

Human + Steel = Husteel

BUY

Valuation

Target Price: 21,982

Price: 15,000

Margin of Safety: 46.55%

MktCap.(100mn): 1,038

ROE: 6.75%

Op.Magin: 5.74%

PER: 2.69

PBR: 0.41

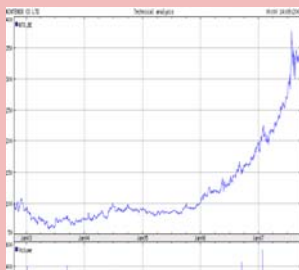
Dividend Yield: 6.7%

Major Sh.Holder:

박순석 (27.72%)

Foreign Shr.: 4.91%

KOSPI 비교



기업분석 1팀

김민정, 김선교, 오정민
이상욱, 최호선

- **전화위복, 업계 최고 수준의 기술 경쟁력을 갖춘 휴스틸**

휴스틸은 1967년 한국강관으로 설립되었으며, 1994년 부도 이후 2001년 회사 정리절차 종료 이후 새롭게 태어난 강관업계 3위의 회사이다. 강도 높은 구조 조정 이후 고부가치용 강관제품(배관용, 유정용/송유관용) 위주의 생산, 새로운 공장으로서의 이전 및 최신설비와 기술의 확충으로 수년간 업계 1,2위의 경쟁사 보다 더 높은 영업이익률을 보이고 있다.

- **상반기의 높은 실적, 하반기에도 지속될 것인가?**

휴스틸은 2008년 상반기 실적에서 괄목할만한 전년대비 매출액 45%, 영업이익 200%의 성장을 보여주었다. 실적 향상의 원인은 강관의 가격 상승 우려로 인한 가수요효과 그리고 재고효과 때문이다. 금융위기로 촉발된 전세계 침체에 대한 우려와 실물경제의 위축으로 휴스틸의 놀라운 상반기 실적이 하반기에도 이어질지에 대한 우려가 커지고 있다. 그러나 우려와 달리, 고유가 수혜로 인한 고부가치의 송유관 수출물량의 증대와 가수요가 빠진 후 돌아오는 전통적 호황기인 4분기 내수시장 실수요의 유지는 상반기의 놀라운 영업이익을 하반기에도 유지시킬 것으로 기대된다.

- **높은 배당수익률을 자랑하는 배당주**

휴스틸은 매년 1,000원의 안정적인 현금배당을 실시해 오고 있다. 휴스틸은 꾸준한 배당 기초를 유지할 계획이며, 올해에도 동일하게 주당 1,000원의 현금배당을 실시한다고 가정하면 현재 주가 16,250원 기준으로 6.15%의 배당수익을 기대할 수 있을 것으로 전망한다.

- **기타 투자 포인트- 사우디아라비아의 투자회사 SSP 의 재평가 기대감 유효**

현재 휴스틸이 지분을 보유중인 Saudi Steel Pipes(SSP)의 상장에 대한 기대감은 여전히 유효하다. SPP는 사우디아라비아의 강관 제조 업체로 연산 24만톤 수준의 강관생산능력을 보유하고 있다. 휴스틸은 SSP의 지분을 24.1% 보유(취득가 13억원, 장부가 320억원, 추정가치 1,908억원)하고 있는데 경영참여 제한으로 05년 지분법 평가에서 제외된 상황이다. 내년 상반기중에 사우디 주식시장에 SPP가 상장될 예정이며, 추후의 재평가 차익이 기대된다.

- **Valuation 및 결론**

2009년의 예상 EPS를 4,885원, 적정 PER을 4.5로 산정하여 적정주가 21,982원으로 산출하였고, 배당할인모형을 사용하여도 적정주가 19,606원이 도출되어 BUY를 추천한다

Table of Content

1. 강관 산업의 소개	3
2. 강관업 최고 가치주, 휴스틸	5
3. 2008 년 휴스틸의 폭발적인 상반기 실적, 과연 하반기까지 이어질 것인가?.....	8
4. 높은 배당수익률을 자랑하는 배당주.....	11
5. 기타 이슈들	13
6. Valuation & Conclusion.....	15
7. Appendix	17



1. 강관 산업의 소개

강관이란?

강관은 강철로 만든 파이프로 다양한 분야에서 광범위하게 사용된다.

강관(鋼管; steel pipe)은 강철로 만든 파이프로 유체수송, 기계 구조물, 일반 구조물 등 다양한 분야에서 광범위하게 사용된다. 강관은 바깥 지름의 치수에 따라 소구경, 대구경으로 분류되기도 하고, 용도에 따라 구조용, 배관용, 송유용으로 분류되기도 한다. 강관업은 초기 투자설비가 막대한 자본 집약적 산업으로, 원자재 가격과 건축, 건설등의 관련 산업 경기동향에 크게 좌우하는 경향이 강하다.

그림 1. 구조용/배관용/유정용 강관



구조용 강관

배관용 강관

유정용 강관

자료: 휴스틸 홈페이지

국내 강관 산업 분류

국내 강관 산업은 구조용강관, 유정용강관/송유관, 배관용강관 등으로 나뉜다.

국내 강관 산업은 강관 사용 용도에 따라 크게 세 부분으로 나뉜다.

- ① 구조용 강관: 구조용 강관은 국내에서 가장 많이 쓰이는 강관으로, 업체간 기술격차가 미미해서 중소형 업체가 난립해 있다. 최근에는 중국산 저가 강관의 침투로 시장 환경이 더 어려워졌다.
- ② 유정용 강관/송유관: 유정용 강관/송유관은 수익성이 가장 높은 강관으로, 휴스틸을 포함한 세아제강, 현대하이스코 등 3개 대형업체가 시장을 독점하고 있다. 생산량 대부분이 수출되며 세계 수요에 따라 다소 기복은 있으나 외환위기 이후 증가 추세가 지속되고 있다.
- ③ 배관용 강관: 배관용 강관은 일반 배관용 그리고 특수 배관용 두 가지로 나뉜다. 일반 배관용 강관은 구조용 강관처럼 기술력 차이가 크지 않아서 마찬가지로 수익성도 낮고 중국산 저가 제품의 침투로 인한 문제를 겪고 있다. 이에 반해 특수 배관용 강관은 높은 수준의 기술력이 필요하므로 3개 대형업체가 시장의 대부분을 차지하며, 상대적으로 마진도 높다. 특수 배관용 강관은 내수와 수출 모두 견고한 증가세를 보여주고 있다.

특수 배관용 강관은 수요가 점차 증가하는 추세에 있다. 이는 3대 대형업체(세아제강, 현대하이스코, 휴스틸)들의 수익성을 높여준다.

국내 강관 시장 현황

국내 강관 시장은 2007년 소비 기준으로 구조용 강관이 57%, 일반 배관용 강관이 21.8%, 특수 배관용 강관이 9.4%, 나머지 기타부분이 10%를 차지하고 있다. 최근에는 건설산업과 기계장치산업의 부진으로 구조용 강관과 일반 배관용 강관의 수요가 점차 감소하는 추세인 반면, 특수 배관용 강관은 국내 산업 고도화에 따라 증가하는 추세에 있다.

