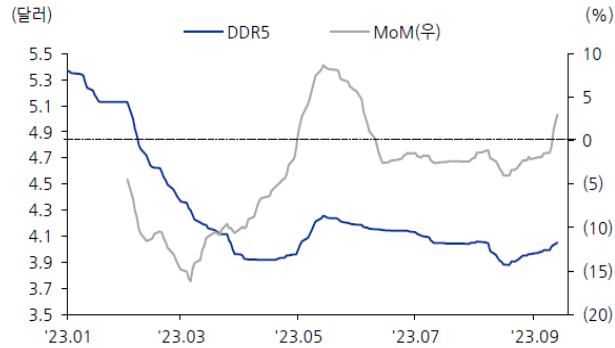
그림 11) 국내 조선소 5 사 수주현황

기업	신규수주(백만달러, 척)		전년같은기간		수주잔고(백만달러, 척)			전년같은기간		
	금액	척수	금액	척수	금액(인도)	금액(매출)	척수	금액(인도)	금액(매출)	척수
HD 현대중공업	7,747	24	9,227	44	38,590	28,840	156	32,373	23,761	150
상선	4,344	24	7,028	44	27,127		152	23,363		147
해양8플랜트(2022~)	1,226	0	8	0	5,907		4	5,034		3
엔진기계	2,177		2,191		5,556			3,976		
현대미포조선	3,315	55	3,071	67	9,582	7,218	177	8,299	6,580	174
현대삼호중공업	5,866	34	7,690	43	19,409	16,372	110	15,664	13,111	103
현대중공업그룹	16,928	113	19,988	154	67,581	52,430	443	56,336	43,452	427
삼성중공업	6,300	25	6,300	33	33,200		163	29,000		151
상선	4,800	24	6,300	33	31,700		162	27,900		150
해양	1,500	1	0	0	1,500		1	1,100		1
한화오션	1,470	9	6,430	28	28,490		126	29,080		135
전체 합산	24,698	147	32,718	215	129,271		732	114,416		713

자료: 한화투자증권, 주: 2023 년 7 월 말 기준, 전년 같은 기간은 2022 년 7 월말 기준, 해양 플랜트의 척수는 해양 기준 값

2)-3 반도체

그림 12) DDR5 16Gb 가격 및 MoM 추이



자료: DRAM EXCHANGE, 유진투자증권

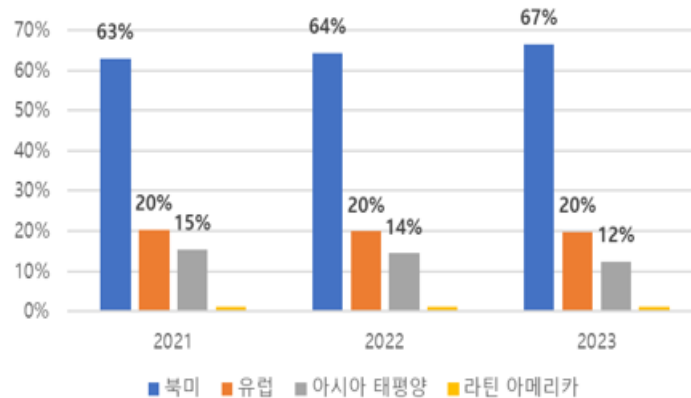
지난 10 년간 피팅 산업에서 반도체가 차지하는 비중은 매우 10% 미만이었고 전방 산업에는 속하지만 중요하지 않은 사업이었다. 하지만 18 년~22 년 삼성전자, SK 하이닉스 발 피팅 및 밸브 수요 급증에 따라 매출액 대비 비중이 많이 올라온 상황이다. 하지만 반도체 수요 감소 및 감산으로 인해 해당 사업의 매출 비중은 작아질 것이라고 여겨진다. 다만 최근 메모리 시장의 현물가 상승세가 지속되고 있다. DRAM 가격의 경우 DDR5 가 한 주간 1.4%, DDR4 8GB 는 2.8% 상승했고, 이외 제품들도 상승 추세이다. 또한 최근 삼성전자 메모리 사업부가 9 월 초 스마트폰 업체에 직전 계약보다 약 10~20% 높은 가격에 메모리를 공급하기로 결정했으며 해당 업체들이 이를 수용하는 등 재고 감소에 따른 반도체 반등론이 힘을 얻고 있는 상황이다. 현재 피팅 산업의 매출 성장 요인인 조선 & 해양의 수요가 감소할 때 반도체 사이클이 돌아올 수 있을 것이다.

3) 경쟁현황

앞서 언급했듯이 글로벌 피팅 산업은 글로벌 2 개사가 80% 이상을 과점하고 있고, 나머지 20%를 100 개의 기업이 나눠 갖고 있는 상황이다. 해외 메이저 플레이어로 스웨지락과 파커가 있으며 국내 계장용 피팅 경쟁사는 비엠티와 디케이락이 있다.

3)-1 해외

그림 13) PARKER 지역별 매출 현황



자료: PARKER 2023 년 10K, 바이시그널 3 조

해외의 경우 메이저 플레이어로 스웨지락과 파커를 뽑을 수 있다. 이 중 스웨지락의 경우 비상장 기업으로서 정확한 매출 파악이 어려워 상장 기업인 파커의 지역별 매출 현황을 이용했다. 파커는 미국 기업으로서 북미에 매출액이 집중되어 있으며 특이하게 아시아 지역의 매출 비중은 오히려 감소 중인 상황이다. 피팅 산업에서 중요한 것은 안정성이다. 계장용 밸브, 피팅은 고온, 고압에 적용되는 경우가 많고 프로젝트 규모에 비해 부품 단가가 낮은 편이라 가격 측면보다 안정성이 우선된다. 일반적으로 발주업체들은 품질보증을 위해 납품업체에 2~3 년의 테스트 과정을 거친 후 공급자 승인을 주게 된다. 공급자 승인이 있어야만 납품을 할 수 있기 때문에 피팅 산업에서 가장 중요한 Key 는 진입장벽을 형성하는 공급자 승인이다. 따라서 국내 기업이 이미 자리를 잡고 있는 상황에서 해외 기업의 진입력은 제한된다고 고려된다. 또한 동사의 미주 매출은 13% 수준이며 최근 국내 건설사들의 플랜트 수주 등 전방산업의 수요가 중동, 유럽향으로 쏠려 있기 때문에 미주 매출이 70%에 육박하는 파커와의 파이 싸움은 없을 것으로 판단된다.

3)-2 국내

- 비엠티

비엠티는 다양한 전방 산업에 사용되는 피팅과 밸브를 주력으로 제조 및 판매하는 기업이다. 매출처/국가 및 매출 품목 다변화로 인해 꾸준한 매출 성장세를 보이고 있다. 지난 10년간(2012년~2022년) 연평균 12.9% 성장했으며, 최근 5년간(2017년~2022년) 17.4%의 성장률에서 알 수 있듯이 최근 5년간 성장 속도가 확대되고 있다.

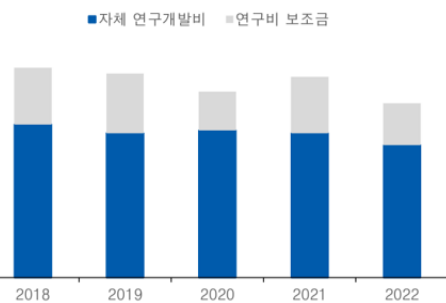
그림 14) 비엠티 재무 현황

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023F
매출액	896	1,079	1,421	1,705
영업이익	67	46	230	295
지배순이익	40	58	150	256
PER	16.6	17.9	7.4	5.6
PBR	0.9	1.3	1.1	1.1
EV/EBITDA	11.3	21.3	7.5	6.7
ROE	5.6	7.5	16.0	21.7

(억원, 원, %, 배)

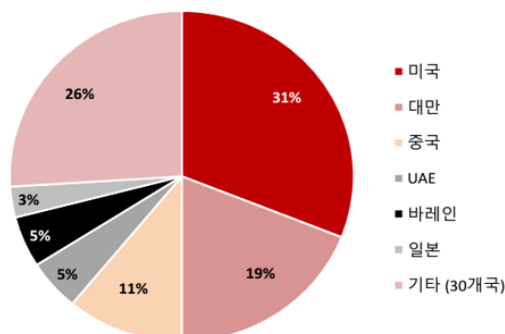
그림 15) 비엠티 매출액 대비 R&D 현황



자료: 비엠티, 유안타증권 리서치센터

지난 1분기 매출액과 영업이익은 각각 전년 대비 53.6%, 63.1% 성장했고 우호적인 매크로 상황상 전방산업의 호실적이 기대되면서 수혜를 받을 수 있을 것이라 예측된다. 수출 비중 또한 서서히 증가하고 있으며 신공장 신축, 낮은 매출액 변동성, 매출액 대비 높은 R&D 비용 등 경쟁업체 대비 높은 경쟁력을 가지고 있다.

그림 16) 비엠티 국가별 수출 비중



자료: 비엠티, SK 증권

그림 17) 비엠티, 아람코와의 인증 획득 현황

사우디 Aramco와 19년 MOU 체결 이후 22년 인증 획득 완료

The MOUs and commercial collaborations signed include:

- Air Products Qudra: Non-binding MoU between Saudi Aramco and APO to discuss the establishment of an Industrial Gases Joint Venture.
- Aker ASA: MoU between Saudi Aramco and Aker ASA to collaborate on the 4th Industrial Revolution addressing sustainability and green environment.
- Dassault Systems: MoU between Saudi Aramco and Dassault Systems to work on advanced materials and 4IR technologies.
- Baker Hughes: MoU between Saudi Aramco and Baker Hughes to collaborate on artificial intelligence and digital transformation.
- BMT Co., Ltd.: Collaboration MoU between Saudi Aramco and BMT, BMT plans to invest in fittings and valves manufacturing facilities in the Kingdom.**
- Tubacex Group: Collaboration MoU between Saudi Aramco and Tubacex Group, Tubacex Group plans to invest in pipe weld overlay and cladding services manufacturing facilities in the Kingdom.
- Pultron Composites: Collaboration MoU between Saudi Aramco and Pultron, Pultron plans to invest in non-metallic Glass Fiber Reinforced Pipes (GFRP) manufacturing facilities in the Kingdom.

자료: Aramco(2019), SK 증권

하지만 하이록코리아보다 비교적 늦게 LNG 선박용 초저온 밸브, 반도체/디스플레이 산업용 UHP 피팅 등의 연구 개발을 추진해 상용화한 점, 2019 에 시작된 아람코와의 MOU 를 통한 인증이 22 년에 획득했다는 점을 미루어 보아 안정성이 중요한 피팅 산업에서 비엠티의 피팅 제품이 현장에 도입될 가능성은 낮아보인다. 또한 수출 비중 역시 앞서 언급한 디케이락, 파커와 같이 미국향 비중이 높고 중동, 아시아향 수출은 미비하다는 점에 있어서 하이록코리아가 상대적 우위를 갖는다고 할 수 있다.

- 디케이락

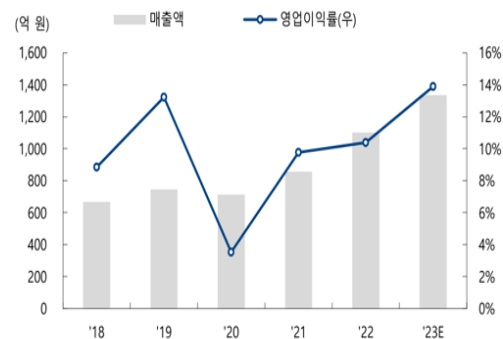
동사는 1991 년 설립된 계장용 Fittings&Valves 를 생산하는 제조업체다. 동사는 전방산업에 사용되는 제품인 자체브랜드 DK-Lok 을 300 여개 거래처에 공급하고 있으며. 글로벌 매출과 국내 매출 모두 성장하고 있다.

