

HIGH coverage로 ROCK처럼 단단한 과점 시장에 돌입하다

BUY

## Valuation

Target Price: 6,938

Price: 4,550

Safty Margin: 52%

MktCap.(100mn): 537

ROE: 43.9%

Op.Margin: 20.99%

PER: 3.49

PBR: 1.09

Dividend Yield: 2.04%

Major Sh.Holder:

문영훈(23.04%)

Foreign Shr.: 0.16%

기업분석 3팀

이지연, 김민준,

임상진, 윤원식, 강세룡

## ● 이보다 더 좋을 수 없는 재무상황

- ✓ 5년간 지속 상승중인 영업이익률, 연간 20%가 넘는 매출액 성장률
- ✓ 유동비율 160%, 당좌비율 100%의 안정적인 재무구조
- ✓ 지속적으로 상승하는 자기자본이익률, 07년 기준 43.9%

## ● 조선, 반도체, 플랜트... 골고루 분포한 전방산업

- ✓ 다양한 전방산업 포트폴리오를 구축해 특정 업황의 영향이 적음
- ✓ 제조업 전체 가동률이 높은 변동성을 보이는 가운데 90%이상의 꾸준한 공장가동률

## ● 내수 시장에서의 안정적인 성장

- ✓ 50%이상의 국내 점유율
- ✓ 꾸준히 발생하는 안정적인 교체수요가 전체 매출액의 70%
- ✓ 최근 몇 년간 놀라운 매출액 성장률을 보임

## ● 세계시장의 양분구도를 뚫고 큰 시장을 노린다

- ✓ 세계 fitting & valve시장은 미국 Parker사와 Swage-lok사가 각각 40%씩 총 80%의 시장을 양분 과점
- ✓ 양분 과점 시장 공략을 위해 30년간 꾸준히 제품 기술력과 커버리지를 늘리고 주요 인증을 확보하는 등 업력 확보
- ✓ 가격경쟁력, 틈새시장 공략, 모듈형태 공급, 단기간 납기체제 등의 노력
- ✓ 진입하기 어려운 과점시장에 15년의 노력으로 성공적으로 정착 커져버린 존재감으로 이제 어깨를 견주고 경쟁한다.



## I. 하이록코리아란?

### Fitting&Valve

#### 제품 설명

산업용 Fitting(관이음쇠) 및 Valve가 주력 제품이며 Module과 Assembly도 생산한다. 유체 흐름의 방향, 세기를 통제하는 계측장비용 부품으로 정교성과 안정성, 내구성이 요구되는 소형 초정밀 제품이다. 대부분의 장치 및 설비 산업의 필수품으로, 조선, 석유화학, 발전설비, 반도체설비, 산업용 플랜트 등 광범위한 전방산업을 지닌다. 동사는 피팅 및 밸브 분야에서의 50%에 이르는 국내 점유율을 바탕으로 계측장비 전반을 모듈로 조립해서 판매하는 모듈제품 및 호스 Assembly에도 비중을 점차 늘려나감으로써 안정적인 수익성을 굳혀가고 있다.

피팅: 튜브와 튜브를 연결해주는 관의 기능

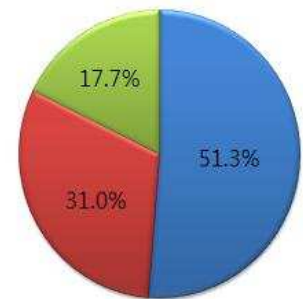
밸브: 유체의 차단, 유량 조절, 흐름 방향 전환, 압력으로부터 시스템 보호 기능

그림 1. Fitting & Valve



자료: 하이록코리아

그림 2. 제품별 매출구성



■ Fitting ■ Valve ■ Module 및 Assembly

자료: Research 3 Team

## II. 매력 포인트

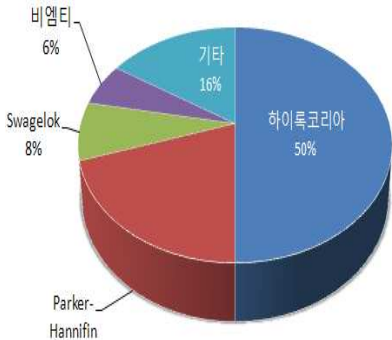
### 국내 시장 50%이상 의 꾸준한 점유율

#### 1. 꾸준한 캐시 카우, 내수시장

##### (1) 국내 시장에서의 독보적 위치

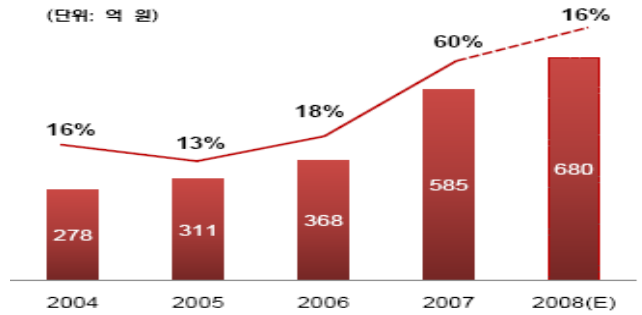
국내에는 피팅과 밸브를 만드는 회사가 산적해있다. 그러나 대부분 100 억 미만의 소기업이며 동사와 같이 500 억이상의 규모의 회사는 전무하다. 즉, 단순히 시장에 진입하는 것은 어렵지 않지만, 큰 규모로 사업을 확장하기는 어렵다는 이야기이다. 모듈의 설계에서 생산까지 가능한 국내 유일기업이며, 해외의 조선, 해양프로젝트와 같은 큰 규모의 프로젝트를 수행할 수 있는 인프라가 구축된 것도 유일하다. 두산중공업 (90% 공급독점)을 비롯한 국내 건설사에 독점적으로 제품을 납품하는 등, 국내시장의 압도적인 1 위이다.

그림 3. 내수시장 시장 점유율



자료: 하이록코리아

그림 4. 동사의 내수 매출 증가 추이



자료: 하이록코리아

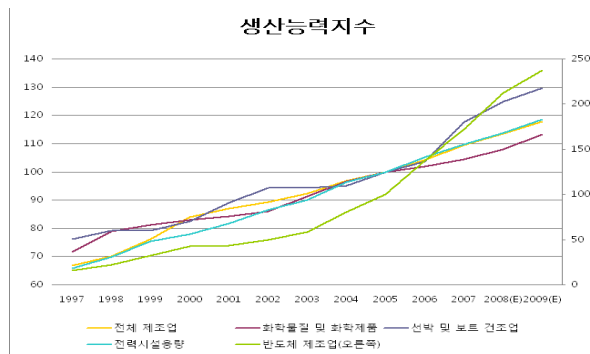
**안정적 수익 보장**

(2) 내수 시장 현황과 향후 전망

내수시장은 해외시장만큼의 성장성이 예측되지는 않지만 그림(4)를 통해 확인 가능하듯 매년 일정 규모씩은 상승하고 있는 상황이다. 이를 통해 높은 시장 점유율을 통한 내수 시장으로부터의 안정적인 cash-flow 를 기대할 수 있다.

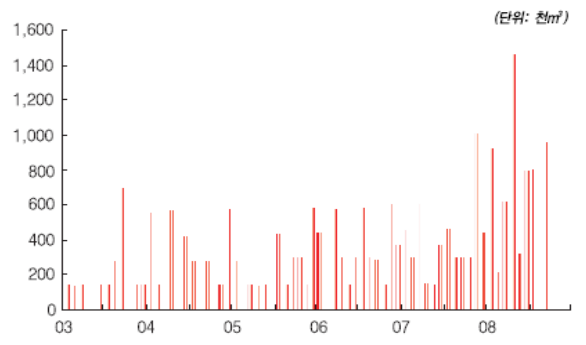
조선의 경우 LNG 선과 관련 비중이 70%로 높다. 조선경기는 좋지 않으나 LNG 선 수주는 꾸준히 증가해왔으며 5 년간의 수주가 보장되어 있다. 때문에 몇 년간은 특별한 경기변동의 영향 없이 안정적인 매출을 올릴 것으로 기대한다.

