

하이록코리아 (KRX: 013030)

左청룡 右백호? 左FLNG 右반도체!

투자의견 Strong Buy, 목표주가 70,500원 제시

하이록코리아의 27E EPS 5,872원에 Target PER 12.0x를 적용한 목표주가 70,500원, Upside Potential +99.7%로 투자의견 Strong Buy를 제시한다.

밸브 부문의 믹스 개선이 강력한 영업 레버리지를 일으키는 가운데, 반도체 팹 증설 사이클發 피팅 수요가 동사 매출 성장의 상방을 열어 젖힐 것이다. 두 촉매가 이끌어낼 동사의 새로운 성장 모멘텀에 주목해야 한다.

투자포인트 1) FLNG 밸브 수요發 영업 레버리지

LNG 공급처 다변화 수요를 야기한 최근의 에너지 안보 어젠다는 FLNG의 전략적 가치를 세상에 드러냈다. 동사는 글로벌 FLNG 시장을 독점하고 있는 삼성중공업의 피팅·밸브 Primary vendor 지위에 있으며, 27년에는 삼성중공업에서 신규 건조 중인 두 기의 FLNG 대상 납품 가시화에 따른 고단가 밸브 매출 집중 발생이 기대되는 상황이다. **동종 매출 내 절대 비중을 차지하고 있는 고마진 극저온 밸브 납품 확대는 전사 마진률까지 견인해낼 전망이다.**

투자포인트 2) 반도체가 끌어주는 외형 성장

24년 161억 원을 기록하며 바닥을 통과한 반도체 부문 피팅 매출은 25년 시작된 메모리 슈퍼 사이클을 타고 193억 원까지 반등하는 데에 성공했다. 26년부터는 국내 IDM사 신규 팹 증설이 본격화된다. **이제, 올 하반기부터 이뤄질 동사 UHP 클린 피팅의 폭발적 신규 발주에 주목해야 한다.** 매출 하단을 지지할 유틸리티 라인 납품과 함께, 용인 클러스터에서 터져 나올 고수익 UHP 피팅 매출이 외형 성장을 이뤄낼 것이다.

(단위: 백만원)	'24	'25	'1Q26	'26E	'27E
매출액	190,512	214,566	54,146	243,361	281,872
YoY(%)	0.9%	12.6%		13.4%	15.8%
매출원가	114,741	128,766	31,708	141,498	170,528
매출총이익	75,771	85,800	22,438	101,864	111,344
GPM(%)	39.8%	40.0%	41.4%	41.9%	39.5%
판매비와관리비	25,641	26,889	6,753	25,966	26,560
영업이익	50,131	58,911	15,686	75,898	84,783
OPM(%)	26.3%	27.5%	29.0%	31.2%	30.1%
당기순이익	48,024	50,772	15,263	63,927	70,800
지배지분이익	47,511	50,290	15,158	63,319	70,127
비지배지분이익	513	482	105	607	673



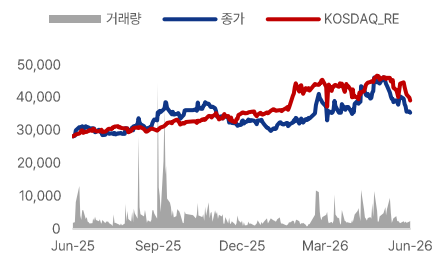
Strong Buy

목표주가 70,500
현재주가 35,300
상승여력 99.7%

Stock Data

시가총액(보통주)	4,154억원
발행주식수(보통주)	11.76백만주
52주 최고가	48,100원
52주 최저가	27,750원
평균거래대금(60일)	36.5억원
베타(1년)	0.92
배당수익률	3.78%

Stock Price Performance (Index)



주가상승률	1M	6M	12M
절대수익률(%)	+7.19	+12.9	+125.14

Major Shareholders

문휴건	39.73%
피델리티	9.99%
베어링자산운용	7.96%
하이록단조	7.02%
국민연금	6.20%

Members

34기 채승우 (팀장, 경제학전공)
(swchae0126@gmail.com)
34기 고건우 (팀원, 국제통상학과)
(yubin031117@gmail.com)
34기 박성완 (팀원, 정치외교학과)
(yubin031117@gmail.com)
35기 이준성 (팀원, 경영학전공)
(htt56490@gmail.com)

Table of Contents

0. Intro – 시대정신, 좋아하시죠?	3
1. 산업분석 - 피팅·밸브, 난리도 아니야~	4
▪ 우리는 공장의 혈관 ▪ 주인공은 계장용입니다 ▪ new 프로젝트, new 피팅·밸브 ▪ 전방산업, 신호등 바뀌었어 Green Green ▪ 누가 왕이 될 상인가?	
2. 기업분석 – 안녕하세요하이록코리아잘부탁드립니다	10
▪ Hy-Lok is High-Lock ▪ 오케이 분석 완료, 경쟁사 다 이겨 ▪ 주가 분석	
3. 투자포인트	15
▪ FLNG 밸브 수요發 영업 레버리지 ▪ 반도체가 끌어주는 외형 성장	
4. 손익계산서 추정	22
▪ 매출 추정 ▪ 비용 추정	
5. Valuation	27
▪ Historical PER Method ▪ 목표주가 산출	

0. Intro 시대정신, 좋아하시죠?

두 가지 메가 트렌드 : 에너지 안보 & AI

26년 현재, 반론의 여지가 없는 글로벌 주식시장 메가 트렌드는 '에너지 안보'와 'AI'이다. 러-우 전쟁과 호르무즈 해협 봉쇄로써 격화된 에너지 공급망 리스크는 각국 정부의 에너지 자립성을 국제정치 주요 어젠다로 격상시켰다. AI 붐 메모리 슈퍼 사이클은 보수적인 반도체 기업들의 역대 최대 규모 설비투자를 이끌어 냈다. 시장이 테마 각각의 직접적 수혜 기업에만 주목하는 탓에, **정작 두 메가 트렌드가 '동시에' 납품 수요를 만들어내고 있는 업스트림 기자재 업체는 시장의 관심 밖에 있는 상황이다. 피팅·밸브 업체들이 바로 그렇다.** 에너지 안보가 강제하는 공급망 재편, AI 반도체가 이끄는 역대급 증설 모멘텀의 수혜를 동시에 누릴 기업이 여기에 있다.