그림 18) 디케이락 매출 실적

(단위 : 백만원)

매출유형	품목		제 33기 반기	제 32기	제 31기
제품	DK-LOK Fitting	수출	25,837	47,908	34,300
		내수	6,250	14,374	15,520
		소계	32,087	62,282	49,820
	D-PRO Valve	수출	15,663	22,636	16,622
		내수	4,000	9,554	9,096
		소계	19,663	32,190	25,718
	기타	수출	210	631	630
		내수	1,423	2,043	2,325
		소계	1,633	2,674	2,956
상품		수출	3,875	10,454	5,701
		내수	491	1,390	1,163
		소계	4,366	11,844	6,864
합계		수출	45,584	81,629	57,253
		내수	12,185	27,361	28,104
		소계	57,749	108,990	85,358

그림 19) 디케이락 실적 추이 및 전망



자료: DART

자료: 디케이락, 하이투자증권 리서치본부

하이록코리아와 마찬가지로 우크라이나 사태로 악화된 에너지 수급으로 러시아산 천연가스를 대체하기 위하여 북미산 LNG 에 대한 수요가 증가하고 있는 상황에서 진행되고 있는 북미 LNG 증설 프로젝트 및 수출터미널 건설 등의 수혜를 받을 것으로 예상된다. 이런 상황에서 동사는 지난해 미국 다우 케미컬(Dow Chemical) 글로벌 공급사 등록을 비롯하여 마라톤 오일(Marathon Oil) 계열사인 마라톤 페트롤리엄(Marathon Petroleum)까지 등록을 완료하였다. 또한 글로벌 대형 통합 공급체인 퍼거슨 엔터프라이즈와 협력해 북미 유지보수(MRO) 시장 확대를 도모할 예정이다. 이러한 북미지역의 전방산업 호조와 더불어 대형 고객사 확보 등으로 올해부터 매출이 상승할 수 있는 기반이 마련되었다. 하지만 디케이락 역시 앞서 언급한 글로벌 메이저 플레이어인 파커와 마찬가지로 북미 시장에 집중된 매출 성장을 보이는 만큼 중동, 유럽향 매출이 증가하고 있는 하이록코리아와는 다른 방향성을 띠고 있다.

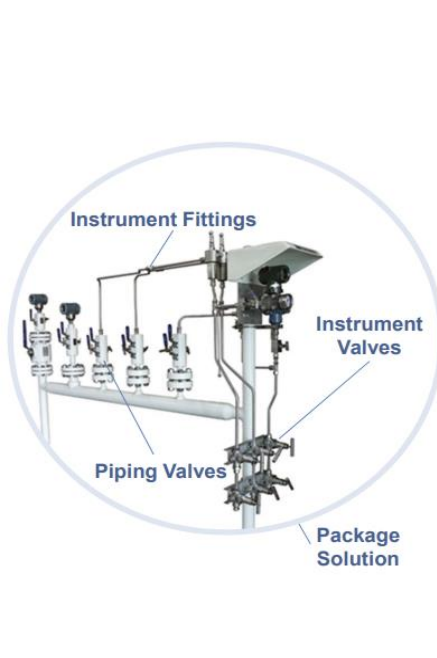
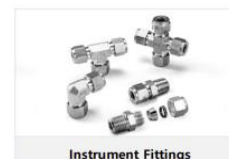
Ⅲ. 기업 주요 사항

1) 사업

1)-1 사업 분야

동사와 연결 종속회사는 관이음쇠와 밸브의 제조 및 판매업을 주 업종으로 동일한 사업을 영위하고 있다. 관이음쇠(Fitting)는 유체를 이송하는 PIPE 또는 TUBE 를 이어주면서 방향이나 직경을 변경, 마감, 연장해주는 역할을 하며, 밸브(Valve)는 Hydraulic/Control line 에서 유체 또는 기체의 흐름을 제어하는 역할을 한다. 과거 수입에 의존하던 관이음쇠(Fitting) 및 밸브 제품에 대해 지속적인 국산화 및 기술개발을 통해 2000 년대에 들어 해외의 우수한 제품의 품질 수준까지 도달하게 되었다. 동사의 주 생산 제품인 초정밀 관이음쇠(Fitting) 및 밸브는 Fluid & Control System 산업에서 필수적인 부품으로 사용된다. 주요 산업인 석유화학, Onshore & Offshore 플랜트, 조선, 반도체, 발전을 중심으로 철도차량, 항공우주, 방위산업, 가스산업 등 다양한 산업에 걸쳐 제품 수요가 발생하고 있다. 동사는 과거 수입에 의존하던 관이음쇠(Fitting) 및 밸브 제품에 대해 지속적인 국산화 및 기술개발을 통해 2000 년대에 들어 해외의 우수한 제품의 품질 수준까지 도달했다. 현재 국내/외 대기업 등에서 좋은 평가를 받고 있고, 세계적으로 인지도가 높은 기업에 공급자 승인을 받아 수많은 프로젝트에 참여하고 있다.

그림 1) 하이록코리아의 주요 제품

	 Instrument Fittings	유체를 이송하는 PIPE나 TUBE를 이어주면서 방향이나 직경, 마감, 연장 등의 역할 • Hy-Lok Tube Fitting • Bite Type Tube Fitting • Instrument Thread & Weld Fitting • Pipe Fitting
	 Instrument Valves	다양한 산업의 Hydraulic / Control line의 유체 또는 기체의 흐름을 제어하는 역할 • Ball Valve • Needle Valve • Manifold Valve
	 Piping Valves	발전, 석유 및 가스 플랜트 배관의 유체를 제어하고 고온/고압의 환경을 견딜 수 있게 설계된 밸브 • Cryogenic Valve • Double Block & Bleed Valve • Manual Ball Valve
	 Package Solution	Hy-Lok Fitting과 Valve를 이용하여 Tube를 연결하는 다양한 Panel 및 Instrument Cabinet 등을 제작 • Instrument Cabinet • Air Manifolds • Sampling System • Air Pipe Module
		6

자료: 하이록코리아

1)-2 제품 분야

주요 품목은 크게 피팅과 밸브 제품으로 구분되며 주 생산 제품인 Hy-Lok Fitting 과 Valve 의 경우 매출액의 23 년 2 분기 기준 73.1%를 담당하고 있으며 용접용 피팅처럼 가스 및 원유 그리고 육상 및 해상 플랜트 조선에도 사용되지만, 건설, 항공산업, 군수 반도체 등 사용되는 범위가 좀 더 넓은 특징을 지닌다.

- 관이음쇠(Fitting): 유체를 이송하는 PIPE 또는 TUBE 를 이어주면서 방향이나 직경을 변경, 마감, 연장해주는 역할
- 밸브(Valve): Hydraulic line(유압관)/Control line 에서 유체 또는 기체의 흐름을 제어하는 역할

계장용피팅(하이록코리아)은 용접용피팅(태광, 성광벤드)보다 공기 후반에 적용된다. 통상적으로 용접용 피팅은 산업설비 발주에 9 개월, 계장용 피팅은 12 개월가량 후행(계장용 피팅은 용접용 피팅 수주 업사이클에 1~2 분기 후행)하며, 크기가 작기 때문에 적용분야가 조선, 해양, 석유화학, 발전설비 등 산업기반시설에서 부가가치가 높은 반도체, 항공, 우주, 의료 산업으로 첨단화, 정밀화 되어가고 있다.

2) 매출 실적

2)-1 제품별 매출 실적

그림 2) 하이록코리아 제품별 매출 실적

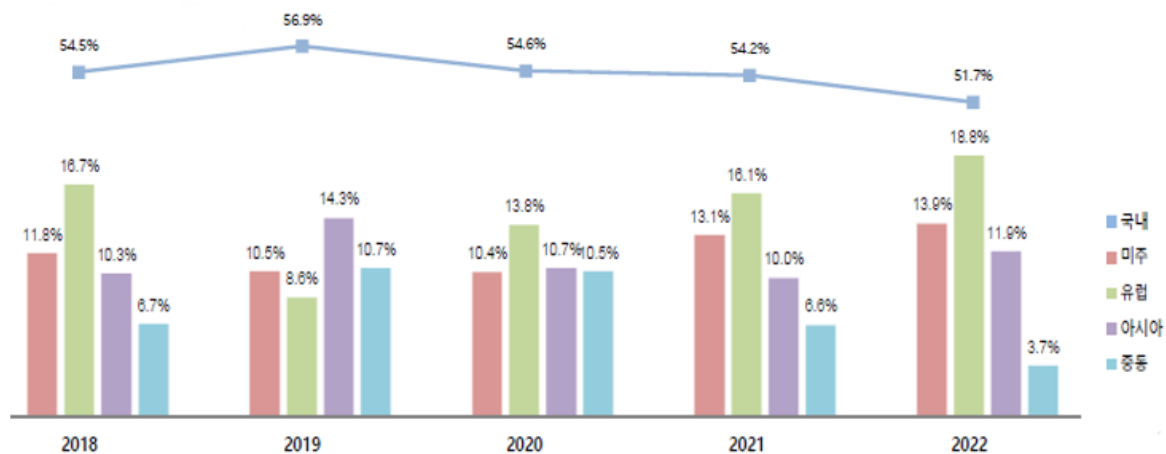
매출 유형	품 목		2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년 반기
	(단위: 백만원)								
제품	Hy-Lok Fitting	내 수	15,932	14,195	12,877	13,874	17,517	23,994	10,137
		수 출	33,980	28,595	28,701	29,079	33,200	45,225	26,754
		소 계	49,912	42,790	41,578	42,953	50,717	69,219	36,891
			28.02%	36.62%	31.20%	33.00%	36.40%	40.70%	41.90%
	Bite Type Fitting	내 수	6,353	6,741	8,464	7,940	8,367	10,468	5,826
		수 출	3,821	3,541	3,374	2,287	1,954	2,850	1,266
		소 계	10,174	10,282	11,838	10,227	10,321	13,318	7,092
			5.71%	8.80%	8.90%	7.90%	7.40%	7.80%	8.10%
	Pipe Fitting	내 수	3,170	2,430	2,907	3,006	2,585	3,120	1,286
		수 출	2,097	1,037	753	950	532	1,090	632
		소 계	5,267	3,467	3,660	3,956	3,117	4,210	1,918
			2.96%	2.97%	2.70%	3.00%	2.20%	2.50%	2.20%
	Hy-Lok Valve	내 수	45,672	21,676	28,040	23,733	25,520	26,198	16,211
		수 출	23,355	13,211	19,509	20,480	20,561	24,845	11,362
		소 계	69,027	34,887	47,549	44,213	46,081	51,043	27,573
			38.75%	29.86%	35.70%	34.00%	33.00%	30.00%	31.30%
제품 및 상품	기타	내 수	25,059	17,750	21,262	21,831	20,746	22,343	9,753
		수 출	18,699	7,674	7,255	6,930	8,502	9,967	4,785
		소 계	43,758	25,424	28,517	28,761	29,248	32,310	14,538
			24.56%	21.76%	21.40%	22.10%	21.00%	19.00%	16.50%
합 계		내 수	96,186	62,792	73,550	70,384	74,735	86,123	43,213
		수 출	81,952	54,058	59,592	59,726	64,749	83,977	44,799
		소 계	178,138	116,850	133,142	130,110	139,484	170,100	88,012

자료: DART, 바이시그널 3 조 재가공

동사는 지속적이고 강력한 사업확장의 기반을 마련하기 위해 Tube Fittings, Valves, Package System 등 핵심 분야에 집중하고 있다. 초정밀 관이음쇠에는 Hy-Lok Fitting, Bite Type Fitting, Pipe Fitting 가 있으며 각각의 매출 비중은 Hy-Lok Fitting 41.9%(36 억), Bite Type Fitting 8.1%(7 억), Pipe Fitting 2.2% (2 억)이다. 동사의 초정밀 관이음쇠는 발전설비, 해양 플랜트, 발전, 철도, 항공우주, 석유화학, 조선해양, 반도체 계장용 등의 산업 부문에서 활용되며, 밸브는 Hy-Lok Valve 하나로 총매출의 31.3%(27 억)를 차지하고 있다. 동사의 밸브는 발전, CNG 연료 장치, 석유화학, LNG 등의 산업 부문에 활용된다. 이외에 모듈 및 기타 상품도 판매하고 있으며 총매출 16.5%(14 억)를 차지하고 있다.