그림 5. 국내 생산능력지수 변화 추이



자료: 국가통계포털(KOSIS)

그림6. 월간 LNG선 인도 추이



자료: Clarkson, 하이투자증권 리서치센터

**국내 조선, 플랜트, 전력 설비에 있어서의 안정적 수요 전망**

석유화학 플랜트 분야의 경우 06 년에 수주의 고점을 찍고 그 후 2 년 동안 소폭으로 하락하는 추세에 있다. 그러나 이는 06 년에 이상적으로 폭발적 수주가 발생한 것이고 전체적인 수주량의 추이를 살펴보면 비교적 안정적인 수주량을 유지하고 있어 향후 매출은 꾸준하거나 소폭하락 할 것으로 예측된다.

국내 전력 설비 수주의 경우에 있어서도 역시 시장의 폭발적 시장 성장이 기대되는 것은 아니다. 그 이유는 우리나라의 경우 이미 산업자체가 고도화, 성숙화 된 면이 많고, 이에 알맞은 전력설비가 거의 갖춰진 상황이기 때문이다. 그러나 밑의 그림(8)를 통해 확인할 수 있듯이 최대 전력 수요는 2016 년 까지 소폭이나마 꾸준히 증가하고 이런 수요를 반영하여 설비투자 역시 꾸준히

증가할 것으로 예측된다. 때문에 전력설비와 관련된 수주에 있어서도 매출액의 폭발적 성장은 기대할 수 없지만 안정적인 매출액은 유지할 것으로 예측된다.

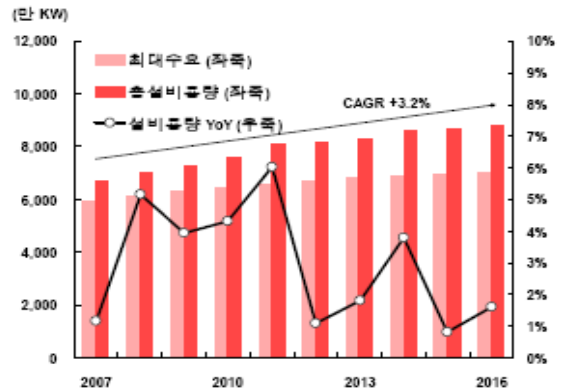
이와는 별개로 CNG 시설과 관련해서도 환경문제와 고유가 문제 등으로 인해 내수시장이 확대될 것으로 예측되고 있는데 초저온 피팅/밸브 시장에서 국내에서 독보적 기술을 보유하고 있는 동사가 수혜를 받을 것으로 예측된다.

그림 7. 국내 건설사의 해외 수주 증가



건설교통부

그림 8. 국내 전력 수급 전망



자료: 지식경제부, 동양증권리서치센터

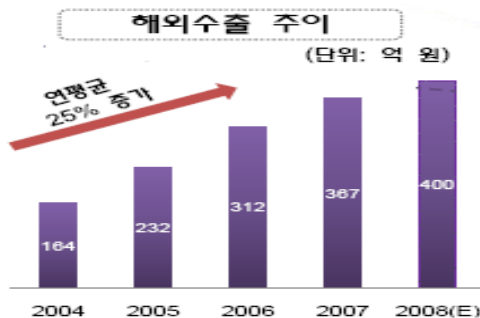
2. 꾸준히 증가하는 수요: 해외시장

(1) 성장하는 해외 시장에서의 영역 구축

미국 두 회사가 장악하는 세계 시장에 성공적으로 진입

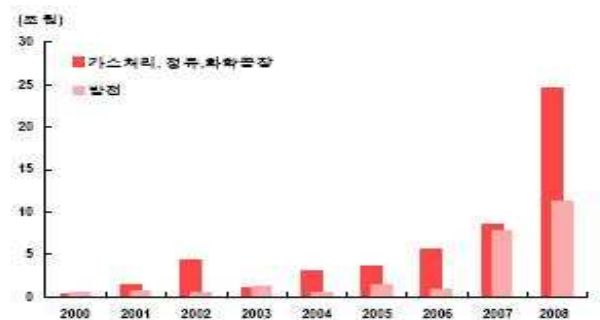
세계시장은 7 조원으로 Parker 와 Swage-lok 가 대부분을 양분하고 있다. 이 틈새를 파고들어 동사는 1.5%점유율을 기록하고 있다. 국내시장 성장은 한계가 있어, 99 년 이후 국내시장의 안정적 cash-flow 를 바탕으로 꾸준히 해외시장을 공략하고 있다. 세계 설비시장은 중동과 중국, 개도국 위주로 플랜트와 발전 설비의 증가로 인한 시장성장이 꾸준하다. 특히 중동의 경우 고유가로 축적한 oil-money 로 석유화학 플랜트 설비를 증축하고 있는 상황이다.

그림 9. 하이록코리아 해외 매출액 성장 추이



하이록코리아

그림 10. 해외 플랜트 건설 수주액 추이



자료: 해외무역협회, 동양증권리서치센터

**세계시장의 경쟁사**

**(2) 커 가는 시장에서 얼마나 성장 가능할까**

해외시장에서 동사가 노릴 수 있는 규모는 얼마나 될까? 해외시장 점유율을 보자. 80%를 Parker, Swage-lok 이 양분하며, 나머지는 군소업체가 난립 중이다.

첫째로, 80%의 Top tier 시장 쪽을 보면 동사는 비슷한 제품을 동등한 기술력으로 생산하고 있고 틈새를 노리는 전략으로 침투를 노리는 상황이다.

둘째로, 20% 군소업체 시장은 수 많은 소기업들이 각 국에서 자신들의 파이를 점유하고 있다. 큰 규모 회사로는 일본에 자산규모 4~5 천억짜리 회사가 3 군데, 미국에 1 조 회사가 하나 있다. 그러나 로컬매출 중심이고 해외매출 비중은 거의 없어 직접적인 경쟁사라 할 수 없다. 물론 동사가 여기에 진출, 시장을 개척하려 한다면 경쟁구도가 형성될 것이다. 그러나 동사가 노리는 해외 시장은 로컬사가 없는 중동이나, 기술적 열위로 Top tier 에 시장을 잠식 당하고 있는 중국이다. 따라서 로컬사들과의 경쟁분석은 중요치 않을 것으로 판단된다.

**단단한 과점 시장의 틈새를 공략하는 방법**

**(3) 해외 시장 공략법**

GE Energy 로부터 원자력, 석유화학플랜트 및 선박용 가스터빈 부품 인증을 받은 세계 7 개 회사 중 하나다. 또한 사우디아라비아 ARAMCO 의 인증업체며, 이란 South Par Project 에서 이란 국영회사에 직납하는 실적을 올리고 있는 등 세계시장에서 인정받고 있다. 이러한 성과로 미루어 볼 때 동사의 기술력은 Parker 나 Swage-lok 에 뒤쳐지는 수준이 아니다. 실례로 독일 BASF 사로부터의 대규모 선입찰 제의를 받고 Parker 와 Swage-lok 와 동사의 삼자대결구도에서 승리한 바 있으며, 상하이 경합에서도 승리했다. 또한 주요한 세계 인증을 대부분 획득함으로써 기술력에 있어 톱 2 사에 비해 뒤쳐지지 않음을 증명하고 있다.