① 대세는 에너지 안보 : FLNG의 부상

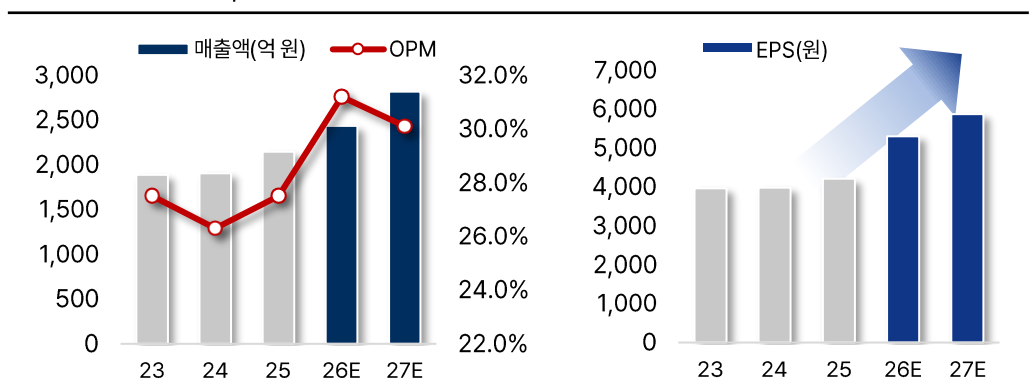
러-우 전쟁은 러시아산 PNG 의존 구조를 붕괴시켰고, 호르무즈 봉쇄는 중동산 LNG 해상 수송 노선을 위협했다. 에너지 공급의 두 축이 동시에 흔들리며, 에너지 안보는 국제적 의제가 되었다. 육상 LNG 액화 플랜트는 부지·규제·건설 기간(7~10년)의 삼중 제약으로 인해, 당장 급박한 지정학 리스크 대응이 불가하다. FLNG가 유일한 대안이다. **지정학 리스크의 고착화는 유가와 무관한 FLNG 발주 수요를 만들어낼 것이다.** 과거 저유가 구간에서 FID(최종투자결정)가 전면 보류되던 패턴은 갈수록 희미해질 예정이다. **유가 단일 사이클에 종속됐던 과거와 달리, 독립적 피팅·밸브 수요가 구축될 것이다.**

② AI 투자 사이클 : 반도체 팹 증설 수혜

25년 촉발된 메모리 슈퍼 사이클은 국내 IDM 2사의 역대 최대 규모 설비 투자 트리거로 작동했다. 각 사는 용인 반도체 클러스터 조성 사업의 일환으로 합산 최소 10기의 신규 팹을 순차 건설할 계획이다. **이번 신규 팹 조성 프로젝트는 인프라 기자재 업체에게 10년 이상의 구조적 수요를 보장하는 메가 프로젝트이다.** 반도체 부문 매출은 유가와 인과관계를 발견할 수 없는 독립적 수요로, FLNG 사이클이 일시 둔화되는 구간에서도 외형 성장을 이끌어갈 것이다.

에너지 공급망 재편의 핵심 축으로 부상한 FLNG. 그리고 메모리 슈퍼 사이클이 끌어낸 역대급 팹 증설 모멘텀. **폭발적인 외형 성장과 이익 레버리지가 터져나올 지금, '하이록코리아'에 주목할 시기가 도래했다.**

그림 0. 동사 매출액, OPM 및 EPS 추정치



자료: 하이록코리아, CMRC

1. 산업분석 – 피팅·밸브, 난리도 아니야~

1.1. 우리는 공장의 혈관

피팅·밸브의 정의

플랜트·선박·반도체 공장에는 수십에서 수백 킬로미터에 달하는 배관 시스템이 존재한다. 원유·천연가스·화학물질·특수가스 등 다양한 유체와 기체가 이 배관망을 통해 생산·정제·이송되며, 이 과정에서 배관과 배관을 이어주고, 방향을 바꾸며, 흐름을 제어하고 차단하는 역할을 담당하는 부품이 바로 피팅(Fitting)과 밸브(Valve)다.

피팅은 파이프나 튜브를 이어주며, 배관 방향 및 직경 변경부터 관로 마감 기능까지 맡고 있다. **밸브**는 해당 배관 라인에서 유체 흐름의 개폐, 유량·압력 조절, 역류 방지 기능을 수행한다.

공급자 승인이 핵심

피팅과 밸브는 단순한 소모성 부품처럼 보일 수 있으나 실제로는 그렇지 않다. 고압·고온·극저온·고순도 등 산업별로 극단적인 운전 조건을 견뎌야 하고 단 하나의 누출이 공정 전체의 안전사고나 수율 저하로 이어지기 때문에 품질 신뢰성이 절대적으로 중요한 제품이다. 이에 따라 **주요 발주처는 사전에 공급업체를 엄격히 심사하는 벤더 승인 제도를 운용하며, 일단 승인을 획득한 공급업체는 강력한 교체 장벽을 갖는다.**

피팅은 크게 **용접용(Weld Fitting)**과 **계장용(Instrument Fitting)**으로 구분된다.

용접용 피팅의 정의

용접용 피팅 산업은 중국산 저가 제품과의 경쟁이 치열한 범용 제품군을 중심 산업으로, 수익성 방어가 관건인 산업이다. 당 피팅 제품은 제한된 면적 내에서 배관의 방향 전환, 분기, 구경 변경이 빈번한 대규모 고정 배관 시스템에 주로 적용된다. 석유화학 플랜트의 주요 공정 배관이나 발전소 고압 증기 배관 등이 대표적이다. LNG 프로젝트 내 통상적 자재 매출 비중은 약 2% 수준으로 계장용(0.5~1%) 대비 크게 형성될 수 있다. 다만, 별도의 정밀 제조 기술이 필요치 않아 ASP가 낮게 형성되며, 제한적 사후 유지보수(MRO) 수요 탓에 수익 지속성이 크지 않다. 주요 업체로는 태광, 성광벤드, Technoforge, Erne 등이 있다.

그림 1-1. 용접용 피팅 제품

Elbow	Tee	Reducer	Cap, 기타	Seamless pipe
DDㄱ 모양의 파이프	T 모양의 파이프	큰 파이프와 작은 파이프 연결 마감재	파이프 끝부분 마감재	가스 유체 및 기체 수송용 관
				

자료: 성광벤드, CMRC

계장용 피팅의 정의

반면, 동사 주력 사업인 계장용 피팅 산업은 높은 제품 단가와 선명한 반복 매출 구조에 기반한 고수익 산업이다. 당 피팅 제품은 공정의 압력·온도·유량 등을 측정·제어하거나 시료를 채취하는 소구경 정밀 부품이다. 계기류 및 분석 장비와 소구경 튜브·배관을 연결하는 역할을 맡는다. 반복적 분해·재조립 이후에도 기밀 성능 유지가 요구되는 만큼, 주요 소재로는 고내식성 316L 스테인리스 스틸이 사용된다.

그림 1-2. 계장용 피팅 제품

Elbow	Tee	Reducer
DD ㄱ 모양의 파이프	T 모양의 파이프	큰 파이프와 작은 파이프 연결 마감재
		

자료: 하이록코리아, CMRC

Why 계장용 > 용접용

1.2. 주인공은 계장용입니다

계장용 피팅의 매력은 크게 세가지로 설명할 수 있다.

소모품 → MRO 수요

첫째, 체결 구조의 차이에서 기인하는 반복 매출의 가시성이다. 용접용 피팅은 배관을 영구 고착하여 교체 수요가 제한적인 단발성 CAPEX 품목인 반면, 계장용 피팅은 기계적 압착 방식을 채택하여 수시로 분리 및 재조립이 가능한 필수 소모성 부품이다. 이러한 구조적 특성으로 인해 전방산업의 투자 위축기에도 **전체 매출의 35~40%를 차지하는 고마진 MRO(유지·보수) 즉, 교체수요가 상시 발생한다.**

엔드단 낮은 원가 비중 → 일종의 가격 전가력

둘째, 범용 원가 구조에서 탈피한, 초정밀 기술력 기반의 높은 가격 결정력이다. 단순 중량과 단조 공임이 판가를 결정하는 용접용과 달리, 계장용은 정밀 가공 기술이 제품의 본질이다. 계장용 피팅의 판가는 구동 환경의 가혹함이나 투입 라인 공정 고도에 비례하여 기하급수적으로 상승한다. 더욱이 엔드 유저의 전체 설비 투자액 내 기자재 원가 비중은 1~3% 수준에 불과해 가격 저항이 극히 낮으므로, **마진 프리미엄을 온전히 판가에 전가, 전방 믹스 개선에 따른 영업 레버리지 효과를 극대화할 수 있다.**

다품종 소량생산 → 락인효과

셋째, 다품종 소량생산 구조에서 비롯되는 진입장벽이다. 계장용 피팅은 수만 개의 SKU를 관리해야 하는 다품종 소량생산 구조로, 대형 설비에 집중 투자해 원가를 낮추는 규모의 경제가 사실상 작동하지 않는다. 자본력 중심의 치킨게임이 가능한 용접용 시장과 달리, 계장용은 수만 가지 규격별 정밀 가공 역량을 보유한 소수의 전문 업체만이 경쟁할 수 있는 구조다. 후발주자가 자본을 투입해도 SKU별 정밀 가공 역량과 납품 레퍼런스는 단기간에 복제가 불가능하며, 이것이 계장용 피팅 시장을 소수 과점 구조로 고착시키는 본질적 원인이다.