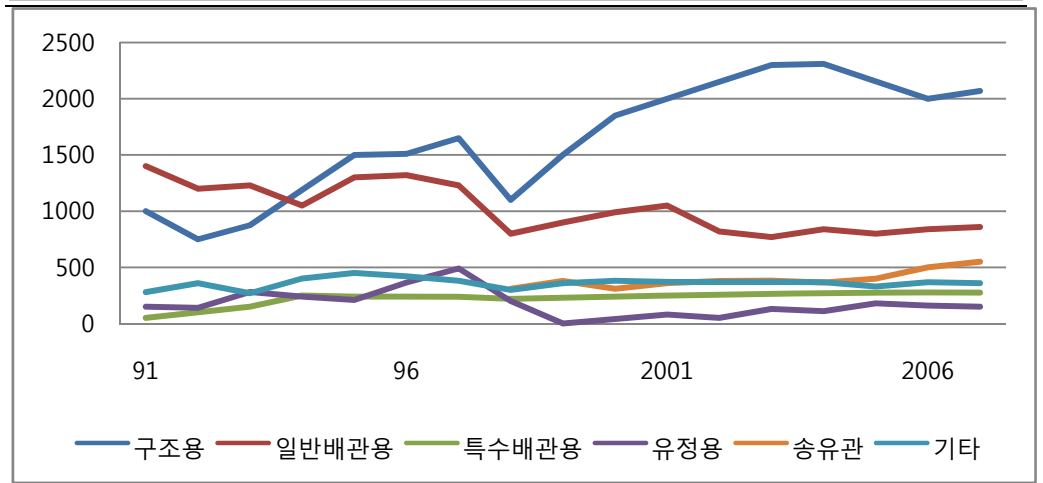
현재 수요 둔화와 공급 과잉이 동시에 발생하여, 기술력의 차이가 거의 없는 생산 규모 5만 톤 미만의 중소형 강관 업체들이 출혈 경쟁을 벌이고 있는 실정이다. 그러나, 유정용 강관/송유관, 그리고 특수 배관용 강관 등 고부가가치 강관을 제조하는 3개 대형업체들의 상황은 다르다. 중소형 강관 업체들이 마진이 거의 남지 않는 사업에서 치열한 경쟁을 벌이고 있을 때, 대형 강관 업체들은 상대적으로 수익성이 높은 고부가가치 제품군의 포트폴리오 비중을 증가시켜 왔다. 그리고 이러한 고부가가치 제품군의 상당 부분을 열어 붙은 내수 시장 대신 수요가 활발한 해외 시장으로 수출하면서 경기 둔화 등 어려운 내수 시장 여건 속에서도 상대적으로 양호한 실적을 기록하고 있다.

원자재 의존도가 높은 산업

원자재 의존도가 높은 강관업은 현재 세계적인 공급규모 축소 현상이 벌어지고 있다.

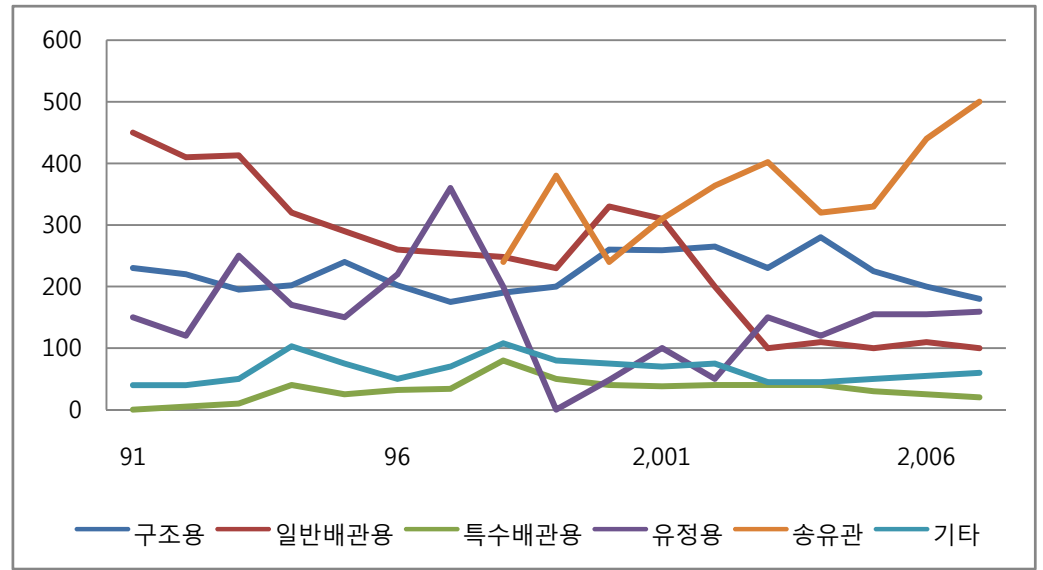
강관업은 다른 철강업에 비해 원자재 의존 비중이 높은 편이다. 강관의 원자재는 핫코일(이하 HR)인데, 국내 강관업체들은 원자재의 약 60%는 국내(POSCO, 현대제철 등)에서 나머지는 중국을 비롯한 해외로부터 조달하고 있다. 그러나 최근 세계 철강업계가 감산에 들어가면서 중국의 HR 공급규모 역시 축소되었고, 동시에 중국 정부가 철강류 수출억제 정책의 일환으로 HR에 5%의 수출관세를 부과하여 물량 확보가 용이하지 않을 뿐만 아니라 수입단가 역시 상승한 상황이다.

그림 2. 국내 강관 용도별 생산 추이



자료: 2007년 한국철강협회 강관보고서

그림 3. 강관 주요 품목별 수출 추이



자료: 2007년 한국철강협회 강관보고서

2. 강관업 최고 가치주, 휴스틸

전화위복, 업계 최고 수준의 기술 경쟁력을 갖춘 휴스틸

1994년 회사정리절차 이후 구조조정을 거쳐 인천공장에서 충남당진 공장으로 이전하였고, 최신설비를 통한 기술경쟁력을 갖추었다

휴스틸의 전신인 한국강관은 1994년 회사정리절차를 신청하였고, 오랫동안 구조조정을 거쳐 2001년 7월 현재의 최대주주가 경영권을 인수하며 새로운 회사로 다시 태어났다. 이후 휴스틸은 내실 다지기에 주력, 원가절감과 미래 신성장동력을 위한 고부가가치 강관제품 생산을 위하여 공장 이전과 최신 설비 도입에 투자를 아끼지 않았다. (설비투자현황: 04년 765억 원, 05년 125억 원, 06년 144억 원, 07년 208억 원) 휴스틸은 기존 인천 공장에서 충남 부곡 공단 (당진공장, 총 투자금액 1,050억 원)으로 설비를 이전하였으며 2005년부터 가동을 시작하였다. 공장 이전과 신규설비투자로 휴스틸의 생산능력은 70만 톤에서 80만 톤으로 향상되었으며, 생산시간도 1/3~2/3이나 단축되어 생산효율성 또한 높아지게 되었다. 또한 최신설비 및 기술확보로 고유가로 인하여 전세계적으로 증대되고 있는 유정용 강관 수요에 탄력적으로 대응할 수 있는 능력을 갖추었다.