**기술력  
가격경쟁력  
틈새시장 공략  
모듈형태 공급  
단기간 납기체제**

현재 Parker 와 Swage-lok 는 높은 점유율과 인지도를 바탕으로 수 십 년째 세계 fitting & valve 시장의 80%를 과점하고 있다. 두 사는 높은 인지도를 바탕으로 합의하에 높은 마진의 가격하한선을 오래 전부터 유지하고 있다. 동사는 이러한 압도적인 시장 양분구조 공략을 위해 동등한 기술력을 갖춘 가운데 1)타사 대비 80%수준의 저가정책으로 가격경쟁력을 갖췄다. 또한 틈새시장 공략을 위해 두 사가 잘 생산하지 않는 2) 중형 밸브 등을 개발, 생산해 커버리지를 넓혔다. 이는 현장에 모듈형태로 기본제품도 한꺼번에 판매하는데 용이하다. 나아가 3) 24 시간 납기체제를 고수하는 2 개 사보다 앞선 12 시간 납기체제를 유지함으로써 과점시장을 공략하기 위해 노력하고 있다.

**중동지역은 anti-america정서로 인한 반사이익 발생**

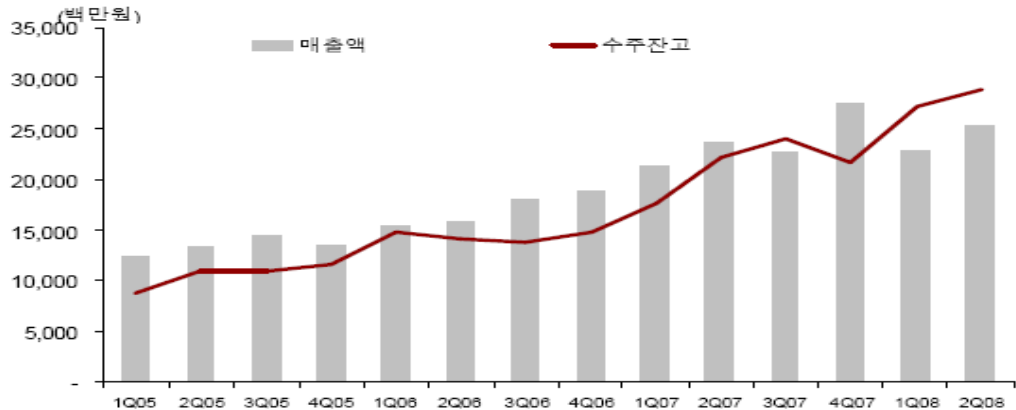
또 하나 미국 두 회사의 과점 세계시장에서 동사의 높은 성장 퍼포먼스가 기대되는 이유는 중동지역의 반미정서 심화가 Parker 와 Swage-lok 제품에 대한 반감으로 연결되고 있기 때문이다. 이는 플랜트 산업의 가장 큰 시장인 중동지역에서의 성장을 더욱 기대하게 만든다.

해외 신규 수주량의 증가와 교체수요의 안정적인 발생

(4) 늘어가는 해외 수주 현황

동사가 위에서 제시한 전략을 수행하여 효과적으로 해외시장의 점유를 늘려가고 있음은 늘어가는 해외 수주 잔고로 확인할 수 있다. 수주량 증가는 향후 안정적인 매출액을 확보해 주는 근거가 된다. 또한 이렇게 한 번 수주를 할 경우 5 년을 주기로 끊임없는 교체수요가 창출된다는 점에서 더욱 회사의 향후 전망을 긍정적으로 보게 한다.

그림 11. 교체수요(5년) 증가로 인한 수주잔고 증가



하이텍코리아

금융위기에도 불구하고 해외 수주 전망은 여전히 밝다 - 중동과 중국의 플랜트 건설

(5) 해외 시장의 향후 수주 전망

전세계적 금융위기에도 따른 실물경기의 악화라는 단기적 악재가 우려되나 장기적으로 시장 성장가능성은 크다.

중동은 이집트, 쿠웨이트, 이란, UAE, 오만의 시장이 있다. 오일머니를 바탕으로 플랜트산업 투자가 활발하며, 정유, 석유화학, 가스, 발전 플랜트 중심이나, 담수, 시멘트, 하수처리 플랜트 의 발전이 예상된다. 중동 플랜트와 관련, 국내건설사 수주도 증가하고 있는데 (08 년 5 월 쿠웨이트 정유공장 프로젝트에 국내기업 약 84 억불 수주 성공 포함, 08 년 해외 플랜트 수주금 450 억불 예상. 출처: 국토해양부) 국내업체에서 압도적 시장점유율과 기술우위를 갖고 있는 동사가 두산중공업(90% 공급독점)을 비롯한 국내 건설사에 독점납품하고 있는 점을 고려하면 해외 수주는 더욱 늘어날 것이다.

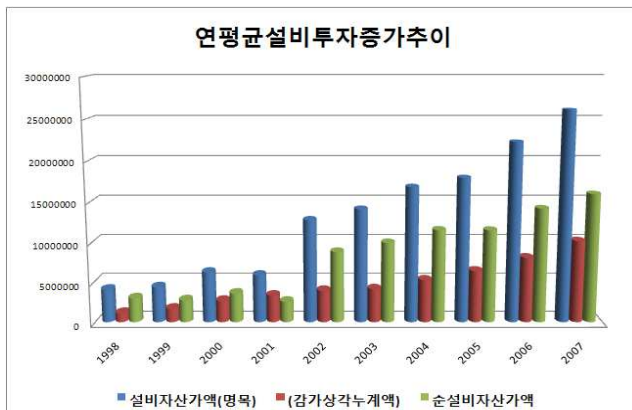
중국은 조선, 플랜트(석유화학/발전), 기계산업 고성장으로 인한 수요증가가 두드러지며, 전력부족으로 원자력발전소 30 기를 2020 년까지 약 500 억불 투자로 진행할 예정이다. 07 년 11 월 상하이에 Hy-Lok China 를 설립, 판매망을 구축했으며 국내 원자력발전소 납품실적과 06 년 BASF 중국 현지 법인에 플랜트 납품실적(100 만불)을 바탕으로 중국시장 공략에 나서고 있다. 또한 중국최대 Oil Major CNOOC 에 업체등록을 마쳤다.

동사매출의 70%가 교체수요에서 발생

3. 5년 주기의 꾸준한 교체수요

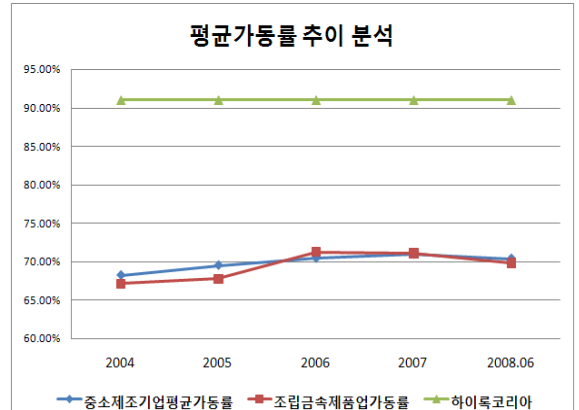
피팅과 벨브는 유류를 다루는 금속제품의 특성상 부식 위험이 있어 시공 후 지속적으로 교체해 주어야 한다. 제품마다 편차가 다소 존재하나 안정성이 보장되는 기간은 약 5년이며 그 기간마다 교체수요가 발생한다. 동사의 제품을 구입, 시공한 업체는 특별한 이유가 발생하지 않는 한 편의성과 기술적 안전성을 도모하기 위해 교체 시 동사 제품을 재구매 하는 경우가 일반적이다. 때문에 현재 동사 매출의 약 70%가 교체수요에서 발생하고 있으며 이는 동사 매출의 안정적인 시장 점유율과 매출액 성장에 크게 일조하고 있다.