1.3. new 프로젝트, new 피팅·밸브

전방산업의 프로젝트가
동사의 실적을 결정

피팅 수요는 전방산업인 조선, 해양플랜트, 정유·화학 플랜트 등의 신규 수주 흐름이 선행 지표로 작용한다. 프로젝트별 피팅 구매 예산은 석유화학 플랜트 약 2%, 해양플랜트 약 2%, 발전플랜트 약 1~2% 수준이다. 개별 프로젝트 내 비중은 크지 않으나 플랜트 및 조선·해양 프로젝트의 총 발주 규모가 수천억~수조 원 단위임을 감안하면 전방 프로젝트 확대는 피팅 업체의 수주잔고와 매출 성장으로 직결된다.

그림 1-3. 계장용 피팅·밸브 제조 시장 Value chain



자료: CMRC

최초 수주~매출 인식
: 총 9~18개월 시차

피팅 발주는 프로젝트 수주 직후 즉시 발생하기보다는 설계·조달·시공 단계가 일정 수준 진행된 이후 본격화되는 후행적 성격을 가진다. 통상 프로젝트 공정률 10% 내외에서 초기 발주가 시작되고 20%를 넘어서는 구간부터 분할 발주가 본격화된다. FID/NTP 이후 약 6~12개월 뒤 피팅 발주가 시작되고, 이후 3~6개월의 납품 기간을 거쳐 매출로 인식된다. 즉, **최초 수주에서 피팅 매출 인식까지 총 9~15개월의 시차가 발생한다.**

그림 1-4. 피팅·밸브 업체 매출 인식 구조



자료: CMRC

1.4. 전방산업, 신호등 바뀌었어 Green Green

과거: 유가와 커플링

피팅·밸브 산업은 역사적으로 유가 사이클에 단선적으로 종속됐다. **유가 상승 → 중동 FID → 피팅 수요 급증, 유가 하락 → FID 보류 → 수요 소멸의 패턴이 반복됐다.** 그러나 현재 사이클은 이 구조에서 탈피하고 있다. '20년 이후 LNG·반도체·AI 데이터센터 등으로 전방산업이 다변화되면서 단순 유가 의존도가 구조적으로 낮아지고 있기 때문이다.

현재: 디커플링 기조

3Q25 누적 피팅 수출 1.37억달러(+6.1%)에서 지역 믹스 변화가 이를 증명한다. 대만(+24.9%)·말레이시아(+138.5%)는 동남아 신흥국 석유화학 클러스터 확장을, 베트남(+118.1%)·독일(+80.9%)은 LNG 터미널 및 발전 인프라 투자 확대를, 미국 수출 증가(+11.3%)는 트럼프 2기 LNG 프로젝트 재개를 각각 반영한다. **전방산업 다변화 자체가 유가 단일 변수 의존에서 탈피했다는 구조적 증거이다.**

그림 1-5. 동사 조선해양 매출액 및 매출비중 추이

원인은 조선해양 매출 비중의 증가

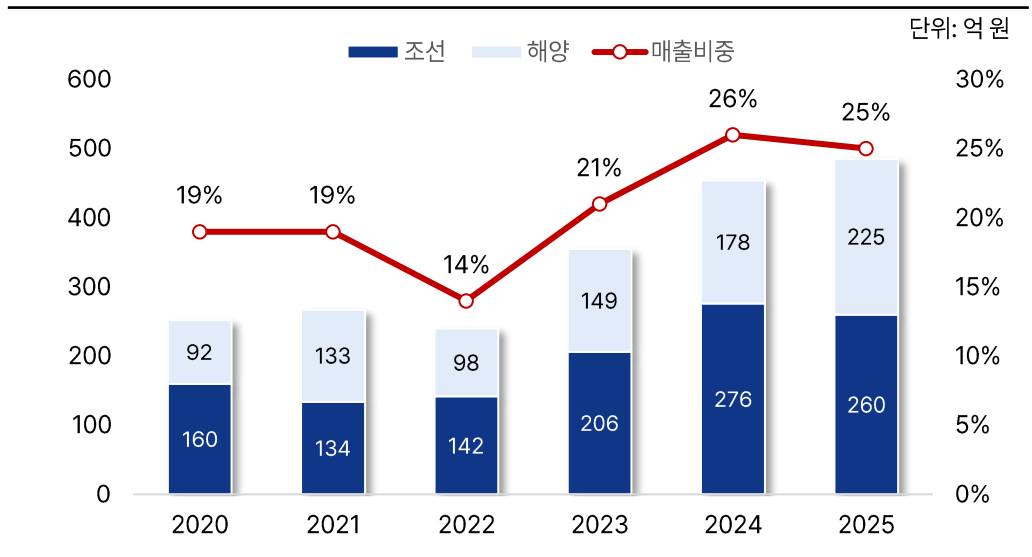
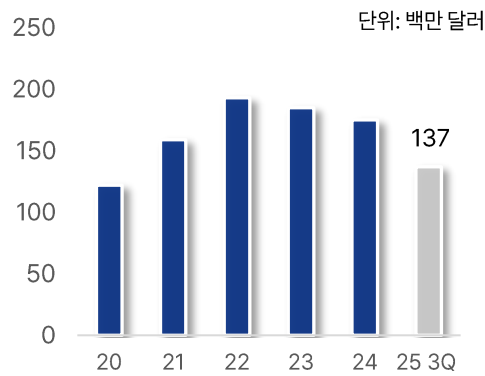
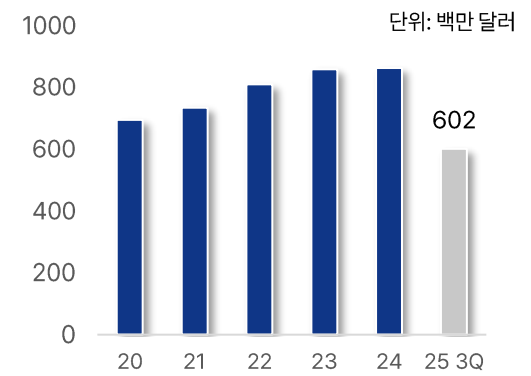


그림 1-6. 국내 피팅 수출액 추이



자료: 관세청, 한국IR협의회

그림 1-7. 국내 밸브 수출액 추이



자료: 관세청, 한국IR협의회

그렇다면 이 수혜를 **주요 전방산업이 아닌 피팅·밸브에서 포착해야 할 이유는 무엇인가?**

에너지 업체 : 강한 매크로 영향

먼저, 에너지 업체는 유가라는 매크로 변수의 등락이 주가에 비교적 급하게 반영된다. 피팅 업체는 전방의 에너지 프로젝트 발주가 EPC나 조선사를 거쳐 탑라인에 반영되기까지 9~15개월의 충분한 시간차가 존재한다. 즉, **이미 확정된 FID와 수주 잔고가 아직 피팅 매출로 전환되지 않은 지금**은 매우 매력적 진입 시점이다. 더욱이 현 사이클의 발주는 과거처럼 유가 단일 변수가 아니라 에너지 안보 기반의 정책 수요가 함께 추동하므로, 유가가 조정 되더라도 이미 확정된 발주 물량이 시차를 두고 안정적으로 매출화된다.