안정적인 국내 3위 사업자

수년간의 안정적인 시장 점유율 확보와 낮은 변동성

한국철강신문 통계 데이터베이스에 따르면 휴스틸의 국내 강관시장점유율이 2006년 15.5%, 2007년 14.1% 2008년 1분기 13.1%로, 수치 상으로는 점유율이 하락하고 있는 추세처럼 보인다. 하지만, 집계 주체별로 통계 대상과 기준이 달라 명목상 점유율은 큰 의미를 갖지 못하고, 휴스틸의 실질적인 국내 강관시장점유율은 변동성 없이 15% 내외를 유지한다는 것을 강관업 관계자를 통하여 확인하였다. 또한 1, 2위 사업자인 세아제강과 현대하이스코의 시장점유율 역시 변동성이 낮다.

원자재 확보가 생명인 강관업은 주요 원자재 공급처인 포스코의 공급 정책에 의존하게 된다.

강관업은 시장점유율이 고착된 산업

강관생산량은 원자재 확보량에 의해 결정되는데 주요 원자재 공급처이자 가장 가격이 저렴한 포스코의 HR 생산량이 근본적으로 실수요대비 부족하다. 게다가 포스코의 원자재 공급은 과거 해당 업체가 포스코에게 공급받았던 물량을 기준으로 이루어진다. 따라서 각 업체별 원자재 공급량 비율이 매년 비슷하게 움직이고 있으며 이렇게 고착된 시장점유율은 강관업의 특성이라고도 볼 수 있다.

또한 일반적인 철강산업과 마찬가지로 강관산업은 공급이 수요를 따라가지 못하는 공급자 위주의 시장이며, 이에 따라 강관가격 자체가 3개 대형업체들의 합의하에 결정되는 경향이 강하다. 상기의 이유로 내수시장에서 회사별 제품의 가격차이가 없기 때문에 휴스틸의 시장점유율의 거의 일정하게 유지된다.

안정적인 수익과 생산효율성의 우수성 등은 경쟁사 대비 휴스틸이 높은 이익률을 가지는 이유이다.

경쟁사 대비 높은 영업이익률

지난 3년간 휴스틸은 경쟁사인 세아제강, 현대하이스코보다 더 높은 영업이익률을 유지하였다. 휴스틸의 영업이익률이 경쟁사 대비 우수한 이유는 크게 다음의 3가지로 설명할 수 있다.

- ① 경쟁사들과 달리 비교적 안정적인 수익을 얻을 수 있는 강관사업에 집중하고 있다.
- ② 당진공장 이전과 최신설비 확충으로 생산효율성을 향상시켰다.
- ③ 경쟁사들에 비하여 매출 포트폴리오에서 고부가가치 강관이 차지하는 비율이 더 높다.

업계 1위인 세아제강은 강관사업 이외에 판재류쪽으로 사업을 확장하였으며, 2위 업체인 현대하이스코는 자동차용 강관사업으로 주력을 선회하였다. 일반적으로 판재산업은 업황의 부침이 심하며, 수익성이 고부가가치 강관산업보다 낮다. 업계 1위인 세아제강의 판재부분도 2005년 아연도강판생산라인 가동 개시 이후 3년째 적자를 면치 못하다가 올해 처음으로 흑자로 전환하였다. 반면에 휴스틸은 2002년부터 꾸준히 고부가가치 강관에 주력하고 있다. 업계 2위인 현대하이스코의 경우에는 강관사업부분이 전체 매출에서 20%에 지나지 않기 때문에 휴스틸과 직접적인 경쟁 관계에 있다고 보기는 어렵다.

휴스틸의 수출 제품 포트폴리오

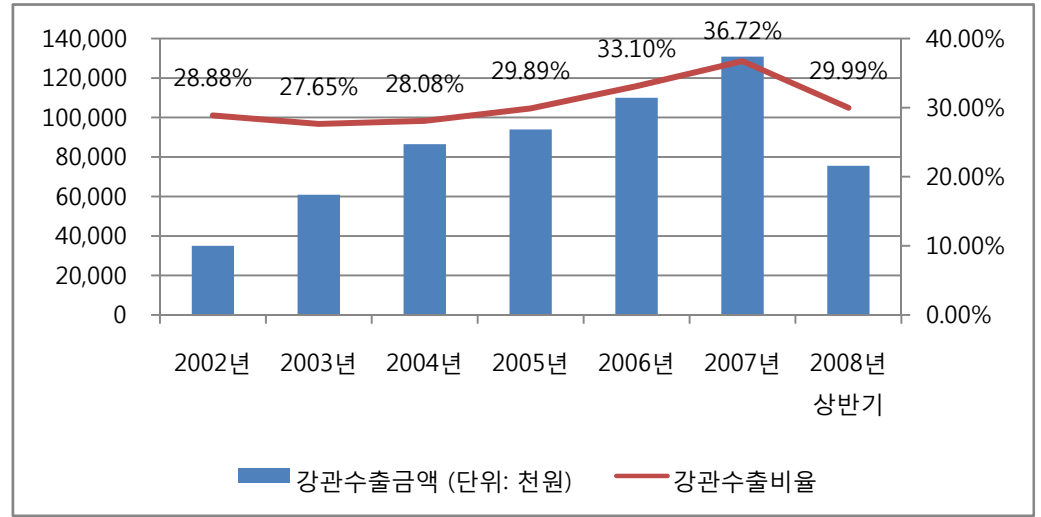
미국과 중동의 활발한 유전개발은 지속적인 수출 비중 확대를 야기함

수출은 휴스틸의 전체 매출액 중 약 30%를 차지하고 있다. 지난 3년 동안 휴스틸은 지속적으로 수출 비중을 늘리면서 해외 시장 진출을 계속하고 있다. 현재 휴스틸 전체 강관 생산량의 약 30%를 차지하는 송유관과 유정관은 전량 수출을 위한 물량이다. 전체 수출 제품 중 송유관과 유정관이 80%를 차지하고, 나머지 20%는 일반관(배관용, 구조용)으로 구성된다. 국가별 수출 비중은 미국이 70%, 동남아시아와 중동이 30%이다. 미국으로의 수출은 대부분 미국 현지 법인인



Husteel US를 통하여 진행되며, 운송비 및 제반비용을 지불하여도 수익성 확보가 가능하다.

그림 4. 강관 수출 비중 변화추이



자료: Research Team 1 Database

아파트 분양은 일회성 사업

아파트 분양사업은 수익을 거두었지만 일회성 사업이었다.

휴스틸은 기존 하치장 부지였던 문래동 부지 3,634평을 활용하여 아파트를 분양하였고, 이를 통해 2006년 292억, 2007년 266억, 2008년 상반기 237억, 총 796억 원 규모의 매출을 올렸다. 그러나 휴스틸의 아파트 분양사업은 사업부지 매각에 따른 일회성 사업이었고, 향후에는 강관업에만 집중할 계획이다.