그림 12. 연평균 설비투자 증가추이



자료: Research 3 Team

그림 13. 평균 공장가동률 비교



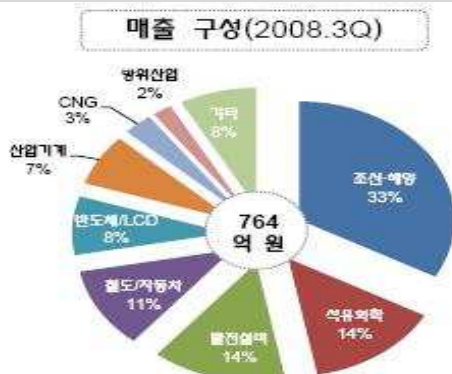
자료: Research 3 Team

4. 다양한 전방산업

다양한 전방산업으로 인한 안정성

고객별 매출비중에서 확인할 수 있듯 동사의 매출처는 조선, 석유화학 플랜트, 발전설비, 반도체설비 등으로 잘 분산되어, 특정 업종의 업황에 크게 영향을 받지 않는 안정적인 포트폴리오를 구축하고 있다. 중소제조기업 전체 가동률과 조립금속산업 평균가동률이 전방산업 경기에 따라 변동성을 보이는 것과 대비적으로 동사의 공장 가동률은 90%대의 꾸준한 수준을 보이고 있다.

그림 14. 산업별 매출 구성



자료: 하이록코리아

표1. 주요 고객별 매출비중(2008)

매출순위	업체명	비율
1	삼성중공업(주)	8.62%
2	대우조선해양(주)육포조선소	8.04%
3	SK건설(주)	3.92%
4	현대트랜스(주)	3.38%
5	현대중공업(주)	3.32%
6	두산중공업(주)	3.20%
7	삼성전자(주)	2.61%
8	삼성엔지니어링(주)	1.84%
9	현대미포조선(주)	1.44%
10	(주)하이닉스반도체	2.08%

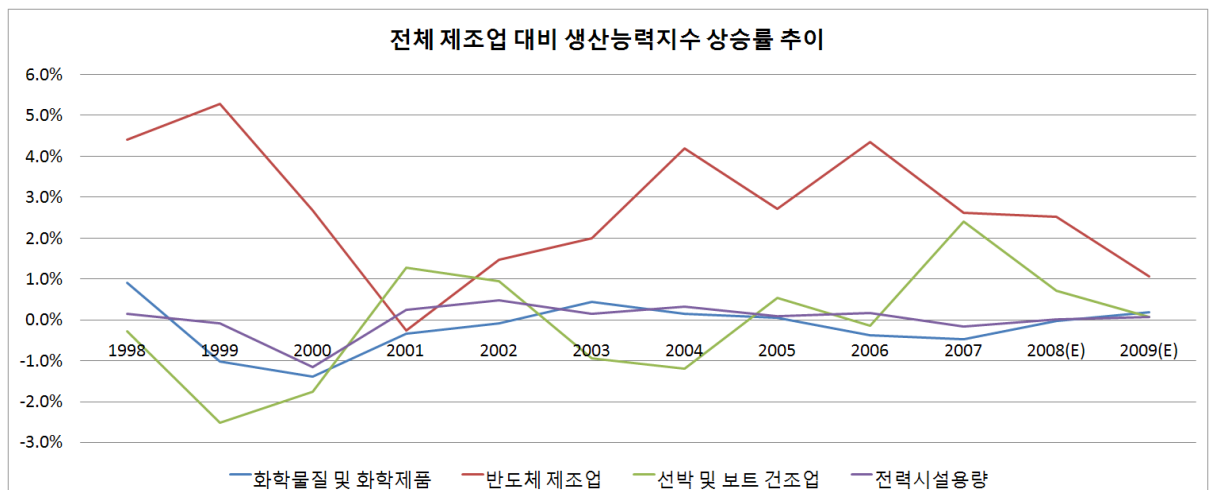
자료: 하이록코리아

**다양한 전방산업의 경기 사이클은 서로 같지 않음**

물론 글로벌 신용 위기가 실물경기 악화로 전파되고 있어 전망이 밝지만은 않음은 사실이나, 다양한 산업들의 경기 순환 사이클은 동일하지 않다. 그 예로 한 동안 지속된 고유가 추세의 영향을 생각해보자. 고유가가 지속될 경우 원재료 가격이 상승하고 물류비용이 증가하여 결과적으로 전반적인 물가상승을 초래한다. 이는 수요감소와 경기침체로 이어져 전반적인 제조업과 기계업, 자동차등의 산업의 설비감소로 이어진다. 그러나 석유화학 플랜트 산업분야에 있어서는 얘기가 달라진다. 고유가로 쌓인 Oil Money는 중동의 플랜트 건설로 직결된다. 즉 유가상승이라는 동일한 fact는 다양한 산업들에게 각기 상충되는 결과를 가져오는 것이다. 실제 당시 이란 석유개발 사업과 지난 5월 쿠웨이트 사상 최대규모의 정유공장 건설프로젝트에서 SK, GS, 현대, 대림 등 국내 건설사가 약 80억불 가량의 패키지를 독식했으며 여기에 납품한 동사에게는 호재로 작용하고 있다.

반대로 유가가 하락세로 반전하게 되면 석유화학 플랜트 부문의 신규설비 증설이 감소하는 반면, 여타 제조업의 경기 상승의 요인이 되어 이로부터 수혜를 얻을 수가 있다는 점으로 볼 때, 다양한 전방산업을 아우르며 경기 변동을 상쇄시키는 동사의 매출구조는 매력적인 투자 포인트가 될 수 있다고 여겨진다.

**그림 15. 다양한 전방산업의 사이클은 서로 다르다**



Research 3 Team, 국가통계포털,

**5. 진입장벽**

**국내 군소업체의 성장성 한계**

국내에는 fitting & valve 생산 회사가 산적해 있다. 그러나 대부분 시총 100억 미만 소기업이며 동사처럼 500억 이상 규모의 회사는 전무하다. 즉, 시장에 진입하는 것은 어렵지 않지만, 큰 규모로 사업을 확장하기는 어렵다는 이야기이다.



다양한 제품 커버리지를 위해, 기계설비 외에도 정성적인 경쟁력 필요

기계설비는 대당 약 5 천 만원~1 억 원 사이로, 커스터마이징을 위해 다수를 갖춘다 해도 신규업체가 시장진입 시 필요한 단순기계설비 투자는 막대한 규모는 아니다. 그러나 단순히 기계와 기본 프로그램만으로는 단순한 표준형태 밖에 생산할 수 없어 시장에서 요구하는 기술력을 갖출 수 없다. 컴퓨터도 하드웨어만 있어선 안되고 소프트웨어가 존재해야 그 가치를 발휘할 수 있듯이 현장에서 요구하는 수만 종의 커스터마이징된 제품을 생산해 낼 수 있는 설계능력이 필수적이다. 현재 표준품만 6 천여종이며 실질 매출 포트 폴리오는 2~3 만가지에 달하는데, 이와 같은 넓은 커버리지를 갖추기 위한 것은 짧은 업력으로는 어려우며 프로그래밍 기술과 업계 노하우, 숙련공의 높은 숙련도가 필요하다. 현재 세계 각지에 산적한 군소업체들은 이러한 능력을 보여주지 못하고 있는 실정이다.