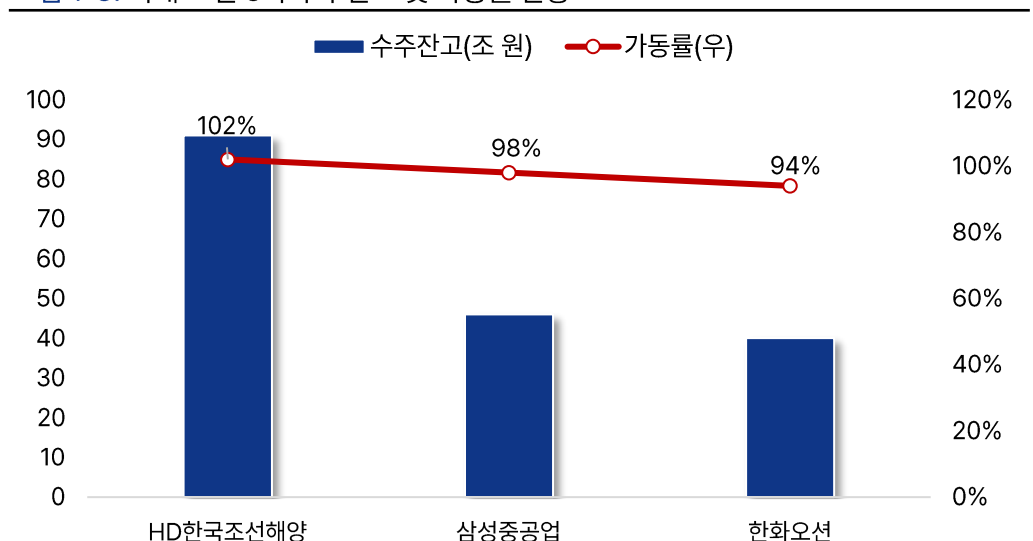
조선사 : 제한적인 상승 여력

국내 조선 3사의 LNG선·FLNG 도크는 `28년까지 딱 차있다. `20년 이후 탄소저감 정책 강화와 에너지 안보 이슈가 맞물리면서 LNG 운반선 및 FLNG 발주가 급격히 늘었고, 국내 조선 3사는 3년치 이상의 수주잔고를 확보한 상태다. 이 정보는 이미 시장에 알려져 주가에 상당 부분 반영됐다. **CAPA 한계에 다다랐다는 사실은 추가적인 주가 상승 여력을 기대하기 어렵게 만든다.** 반면 피팅 업체는 조선사가 이미 거둔 풍년의 수혜를 아직 누리지 못했다. 엄청난 수주잔고는 필연적으로 9~15개월 뒤부터 피팅 업체 탑라인에 반영된다. 실제로 동사의 조선·해양 매출 비중은 `22년 이후 꾸준히 상승해 `25년 기준 25%까지 확대됐다. 이 물량들이 본격적인 건조 및 매출 인식 단계로 진입하고 있다는 점이 핵심이다.

EPC업체 : 지나친 레드오션

EPC업체들은 에너지 프로젝트 발주를 받기 위해 수십 여 개의 업체가 치열하게 경쟁한다. **반면, 계장용 피팅·밸브 시장은 메이저 플레이어는 소수다.** 에너지 프로젝트당 하나의 EPC가 선정되는 것과 달리 피팅 업체의 경우 공급망 다변화를 위해 복수의 업체에 발주하는 것이 일반적이다. EPC 프로젝트에서 기자재가 차지하는 비중은 평균 58%에 달하며 피팅·밸브는 그 핵심 품목이다. 전 세계 에너지 프로젝트들의 수혜가 밸류체인을 타고 흘러내려올 때 가장 넓게 받아먹을 수 있는 포지션이 피팅 업체다.

그림 1-8. 국내 조선 3사 수주잔고 및 가동률 현황



자료: DART, CMRC

1.5. 누가 왕이 될 상인가?

글로벌 계장용 피팅·밸브 시장은 미국의 ①Swagelok과 ②Parker Hannifin이 양강 체제를 형성하고 있으며 일본의 ③Fujikin 등이 뒤를 잇는 과점 구조다.

해외는 Swage-'Lok'

①Swagelok은 약 70개국 200개 판매·서비스 센터를 운영하는 글로벌 1위 기업으로 '25년 연 매출 약 20억달러를 기록하고 있다. ②Parker Hannifin은 광범위한 유체제어 제품군을 보유한 NYSE 상장 대형 제조사다. ③Fujikin은 반도체 UHP 환경에 특화된 일본 기업으로 TSMC, Applied Materials를 핵심 고객으로 두고 있다. 이들 글로벌 강자들의 공통점은 수십 년에 걸쳐 축적한 기술 레퍼런스와 글로벌 벤더 승인 네트워크다. 이 시장은 기술 싸움이 아니라 레퍼런스 싸움이다.

국내 계장용 피팅·밸브 시장은 소수의 전문업체가 각자의 기술적 강점과 고객 기반을 토대로 차별화된 포지셔닝을 구축하고 있다.

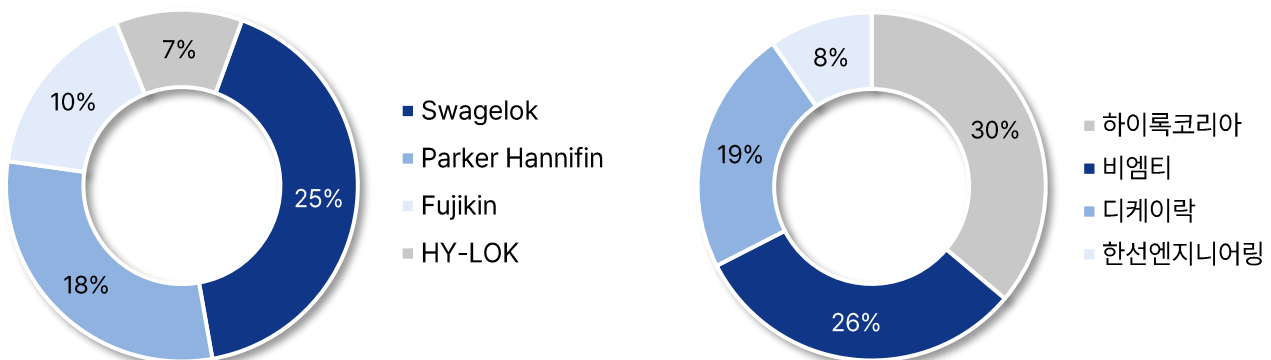
국내는 HY-'Lok'!!