그림 6. 강관 주요 3사 매출액 변화

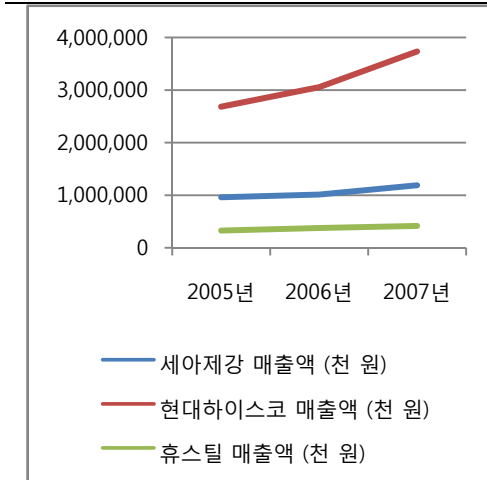
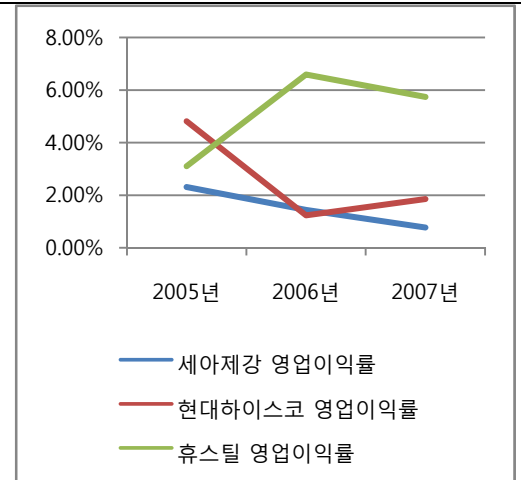


그림 7. 강관 주요 3사 영업이익률 변화



자료: Research Team 1 Database

3. 2008년 휴스틸의 폭발적인 상반기 실적, 과연 하반기까지 이어질 것인가?

휴스틸의 폭발적인 상반기 실적은 가수요효과와 재고효과 때문이다.

휴스틸의 폭발적인 상반기 실적

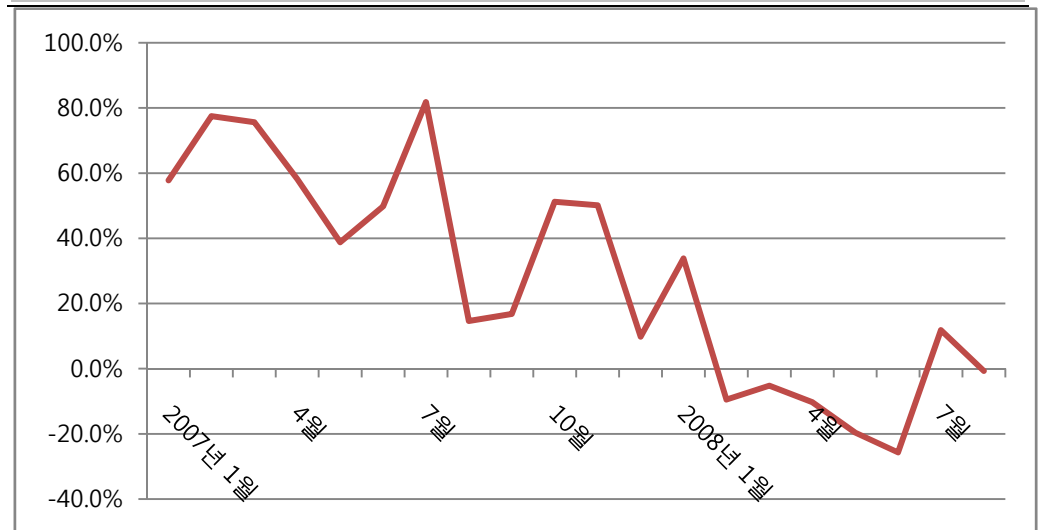
휴스틸은 2008년 상반기 괄목할만한 실적 성장을 보여주었다. 휴스틸의 2008년 상반기 매출액은 전년 동기 대비 45%, 영업이익은 200% 증가하였다. 이렇게 높은 상반기 실적을 기록할 수 있었던 원인은 바로 강관의 가격 상승 우려로 인한 가수요효과 그리고 재고효과 때문이다.

중국산 강관 수입의 감소와 원자재가격상승으로 수요가 공급을 초과하여 가수요효과와 재고효과가 발생하였다.

가수요/재고효과

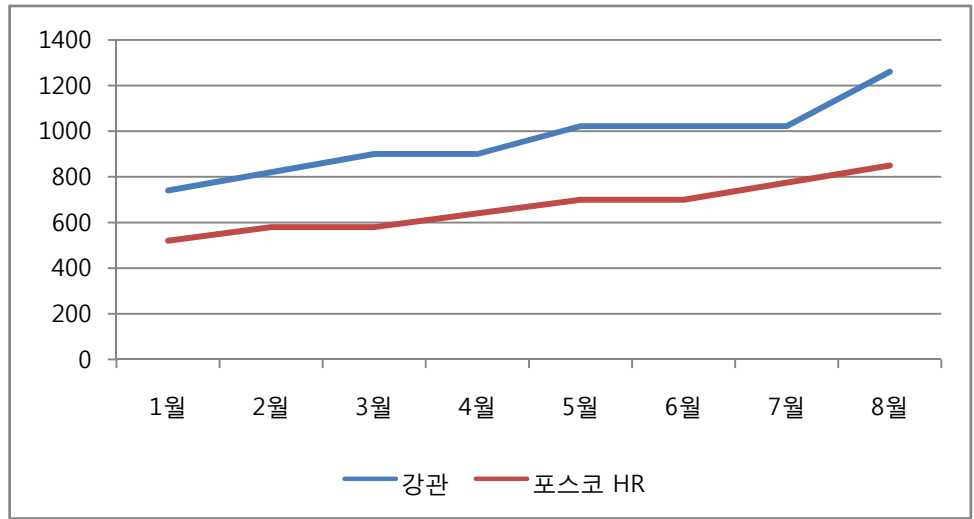
강관 제품에 대한 가수요/재고효과가 나타나게 된 가장 큰 원인은 원자재인 HR의 가격 상승이다. 또한 1월부터 중국 정부가 일반용접강관에 15%의 수출세를 부과하기 시작하여 중국산 강관의 가격 경쟁력이 사라지면서 수입이 줄었고, 이에 시장 수요가 공급을 초과하는 현상이 발생하였다. 아래 그래프에서 확인할 수 있듯이 공급이 줄어들자 강관 업체들은 원자재 가격 상승분을 그대로 제품 가격에 반영시킬 수 있었다. 강관 가격은 울들어 3번에 걸쳐 상승하였으며, 강관의 지속적인 가격 상승은 수요자들에게 향후 강관 제품의 가격 상승에 대한 불안감을 심어주어 폭발적인 가수요효과를 불러 일으키게 되었다. 휴스틸은 호기를 활용하여 재고제품까지 인상된 가격에 판매하였고, 덕분에 평년 대비 높은 영업이익률을 기록하는데 성공하였다.