2)-2 지역별 매출 실적

그림 3) 하이록코리아 지역별 매출 현황



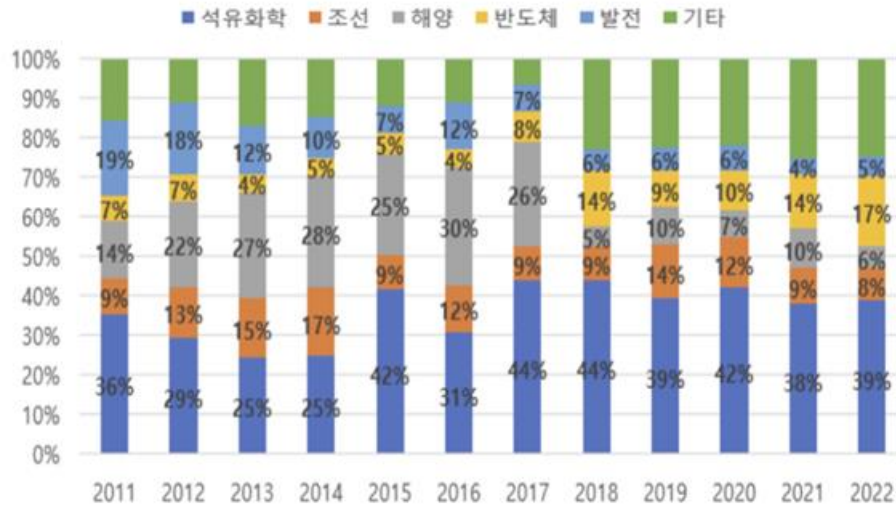
자료: 하이록코리아

내수와 수출 판가와 판가 변동 추이가 상이하다. 판가는 타입별 매출액에서 수량을 나눈 것이다. 다품종 소량 생산 형태로 제품을 생산하다 보니까 같은 타입이라고 해서 매년 똑같은 제품이 아니다. 또한, 대리점이나 프로젝트나 고객 내수/수출 여부 등에 따라 똑같은 제품도 가격이 다르게 책정되는 특징도 있어 차이가 발생한다. 산업 특성상 원재료가 상승 시 판가는 전이가 어느 정도 잘 되는 구조이다.

Hy-Lok Fitting, Bite Fitting, Pipe Fitting 은 CNC 공작기계에서 생산한다. Hy-Lok Valve 는 소형은 CNC, 대형은 MCT 에서 생산한다. CNC 공작기계에서는 수주 특성에 따라 제품 타입을 호환하여 생산할 수 있다. 같은 타입의 제품이라도 제품의 소재, 사양 등에 따라 개별 단가의 편차가 크기 때문에 생산량과 매출액에 차이가 있을 수 있다.

2)-3 전방 산업별 매출 실적

그림 4) 전방 산업별 매출 현황



자료: 하이록코리아, 바이시그널 3 조 재가공

전방산업의 변화로 고객들의 다양한 요구가 나타나고, 동사의 필수 생산 제품인 밸브 및 피팅의 적용 분야가 조선, 해양, 석유화학, 발전설비 등 산업기반시설에서 반도체, 항공, 우주, 의료 산업으로 첨단화, 정밀화 되어가고 있어 부가가치가 높은 고가의 제품들에 대한 수요가 점차 증가함에 따라 시장 규모 또한 확대될 것으로 예상된다. 또한, 산업기반 시설(장치산업)의 필수 부품이므로 단기적인 경기변동에 영향을 받지 않고 한번 납품 후에 유지보수 자재가 꾸준히 발생하기 때문에 지속적인 매출이 가능하여 일시적인 경기변동에 둔감한 편이나, 장기적으로 경기나 투자가 침체될 경우 경기의 영향을 받을 수 있다. 2023 년은 글로벌 물가 상승, 환율변동 위험, 경제성장을 둔화에 대한 우려로 대외경제 전망은 다소 부정적이나 친환경으로의 에너지 패러다임 변화가 가속화되고 유가 및 에너지 가격 상승으로 인해 동사의 주요 산업인 플랜트 산업 시장에서는 지속적인 투자가 이루어질 것으로 예상된다. 동사는 동재, 강재, 스텐재 등을 주재료로 하여 기계설비의 이음쇠, 후렌지밸브, 유니온, 닛볼 등의 제조 및 판매를 주 사업영역으로 하고 있다. 따라서 동사의 영업은 대규모 플랜트나 중공업 장치산업의 투자에 밀접한 관련이 있다. 향후 경기침체가 지속될 경우 관련 산업의 수요도 위축될 수 있다.

2)-4 매출 분석

동사는 23년 2분기 496.2 억의 매출액을 기록하며 YoY: -3.01%, QoQ: +8.6%를 기록했다. 하지만 영업이익은 153.7 억을 기록하며 YoY: +48%, QoQ: +37%를 기록했다. 이런 영업이익의 눈부신 성장은 1) 환율 상승, 2) 비용 관리, 3) 수주잔고와 같은 이유가 존재한다.

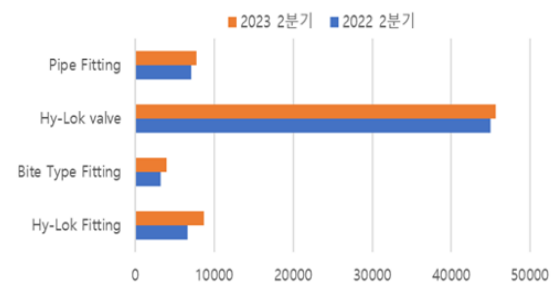
2)-4-a 환율 상승

그림 5) 원달러 환율 추이



자료: Investing.com

그림 6) 하이록코리아 수출 품목 가격 비교

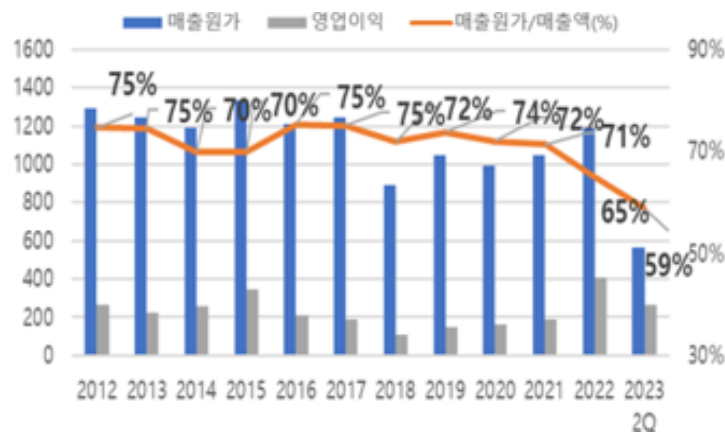


자료: DART, 바이시그널 3 조 재가공

23년 9월 27일 기준 원달러환율은 1,325.64로 연고점 1349.5원을 뚫으며 고공행진 중이다. 이러한 환율 급등은 미국 건축 장기화 경계심 및 안전자산 선호에 의한 것으로 동사는 이러한 환율에 수혜를 받을 수 있는 종목이다.

2)-4-b 비용 관리

그림 7) 하이록코리아 매출원가/매출액 및 영업이익 추이

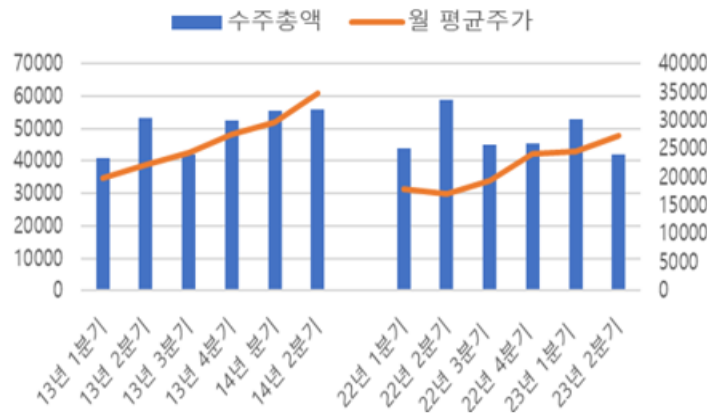


자료: DART, 바이시그널 3 조

동사의 매출원가/매출액 비중은 꾸준히 70%를 상회했으나 2022년 65% 및 23년 2분기 59%를 기록했다. 즉, 동사의 비용관리가 효율적으로 이뤄지고 있음을 알 수 있다.

2)-4-c 수주잔고

그림 8) 하이록코리아 수주잔고 및 주가 추이



자료: DART, 바이시그널 3 조

동사의 22년 수주액은 연간 1,900억으로 과거 빅 사이클 수준(13년~14년)의 수주액에 근접 중이다. 비슷한 재고 수준에도 불구하고 현재 주가의 상승폭이 적다는 점을 고려하면 앞으로의 상승에 무리가 없는 자리라고 판단된다. 과거 11년~14년 국내 조선사가 해양 플랜트를 대거 수주하여 12년~17년 동사의 호황기에 해양 플랜트향 매출 비중이 높았고(20~25%), 이는 전체 매출도 견인했다. 호황기 당시 최대 연간 매출액 2000억 초과, OPM 25%에 달했다. 14년 이후 장기 저유가와 오일 및 가스 업스트림 과소 투자로 인해 18년~21년 실적이 부진했다. 22년은 매출액 1826억/영업이익 406억으로 실적 턴어라운드 및 과거 호황기 수준에 임박한 OPM을 회복했다. 아직 에너지 CAPEX 사이클에 따른 수혜는 본격적으로 나타나기 전이다. 동사가 크게 턴어라운드할 수 있는 시기는 조선, 해양과 관련된 건조가 본격화되는 시점이 될 것으로 전망한다. 해양 분야의 경우, 12~17년 당시 국내 상장 피팅사 중 해양 플랜트 부문 노출 비중이 가장 높았다. 향후 국내 조선사들의 FLNG 등 해양 플랜트 수주에 따라 높은 수혜 강도가 기대된다. 반도체 분야의 경우, 과거 5% 미만에서 15% 수준까지 확대되어 타 부문 대비 5%가량 더 높은 영업마진을 남겼다. P5, P6 등 이어짐에 따라 향후 수년간 수혜가 지속될 것으로 전망된다. 조선 분야의 경우, LNG선에 사용되는 초저온 밸브는 동사가 글로벌 과점 업체이다. 높은 선가의 LNG선 건조가 본격화됨에 따라 조선향 매출 증가도 전망된다.