하이록코리아는 국내 계장용 피팅·밸브 1위 업체로 **국내 최다 수준의 공급자 승인과 폭넓은 전방산업 커버리지가 핵심 경쟁력**이다. Saudi Aramco 벤더 등록, **국내 상선 피팅·밸브 시장 약 70% 점유율, OPM 27.5%**로 업계 최고 수준의 수익성을 갖춘 업체로 평가된다.

④비엠티는 UHP 및 초저온 피팅·밸브에 특화된 업체로 자체 개발한 저온 표면경화 기술을 기반으로 반도체향 제품 경쟁력을 확보하고 있다. 삼성전자 평택·SK하이닉스 용인 클러스터 등 반도체 고객 확대가 핵심 성장 동력이나 현재는 R&D 및 성장 투자 단계에 있다.

⑤디케이락은 삼성전자 공식 벤더 승인과 미국 AI 데이터센터향 공급을 기반으로 반도체·AI 인프라 시장 진입을 확대하고 있다. '25년 매출 1,116억원, OPM 8.6%로 향후 벤더 레퍼런스 축적에 따른 수익성 개선이 주요 관전 포인트다.

그림 1-9. 계장용 피팅 시장점유율 (좌: 글로벌, 우: 국내)



자료: DART, CMRC

2. 기업분석 – 안녕하세요하이록코리아잘부탁드립니다

2.1. Hy-Lok is High-Lock

국내 압도적 지위

동사는 '77년 부산에서 설립된 국내 대표 계장용 피팅·밸브 전문 제조업체다. 코스닥 상장 (1989년) 이후, 반세기 가까이 동일한 사업을 영위하며 쌓아온 기술력과 납품 레퍼런스는 동사의 해자이다. 글로벌 계장용 피팅·밸브 시장에서 Swagelok과 Parker Hannifin이 양 강을 형성하는 가운데, 동사는 **글로벌 양강 체제에 도전할 수 있는 유일한 국산 공급업체** 포 지션을 구축하고 있다.

수익 구조

: MRO위에 신규 납품

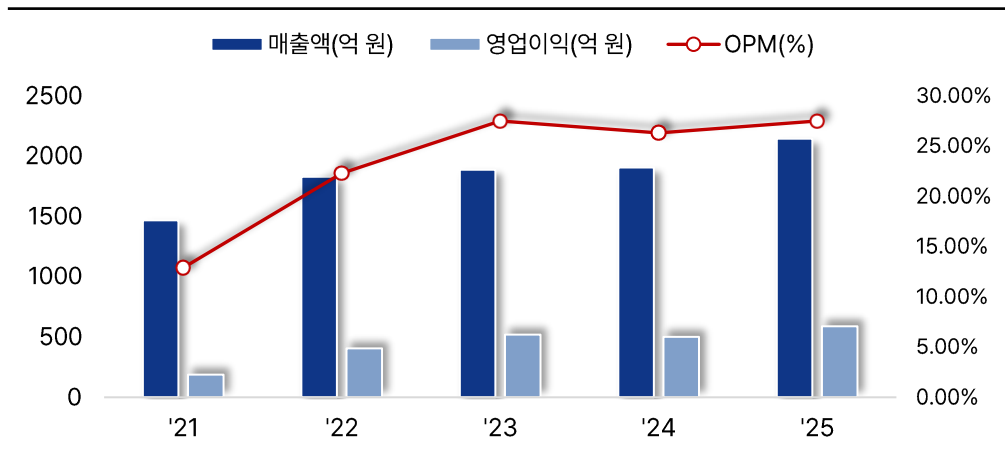
동사의 수익 구조는 신규 납품과 MRO 반복 수요로 구성된다. 신규 납품은 전방 프로젝트 수주 후행으로 피팅·밸브 발주가 들어오는 구조로, 설계 단계에서 동사 제품 규격으로 배관 시스템이 설계되면 프로젝트 기간 동안 분할 발주가 이어진다. MRO 수요는 한번 납품된 설비에서 정기점검·오버홀 수요가 반복 발생하는 구조로 전체 매출의 30~40%를 구성하는 베이스 매출이다. 경기 사이클과 무관하게 안정적으로 발생하는 이 MRO 베이스가 동사 실적의 하방을 구조적으로 지지한다. 두 축의 연결성이 핵심이다. 초기 설계 단계에서 동사 제품 규격이 반영되면 이후 유지보수 과정에서도 동일 규격 제품에 대한 교체 수요가 발생한다. 신규 납품은 단기 매출에 그치지 않고 설비 운영 기간 전반에 걸친 MRO 반복 수요의 기반으로 작용한다. 한번 선택 받은 공급사가 수십 년간 독점적 교체 수요를 보장받는 구조다.

OPM 30%

: 기자재 중에서도 으뜸

동사의 높은 영업이익률은 고사양 소재를 고부가 제품으로 전환해 판가와 마진을 확보하는 구조에서 발생한다. 스테인리스강·합금강 기반 고부가 제품 비중이 높고 고사양 소재가 판가 프리미엄을 정당화하는 요소로 작용한다. 29%에 달하는 동사의 1Q26 영업이익률이 그것을 방증하며, 이는 글로벌 기업 Parker Hannifin의 영업이익률(1Q26 OPM 24.2%)을 상회하는 수준이다.

그림 2-1. 동사 영업 실적 추이



자료: 하이록코리아, CMRC

BM

동사의 비즈니스를 한 문장으로 **정의하면 "안전 인증이 요구되는 소모품을 만들어 장기 독점 납품하는 구조"**다. 이 구조가 작동하는 핵심 메커니즘이 공급자 승인과 누적 레퍼런스다.

복제 불가능한 누적된 레퍼런스

계장용 피팅·밸브 업체가 조선·해양플랜트·석유화학·발전설비 프로젝트에 납품하려면 발주처 또는 EPC가 사전에 인증한 공급자로 등록되어야 한다. API·ASME·CE·PED 등 국제 인증, ISO 품질경영시스템, 그리고 실제 납품 실적이 동시에 요구된다. 인증은 시간과 비용으로 갓출 수 있으나 **누적 레퍼런스는 단기간에 복제 불가능**하다. 동사는 ExxonMobil, Saudi Aramco, Shell, TotalEnergies, Chevron 등 글로벌 에너지 메이저 전체 공급자 승인을 보유한 국내 유일 업체다. Saudi Aramco 승인은 2000년대 초반 아시아 최초로 취득했으며 **기자재 발주 낙찰률이 국내 경쟁사 대비 2~3배인 50~60%**에 달한다.

Lock-in : 구조적 경쟁 우위

Lock-in 구조는 이러한 경쟁우위를 완성한다. **납품된 피팅·밸브는 설비 수명 20~30년 동안 반복 교체**되며 타사 제품으로 변경하려면 안전 재인증 절차를 처음부터 밟아야 한다. 재인증 비용이 부품 단가를 구조적으로 초과하므로 고객사는 교체를 선택하지 않는다. 승인 업체는 후속 프로젝트에서 반복 입찰·반복 수주가 가능한 구조적 우위를 갖는다.

강력한 기술 장벽

동사는 기술 장벽도 강력하다. 1μm(머리카락 두께의 100분의 1수준)이하 공차 가공, 극저온(-196℃), 초고압(700bar) 환경 대응은 단기간 복제가 불가능한 기술이다. 반도체 UHP 공정 가스 배관에서는 불순물 ppt(1조 분의 1) 수준 관리가 요구되며 이 수준의 제조 역량을 갖춘 국내 업체는 동사, 비엠티, 아스플로 등 극소수에 불과하다.