그림 8. 국내 강관제품 수입물량 추세 (전년 동월 대비)



자료: 한국철강협회

그림 9. 강관제품의 가격 상승분과 HR의 가격 상승분의 비교 (단위: 천 원)



자료: Research 1 Team Database

3분기 내수 실적은 부진하였으나, 가수요 거품을 제거하는 기간이었다.

상반기의 높은 실적, 하반기에도 지속될 것인가?

IR을 통해 확인한 결과, 회사 내부에서 가집계한 3분기 실적에 따르면 휴스틸의 7, 8월 내수 매출은 상반기의 가수요 거품이 꺼지면서 급감하였음을 확인할 수 있었다. 그러나 9월 내수 매출은 다시 리바운드에 성공하였으므로 상반기의 가수요 거품이 모두 반영되었다고 볼 수 있다. 3분기 내수 실적이 어려웠던 것은 사실이지만, 이 기간 동안 상반기에 생성된 거품을 걷어내는데 성공하였다는 측면은 긍정적으로 평가한다.

내수 시장에서의 판매부진을 수출로 만회하여 더 좋은 실적을 거두었다.

어려웠던 내수, 수출이 뒷받침한다

3분기 내수 실적만으로 판단한다면 상반기 어닝 서프라이즈에 대한 반작용으로 휴스틸의 3분기 실적이 급감할 것이라고 생각할 수도 있다. 그러나 실제로 이와 다르다. IR을 통해 확인한 결과 가집계된 3분기 실적은 오히려 2분기 실적보다 더 높았다. 이는 내수 시장에서의 판매부진을 만회하기 위해 수출 비중을 늘린 덕분이다.

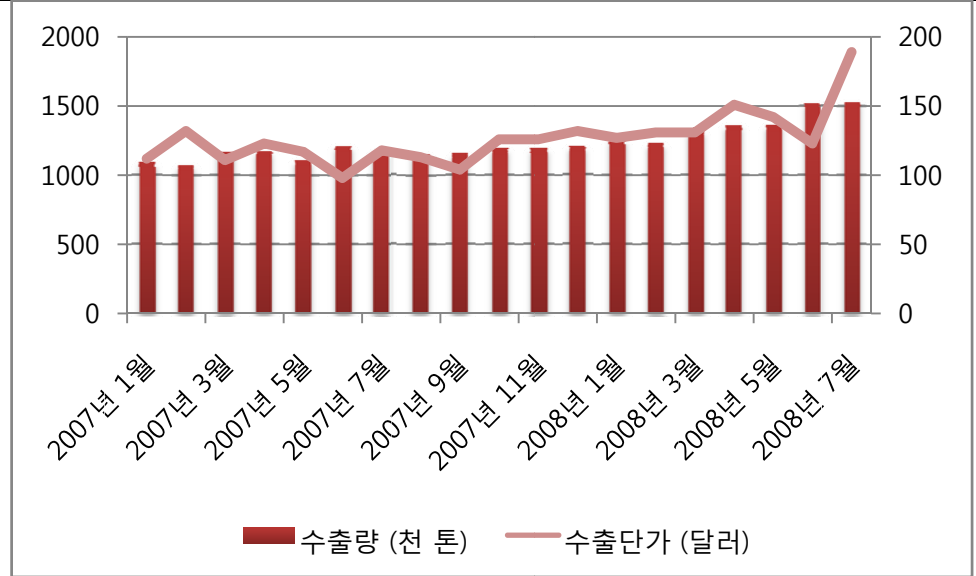
중동 및 미주지역의 유정용 파이프라인 투자가 늘어나면서 휴스틸에게 호재로 작용하였다.

최근의 수출 증대 및 수익성 개선

최근 3분기 동안 휴스틸의 수출은 크게 증가하였다. 2008년 상반기 내수 판매의 호조로 2007년 36.7%에 달하였던 수출 비중을 30.0%까지 낮추었던 휴스틸은, 3분기 내수 시장이 부진하자 다시 수출 비중을 50.0%까지 높였다. 수출 비중을 높일 수 있었던 것은 최근 유가가 폭등하면서 중동 및 미주지역의 유정용 파이프라인에 대한 인프라 투자가 증가하여 유정용 강관/송유관 수요가 크게 증가하였기 때문이다. 이는 국내에서 유정용 강관/송유관 시장점유율 1위를 차지하고 있는 휴스틸에게 명실상부한 호재로 작용하였다.

더욱이, 최근 미국 내 강관 가격이 상승하면서 대미 수출 제품의 수익성 역시 크게 개선되었다. 환율 상승으로 인한 환차익 역시 수익성 개선에 긍정적인 영향을 주고 있다. 이에 따라 3분기 수출부문의 영업이익률은 그 동안 가장 높은 영업이익률을 기록하고 있던 내수 배관용 강관의 수치를 상회하였다.

그림 10. 강관 수출량 및 수출 평균단가 추이



자료: 한국철강협회

중국의 반덤핑 이슈

중국산 강관의 미국 수입시 반덤핑관세가 부가되어 가격경쟁력이 하락하였다.

게다가, 올해 5월 31일 미국 상무부가 중국의 주요 강관업체에게 701.5%에 해당하는 수입혼합관세를 부과함에 따라 중국 업체들의 제품 판매가 어려워지게 되었다. 여기에 전술하였던 15%의 수출세 부담이 더해지면서 중국산 강관의 가격경쟁력이 크게 하락한 상태이다. 전체 수출 물량의 70%를 미국 시장에 판매하는 휴스틸에게 추가적인 수요 확보를 가능하게 하고 있다.

앞으로의 전망

4분기에도 수출량을 유지할 것으로 예상된다.

휴스틸은 4분기에도 수출량을 유지할 것으로 예상된다. 하반기 미국 건설경기가 불투명함에도 불구하고 이미 11월까지의 수주를 마친 상태이며, 중국산 강관의 가격 상승으로 판매가 보다 순조로워질 것으로 전망한다. 또한 최근 유정용 파이프 라인에 대한 인프라 투자 증가로 유정용 강관/송유관 수요가 크게 증가한 중동 지역 국가들이 국내 강관 수입을 늘리고 있다는 측면 역시 휴스틸의 해외 시장 전망을 밝게 하고 있다.

수출은 하반기 실적에 긍정적으로 작용할 것이다.

휴스틸의 하반기 실적은 생각보다 나쁘지 않을 것

이렇게 가수요 거품이 걷힌 후 내수 매출이 회복되고 있다는 측면과 수익성이 높은 해외 수출 비중이 휴스틸의 매출 구성에서 점차 증대되고 있다는 측면은 휴스

틸의 하반기 실적이 시장에서 우려하는 만큼 급감하지는 않을 것임을 예측 가능하게 한다. 뿐만 아니라 강관업계가 전통적으로 4분기에 호황임을 고려할 때 이제는 가수요가 아닌 실수요가 발생할 것이라는 측면도 휴스틸의 하반기 실적에 있어 긍정적으로 작용할 것으로 보인다.