3) 지배 구조와 최근 이슈

3)-1 주주 현황 및 지분율

그림 9) 하이록코리아 주주 현황

주주현황				주주구분 현황 상세정보				
항목	보통주	지분율	최종변동일	주주구분	대표주주	보통주	지분율	최종변동일
문후건(외 7인)	4,690,391	36.48	2023/05/31	최대주주등 (본인+특별...	1	4,690,391	36.48	2023/05/31
베어링자산운용(외 2인)	1,313,474	10.22	2021/09/28	10%이상주주 (본인+...	1	1,313,474	10.22	2021/09/28
FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH	1,284,319	9.99	2023/05/23	5%이상주주 (본인+특...	4	3,415,862	26.57	2023/06/20
국민연금공단	776,794	6.04	2023/06/20	임원 (5%미만 중, 임원...				
쿼드자산운용	680,903	5.30	2022/07/01	자기주식 (자사주+자사...				
Grandeur Peak Global Advisors, LLC	673,846	5.24	2017/11/13	우리사주조합				

자료: FnGuide

3)-2 최근 이슈: 쿼드자산운용의 주주제안

하이록코리아의 주식 가치는 장기간 저평가됐으며, 쿼드자산운용은 회사가 시장에서 저평가 되고 있는 원인이 지배주주 중심의 폐쇄적인 의사결정, 회사와 지배주주 소유 기업 간 불투명한 내부거래에 있다고 판단한다고 밝혔다. 기업가치 제고 및 저평가 해소를 위해 내부거래 문제가 불거지고 있는 지배주주 소유 기업들(하이록단조, 협동정공)에 대한 흡수합병, 자기주식 소각, 1,700 억 원에 달하는 과도한 현금에 대한 중장기 활용 계획 및 예측 가능한 주주환원 정책의 마련을 요구했다. 하이록코리아는 이 중 일부를 수용해 보유 중인 자기주식 전량 소각을 결정(총 발행 주식 수의 5.6% 수준)했다.

4) 재무 분석

4)-1 재무상태표

그림 10) 하이록코리아 재무상태표

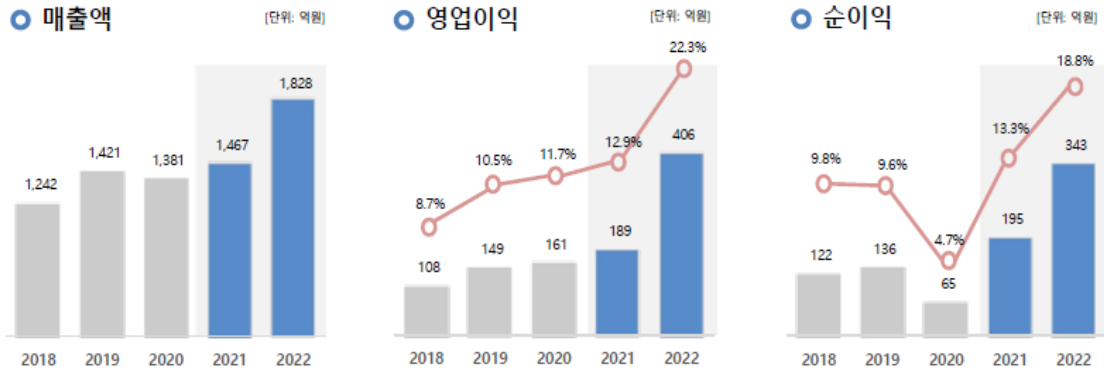
Account	2018	2019	2020	2021	2022
자산	371,320	381,305	365,050	379,796	411,922
유동자산	252,324	269,227	265,854	281,619	314,733
현금 및 현금성자산	31,208	24,567	38,295	66,056	55,323
단기금융상품	102,680	127,560	115,889	109,904	128,500
매출채권	46,260	43,377	36,257	35,121	43,208
재고자산	65,096	68,719	72,862	68,129	84,949
비유동자산	118,996	112,078	99,196	98,176	97,188
유형자산	85,109	82,044	72,235	70,809	70,697
부채	28,676	32,260	31,976	31,698	31,796
유동부채	18,623	18,771	20,389	21,327	27,997
매입채무	5,812	6,242	6,199	4,979	7,133
단기차입금	-	-	-	-	-
비유동부채	10,053	13,489	11,587	10,371	3,799
자본	342,644	349,045	333,074	348,098	380,125
지배기업 소유주지분	335,384	341,521	329,765	344,658	377,157
자본금	6,807	6,807	6,807	6,807	6,807
이익잉여금	305,172	311,116	309,366	323,415	355,842
비지배지분	7,260	7,524	3,309	3,439	2,968

자료: 하이록코리아

단기차입금이 없고, 순현금이 1,779 억 규모로, 회사 자본적 배치가 비효율적이다. 하지만, 주주환원 시 재평가 여지가 분명하다.

4)-2 하이록코리아 매출액, 영업이익, 순이익 추이

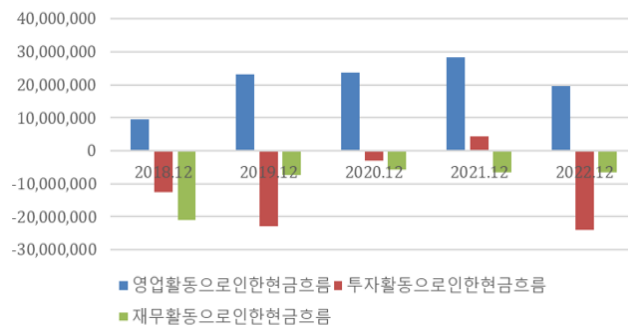
그림 11) 하이록코리아 매출액, 영업이익, 순이익 추이



자료: 하이록코리아

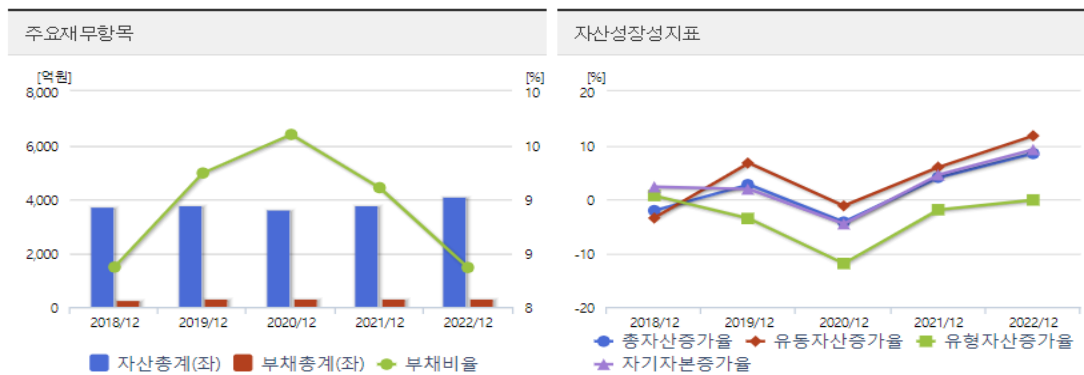
4)-3 현금흐름표 및 재무지표

그림 12) 하이록코리아 현금흐름표 추이



자료: DART, 바이시그널 3 조

그림 13) 하이록코리아 주요 재무항목 및 자산성장성 지표



자료: 네이버증권

영업활동 현금흐름은 양의 흐름, 투자활동 현금흐름은 음의 흐름, 재무활동 현금흐름은 배당금 지급으로 차감되어 대부분이 음의 흐름을 보이므로 이상적인 현금흐름을 가지고 있다

4)-4 주요 투자지표 (PER, PBR, EBIT 등)

그림 14) 하이록코리아 주요 투자지표

	2019	2020	2021	2022
주당지표(원)				
EPS	947	388	1,430	2,487
BPS	25,087	24,224	25,318	27,705
CFPS	1,353	778	1,889	3,010
DPS	500	500	500	600
Valuation(배)				
PER	20.3	34.7	11.7	8.2
PBR	0.8	0.6	0.7	0.7
PCR	14.2	17.3	8.9	6.8
EV/EBITDA	13.2	8.7	9.8	6.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	3.8	1.6	5.8	9.4
EBITDA 이익률	14.4	15.5	16.2	24.9
부채비율	9.2	9.6	9.1	8.4
순부채비율	-43.6	-46.3	-50.6	-48.4
매출채권회전율(x)	3.2	3.5	4.1	4.7
재고자산회전율(x)	2.1	2.0	2.1	2.4

자료: 하이투자증권

동사의 PER 은 8.1 배, EPS 는 3,365 원, PBR 은 0.9 배로 동일 업종 PER 인 19.76 배에 비해 낮은 PER 을 가지고 있다. 동사는 11~14 년도 국내 조선사 해양플랜트 수주에 따른 상승 사이클 때 PER 11~13 배, PBR 2.1 배까지 부여받았던 바가 있다. 주가수익비율(PER 18': 19.4, 19': 20.28, 20': 34.67, 21': 11.71, 22': 8.24, 23'2Q: 7.83). 상승 사이클에 따른 실적 성장과 더불어 멀티플 할증으로 업사이드를 기대할 수 있다.

IV. 투자 포인트

하이록코리아는 매출과 영업이익이 꾸준히 증가하는 좋은 실적을 보여주고 있다. 현재 동사가 좋은 실적을 기록하고 있는 이유는 대표적으로 1) 매출 증가에 따른 고정비 회수 효과, 2) 높은 환율의 우호적 환경, 3) 원재료 가격 상승에 대한 판가 전가, 4) 생산 효율화 등으로 해석할 수 있다.

1. 업황 상승추세 지속

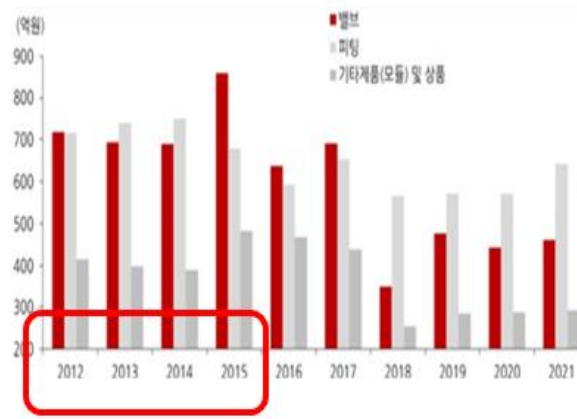
하지만 시클리컬 성격을 가진 동사 주가의 핵심 포인트는 업황의 방향성이라고 판단한다. 과거 업황이 가장 좋았던 시기는 2012~2015 년으로 국내 조선사가 해양플랜트를 대규모 수주했던 시기였다. 현재, 해양플랜트 발주가 본격적으로 시작되고 있기 때문에 업황의 상승추세가 지속가능 하다고 판단한다.