다양한 전방산업

동사의 장점은 다양한 전방산업 커버리지에서도 드러난다. 다만, 전방산업 분산 자체를 경쟁우위로 볼 필요는 없다. **산업별 사이클 변동을 흡수하면서도 특정 사이클이 올 때마다 집중 수혜를 받는 포지셔닝이 핵심**이다. 지역별로는 국내 51.6% 외에 미국·유럽·중국 해외법인인 현지 고객 대응·유통·영업 채널로 글로벌 EPC 프로젝트에 대응한다.

그림 2-2. '25 지역별 매출 비중

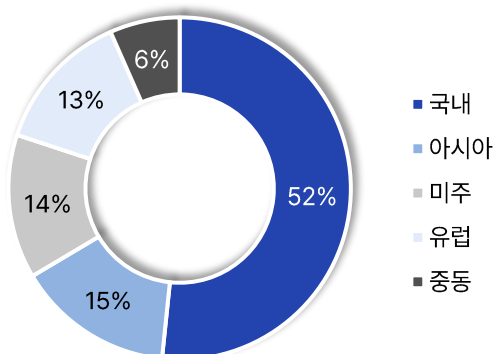
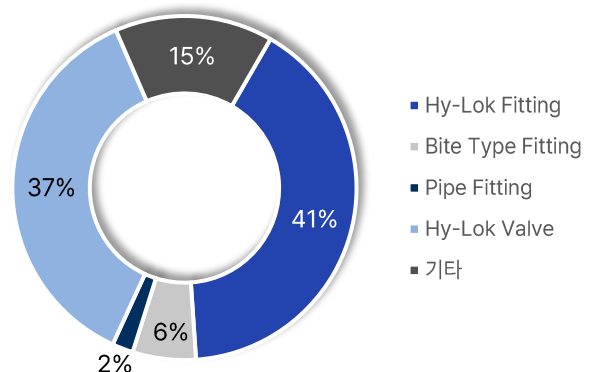


그림 2-3. '25 제품별 매출 비중



자료: 하이록코리아, CMRC

2.2. 오케이 분석 완료, 경쟁사 다 이겨

산업의 경쟁우위
: 오래, 많이, 넓게

계장용 피팅·밸브 시장에서 경쟁우위를 가르는 기준은 단순하다. **얼마나 많은 전방산업에서, 얼마나 오래된 승인을 보유하고 있는가**이다. 승인 포트폴리오의 폭이 넓을수록 납품 가능한 전방산업이 다양해지고, 레퍼런스가 쌓일수록 고단가 제품 납품 비중이 높아져 OPM이 벌어진다.

압도적인 마진 격차

'25년 기준 OPM은 동사 27.5% vs 디케이락 8.6% vs 비엠티 10.4%이다. 3배 이상의 격차는 단순한 원가 절감 결과가 아니다. 글로벌 에너지 메이저 승인을 보유할수록 경쟁자 없는 영역에서 납품하게 되며 이것이 판가 결정력과 OPM 격차의 원인이다. 디케이락이 삼성전자 공식 승인을 획득한 것은 2024년이다. 동사가 Saudi Aramco 승인을 취득한 것은 2000년대 초반이다. 20년의 레퍼런스 격차는 단기간에 좁혀지지 않는다.

커버리지의 격차

동사는 다수의 글로벌 에너지 메이저 업체를 커버하며 국내 상선 피팅·밸브 시장 점유율 약 70%를 보유하고 있다. 비엠티는 UHP·초저온 특화로 반도체 고객 확대가 성장 동력이나 현재 R&D 및 성장 투자 단계이며 에너지 메이저 승인을 보유하지 않고 있다. 디케이락은 '24년 삼성전자 공식 승인을 획득해 반도체 라인 진입을 시작한 단계다. **즉, 반도체 단일 전선에 집중한 포지셔닝으로 반도체 사이클이 하락할 때 방어할 전방산업이 제한적**이다.

경쟁사는 피팅 중심

동사의 밸브 수출단가는 51,575원으로 경쟁사 대비 압도적으로 높은 수준이다. FLNG형 극저온 밸브 OPM은 25~40%로 일반 밸브(15~25%) 대비 두 배에 달하며 공시 기준 내수 밸브 ASP가 2023년 85,849원에서 1Q26 135,901원으로 2년 반 만에 +58% 상승 중이다. 비엠티·디케이락은 피팅 중심 포지셔닝으로 이 밸브 ASP 상승 수혜에서 구조적으로 제한된다.

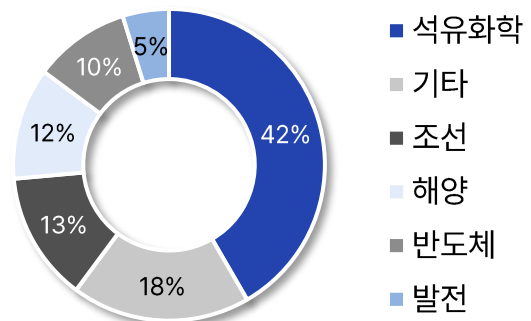
추가적인 업사이드

동사는 석유화학·조선·해양·반도체·발전·항공우주 전 산업군을 커버한다. 반도체 사이클이 둔화해도 FLNG가 버티고, 에너지 사이클이 약화해도 반도체 팹이 지지한다. 경쟁사들이 단일 전선에 집중하는 동안 동사는 복수의 독립 수요축을 동시에 보유하고 있다.

그림 2-5. '25 전방산업별 주요 고객사

전방산업	주요 고객사
석유화학·플랜트	Saudi Aramco, TAKREER
조선·해양	삼성중공업, HD현대중공업
반도체·전자	삼성전자, SK하이닉스
발전	ENEC, 한국수력원자력
항공우주·방산	한국항공우주, 현대로템