높은 정밀도의 중요성과 인증력 격차

또 fitting & valve 가 단순 유체 운반용 배관부품이 아닌 계측용 부품이므로 높은 정밀도가 요구되며, 적용 부위에 따라 문제 발생시 대규모 폭발을 초래할 위험이 있어 기술력과 신뢰성 확보가 중요하고, 쉽게 생산 가능한 것이 아니다. 즉, 군소 업체들이 일시적으로 보여줄 수 있는 가격경쟁력은 절대적인 경쟁요소가 아니다. 타 군소업체들이 ISO 인증을 비롯한 주요 인증을 동사에 비해 거의 받지 못하는 것과 그들의 국소적이고 낮은 수치의 시장 점유율이 증명해 준다.

이러한 진입장벽을 뚫고 해외 시장을 1.5% 점유하기까지 동사는 15 년 이상이 걸렸다. 기술력을 쌓고, 그것에 대한 신뢰를 인정받기까지의 기간이다. 여기에 가격 경쟁력을 갖추고 틈새시장을 노리며 Top tier 들보다 적극적인 모듈 형태의 공급이라는 다양한 노력으로 힘들게 이룬 값진 수치이다. 이제 Top tier 들의 경쟁사에 동사의 이름이 오르고 있다. 동사가 힘들게 뚫은 이 장벽은 이제 동사를 위해 구축되기 시작할 것이다.

6. 실로 놀라운 재무 상황

하이록코리아의 강점은 완벽한 재무상황과 재무비율이라 할 수 있을 것이다. 이를 항목별로 살펴보면 다음과 같다

1) 수익성 분석

안정적인 매출총이익률과 영업이익률 ROE의 지속적 상승

매출총이익률은 과거 10년 동안 꾸준히 25% 수준을 유지하고 있다. 영업이익률은 02년 12%에서 07년 21%까지 지속적으로 상승하였다. 이는 영업과 관련한 판관비를 잘 관리한다는 것이며, 기업 수익성측면의 강점이 된다.

07년 매출액순이익률은 15%로 여타 제조업에 비해 우수한 수치며, 매출수익을 영업외비용에 잠식당하지 않고 주주 몫인 당기순이익까지 온전히 보전해 준다고 해석할 수 있다. 또한 ROE의 경우 02년 9%에서 07년 44%까지 수직 상승하였는데 이는 투하자본대비 이익이 점차 증가하고 있음을 의미한다.

**2) 성장성 분석**

총자산증가율 대비  
매출액증가율의  
가파른 상승

총자산이 00년부터 꾸준히 증가하고 있다. 07년 기준 19%의 증가율을 보인다. 매출액증가율은 02년 외 지속적 증가세에 있으며 07년 기준 40%의 증가율을 보인다. 5년간의 자산증가율 대비 매출액 증가율 비교시 매출액 증가율 증가폭이 더 크다. 증가하는 자산을 기업의 수익으로 연결시키고 있음을 알 수 있다.

**3) 활동성 분석**

매출채권회전율  
자기자본회전율  
지속적 증가

매출채권 회전율이 5년 동안 소폭 증가하여 왔다. 또 매출액의 급격한 증가로 인해 총자산회전율과 자기자본회전율도 지속적으로 증가하고 있는 추세다. 이는 자산과 투하자본이 수익으로 전환되는 속도가 점차 빨라짐을 의미하며 기업의 활동능력이 증가하고 있음을 나타낸다.

**4) 안정성 분석**

안정적 자본구조와  
유동비율

안정성에서도 두각을 나타낸다. 자기자본비율은 작년기준 45% 로 적정수준을 유지하고 있으며, 부채의 상당부분이 이자비용부채가 아닌 미지급비용이나 총당부채 등의 비이자비용부채라는 점에서 자본구조를 더욱 긍정적으로 바라볼 수 있게 한다. 또한 유동비율과 당좌비율의 경우 160%와 100%에 달해 기업 유동성관련 자금현황이 충분한 상태임을 나타내며 향후 투자기회가 있을 시 곧바로 자본투입이 가능함을 나타낸다. 현금흐름표를 통해서도 확인 가능한데 영업현금흐름의 폭발적 증가로 매년 지속적으로 설비투자를 늘리고 있음에도 08년 반기 말 기준 약 125억의 현금성자산을 보유하고 있는 상황이다.

표2. 산업평균 대비 하이록코리아 비교

비율항목	산업평균 (2007)	하이록코리아 (200712)	비율항목	산업평균 (2007)	하이록코리아 (200712)
매출액총이익률	10.12	30.01	순이익증가율	-71.41	138.00
매출액영업이익률	1.48	20.99	재고자산증가율	41.37	13.21
매출액순이익률	-31.06	15.03	자기자본증가율	18.08	40.32
자기자본영업이익률	11.22	51.03	매출액증가율	13.01	39.93
자기자본순이익률	-3.63	36.54	종업원1인당 부가가치증가율	-149.35	39.91
평균배당률	8.46	20.00	종업원1인당 매출액증가율	13.08	21.27
EPS(Earning Per Share)(원)	760.47	1,214.00	유동비율	195.04	159.42
CPS(Cash flow Per Share)(원)	1,253.54	1,021.84	당좌비율	125.77	100.82
BPS(Book-value Per Share)(원)	8,779.66	3,780.47	부채비율	140.93	123.22
유보율	659.74	676.09	유동부채비율	116.97	98.24
R & D 투자효율	0.36	0.60	이자보상배율(이자비용)	25.52	8.60
1주당영업이익(원)	898.88	1,695.78	총자본회전률	1.44	1.02
총자본증가율	25.78	19.63	경영자본회전률	1.73	1.03
유형자산증가율	9.68	17.43	자기자본회전률	3.34	2.43
유동자산증가율	19.17	18.71	매출채권회전률	7.25	4.38
영업이익증가율	55.61	88.42	매입채무회전률	30.14	14.76