그림 1) 하이록코리아 수주잔고 및 주가 추이



자료: 하이록코리아, 현대차증권

그림 2) 제품별 매출액 추이



자료: 하이록코리아, 한국 IR 협의회 기업리서치센터

해양플랜트 발주 사이클이 시작된다는 근거는 산업 전망 파트에서 설명했기에 생략하겠다. 해양플랜트가 동사 실적에 중요한 이유는 동사의 주요 제품인 계장용 피팅 및 밸브가 해양플랜트에 있어 필수적으로 사용되기 때문이다. 특히 밸브 매출 같은 경우 해양플랜트 업황과 연동되고, 피팅 제품보다 ASP가 높아 상대적으로 마진도 높은 제품이다. 과거 2012년~2015년 밸브 매출 상승을 중심으로 높은 매출과 영업이익률을 보여줄 수 있었던 이유기도 하다. 따라서 고유가에 기반한 에너지 CAPEX 투자가 유지되고, 해양플랜트(FLNG 및 FPSO)가 더해준다면 업황의 상승추세는 지속가능 하다고 판단한다.

2. 축적된 자본의 주주환원 시그널

하이록코리아의 P/E 밴드의 경우 9~13% 사이에서 움직이지만, P/B 밴드의 경우 지속적으로 하락하는 것을 알 수 있다. PBR 이 하락하는 이유는 기업가치의 성장 속도 대비 축적되는 자본의 속도가 더 빠르기 때문이다. 현재 동사의 현금성 자산은 1,779 억으로 사업 확장을 위한 M&A 나 주주환원을 위한 재원으로 활용하기 충분한 자본이다. 축적된 현금을 활용하고 있지 않다는 점은 자본을 효율적으로 배치하고 있지 않다고 볼 수 있다. 이는 동사가 낮은 PER 을 받는 주요한 원인이라고 생각한다. 하지만 최근, 소액주주들의 영향력이 커지고, 주주행동주의 움직임이 진행되면서 기업의 변화가 시작되고 있다. 동사는 2025 년 사업연도까지 한 해 순이익의 30% 이상을 배당할 계획이라고 올해 6 월 1 일 공시했으며, 2025 년까지 총 300 억원 규모의 자사주를 취득한 뒤 소각하겠다는 주주환원 정책을 밝혔다. 이러한 발표들이 실제로 이행되는지 지켜봐야 하지만, 1,700 억 이상의 현금성 자산을 주주환원에 활용하는 것만으로도 밸류에이션 리레이팅 가능성이 존재한다고 판단한다.

그림 3) 하이록코리아 P/E 밴드

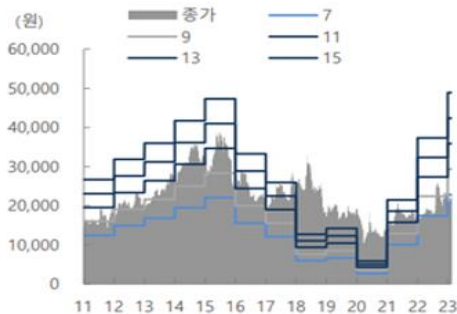
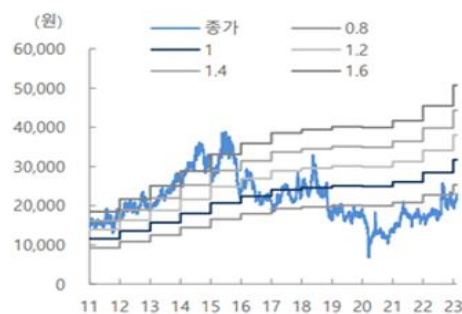


그림 4) 하이록코리아 P/B 밴드

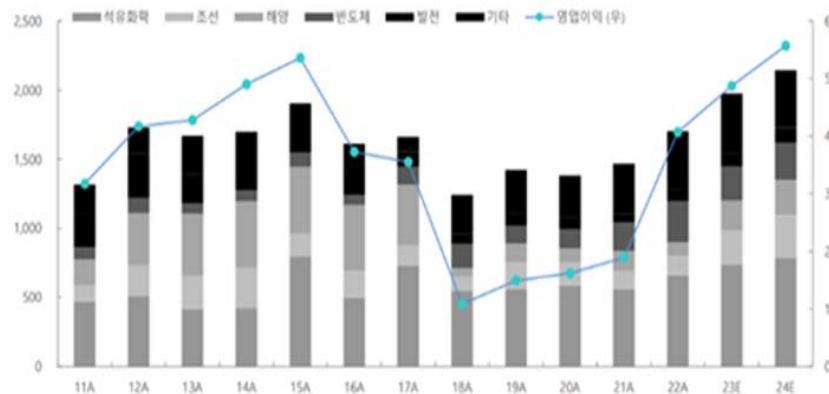


자료: Dataguide, 대신증권 Research Center

3. 전방 수요처 다각화

경제학자 케인즈는 주식시장을 미인대회에 비유했다. 투자할 수 있는 기업 중 가장 매력적인 기업을 선정해야 한다는 뜻이다. 피팅 산업군에서 하이록코리아와 같이 언급되는 기업들은 태광과 성광벤드이다. 이들 기업 대비 하이록코리아의 실적이 1~2분기 후행한다는 특성을 갖고 있지만, 가장 큰 차이점은 전방산업의 다양성이다. 하이록코리아 피팅 제품의 경우 크기가 상대적으로 작기 때문에 정밀한 분야에서도 사용될 수 있다. 석유화학 분야가 매출액에 대부분을 차지하는 태광, 성광벤드와 달리 하이록코리아는 반도체와 기타(항공, 우주, 의료, 수소) 산업으로 전방 수요처를 늘려가고 있다. 특히 반도체 부문의 경우 과거 5% 수준에서 지금은 전체 매출액에 약 15%를 차지하고 있으며, 타 부문 대비 약 5% 이상의 높은 마진율을 갖고 있어 부가가치가 높은 제품이다. 현재, 반도체 수요부진에 따라 삼성전자, 하이닉스의 CAPEX가 줄어들고 있는 부분은 아쉬운 점이지만, 첨단 산업 분야로 전방 수요처를 다각화하는 모습은 긍정적으로 보인다.

그림 5) 하이록코리아 부문별 실적 전망

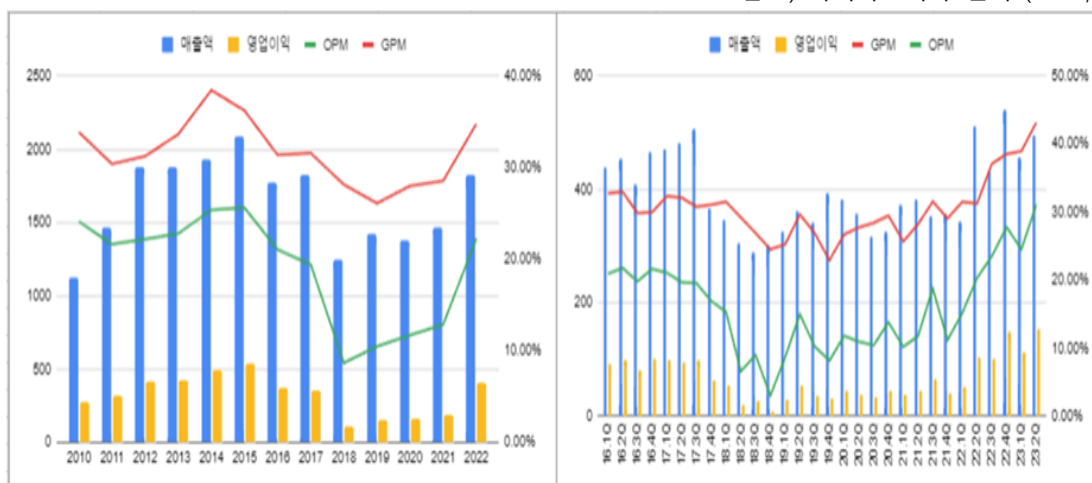


자료: 하이록코리아, 대신증권 Research Center

4. 높은 기업 경쟁력

기업의 경쟁력을 보는 핵심 지표는 영업이익률이라고 생각한다. 경쟁사인 비엠티와 디케이락의 경우 2018년부터 3~16%의 영업이익률을 보여줬지만, 하이록코리아의 경우 8~26%의 영업이익률을 보여주고 있다. 피팅 산업의 경우 고정비가 크기 때문에 업황에 따라 이익 변동성이 크다. 하지만 동사의 경우 전방 수요처의 다각화로 이익 변동성을 상향 안정화시키고 있으며, 원자재 가격 상승으로 인한 비용 부담을 판가 상승으로 대처하고 있다. 현재, 인플레이션과 고금리로 기업들이 전방적으로 비용 부담을 느끼는 상황에서 판가를 높일 수 있는 이유는 그만큼 경쟁력 있는 제품을 만든다고 볼 수 있다. 또한 동사 제품은 다품종 소량 생산 체제로 높은 기술력과 노하우, 안정성 및 품질에 대한 승인을 필요로 해 진입장벽이 높으며, 제한입찰 방식으로 공급자 승인 필요하다. 따라서 동사의 경쟁력은 향후에도 지속될 것으로 판단된다.

그림 6) 하이록코리아 실적 (OPM, GPM)



자료: Orangeboard

VI. 리스크

1) 성장률이 둔화되고 있는 신규수주

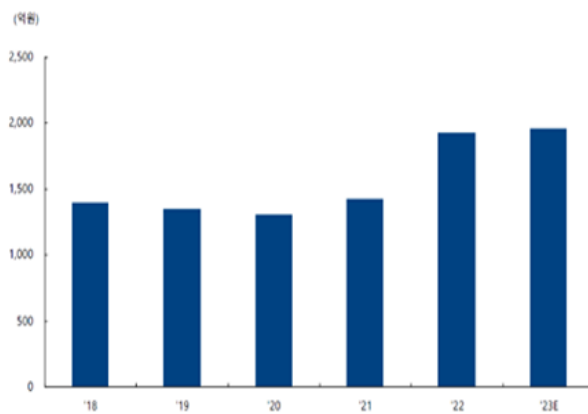
그림 1) 하이록코리아 수주잔고 및 주가 추이



자료: Orangeboard

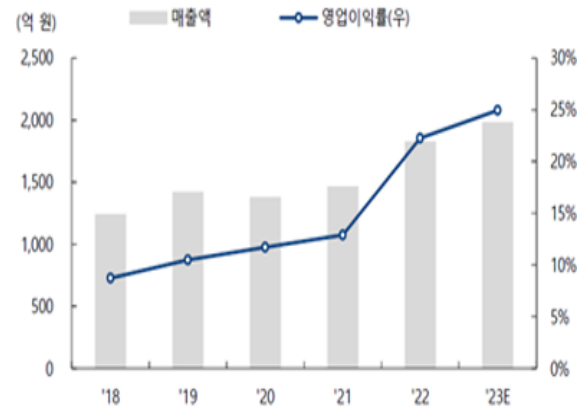
하이록코리아의 수주잔고와 주가 추이를 보면, 크게 일치하는 흐름을 보이고 있다. 따라서 미래 수주잔고를 파악하는 것이 주가를 예측하는 핵심 요인이라고 판단한다. 현재 수주잔고는 과거 업황이 최고점을 기록했던 시기와 유사하다. 신규 수주 성장률 또한 22 년 가파르게 상승하고, 23 년 하향 안정화되고 있다. 영업이익률 역시 현재 약 25%를 기록하고 있는데, 역사적으로 25%를 고점으로 10%까지 하락한 경험이 있다.