4. 높은 배당수익률을 자랑하는 배당주

가치투자자의 열매, 배당

배당은 가치투자자에게 달콤한 열매이다.

절대적 가치투자자로 유명한 존 네프는 누적 투자수익률 5,600%, 연평균 투자수익률 13.9%를 기록한 위대한 가치투자자이다. 흥미로운 부분은, 그의 투자수익 중 40%는 배당금에서 나왔다는 사실이다. 그는 4, 5%의 배당수익을 거둘 수 있는 주식을 발견하였다면 목표의 절반은 달성되었다고 생각하였다. 그리고 주가가 폭락하기를 기다렸다가 배당금을 지급하는 주식을 집중적으로 매입하는 방식으로 투자하였다. 네프의 사례는 가치투자에서 배당금의 중요성을 보여주는 생생한 증거이다. 심지어 벤저민 그레이엄과 데이비드 도드는 "배당은 최소한 성장의 두 배 이상의 가치가 있다."고 말했을 정도이다.

특히 최근의 위기 상황에서 배당주의 가치는 더 돋보인다. 투자자들이 위기 상황에서 도피처로 택하는 종목들은 다른 기업에 비해 재무구조가 튼튼해 배당금을 지급하고 늘려온 우량기업이고, 배당수익률의 상승이 주가 급락을 방지하기 때문이다.

꾸준한 배당 정책

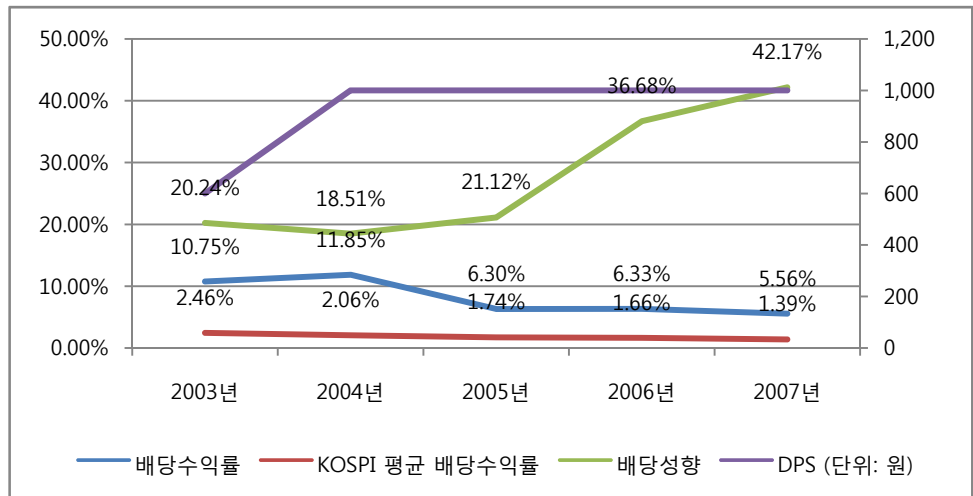
휴스틸은 매년 일관적으로 주당 1,000원의 현금배당을 유지하고 있다.

휴스틸은 2001년 신안그룹에 인수된 이후, 원자재 급등에 따른 영업이익 감소 등으로 인하여 주당 600원을 배당하였던 2003년을 제외하고는 2007년까지 소액주주에 대해 일관적으로 주당 1,000원의 현금배당을 유지하고 있다. 배당수익률 역시 매우 높은 수준이다. 최근 3년간 휴스틸의 배당수익률은 6.30%, 6.33%, 5.56%를 기록하였으며, 이는 동기간 KOSPI 평균 배당수익률인 1.74%, 1.66%, 1.39%를 4% 이상 상회하는 수치이다. 10월 9일 기준 1년 만기 국고채의 금리인 5.69%와 비교하여도 충분히 높은 수준으로 볼 수 있다.

휴스틸은 꾸준한 배당 기초를 유지할 계획이며, 올해에도 동일하게 주당 1,000원의 현금배당을 실시한다고 가정하면 2008년 10월 10일 주가 15,000원 기준으로 6.67%의 배당수익을 기대할 수 있을 것으로 전망한다. 더욱이 강관산업의 호조로 올 상반기에만 전년 순이익의 두 배가 넘는 369억 원의 순이익을 기록하였으므로 주당 1,000원 이상의 배당도 기대할 수 있는 상황이다.



그림 11. 배당성향, 배당수익률, DPS와 KOSPI 평균 배당수익률



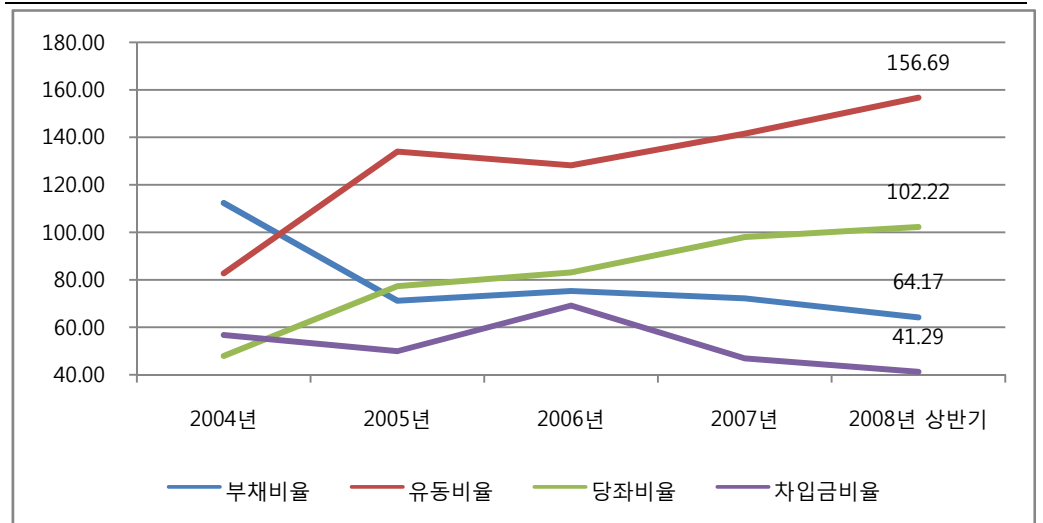
자료: Research Team 1 Database

보수적인 경영과 재무적 안정성

보수적인 경영과 안정적인 재무상태는 휴스틸의 배당성향 유지에 도움이 될 것이다.

휴스틸의 꾸준한 배당은 보수적인 경영과 안정적인 재무 상태에 기반한다. 휴스틸의 전신인 한국강관은 1994년 12월 30일 부도 이후 구조조정과 최대주주 변경을 거쳐 2002년 3월 22일 휴스틸이라는 새로운 회사로 다시 태어났었다. 이러한 전력 때문에 휴스틸은 매우 보수적인 경영 방침을 유지하고 있다. 2005년 서울 문래동에 위치하였던 하치장을 이전하며 유희토지가 발생하자 일회성으로 아파트 분양 사업에 진출하였던 부분을 제외하면, 주력 사업인 강관사업에만 집중하고 있으며 매년 실적 전망치 역시 보수적으로 설정하고 있다.