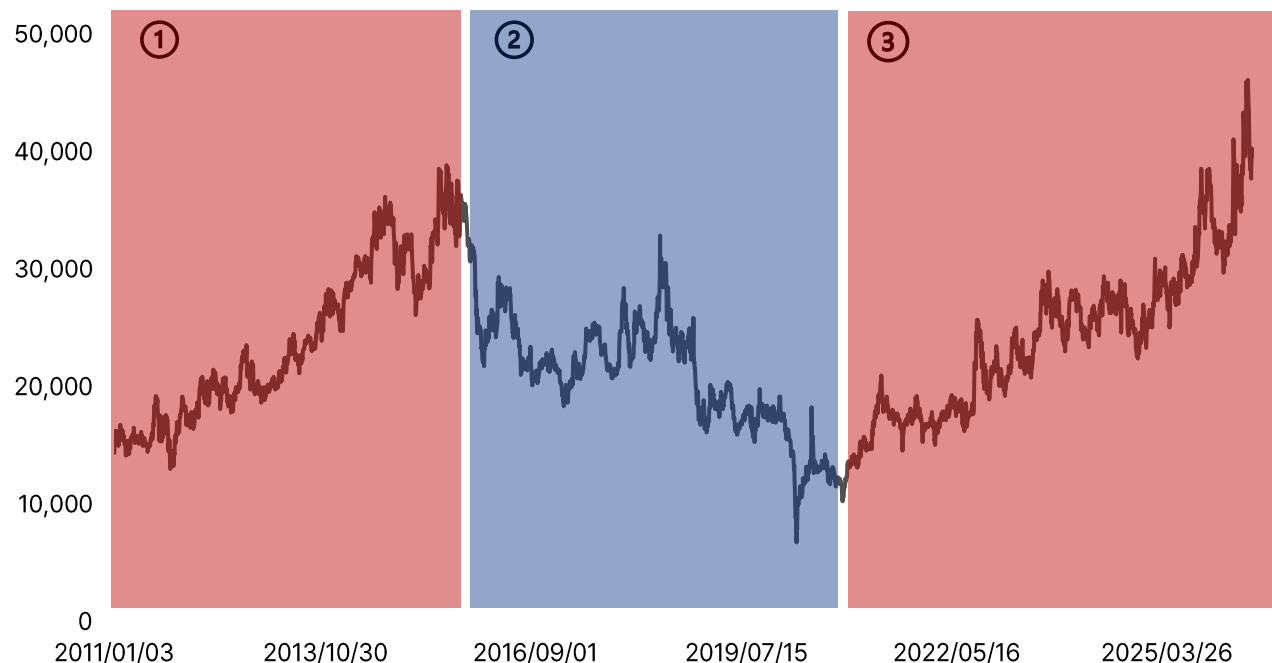
그림 2-5. '25 전방산업별 매출 비중



자료: 하이록코리아, CMRC

2.3. 주가 분석

그림 2-6. 동사 주가 추이



자료: KRX, CMRC

동사의 주가 추이를 통해 주가 등락의 원인, 그리고 과거와 현재의 사이클을 비교해보자.

상승 원인

중국 개혁개방 이후 원자재 수요 폭발과 유가 100달러대 유지로 중동 오일머니 기반 대규모 플랜트 발주가 집중됐다. 국내 조선 3사(삼성중공업·현대중공업·대우조선)가 해양플랜트(FPSO, 드릴십, FLNG)를 대거 수주하면서 동사의 조선·해양 납품 수요가 급증했다. 2013~2014년 EPS가 2,401원→2,780원으로 성장하며 실적이 주가를 뒷받침했다. 당시 PER은 10~14배 수준이다.

① 1차 업사이클 (`11~`14년)

하락 전환 원인

2H14 당시 OPEC 증산 결정으로 유가가 100달러에서 30달러대까지 폭락했다. **에너지 메이저의 FID가 전면 보류되며 해양플랜트 신규 발주가 소멸됐다.** 조선사 해양플랜트 수주 급감이 하이록 납품 수요 소멸로 직결됐다.

유가 급락 → 에너지 메이저 CAPEX 삭감 → 중동 플랜트 발주 소멸 → 조선사 해양플랜트 수주 급감 → 하이록 해양플랜트 매출 급감의 연쇄 반응이 7년간 지속됐다. EPS가 `15년 3,152원 → `18년 918원 → `20년 490원으로 붕괴됐다. 이 구간에서 PER이 30~40배로 급등하는 착시가 발생하는데, 원인은 높은 주가가 아니라 EPS 급감으로 분모가 크게 무너진 기계적 현상이다.

② 장기 침체기 (`15~`19년)

㉓2차 업사이클 ('20년~현재)

1단계('20~'22년)
: 에너지 CAPEX 회복

유가 반등(50→100달러)과 함께 에너지 메이저의 CAPEX가 점진적으로 회복됐다. 조선 수주 슈퍼사이클 진입 신호가 발생했다. EPS도 '21년 1,468원 → '22년 2,583원으로 회복 궤도에 진입했다.

2단계('22~'23년)
: 주주환원 정책 발표

자사주 소각·DPS 연속 증가 정책 공시 이후 주가가 추가 상승했다. 펀더멘털 개선 외에 주주환원이 독립적인 주가 촉매로 작용한 사례이다.

3단계('24년~현재)
: 해양플랜트 수주 증가
+ 호르무즈 리스크

'26년 이란-미국 군사 충돌로 호르무즈 봉쇄 리스크가 현실화되자 에너지 안보 구조화 → FLNG 수요 필연화의 논리가 시장에 반영되며 '26년 5월 장중 49,000원으로 사상 최고가를 경신하였다.

그렇다면 본격적인 투자 아이디어에 앞서 과거 1차 업사이클과 현재 2차 업사이클은 어떤 점에서 다르고 왜 지금이 더 매력적인 구간인가?

앞서 산업분석 파트에서 설명했듯, 과거 1차 업사이클이 유가라는 단일 매크로 변수에 종속되어 유가 폭락 시 동사의 이익이 급락하는 취약성을 보였다면, 현재 2차 업사이클은 에너지 안보와 AI 반도체 팹 투자라는 복수의 독립적인 수요가 동시에 발현되며 버퍼 역할을 한다. 수익성의 질적 측면에서도 과거 10~15% 수준에 그쳤던 영업이익률은 두 배 이상 격상되어, 향후 매출 성장에 따른 이익 레버리지의 폭발력이 과거 대비 압도적으로 우세하다.

P, Q 동반 상승!

특히 현재 시점이 주가 사이클 상 가장 매력적인 진입 적기인 이유는 '27년이라는 동일 시간축에 수렴하는 이중 성장 촉매에 있다. 이미 확보된 수주 잔고인 ZFLNG, Cedar FLNG의 극저온 밸브 인도(P의 드라이브)와 공기가 앞당겨진 SK하이닉스 용인 1기 팹의 초고순도(UHP) 피팅 발주(Q의 드라이브)가 동일 분기들에 정확히 겹쳐서 쏟아진다. 서로 다른 제품군에서 서로 다른 메커니즘으로 유입되는 두 개의 메가 프로젝트가 역사상 최초로 동시 다발적 실적 스파이크를 일으키는 임계점이 바로 '27년이며, 현재는 이 폭발적인 성장 국면의 직전 단계를 통과하고 있다고 본 팀은 판단한다.

설명할 시간 없어
빨리 타!

투자 아이디어의 본질은 전방의 체질 개선을 시장이 선제적으로 반영하지 못한 '가격 오류'에 존재한다. 동사의 이익 체질은 OPM 29% 수준으로 완전히 쇠신되었으나, 현재 부여받고 있는 PER 8~9배의 멀티플은 과거 1차 사이클 암흑기 바닥에서 형성되었던 침체기 저점 배수와 다를없는 수준이다. 시장이 동사를 여전히 유가 변수에만 동행하는 범용 조선기자재주 프레임에 가둬둔 덕분에 발생한 역설적인 기회다. 결론적으로 하방은 순현금 및 청산가치 수준에서 철저히 차단된 반면, 상방은 유가와 무관한 EPS 성장과 멀티플 리레이팅이 동시에 발현되며 리스크 대비 기대수익률을 극대화할 수 있는 매력적인 진입 구간이다.