그림 2) 하이록코리아 연도별 신규수주 추이



자료: 하이록코리아, 하이투자증권 리서치본부

그림 3) 하이록코리아 실적 추이



자료: 하이록코리아, 하이투자증권 리서치본부

과거, 업황이 최고점을 찍고 피크아웃한 시기와 데이터가 유사하게 나타나고 있지만, 전방산업이 둔화되고 있다는 시그널을 찾지 못했다. 현재, 동사 주가와 상관관계가 높은 유가가 높은 수준에서 상승추세를 그리고 있고, 해양플랜트와 더불어 LNG 중심의 에너지 관련 프로젝트들이 증가하고 있어 동사 주가의 피크아웃을 논하기에는 이르다고 판단한다.

2) 지배구조 문제

하이록코리아의 지분 5.3%를 가진 퀴드자산운용의 경우 작년 10 월 주주제안을 발표했다. 당시 주주제안 내용은 1) 내부거래 문제가 불거지고 있는 지배주주 소유 기업들에 대한 흡수합병, 2) 자기주식 소각, 3) 1,700 억 원에 달하는 과도한 현금에 대한 중장기 활용 계획 및 예측가능한 주주환원 정책의 마련 등이었다. 2)와 3)의 경우 올해 2 월 7 일 보유주인 자기주식 전량 소각을 발표하는 등 주주환원 이슈에 대한 변화된 회사의 태도를 보여주고 있다. 하지만 1)과 같은 지배구조 문제에 있어 여전히 불확실성이 존재한다고 판단한다.

투명성이 결여된 '과거형' 지배구조

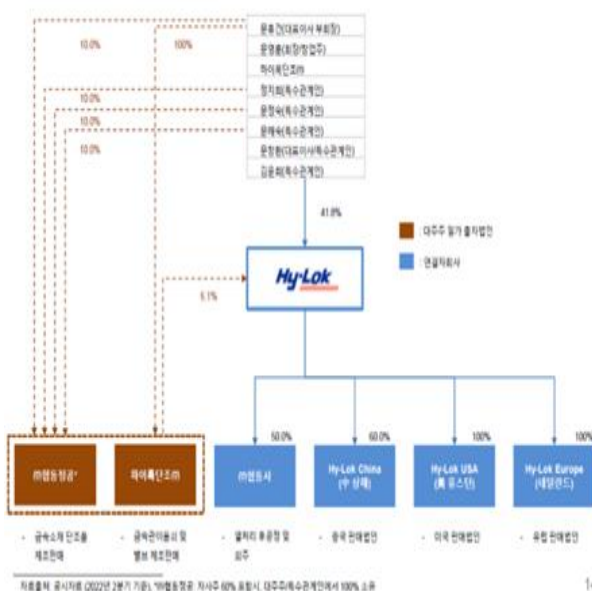


그림 4) 하이록코리아 지배구조 문제
명백한 오해 소지가 있는 지분거래

하이록코리아 보유 지분 변동 내역

출자법인	연계대상기업	하이록코리아	연계대상기업
설립일	1996년 06월 01일	2010년 11월 10일 (유정환(대표이사) 설립)	2011년 03월 30일
주요사업	금속소재 제조 및 열처리	금속소재 제조 및 열처리	열처리 후공정 및 외
최초 지분율	60% (2017년 2분기)	100% (2010년 4분기)	50% (2011년 1분기)
현재 지분율	-	-	50%

2014년 4분기	70% 매각→문정환 대표이사
2017년 3분기	20% 매각→문정환 대표이사
2020년 4분기	60% 매각→연계대상기업 (자사주로 환입)
2021년 2분기	10% 매각→문정환 대표이사

2015년 장사이래 최대실적 달성 직전 및 2021년 코로나 이후 업황 반등에 앞선 지분거래

자료출처: 공시자료(2022년 2분기 기준)

자료: 퀴드자산운용

내부거래 문제가 되는 기업들은 '협동정공'과 '하이록단조'이다. 비상장사인 협동정공과 하이록단조는 원래 하이록코리아의 종속회사였지만, 자사주 거래와 최대 주주와의 지분거래를 거쳐 종속회사에서 제외됐다. 이 두 회사의 매출은 하이록코리아와의 거래에서 대부분 발생한다. 협동정공의 매출액은 2021 년 기준 51 억원으로 모두 하이록코리아와의 거래고, 하이록단조는 2020 년 기준 31 억원으로 99.6%가 하이록코리아와의 거래에서 나왔다. 매출액이 많지는 않지만, 만약 두 회사가 하이록코리아의 종속회사로 남아있었다면 영업활동에 따른 이익이 최대 주주가 아닌 하이록코리아의 주주들에게 돌아갈 것이라고 예상할 수 있다. 따라서 하이록코리아의 경우 지배구조 리스크가 여전히 존재한다고 볼 수 있다. 하지만 과거부터 제기되어 왔던 이슈이기에 주가에 반영되어 있다고 판단하고, 국내기관들과 개인주주들이 적극적으로 지배구조 개편에 대한 움직임을 보여주고 있기 때문에 향후 개선 가능성이 높다고 판단한다.

3) 주가 선반영 가능성

하이록코리아의 전방산업 업황이 향후에도 상승추세를 보일 거라 예측한다. 하지만 현재의 주가 수준이 좋은 업황을 일부 선반영하고 있다는 점을 배제하기란 쉽지 않다. 주가가 업황을 선반영한다는 특징은 특히 시클리컬 산업의 경우 더욱 잘 들어맞는다. 시클리컬 산업의 대표적인 예시인 반도체산업의 경우 주가가 업황을 6 개월 선행한다고 알려져 있다. 시클리컬 산업은 과거 역사가 반복되는 경향이 있기 때문에 시장이 업황 변화의 시그널을 빠르게 파악하여 주가에 먼저 반영할 수 있는 것이다. 동사 역시 에너지 투자 사이클과 상관관계가 높기 때문에 시클리컬 기업이라고 볼 수 있다. 시클리컬 기업을 투자할 때, 투자자 입장에서 가장 편한 구간은 업황의 최악 국면에서 업황의 회복 시그널이 나타났을 때일 것이다. 하지만 동사의 경우 실적과 수주잔고가 과거 업황이 최고점일 때와 유사한 데이터를 보여주고 있다. 투자하기 편한 국면은 아니라는 뜻이다. 따라서 에너지 CAPEX 가 줄어들지는 않는지, LNG 프로젝트와 해양플랜트 발주가 취소되지 않는지 등 동사 주가에 중요한 데이터들을 지속적으로 검토해야 한다. 만약, 향후 전방산업이 꺾이는 시그널이 보이기 시작한다면 실적은 잘 나오지만 주가가 실적을 선행해서 떨어질 가능성이 존재한다.

VII. 밸류에이션

적정 주가 산출을 위해 DCF(현금흐름할인모형)을 사용하였다. 산출 결과 할인율 11.5% 및 영구성장률 2%를 적용한 적정 주가 34,100 원(Upside + 31.91%)를 제시한다.

DCF를 활용한 두 가지 이유는 1) 동사의 전방 산업이 시클리컬 사업으로 개별 산업에 대한 추정 필요성과 2) 같은 피팅 업체라도 매출액 별 전방 산업의 차이로 인한 PEER 그룹 선정의 어려움 및 절대적 수 부족이다.

1) 매출액 추정

1)-1 석유화학

고유가 기조 속에서 석유화학 플랜트 프로젝트 발주가 이어지고 있다. 23년 상반기에 성사된 1억 달러 이상의 대규모 프로젝트는 9건에 달하며, 하반기에는 카타르 북부 가스전(North Field) LNG 증산 프로젝트 등 수주 입찰이 진행될 예정이다. 이에 국내 기업들의 올해 플랜트 수주 금액도 작년 수주 금액을 이미 뛰어넘었다. 다만, 플랜트에서 용접용 피팅은 EPC 계약 금액의 1.5~2.5%로 정형화되어 있으나, 설계에 따라 맞춤 제작하는 계장용 피팅은 그렇지 않다. 그러므로 매출액을 추정하기 위해 밸류체인 상 동사로 이어지는 모든 프로젝트를 일일이 파악하기는 사실상 어렵다는 결론에 이르렀다. 따라서 전반적으로 우호적인 환경이지만, 1) 하이록코리아의 석유화학의 매출액과 플랜트 수주금액의 추이를 볼 때 매출액이 다소 후행한다는 점을 고려하여 23년 매출액은 소폭 둔화할 것으로, 2) 이후에는 매크로 및 유가 변동성과 더불어 수주 금액이 반등했던 16~18년도와 부합하는 18~20년의 평균 성장률인 0.66%를 부여하여 flat하게 추정했다.

그림 1) 국내 기업 석유화학, Oil&Gas 플랜트 총 수주 금액 추이



그림 2) WTI 유 선물 가격 추이



자료: 한국플랜트협회, 바이시그널 3조

자료: Investing.com, 바이시그널 3조

주: 2023년 플랜트 수주금액은 23.08.01 까지 반영

그림 3) 주요 프로젝트 및 국내외 EPC 계약 금액

주요 프로젝트	성격	FID	완공일	EPC 계약금액 (십억달러)	EPC업체
멕시코 Olmeca 프로젝트 PKG 2, 3	정유공장	2018년 11월	2024년	3.7	삼성엔지니어링
이라크 바스라 고도화설비 공사	정유공장	2020년 10월	2025년	1.8	현대건설
아랍코 Marjan PKG 12	석유화학	2019년 7월	2024년	1.3	현대건설
인도네시아 LINE 프로젝트	석유화학	2021년 10월	2025년	2.4	롯데건설, 현대엔지니어링
아랍코 Amiral 프로젝트 PKG 1, 4	석유화학	2022년 12월	2027년	5.1	현대건설, 현대엔지니어링
S-Oil Shaheen 프로젝트	석유화학	2022년 11월	2026년	5.7	롯데건설, 현대건설, 현대엔지니어링, DL이앤씨
Ras Laffan 프로젝트	석유화학	2022년 12월	2026년	2.4	삼성엔지니어링, CICI
아랍코 Jafurah 프로젝트 1	LNG	2021년	2025년	10.0	두산에너지빌리티, Schlumberger, Eni 등
NFE-East LNG Storage	LNG	2021년	2025년	1.7	삼성물산
NFE-East LNG Train 1~4	LNG	2021년	2026년	13.0	Chiyoda, Technip
NFE-South LNG Train 5~6	LNG	2023년	2028년	6.5	미정
Port Arthur LNG	LNG	2023년 3월	2027년	10.5	Betchel Energy
Plaquemines LNG Phase 2	LNG	2023년 3월	2027년	8.5	Zachry-KBR
Rio Grande LNG Phase 1	LNG	2023년 7월	2028년	10.0	Betchel Energy
합계				82.6	

자료: 언론종합, 메리츠증권, 바이시그널 3 조 재가공

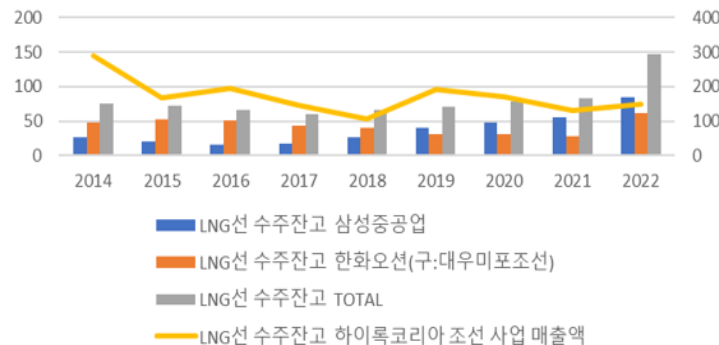
1)-2 조선

그림 4) 하이록코리아 조선 매출액 추정

단위: 억	하이록코리아 조선 매출액	삼성중공업	한화오션(구:대우미포조선)	Total	매출액/수주 잔고
2014	290	27	48	75	3.86
2015	167	21	52	73	2.29
2016	195	16	51	67	2.91
2017	146	17	43	60	2.44
2018	106	27	40	67	1.58
2019	193	40	31	71	2.72
2020	170	48	31	79	2.15
2021	132	55	28	83	1.59
2022	150	85	62	147	1.02
2023(F)	178	88	64	151	1.17
2024(F)	211	90	66	156	1.35
2025(F)	249	93	68	161	1.55
2026(F)	295	96	70	165	1.79
2027(F)	353	99	73	172	2.05
			평균:		2.09