그림 12. 안정성 관련 재무비율



자료: Research Team 1 Database

덕분에 2004년 철강산업의 호황과 2008년 상반기 강관산업의 호황으로 발생한 순이익을 다른 곳에 사용하지 않고 배당과 재무구조 개선에 집중, 재무비율 역시 안정적으로 개선되는 중이다. 당좌비율은 꾸준히 우상향하고 있으며 부채비율과 차입금비율은 우하향하고 있다. 2008년 상반기 기준 유동비율, 당좌비율, 부채비율, 차입금비율 모두 업계 평균을 상회하는 수준이다.

5. 기타 이슈들

Saudi Steel Pipes

SSP의 상장은 휴스틸에게 커다란 모멘텀으로 작용할 수 있을 것이다.

최근 시장에서 휴스틸이 지분을 보유중인 SSP; Saudi Steel Pipes의 상장에 대한 기대감이 부각되고 있다. SSP는 연 16만 톤 수준의 강관생산능력을 보유한 중동 주요 지역 3위의 강관 제조 업체이다. 휴스틸은 현재 SSP의 지분 23.86%를 소유하고 있는데, 현지 업체인 Rabiah & Nassar Company가 지분의 58.9%를 보유하여 휴스틸에 실질적인 경영참여가 제한되어 있는 점이 고려되어 지난 2005년 지분법 평가에서 제외된 상태이다. 장부가액은 341억 원으로 설정되어 있다.

연 17만 톤 강관생산능력으로 비슷한 규모인 APC; Arabian Pipes Company의 시가총액이 2008년 10월 10일 기준 약 8,000억 원이라는 사실을 고려하여 단순 계산하면, 휴스틸이 소유한 SSP의 지분의 실제 가치는 약 1,908억 원에 이를 것으로 추산된다. 그러나 APC가 현재 생산능력은 SSP와 비슷하지만 2011년에는 78만 톤으로 규모를 증설할 계획인데 반하여, 동기간 SSP는 24만 톤 규모로의 증설에 그칠 계획이라서 재평가 차익은 기대보다 다소 떨어질 전망이다. 하지만 현재 휴스틸의 시가총액이 1,124억 원에 불과하다는 사실을 고려할 때 내년 상반기로 예정된 SSP의 상장은 자산가치 현실화라는 측면에서 호재로 작용할 것이 확실하다.

그림 11. 중동 주요 지역(GCC)의 강관 생산 업체 현황

회사명	국가명	설립연도	2011년 연간생산능력 (예상, 톤)
Arabian Pipes Company	사우디아라비아	1995	780,000
Gulf International Pipe Industry	오만	2007	250,000
Saudi Steel Pipes	사우디아라비아	1980	160,000
Kuwait Pipes	쿠웨이트	1966	130,000
Al Nasr Steel Pipes and Fittings	이집트	1962	100,000
Jordan Pipes Manufacturing	요르단	1968	40,000

자료: Zawya & Company disclosures, SHUAA Capital 보고서 재인용



SSP의 지분은 휴스틸의 중동 진출을 위한 교두보가 될 수 있다.

현재 중동 시장은 고유가로 인해 유정용과 송유관용 강관 수요가 증가 추세에 있어서 강관 산업은 성장성이 높은 산업으로 분류되고 있다. 덕분에 시장 3위 업체인 SSP의 순이익도 비약적으로 상승하는 추세이다. 2006년 1,922만 달러를 기록하였던 SSP의 순이익은 2007년에는 3,302만 달러 수준으로 71.8% 성장하였다. 동기간 휴스틸은 20억 원, 30억 원의 배당금 수익을 올렸다. 시장의 성장에 맞춰 휴스틸이 수령할 배당금도 매년 증가할 것으로 전망한다. 이외에도 휴스틸은 규제가 심하여 신규 진출이 어려운 중동 시장의 판로를 개척하기 위해 SSP와의 관계를 활용할 계획이다.

내부거래의 자금 흐름을 개선하는 과정에서 미국현지법인과 채무보증계약을 하였고, 리스크는 극히 낮다.

미국법인에 대한 채무보증

휴스틸은 올해 세 차례에 걸쳐 568억 원 상당의 Husteel US에 대한 채무보증계약을 체결하였다. 이는 휴스틸의 자기자본대비 23.4%에 달하는 규모이다. 그러나 이번 채무보증계약은 내부거래의 자금 흐름을 개선하는 과정에서 발생한 것이므로 리스크는 극히 낮은 것으로 판단된다.

현재 미국으로의 수출은 휴스틸이 지분 100%를 소유한 자회사이자 미국현지법인인 Husteel US가, 휴스틸로부터 물건을 구매하여 현지 바이어에게 판매하는 방식으로 진행 중이다. 이 과정에서 Husteel US는 휴스틸에게 물건을 구매하는 즉시 대금을 지불하며, Husteel US는 현지 바이어가 계약금을 지불하기 전까지 이를 채무로 설정한다. 휴스틸이 체결한 계약은 이러한 거래 방식으로 인하여 발생한 채무를 보증하기 위한 것이다. 이 방식은 Husteel US를 통한 수출이 곧바로 휴스틸의 재무제표에 반영된다는 장점이 있다.

노사간의 화합이 돋보이는 28년 연속 무쟁의, 무파업 업체이다.

28년 연속 무쟁의, 무파업 임금협상

현대제철을 비롯하여 철강 산업의 노조들은 강성인 것으로 유명하다. 그러나 휴스틸은 1980년 노조 창립 이래 단 한 번의 쟁의나 파업 없이 28년간 무쟁의, 무파업 임금협상에 성공하였다. 최근과 같이 어려운 경영환경에서 노사간의 화합은 안정성을 위한 필수조건이다. 휴스틸의 보수적인 경영 방침에 힘을 더해주는 협상 타결이라 평가한다.



6. Valuation & Conclusion

Research 1 Team은 휴스틸의 가치평가를 두 가지 방법으로 진행해보았다. 첫 번째 방법은 2009년의 예상 EPS를 구한 후 적정 PER를 곱해 Target Price를 산출하였고, 두 번째 방법은 높은 배당수익률이 매력적인 휴스틸의 특징을 살려 배당할인모형을 적용하였다.

① 2009년의 적정 EPS 예측

2008년 1분기의 당기순이익은 122억, 2분기의 당기순이익은 247억이다. 여기서 2분기 실적에 일시적으로 포함된 문래동 부지 아파트 분양수익인 60억을 제외하면 2분기 동사가 영업을 통해 얻은 당기순이익은 187억이다. 회사관계자를 통해 3분기의 실적이 2분기보다 높다는 정보를 얻었으나 아직 정확하게 공시된 수치가 아니므로 3분기의 실적은 보수적으로 2분기와 동일하게 187억으로 산정하였다. 마지막으로 4분기 역시 보수적으로 전년 동기의 수치를 사용하여 41억으로 추정한다면 올해 2008년의 당기순이익을 537억으로 예상할 수 있다.