자료: KOCO-INFO

그림 16. SACL Curve

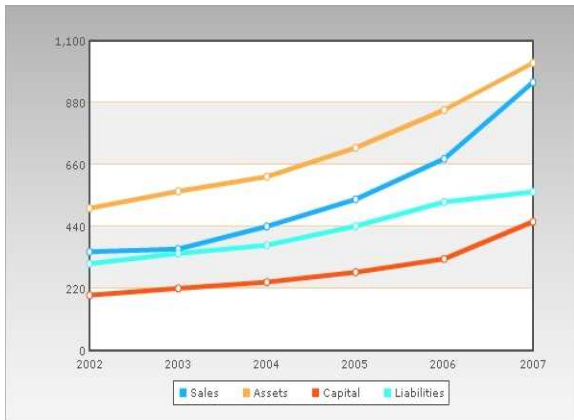


그림 17. ROE & ROA



그림 18. Cash Flow Activity

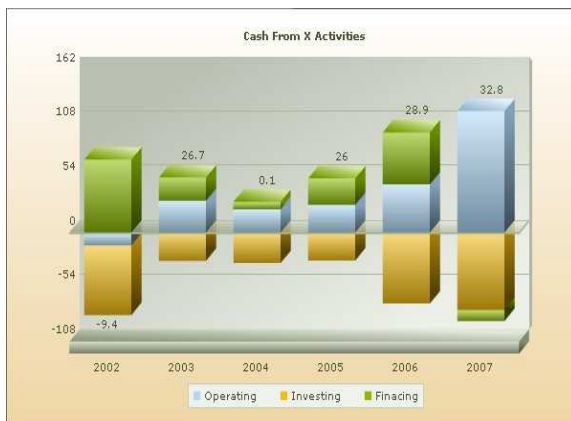


그림 19. EPS & BPS



그림 20. Profit Growth

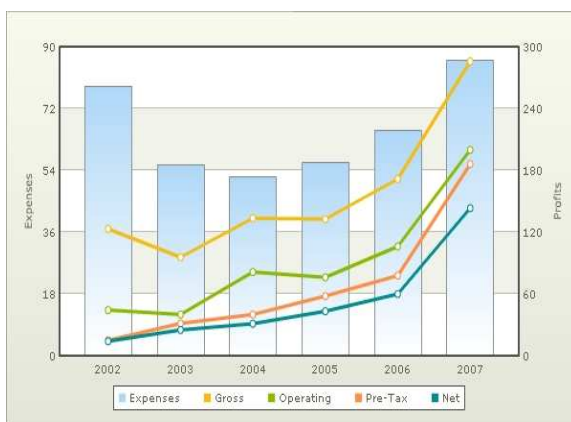
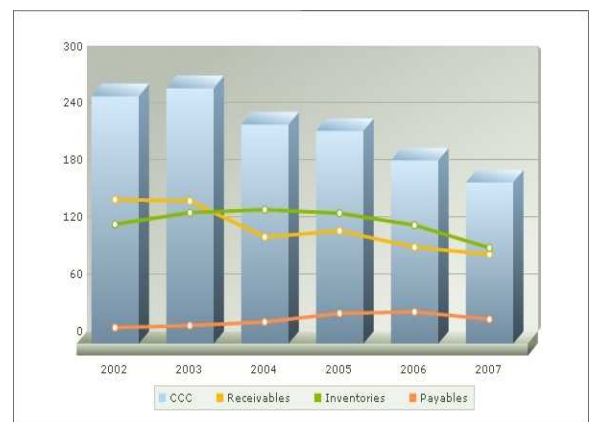


그림 21. Cash Conversion Cycle



자료: www.samjonfn.com

### III. Risk

#### 1. 경쟁사 분석

##### 1) 국내 시장

미국기업 Parker-Hannifin 과 Swage-lok 의 한국법인, 국내기업 비엠티, 성광밴드 및 태광 외의 군소업체가 난립해 있으며, 동사는 50% 점유로 독보적이다.

로컬 기업 중 직접적 경쟁사는 없음

비엠티는 시장비중 6%, 플랜트분야에 치중해 있다. 매출액은 동사대비 1/7, 기술적인 면에서도 큰 강점이 없다. 성광밴드와 태광은 대형, 산업용 피팅/밸브 시장에 집중하고 있어 경쟁사로 보기 어렵고, 추후 초정밀분야로 전환하더라도 기술력확보와 생산설비 교체 등의 문제로 단기간에 동등한 수준에서 경쟁하는 것은 어렵다. 그 외 중소규모 업체들의 저가 경쟁 시장이 있으나 동사가 주력하고 있는 초정밀 분야에 비해 기술력이 낮고 가격경쟁이 심해 수익률이 낮다.

선도기업 역시 국내에서는 동사에게 선두 자리를 내 준 상황

세계적인 영업망을 구축, 다양한 분야에 진출한 Parker-Hannifin, Swage-lok 국내 현지법인은 국내 시장에서 각각 22%, 9%의 점유율을 보인다. 동사는 동등한 기술력과 로컬 특유의 영업력으로 규모적 열세를 극복하고 있다. 납품제품 종류를 다양화하여 다양한 수요에 대응하며, 모듈이나 반조립 분야의 영업을 강화하는 등 해외 대기업과의 경쟁에서 기민한 대응으로 국내 시장을 선도하고 있다.

##### 2) 해외 시장

해외 선도기업 양사는 경쟁자이자 목표

Parker-Hannifin 과 Swage-lok 이 각각 40%씩 점유하고 있는 양분체제에서 동사의 점유율은 1.5%다. Top tier 양 사는 동사로서는 따라잡아야 하는 목표이다. 20%를 점유하고 있는 각 국가별 로컬기업들의 경쟁자 여부를 살펴보자. 일본과 미국에 규모가 큰 로컬기업이 존재하고, 이렇게 로컬이 강한 시장에서는 그들의 힘을 누르기는 힘들 수 있다. 그러나 플랜트산업, 조선 등의 큰 성장을 보이는 중동지역 및 중국에서 로컬 기업은 거의 없고, 있다고 해도 기술력이 부족함은 물론이다. 따라서 동사가 적극적으로 개척하고 있는 곳의 직접적인 경쟁사이자 목표는 로컬기업이라기보다 Parker-Hannifin 과 Swage-lok 이라 할 수 있다.

#### 2. 원재료 수입과 환율 risk

원자재 사용 현황

동사의 원재료 비용은 전체 매출액의 19% 수준으로 그 중 해외와 국내 구입 비중은 각각 60%, 40%이다. 피팅 및 밸브 제품의 소재는 스텐레스강(STS, 51.5%), 황동(6.1%), 구조용강(1.8%)이며, 비중이 가장 큰 STS의 해외 수입은 대부분 일본으로부터 이루어진다. 따라서 원자재 가격 상승과 환위험이라는 두 가지 리스크를 동시에 지게 되는 셈이다.



가격 상승 risk

피팅, 밸브 업계에서는 세계시장을 과점하는 Swage-lok, Parker Hannifin이 원재료 가격상승을 제품가격에 반영해 온 특성이 있기 때문에 동사 역시 수혜를 얻고 있다. 다만, 원재료 가격 급등의 경우 제품에 가격 상승분이 반영되기까지 어느 정도 Time lag이 존재하여 실적악화로 연결될 수 있는 리스크 요인이다.