자료: 삼성중공업, 한화오션 14~23 2Q IR, 바이시그널 3 조 재가공

그림 5) LNG 선 수주잔고 추이



자료: 삼성중공업, 한화오션 14~23 2Q IR, 바이시그널 3 조 재가공

그림 6) LNG 선 인도 일정 및 예정량

한국과 중국의 대형 LNG선 인도 일정 (현재 수주 잔고 기준)

(척)	2024	2025	2026	2027
한국 소계	62	71	54	25
삼성중공업	27	19	14	7
한화오션	13	23	18	5
HD현대중공업	15	17	12	7
현대삼호중공업	7	12	10	6
중국 소계	6	16	23	19
Hudong Zhonghua	6	11	11	10
Dalian Shipbuilding	0	2	5	5
Jiangnan SY Group	0	2	3	3
CMHI (Jiangsu)	0	0	3	1
Yangzi Xinfu SB	0	1	1	0
전 세계 총계	68	87	77	44

자료: Clarksons

LNG선 인도 예정량 vs 미래 수요



참고: *현재 건설중(U/C)이거나, 설계 단계(FEED)인 천연가스 액화 프로젝트를기반으로 추정
자료: Clarksons

자료: 삼성증권

조선의 경우 메이저 사의 LNG 선박의 수주 잔고 수를 파악해 조선 매출을 수주 잔고로 나누어 매출액을 추정했다(현대의 경우 공식 자료에 금액으로 표시되어 있고 선박마다 가격이 일정하지 않기 때문에 제외). 매출액/수주 잔고를 멀티플로 활용하였으며 가장 높은 2014년을 제외한 평균 멀티플은 2.09로 산정되었다. 다만, 최근 멀티플이 급격하게 낮아진 시점으로(21년 1.59, 22년 1.02) 27년을 맞추어 평균 멀티플에 도달할 수 있게 조정하였다. 한편 LNG 선의 수요는 본격적으로 증가할 전망이다. 24~26년 LNG 선박선 부족 수에 맞춰 삼성중공업과 한화오션의 수주잔고 증가율을 5%로 설정했다.

1)-3 해양

그림 7) 하이록코리아 해양 매출액 추정

단위: 억	해양	국내 조선 3사 해양플랜트 신규 수주 추이(억불)	해양 매출 / 수주잔고
2011	190.3	200	0.952
2012	375.8	250	1.503
2013	450.2	270	1.667
2014	482.6	130	3.712
2015	481.3	100	4.813
2016	478.2	10	47.820
2017	438.5	50	8.770
2018	59.6	20	2.980
2019	136.4	30	4.547
2020	98.1	10	9.810
2021	146.7	50	2.934
2022	103.25	30	3.442
2023(F)	126.5	50	2.529
2024(F)	150.5	60	2.529
2025(F)	179.1	71	2.529
2026(F)	213.1	84	2.529
2027(F)	253.6	100	2.529

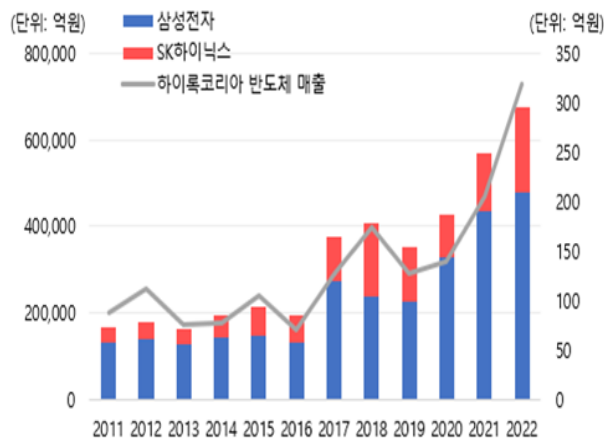
자료: 대신증권, 바이시그널 3조 재가공

하이록코리아의 해양 매출은 국내 조선 3사의 해양플랜트 수주 잔고에 따라 영향을 받으므로 동사의 해양 매출을 수주잔고로 나누어 해양 사업 매출액을 추정했다. 11년 3월~14년 8월 원유 가격이 90 달러~110 달러이며 현재 원유 가격이 90 달러 이상임을 고려할 때 보수적으로 국내 조선 3사의 해양플랜트 신규 수주 추이 성장률을 27년까지 200억불의 절반으로 고려하여 다음과 같은 매출액을 산정했다. 한편, 해양 매출/수주잔고 역시 비슷한 원유 가격의 시기를 고려하여 신규 수주가 급격히 감소한 2016년을 제외한 평균치를 구하여 계산했다.

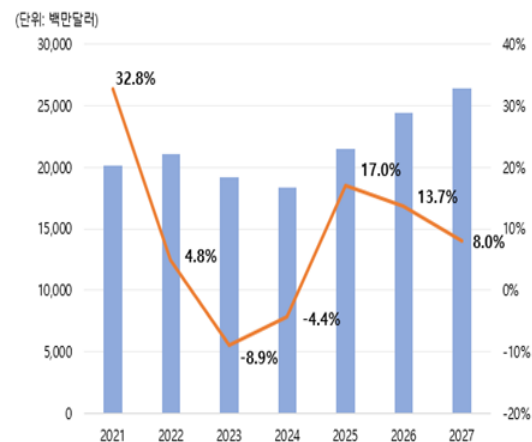
1)-4 반도체

반도체향 매출 비중은 2019년(9.0%) 이후 꾸준히 증가해 왔으며, 지난 2022년(17.5%)에도 삼성전자의 P3 투자 중심으로 뚜렷한 실적을 기록했다. 삼성전자의 P4~P5, 미국 테일러 공장 및 SK 하이닉스 청주 M15X 투자 등 수혜가 지속되어 장기적으로 안정적인 매출이 기대된다. 삼성전자와 SK 하이닉스의 반도체 부문 투자 금액과 하이록코리아 반도체 매출액의 상관관계수는 각각 0.91, 0.88로 상당히 밀접한 관계에 있음을 알 수 있다. 다만, 고금리 기조 속에서 반도체 업황 부진으로 인해 삼성전자를 포함한 글로벌 반도체 기업들의 장비 투자 및 증설 계획이 축소되었으며, 2024년에도 기존 계획 대비 보수적으로 진행될 것으로 예상된다. 따라서 과거 매출 추이에서 하락한 연도의 평균값인 -31%를 고려하여, 23년과 24년 각각 -15%와 -20% 나누어서 감소할 것으로 추정했다. 이후에는 국내 반도체 장비 CAPEX 25~27년 growth의 평균값인 12.9%를 부여했다.

그림 8) 삼성전자와 SK 하이닉스의 반도체 부문 투자 금액 추이 그림 9) 국내 반도체 장비 CAPEX 전망



자료: DART, 바이시그널 3 조



자료: Investing.com, 바이시그널 3 조 재가공

1)-5 원전 & 기타

발전 매출의 경우 2017 년~2021 년 정부의 탈원전 기조로 인해 큰 폭의 매출 하락을 기록했다.

앞으로 원전 수요가 완전히 회복되지 않더라도 현 정권의 정책적 방향을 고려할 때 하락 전 매출액의 절반 정도를 회복하는 성장률을 주는 것이 과도한 판단은 아닐 것이다. 또한 발전 매출의 경우 매출액에서 차지하는 비중이 미미하기 때문에 관련 정보를 얻기 어려웠다는 한계점도 존재한다. 따라서 동사의 영구성장률과 똑같은 1%의 매출 성장률을 부여했다.

기타 매출의 경우 항공 우주 산업, 철도 차량 산업 등 다양한 산업에서의 매출이 포함되며 이에 따라 특정 산업을 타깃으로 매출 선정이 불가능하다. 다만, 항공 우주 분야는 아직은 미약하지만 성장 가능성이 있는 분야로서 물가상승률 2.5%의 성장률을 부여했다.

2) 비용 추정

2)-1 매출원가 & 판관비

(단위: 천원)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액	183,081,000	185,047,000	196,331,000	209,269,000	224,432,000
매출원가	111,209,026	114,638,118	135,546,878	150,158,059	166,926,154
% of 매출액	60.74%	61.95%	69.04%	71.75%	74.38%
사용된 원재료(-소모품비)	61,674,905	62,342,334	76,569,090	83,707,600	92,017,120
% of 매출액	33.69%	33.69%	39.00%	40.00%	41.00%
급여	30,658,403	32,418,195	34,278,999	36,246,614	38,327,169
% of 매출액	16.75%	17.52%	17.46%	17.32%	17.08%
감가상각비	3,853,486	4,703,735	4,673,027	4,673,027	4,712,521
기타비용(-경상연구개발비, -판관비)	10,753,479	10,862,259	13,487,940	16,469,470	19,907,118
% of 매출액	5.87%	5.87%	6.87%	7.87%	8.87%
경상연구개발비	4,268,754	4,311,595	6,537,822	9,061,348	11,962,226
% of 매출액	2.33%	2.33%	2.33%	2.33%	2.33%
판매비와 관리비	25,199,012	26,459,909	27,766,876	29,151,254	30,593,516
인건비	14,521,431	15,354,961	16,236,336	17,168,301	18,121,625
% of 매출액	7.93%	8.30%	8.27%	8.20%	8.07%
접대비	878,033	888,226	942,389	1,004,491	1,077,274
% of 매출액	0.48%	0.48%	0.48%	0.48%	0.48%
운반비	1,250,152	1,239,638	1,284,513	1,335,184	1,392,581
% of 매출액	0.63%	0.63%	0.63%	0.63%	0.63%
지급수수료	1,424,074	1,416,730	1,468,015	1,525,925	1,591,531
% of 매출액	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%
잡비	169,594	166,542	176,698	188,342	201,989
% of 매출액	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%
감가상각비	928,224	1,133,031	1,125,634	1,125,634	1,135,148
영업이익	46,672,962	43,948,973	33,017,246	29,959,687	26,912,330

동사의 매출원가에서 사용된 원재료는 2022 년 기준 매출액의 34.8%, 매출원가의 50% 이상에 해당한다. 상품 및 기타를 제외하면, 관이음쇠 및 밸브에 해당하는 원재료는 카본스틸, 스텐레스강, 황동으로 구분된다. 이중 스텐레스강의 비중은 약 90%로, 스텐레스강은 주로 니켈 가격과 연동된다. 니켈 가격은 2022 년과 23 년 상반기에 치솟았으나, INSG(국제 니켈 연구그룹)에 따르면, 7 월 글로벌 니켈 시장은 28,600 톤 초과 공급을 기록하며 어느 정도 가격 안정화가 이뤄진 추세다. 원재료 가격 상승에 대한 높은 판가전가율을 감안하여 사용된 원재료의 23~24 년 추정치에는 상대적으로 낮게 통제된 최근 2 개년 매출액 비중의 평균치를 적용하였다.