일반적인 밸류에이션에서는 당해년도의 EPS를 산출한 후 적정 PER를 곱하는 방식을 사용하는데, 2008년의 경우는 위와 같이 당기순이익을 예측하였을 때 실적에 예년에 비해 급격하게 증가한 부분이 있어 동사가치를 2008년의 실적으로 평가하기에는 적합하지 않다고 보았다. 따라서 Research 1 Team은 2009년의 EPS를 예측하여 가치평가를 해보았다.

앞에서 확인하였듯이 내수매출과 수출의 차이는 꽤 크다. 따라서 2009년의 실적을 내수와 수출로 구분하여 예측해보기로 하였다. 우선 내수부문부터 살펴보면, 2008년과 같은 경우에는 원자재 가격 상승으로 인한 가수요 현상의 발생으로 인해 상반기 폭발적인 내수 물량의 증가가 있었으므로 예외성이 있다고 판단하여 2009년의 내수사업부문 당기순이익을 최근 5년간 가장 좋지 않았던 2007년의 내수 당기순이익과 같다고 가정하였다. 2007년의 실적을 사용한 또 다른 이유는 2008년 하반기의 경기위축이 2009년까지 지속될 것이라고 보았기 때문이다. 따라서 보수적인 가치평가를 위해서 지난 5년간 가장 실적이 좋지 않았던 2007년의 당기순이익을 사용하였다.

수출부문의 경우에는 2008년 상반기 실적을 두 배로 곱하여 2009년의 수출 당기순이익으로 보았다. 휴스틸이 상반기의 폭발적인 내수물량 증가로 수출보다 내수에 집중했었고, 수익성이 급격하게 개선되었다는 측면을 고려해 볼 때 이 수치는 매우 보수적이다. 내수와 수출부문의 당기순이익을 더하면 2009년 당기순이익은 338억이고, 주식 수가 현재와 같다고 가정했을 때 2009년의 예상 EPS는 약 4,885



원이 도출된다.

적정 PER를 2004년 1월 1일부터 2008년 10월 10일까지 PER 수치의 평균인 4.5로 산정하여 곱하니, 휴스틸의 적정 주가는 21,982원으로 나타났다. 이는 2008년 10월 10일 종가인 15,000원과 비교해볼 때 46.55%의 안전마진을 보여준다.

② 배당모형을 사용한 가치평가

휴스틸의 경우 새로운 기업의 같은 시장 진출 가능성이 매우 적고, 안정적이며, 지속적으로 배당을 해왔다. 2003년 이후 높은 배당 성향을 유지하면서 배당주로의 매력을 가지게 되었으며, 대주주의 비중이 53.21%로 높다는 측면을 고려하면 현재와 같은 높은 배당성향은 앞으로도 지속될 것이라 생각된다. 따라서 Research 1 Team에서는 휴스틸이 안정적인 배당이 앞으로도 지속될 것이라는 가정하에 배당할인모형을 이용하여 기업가치를 평가하기로 하였다.

마지막 배당액 (2007년)	1,000	3년 월별 베타	0.56766
성장률	4%	3년 만기 국채수익률	5.33%
		한국시장 프리미엄	7%
주식의 내재가치	19,609	자기자본비용	9.30%

우선 배당의 성장률은 4%로 하였다. 이는 한국의 GDP 성장률 4%를 적용한 것으로 배당의 성장폭이 우리나라 GDP성장률 정도를 유지할 것이라는 가정을 통한 것이다. 이 전제를 바탕으로 3년 만기 국채 수익률 5.33%, 휴스틸의 3년 월별 베타 0.56, 그리고 한국의 시장프리미엄을 7%로 놓아 자기자본비용을 구하면 9.3%가 나온다. 마지막으로 2007년의 배당금 1000원을 기준으로 주당 배당을 설정하고, 앞으로의 배당을 통한 현금흐름의 현가를 구해 현재 주식의 내재 가치를 구해보면 19,606원이 나온다. 이는 현재 주가 15,000원 대비 30.7%의 안전마진을 가진다.

Research 1 Team의 결론

두 가지 방법의 가치평가를 모두 시행해본 결과, 보수적인 가정을 통해 예상 EPS를 예측할 때와 동사의 꾸준한 배당을 고려할 때 모두 현재보다 30%이상 높은 주가를 보여주었다. 강관 업계 중 국내 최고 설비를 갖추고 있어 향후 한동안은 큰 투자가 진행될 여지가 없고, 전통적인 고배당주이기도 하며, 2분기의 놀라운 실적과 함께 앞에서 다뤘던 SSP의 상장 모멘텀까지 작용할 것을 고려해보았을 때 현재 휴스틸의 가치는 현저히 저평가 되어있다고 본다. 따라서 Research 1 Team은 휴스틸에 대하여 BUY 의견을 제시한다.

Appendix.

대차대조표 (단위: 억 원)				
항목	2005.12	2006.12	2007.12	2008.06
유동자산	1,380	1,651	1,689	1,958
현금및현금성자산	81	97	255	180
단기투자자산	12	0	34	4
매출채권	699	972	881	1,090
재고자산	584	580	519	680
비유동자산	2,136	2,092	2,490	2,534
투자자산	120	198	413	411
유형자산	2,016	1,893	1,995	2,042
무형자산	0	0	0	0
자산총계	3,516	3,744	4,179	4,492
유동부채	1,030	1,288	1,193	1,249
매입채무	306	361	380	492
단기차입금	458	683	515	537
비유동부채	431	319	558	506
사채	0	0	0	0
장기차입금	357	247	417	417
부채총계	1,462	1,608	1,751	1,756
자본금	345	345	345	345
자본잉여금	901	901	901	901
자본조정	-2	-40	-1	-1
이익잉여금	809	928	1,023	1,324
자본총계	2,054	2,136	2,427	2,736
순영업자산	977	1,191	1,020	1,279
차입금	1,027	1,477	1,140	1,129
투자자본(IC)	3,089	3,183	3,386	3,588

손익계산서 [누적]					
항목	2005.12	2006.12	2007.12	2008.06	전년동기(%)
매출액	3,268	3,744	4,127	2,863	45.39
매출원가	2,917	3,169	3,527	2,240	35.03
매출총이익	351	575	600	623	100.8
판매비와관리비	250	328	363	214	21.68
인건비					
감가상각비	2	3	4	2	7.99
무형자산상각비					
영업이익	101	246	236	408	205.06
EBITDA	489	281	272	465	169.66
영업외수익	599	67	53	90	98.05
이자수익	2	2	6	3	26.18
배당금수익	10	10	19	34	78.33
지분법이익	0	7	0		
영업외비용	258	82	82	68	86.26
이자비용	44	46	59	32	18.13
지분법손실	1	0	0	0	
세전계속사업손익	442	231	207	430	201.31
법인세비용	114	42	0	430	1520.42
당기순이익	327	188	163	369	217.99