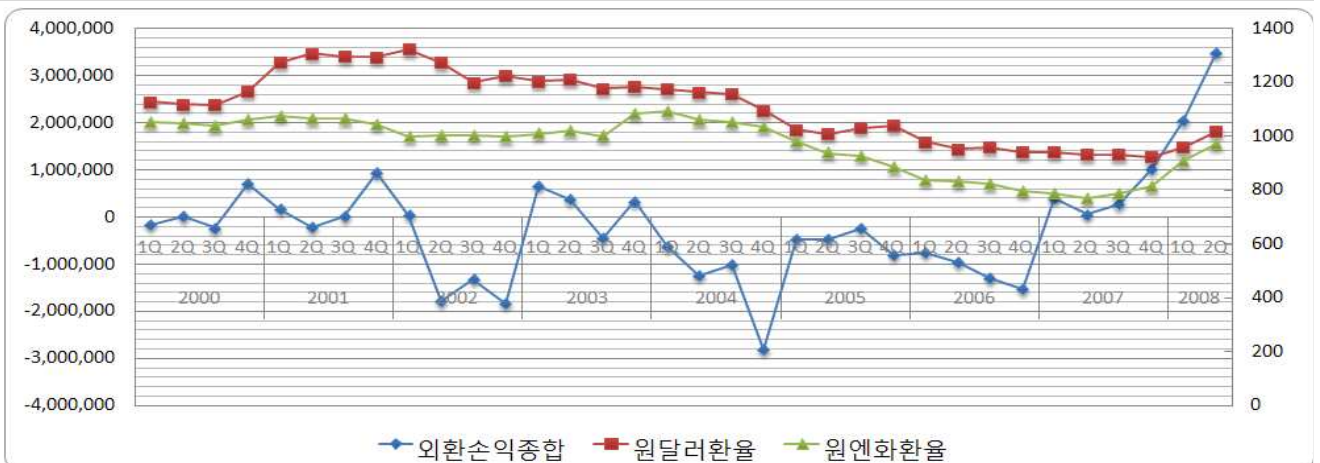
환 risk

현재의 원화약세는 동사에게 3분기 기준 30억 원 가량의 외환차익을 가져다 주면서 긍정적 추세를 보이고 있지만, 전반적으로는 동사 매출은 다양한 통화로 구성되어 있으므로 통화별 움직임에 따라 손익에 미치는 영향이 달라진다. 환율 상승으로 원자재 값이 상승하면 재고자산 가치 상승을 가져오고 매출원가 상승을 유발하여 매출총이익률을 하락시키게 된다. 그럼에도 불구하고, 동사의 과거 10년간 매출총이익률은 일정 수준을 유지해 오고 있다. 이는 곧 원자재 가격 상승분을 제품 가격에 반영해왔다는 반증이 될 수 있다고 우리 리서치 3팀은 판단했다. 또한 원자재의 경우 40%를 해외에서 수입하기에 환율에 따른 손익의 변동이 발생하지만 매출액의 40%가 해외에서 발생하는 만큼 원자재와는 반대의 환율 손익이 발생하여 환율에 관한 환리스크가 상당부분 헛지된다.

최근의 원자재 가격 하락 추세

동사는 STS의 가격이 하향 추세를 보였던 2006년도에 수입소재를 다량 매입했고 2007년, 2008년에도 매입을 하고 있지만 가격이 상승함에 따라 그 양이 많지 않다. 최근 2008년 하반기에는 글로벌 경기 침체로 인해 STS 수요가 감소하면서 가격이 인하하는 추세를 보이고 있다. 아시아 STS 가격이 톤당 100~200달러씩 떨어지면서 동사가 주로 매입하는 일본 STS가격도 인하하는 움직임을 보이고 있으며, 여전히 높은 재고량과 수요 부진으로 인해 가격이 더 떨어질 것으로 철강업계에서는 예측하고 있다. 또한 동사의 STS 수입 대상 기업이자 일본의 간판급 철강기업인 닛테츠주금강판, 닛신제강, 요도가와제강소 등이 강판 가격 인상 담합혐의로 인해 공정거래위원회에 제소되면서 가격 협상력이 떨어지게 된 이슈도 동사의 입장에선 호재로 작용하는 이슈이다.

그림 22. 외환으로 인한 손익 종합



자료: Research 3 Team

환위험 감소하며  
계속 일본으로부터  
수입할 것인가?

피팅 및 밸브의 주원재료인 STS는 난삭재로서 단조 후 가공 난이도가 상당히 높다. 또한, 단조 후 가공뿐만 아니라 소재 자체에 대해서도 매우 민감하기 때문에 STS의 품질이 중요한데, 국내의 경우에도 포스코 등 생산업체가 많지만 동사가 원하는 만큼의 품질 수준이 받쳐주지 못했고 원재료의 많은 부분을 일본에서 수입할 수 밖에 없었다. 그러나 전량 수입해오던 과거와는 달리 최근에는 수입, 내수의 비중이 60:40 에 이를 정도로 원자재의 국산화를 달성했고, 환율 부담에 따라 국내 업체와 소재 개발을 진행중이다. 따라서 장기적으로 수입 소재의 비중은 줄어들 것으로 예상된다.

기술력 부족하며  
가격경쟁력만 갖춘  
중국제품 위협력은  
크지 않음

**3. 중국 기업의 진출 가능성**

현재 전반적인 제조업 현황을 고려해 볼 때 저렴한 인건비를 앞세운 중국업체의 시장진입가능성은 묵과할 만한 것이 아니다. 그러나 기술력이 필요한 시장 성격과 현재 중국 업체의 기술수준을 고려해 볼 때 단순히 가격 경쟁력을 갖추고 있는 중국 업체는 위협적이지 않다.

시장이 요구하는 기술력을 증명하기 위해서는 ISO인증이나 GE와 같은 권위 있는 회사에서 발행하는 인증이 필요한데 이를 위한 준비기간만 수년이 소요된다. 또 모듈제품 형태로 큰 시공현장에 납품하기 위해서는 다양한 제품을 생산할 수 있는 커버리지가 필요하다.

이러한 기술력의 격차는 LNG 선에 사용되는 초정밀 피팅/밸브에서도 잘 드러난다. LNG 선의 경우 가스를 액화 상태로 유지시키기 위해 탱크와 관의 온도를 -162 도의 초저온 상태로 유지해야 한다. 때문에 이러한 관을 이어주는 이음쇠(피팅) 역시 초저온 상태에 견디는 내구성이 있어야 한다. 중국은 현재 이러한 심화된 기술력을 갖추고 있지 못하며 이런 격차를 줄이는 데 있어서도 수년이 걸릴 것으로 예측된다. 이러한 사실은 LNG선에 공급하는 초저온 보냉제 시장을 국내 사인 한국카본과 화인텍이 양분하고 있고 중국업체는 전혀 공급하지 못하고 있는 현실에서도 확인 가능하다.

현재 조사된 모든 중국 업체는 동사에 비하여 이러한 기술력이나 인증에 있어 동사에 비해 훨씬 못 미치는 수준이며, 단순히 가격경쟁력을 통해 시장에 진입을 시도하는 상황이다. 따라서 중국 기업을 커다란 위협으로 인식하기에는 현재로서는 시기상조로 판단되며 최소한 수년 이상의 기술격차가 존재한다.

## IV. Valuation

하이록코리아는 비교 가능한 상장 또는 등록된 기업군이 존재하지 않기 때문에 절대적 기업가치평가방법인 DCF 를 이용하여 주가의 적정성을 파악하였다. 기본적인 Valuation 방향은 보수적으로 설정하였다.

### 1. 투입요소에 대한 가정

#### 1) 영업이익률

하이록코리아는 2003년에 11.15%정도의 낮은 영업이익률을 기록하다가 내수 및 수출시장의 활성화로 영업이익률이 2007년까지 지속적으로 성장하고 있다. (2007년 기준: 20.99%) 이러한 효과는 현재 확보되어 있는 수주물량과 해외 플랜트 시장의 성장으로 당분간은 지속될 것으로 예상된다. 그러나 보수적인 Valuation을 위해서 최근 5년간의 영업이익률의 평균인 15.99%를 영업이익률로 산정하였다.

회사의 특성상 제품군의 구별이 특별한 의미가 없고 실제로도 사업부 구별이 따로 되지 않기에 단일 사업부를 가정하였다.

#### 2) 매출액 성장률 및 영구성장률 산정

2008년의 매출액 성장률은 3분까지의 실적을 종합해 보았을 때 14 % 수준을 유지할 것으로 보인다. 그러나 2009년의 경우 2008년의 금융위기로 인한 실물경기의 위축을 고려하여 -10 % 의 매출액 감소를 가정하였다. 그 이후에는 해외시장의 성장과 동사의 기술력, 경쟁우위를 고려하였을 때 최소한 현수준은 유지할 것으로 보이지만 보다 보수적인 Valuation 을 위해 그 후 2010년에는 -5%의 매출액 감소를 가정하였다. 2011년에는 소폭의 매출성장을 가정하여 5%의 매출액성장율을 2012년 역시 5%의 성장율을 가정하였다. 또한 영구성장율의 경우 보수적으로 측정하기 위하여 0%를 가정하였다.

#### 3) 기타

##### a. FCFF를 산정하기 위한 기타요소

CAPEX,의 경우 향후 설비투자의 증가를 반영하였고 순운전자본의 증감과 관련된 요소는 큰 변동이 없고, 해당요소가 적정주가를 산출함에 있어 미치는 영향은 적기 때문에 평균과 추세를 반영하여 가정하였다.