한편, 2025 년부터 동사의 매출액 성장률은 연간 6% 이상으로 예상된다. 이에 따라 매출원가 중 25 년부터 "사용된 원재료", "기타비용", "경상연구개발비 비용"의 경우 더 높은 가중치를 부여했다. 매출원가와 판관비에 해당하는 급여는 11 년~23 년(16.4%인 18 년 제외)의 임금 상승률 5.74%를 사용했으며, 퇴직급여와 복리후생비는 각각 급여 대비 평균치를 적용하였다. 매출액 대비 비중으로 계산한 접대비, 운반비, 지급수수료, 잡비를 제외한 기타 판관비 항목들은 각각 최근 3~5 개년 평균 수치를 적용하였다.

2)-2 할인율

1. 자기자본비용 = $R_f + \text{Beta}(R_m - R_f)$

Rf	3.66	리스크프리미엄	7.19
BETA	0.44		
Rm	20.47		
할인율	11.14		

Cost of Equity 의 경우 무위험수익률의 경우 10 년 만기 국채 수익률 평균을, 베타의 경우 하이록코리아의 52 주 베타의 평균을, 시장수익률의 경우 코스닥의 12 개월 전 대비 수익률을 사용했다. 한편, 동사는 차입금이 존재하지 않으므로 타인 자본 비용은 따로 구하지 않았다.

2)-3 운전자본의 증감

	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	
유동자산 중 조정항목							
(4)매출채권	52,953,729,751	46,260,492,365	43,377,524,825	36,256,735,538	35,121,988,128	43,208,002,052	매출액
(5)기타유동채권	1,692,112,748	1,452,793,488	2,210,608,950	1,541,050,434	1,657,881,610	1,578,843,906	매출액
(6)재고자산	50,999,617,590	65,095,946,077	68,718,774,281	72,861,783,193	68,129,901,339	84,949,909,679	매출원가
(7)단기선급금	2,198,875,197	1,525,542,332	1,001,962,991	680,187,749	476,010,027	562,023,555	매출원가
부채							
1. 유동부채	34,278,626,852	18,623,215,215	18,771,110,270	20,389,166,636	21,327,005,632	27,997,311,373	
(1)매입채무	5,689,717,089	5,812,470,056	6,242,432,023	6,198,939,447	4,979,006,284	7,133,001,013	매입액
(2)기타유동채무	6,779,388,926	8,272,659,880	8,204,936,702	8,656,536,324	9,113,899,974	9,761,264,423	매입액
(3)미지급법인세	3,957,576,900	1,743,090,930	2,898,697,953	2,218,049,036	5,499,464,905	9,270,147,588	매출액
(4)단기선수금	281,155,088	424,073,421	790,147,533	2,729,659,455	1,093,219,828	793,689,037	매출액
회전율	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	평균
매출채권회전율	3.14	2.68	3.28	3.81	4.18	4.23	3.55
기타유동채권회전율	98.26	85.44	64.35	89.67	88.50	115.89	90.35
재고자산회전율	2.45	1.37	1.53	1.37	1.54	1.40	1.61
단기선급금회전율	56.83	58.52	104.80	146.32	220.13	212.15	133.13
매입채무회전율	1.48	2.52	2.70	2.34	2.02	2.48	2.26
기타유동채무회전율	7.49	5.67	6.18	5.52	4.73	7.11	6.12
미지급법인세회전율	42.01	71.21	49.07	62.30	26.68	19.74	45.17
단기선수금회전율	591.35	292.71	180.03	50.63	134.22	230.54	246.58

운전자본의 경우 각 계정별로 성격을 분류하여 회전율을 구한 후 23~27 년 예상 매출액을 곱하여 조정했고 결과는 다음과 같다.

	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년	
(4)매출채권	43,208	51,508	52,061	55,236	58,876	63,142	"23년 매출액/매출채권회전율"
(5)기타유동채권	1,579	2,026	2,048	2,173	2,316	2,484	"23년매출액/기타채권회전율"
(6)재고자산	84,950	69,093	71,224	84,214	93,292	103,710	"23년 매출원가/재고자산회전율"
(7)단기선급금	562	835	861	1,018	1,128	1,254	"23년 매출원가/단기선급금회전율"
(1)매입채무	27,997	17,008	17,321	18,658	20,189	21,976	"23년매출원가*매입액/매출액 평균 * 매입채무회전율"
(2)기타유동채무	7,133	6,238	6,430	7,603	8,423	9,363	"23년매출원가*매입액/매출액 평균 * 기타유동채무회전율"
(3)미지급법인세	9,761	4,053	4,097	4,347	4,633	4,969	"23년매출액/미지급법인세 회전율"
(4)단기선수금	9,270	742	750	796	849	910	"23년매출액/단기선수금 회전율"
최종 운전자본증감	-	19,285	- 2,174	- 13,642	- 10,282	- 11,852	

2)-4 감가상각비

(단위: 천원)											
구분	당기말			전기말			정액법기준				
	취득원가	상각누계액	기말장부가액	취득원가	상각누계액	기말장부가액	1년당 상각비	1년당 상각비 30% 할인	사용기간 (Y)	남은상각기간 (Y)	
토지	33,468,278	-	33,468,278	33,468,278	-	33,468,278	-				
건물	26,961,497	-9,741,911	17,219,586	26,961,497	-9,054,892	17,906,605	674,037	471,826	-14	26	
기계장치	57,451,949	-39,848,138	17,603,811	55,574,637	-37,468,943	18,105,694	4,787,662	3,351,364	-8	4	
차량운반구	2,685,451	-1,969,822	715,629	2,667,117	-2,135,194	531,923	537,090	375,963	-4	1	
기타의유형자산	4,158,113	-3,620,716	537,397	4,160,864	-3,497,843	663,021	831,623	582,136	-4	1	
건설중인자산	1,152,961	-	1,152,961	134,475	-	134,475	96,080		0	12	
계	125,878,249	-55,180,587	70,697,662	122,966,868	-52,156,872	70,809,996	6,830,413	4,781,289			
장부상 감가상각비							4,829,178				

감가상각비의 경우 취득원가를 추정 내용연수로 나누어 1 년당 상각비를 구한 후 2022 년 상각비와 비슷한 30% 할인율을 적용해 실질 1 년당 상각비를 추정했다. 그 후 사용기간과 남은 상각기간을 고려해 감가상각비용을 추정했다.

단위: 백 만	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
평균 연 감가상각비						4781	4781	5798	5798	5798
상각 끝나는비용							958	0	0	48
추가되는 비용							97			97
최종 감가상각비	5,396	5,523	5,257	4,812	4,829	4781	5836	5798	5798	5847

1. DCF valuation							
KRW in millions	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Residual CF
Sales	182,978	183,081	185,047	196,331	209,269	224,432	227,799
Petrochemical	71,048	69,627	70,087	70,549	71,015	71,483	
LNG	15,008	17,777	21,057	24,942	29,544	35,281	
Offshore	10,325	12,647	15,050	17,910	21,313	25,362	
Semiconductor	31,910	27,124	21,699	24,498	27,658	31,226	
Power Plant	9,877	9,976	10,076	10,176	10,278	10,381	
Etc	44,810	45,930	47,079	48,255	49,462	50,698	
Sales growth rate%		0.1%	1.1%	6.1%	6.6%	7.2%	2.5%
COGS	119,235	111,209	114,638	135,547	150,158	166,926	169,430
COGS%	65.2%	60.7%	62.0%	69.0%	71.8%	74.4%	74.4%
Gross profit	63,743	71,872	70,409	60,784	59,111	57,506	58,369
Gross margin%	34.8%	39.3%	38.0%	31.0%	28.2%	25.6%	25.6%
SG&A	22,920	25,199	26,460	27,767	29,151	30,594	31,052
SG&A%	12.5%	13.8%	14.3%	14.1%	13.9%	13.6%	13.6%
EBIT	40,823	46,673	43,949	33,017	29,960	26,912	27,316
EBITDA		22,345	22,354	26,775	32,065	33,865	31,301
OP margin%	22.3%	25.5%	23.8%	16.8%	14.3%	12.0%	12.0%
Taxes on EBIT	9,798	9,708	9,141	6,868	6,232	5,598	6,010
NOPLAT	31,025	36,965	34,807	26,149	23,728	21,315	21,307
(+) Depreciation & Amortization	4,829	4,781	5,836	5,798	5,798	5,847	3,985
(-) Capital Expenditures	4,800	3,400	3,133	3,549	3,966	3,985	3,985
(-) Change in debt-free net working capital		-18,840	-1,741	-6,354	-7,198	-8,435	-
Free Cash Flow to Firm (FCFF)	31,055	57,186	39,251	34,752	32,759	31,611	21,307
Discount rate (WACC%)	11.15%						
Period (Year)		0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	
Present Value Factor		0.9485	0.8534	0.7678	0.6907	0.6215	0.6215

이후 각 미래 현금의 현재가치에 할인율을 적용하여 계산하였으며, 영구성장률의 경우 2%의 영구성장률을 사용했다.

1. Net Present Value of Discrete Cash Flows		2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	
Present Value of Cash Flow		54,241	33,496	26,681	22,628	19,645	
Net Present Value of Discrete Cash Flows	156,691						
2. Net Present Value of Terminal Value		3. Equity Value (=1+2)				4. Stock Price	
Residual Cash Flow	21,307	NPV of Discrete Cash Flows			156,691	Equity Value	438,865
Long-term Growth Rate	2.00%	NPV of Terminal Value			144,710	# of shares1)	12,856,050
Divided by Capitalization Rate	9.15%	(+) NOA			140,432	Stock Price	34,137
Equals Nominal Residual Value	232,859	Enterprise Value			441,834		
Present Value Factor	0.6215	(-) Interest Bearing Debt			0		
Net Present Value of Terminal Value	144,710	(-) 비지배지분			2,969		
		Equity Value(주식가치)			438,865		

최종적으로 비영업자산 가치 포함하여 equity value 를 산출했으며 이를 유통주식수로 나누어 적정주가 34,100 원을 도출했다.

APPENDIX

- IR 문의 내역

1) 얼마나 구매하는지는 비공개 원재료의 주요 매입처는 어디인지?

국내 철강사 대부분 매입(스테인리스), 기타 특수 소재

2) 각 사업별 주요 매출의 어느 기업과 거래에서 나오는지?

반도체: sk 하이닉스, 삼성전자

석유화학: 국내 epc, 해외 글로벌 메이저 epc 매년 플랜트

조선 & 해양: 국내 조선 3 사(대부분)

3) 이 외에 기타 항목으로 잡히는 매출이 무엇인지?

그 외 사업, 철도 차량, 우주 항공 산업, 피팅 밸브가 워낙 필수적으로 쓰다보니 소규모 매출 잡히는 곳이 많은 듯

4) 감가상각비 내용을 보면 "건설중인 자산"이 있는데 이거는 어떤 걸 뭘하는 건지?

+ 앞으로의 투자 계획?

설비 계약은 했지만 인도는 못 받음, 노후 장비 교체 활동에는 투자가 계속 이루어짐, 6 개월~1 년 안에 들어오는 듯

5) 매출원가/매출액 비중이 작년과 올해 2 분기까지 특히 감소하고 있는 것 같은데 회사에서 생각하는 특별한 이유?

작년 하반기 환율이 올라가서 제품 가격 자체가 환율 땀에 올라가 보이는 효과

원자재 가격 인상으로 인한 판매 제품 가격에 반영

생산 원가 절감