##### b. 희석주식 관련사항

하이록코리아의 경우 전환사채와 신주인수권부 사채가 발행된 적이 없고 우선주도 발행된 적이 없으며 주식선택권 역시 부여되지 않았기에 2008년 3분기 기준의 가중평균유통보통주식수로 일괄 가치 계산하였다.



표3. 투입요소 자료(기대)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
예상매출액	95,310,110	108,653,525	97,788,173	92,898,764	97,543,702	102,420,888
매출액성장률(사업부A)		14.0%	-10.0%	-5.0%	5.0%	5.0%
매출액(사업부A)	95,310,110	108,653,525	97,788,173	92,898,764	97,543,702	102,420,888
매출액성장률(사업부B)		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
매출액(사업부B)	0	0	0	0	0	0
매출액성장률(사업부C)		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
매출액(사업부C)	0	0	0	0	0	0
가중평균성장률		14.0%	-10.0%	-5.0%	5.0%	5.0%

자료: Research 3 Team

표4. Conclusion

현재가치의 합	33,646,739
PV of TV	62,642,574
현금 + 시장성유가증권	17,295,400
비영업용자산	1,084,373
Value of the Firm	114,669,085
(-)Value of the Debt	32,839,430
전환사채	0
신주인수권부사채 및 S/O 등	
우선주 현재주가	
우선주 발행주식수	
(-) Value of the preferred stocks	0
Value of the Equity	81,829,655
발행주식수	11,795,052
희석주식수	
목표주가	₩ 6,938
현재주가	₩ 4,550

자료: Research 3 team

표5. Conclusion

자기자본비용	17.58%
1년치일별베타	1.69000
한국시장프리미엄	7.31%
3년만기국채수익률(연평균)	5.22%
WACC	12.53%
차입금가치(이자발생부채)	32,839,430
주주지분가치(시가총액)	53,667,487
한계조달금리	5.48%

자료: Research 3 team

과거 실적추이, 현재 재무상황, 미래 시장성장을 고려하면 분명 Valuation에서 가정된 성장률보다 높은 수치를 적용해야 한다. 그렇지만 보수적인 가치분석을 위해 낮은 수준의 성장률을 적용하였다. 그럼에도 불구하고 52 %의 안전마진이 도출된다는 것은 하이록코리아가 저평가 가치주임을 의미한다. Research와 Valuation 결과를 토대로 리서치 3팀은 하이록코리아의 BUY를 추천한다.



## V. Appendix

* 요약 대차대조표			
과 목	2005.12	2006.12	2007.12
자산총계	71,995,375	85,404,749	102,169,211
유동자산	54,436,787	60,384,709	71,685,374
당좌자산	34,253,201	37,107,796	45,333,358
<b>매출채권</b>	17,444,328	18,938,670	24,574,813
채고자산	20,183,587	23,276,913	26,352,015
비유동자산	17,558,588	25,020,040	30,483,838
투자자산	1,536,989	589,022	1,084,373
유형자산	15,596,663	22,663,704	26,615,014
무형자산	0	0	0
기타비유동자산	424,935	1,767,315	2,784,450
부채총계	44,214,049	52,785,966	56,398,865
유동부채	36,938,825	42,598,441	44,965,910
<b>매입채무</b>	4,715,531	6,242,256	6,675,984
비유동부채	7,275,224	10,187,525	11,432,956
자본총계	27,781,325	32,618,784	45,770,346
자본금	5,897,526	5,897,526	5,897,526
자본잉여금	3,014,302	3,014,302	3,014,302
자본조정	0	0	0
기타포괄손익누계액	0	0	10,626
이익잉여금	18,869,497	23,706,956	36,847,892
보통주	11,795	11,795	11,795
우선주	0	0	0

* 요약 손익계산서			
과 목	2005.12	2006.12	2007.12
매출액	53,695,934	68,113,196	95,310,110
매출원가	40,425,701	50,943,853	66,711,148
매출총이익	13,270,233	17,169,343	28,598,962
판매비와관리비	5,647,614	6,554,041	8,597,096
영업이익	7,622,619	10,615,302	20,001,866
영업외수익	1,795,889	1,587,004	1,852,336
영업외비용	3,610,107	4,413,332	3,259,773
이자비용	1,774,174	2,285,191	2,325,519
법인세차감전계속사업이익	5,808,401	7,788,974	18,594,428
법인세비용	1,498,036	1,772,011	4,273,987
계속사업이익	4,310,365	6,016,964	14,320,441
중단사업이익	0	0	0
*중단사업법인세효과	0	0	0
당기순이익	4,310,365	6,016,964	14,320,441
*주당계속사업손익	0	0	1,214
*주당순이익	365	510	1,214
*희석화주당계속사업손익	0	0	0

* 요약 현금흐름표			
과 목	2005.12	2006.12	2007.12
영업활동으로인한현금흐름	2,758,954	4,795,206	12,052,699
당기순이익	4,310,365	6,016,964	14,320,441
현금유출이없는비용	2,709,708	2,964,003	4,009,361
현금유입이없는수익	213,902	197,675	26,473
영업활동으로인한자산부채변동	-4,047,217	-3,988,086	-6,250,630
투자활동으로인한현금흐름	-2,774,711	-7,051,386	-7,690,978
투자활동현금유입액	4,124,111	5,916,291	2,815,771
투자활동현금유출액	6,898,822	12,967,676	10,506,748
재무활동으로인한현금흐름	2,628,353	5,157,835	-1,086,999
재무활동현금유입액	48,431,894	72,140,188	72,872,385
재무활동현금유출액	45,803,541	66,982,353	73,959,384
현금의증가	2,612,596	2,901,655	3,274,722
기초현금	6,905,650	9,518,247	12,419,902
기말현금	9,518,247	12,419,902	15,694,625

구분	2005.12	2006.12	2007.12	
주가관련지표	주가(최고)	4,730	6,320	17,550
	주가(최저)	3,795	4,800	13,150
	평균주가	0	0	0
	익면가	500	500	500
	PER(Price earnings ratio)(최고)	12.94	12.39	14.46
	PER(Price earnings ratio)(최저)	10.38	9.41	10.83
기업가치지표	PBR(Price book-value ratio)(최고)	2.1	2.37	4.64
	PBR(Price book-value ratio)(최저)	1.68	1.8	3.48
	1주당배출액(원)	4,552.41	5,774.73	8,080.52
	EPS(Earning Per Share)(원)	365	510	1,214
	CPS(Cash flow Per Share)(원)	233.91	406.54	1,021.84
	BPS(Book-value Per Share)(원)	2,255.34	2,665.46	3,780.47
	1주당영업이익(원)	646.26	899.98	1,695.78
	PCR(Price cash-flow ratio)(최고)	20.22	15.55	17.17
	PCR(Price cash-flow ratio)(최저)	16.22	11.81	12.87
	PSR(Price sales ratio)(최고)	1.04	1.09	2.17
배당관련지표	PSR(Price sales ratio)(최저)	0.83	0.83	1.63
	주당배당금	100	100	100
	배당성향	27.36	19.6	8.24
	외국인지분율(%)	0	0	0
	최대주주지분율(%)	48.96	52.86	50.1
지분관련 지표등	발행주식수(주)	11,795,052	11,795,052	11,795,052
	자본금(천원)	5,897,526	5,897,526	5,897,526
	감사의견	적정	적정	적정
	연결대상(유/무)	무	무	무
	액면배당률	0.2	0.2	0.2
	시가배당률	0.03	0.02	0.01
	배당수익률	37.5	56.1	123