3. 투자포인트

투자포인트 1. FLNG 밸브 수요발 영업 레버리지

에너지 안보화

→ FLNG 수요 증가

‘22년 러-우 전쟁 이후 유럽은 러시아산 PNG 의존에서 벗어나기 위해 LNG 수입 인프라를 급속히 확충했다. ‘26년 이란-미국 군사 충돌로 호르무즈 해협 봉쇄 리스크가 현실화되자 중동산 LNG 해상 수송 노선에 의존하던 아시아-유럽 국가들의 에너지 안보 불안이 구조적으로 고착됐다. 러시아는 PNG 축이, 중동은 LNG 해상 수송 축이 동시에 흔들리면서 에너지 공급 다변화의 필요성이 구조적으로 부각됐다. 이 수요를 충족할 수 있는 현실적 대안은 FLNG뿐이다. 육상 LNG 액화 플랜트는 부지 확보·환경 규제·건설 기간(7~10년)의 삼중 제약으로 단기 대응이 불가하다. FLNG는 가스전 위에서 직접 액화·수출이 가능하며 건설 기간이 4~6년으로 상대적으로 짧다. 현재 고유가 기조는 에너지 메이저의 IRR 허들을 충분히 상회하며 FID를 가속화하는 환경이다. 과거 유가 단일 사이클 의존에서 탈피해 에너지 안보라는 구조적 독립 수요가 추가됐으며 현재 고유가 기조가 그 실행 속도를 앞당기는 중첩 수혜 구간이 형성될 것이다.

현재 운영 중인 FLNG는 7기, 6기는 건조 중, 본계약 임박·FID 대기·FEED 완료 단계 파이프라인 4기(Delfin 1호기·2호기, Coral Norte, Western FLNG)가 대기하고 있다.

삼성중공업의

Primary vendor

FLNG 시장에서 삼성중공업의 지위는 독점에 가깝다. 운영 중인 7기 중 3기(Prelude, PFLNG DUA, Coral Sul), 건조 중인 6기 중 2기(ZFLNG, Cedar FLNG)가 삼성중공업 건조 물량이다. 파이프라인 단계에서도 Delfin FLNG 1호기(FEED 완료·독점 EPCI 선정)·2호기(도크 슬롯 선점 계약 체결)·Coral Norte(1월 진수 후 안벽 단계 진입, 본계약 임박)·Western FLNG가 대기하고 있다. 바늘 가는 데 실이 가듯, 삼성중공업의 FLNG 건조는 동사 제품의 발주로 이어진다. 동사는 삼성중공업의 피팅·밸브 Primary vendor로서 FLNG 1기당 200~300억원을 수취하는데, 이는 LNG운반선 1척당 10~15억원 대비 20배 이상의 차이다. 해양플랜트 특성상 밸브 납품 비중이 피팅보다 약 15%p 높아 FLNG 납품 확대는 곧 고단가 밸브로의 믹스 개선을 의미하며, 영업 레버리지 실현으로 이어진다.

그림 3-1. 동사 삼성중공업과 과거 프로젝트

프로젝트명	인도 기간	매출 인식 기간	공급구역	적용 제품
셸 프렐류드 (Shell Prelude) FLNG	7년	‘13 ~ ‘16년	Topside (상부 가스 가공 및 액화 처리 공정 모듈)	고스펙 극저온 패널 및 초고압 밸브군
페트로나스 두아 (Petronas Dua) FLNG	7년	‘16 ~ ‘19년	Topside (상부 액화 공정 설비 및 중앙 유틸리티 배관 라인)	핵심 계장용 피팅 및 밸브 제품군
에니 코랄 술 (Eni Coral Sul) FLNG	5년	‘18 ~ ‘20년	Topside (상부 심해 가스 처리 모듈 및 사내 유틸리티 구역)	유틸리티 가스 배관용 UHP 제품 및 계장 밸브 자재

자료: CMRC

프로젝트별 납품 구간은 다음과 같다.

‘27년 :

ZFLNG·Cedar

FLNG가 핵심

ZFLNG(말레이시아 페트로나스): ‘24~‘27년 건조 진행 사업. 선체 상부 Topside 내부 LNG 액화 공정 설비 전체에 고단가 극저온 밸브·초고압/극저온 피팅이 적용된다. 실질적인 매출 인식 집중 구간은 **2H26~1H27**이다.

Cedar FLNG(캐나다): ‘24~‘28년 건조 진행 사업. ZFLNG와 동일한 Topside 공급 구역에 고단가 극저온 밸브·초고압/극저온 피팅이 납품된다. 매출 인식 집중 구간은 **1H27~2H27**이다.

Delfin FLNG
: 추가 업사이드

Delfin FLNG 1호기(미국): ‘26년 6월 삼성중공업이 4조 3,301억원 규모의 EPCI 신조 계약을 수주했으며 인도 일정은 2030년 7월이다. 선체 상부 액화 플랜트 내부 및 초저온 유체 제어 관제 구역에 초저온 대구경 밸브·계장용 피팅이 적용된다. 준공 1~2년 전 납품 집중 구조를 역산하면 동사의 **실질적인 밸브 납품 집중 구간은 ‘28~‘29년**이다. Delfin 수혜는 27년 매출이 아닌 Coral Norte 납품(2H28~)과 시기적으로 수렴하며 ‘28~‘29년 FLNG 납품 제2의 피크를 형성하는 구조적 성장 동인으로 분류한다. Delfin 2호기·3호기 추가 FID 확정 시 동사 예상 납품액은 합산 600~900억원 규모로 향후 업사이드가 굉장히 큰 프로젝트라고 볼 수 있다.

Coral Norte(모잠비크): ‘26년 본계약 체결이 임박한 후속 건조 예정 프로젝트. 1월 진수 이후 안벽 단계에 진입했으며 본계약 체결이 임박한 상태다. 상부 가스 처리 설비 및 초저온 액화 유체 이송·수출 시스템에 극저온 밸브·고압 배관용 계장 피팅이 납품된다. 매출 인식 집중 구간은 2H28~ 이하다.

그림 3-2. 삼성중공업 FLNG 계획

프로젝트명	기간	매출 집중 시점	공급 구역	적용 제품
페트로나스 ZFLNG (말레이시아)	‘24~‘27년	2H26~1H27	선체 상부(Topside) 내부 LNG 액화 공정 설비 전체	고단가 극저온 밸브, 초고압/극저온 피팅
시더(Cedar) FLNG (캐나다)	‘24~‘28년	1H27~2H27	선체 상부(Topside) 내부 LNG 액화 공정 설비 전체	고단가 극저온 밸브, 초고압/극저온 피팅
델핀(Delfin) 1호기 (미국)	‘26~‘30년	1H28~	탑사이드 액화 플랜트 내부 및 초저온 유체 제어 관제 구역	초저온 대구경 밸브, 계장용 피팅
코랄 노르테 (모잠비크)	‘26~‘30년	2H28~	상부 가스 처리 설비 및 초저온 액화 유체 이송/수출 시스템	극저온 밸브, 고압 배관 계장용 피팅

자료: CMRC

FLNG항 극저온 밸브 마진율은 25~40%로 일반 밸브(15~25%) 대비 두 배에 달한다. FLNG 납품이 확대될수록 고마진 밸브 비중이 자동으로 확대되며 전사 OPM이 추가 개선되는 구조다. 공시 기준 내수 밸브 ASP는 '23년 85,849원에서 1Q26 135,901원으로 2년 반 만에 +58% 상승 중이며 이 상승이 FLNG항 고단가 밸브 믹스 개선을 반영한다.

그렇다면 동사가 각 프로젝트에서 수취하는 납품액은 어느 수준일까.

각 프로젝트에서 수취하는 납품액은 FLNG 계약금액 대비 계장용 피팅·밸브 비중 0.5~1%를 적용해 추정할 수 있다. ZFLNG와 Cedar FLNG는 각각 계약금액 약 2조원 기준으로 동사 납품액이 약 100~200억원 수준이다. **현재 건조 중인 두 프로젝트 합산으로만 약 200~400억원이 '26~'27년에 집중 인식되는 구조다.** 동사 IR에서 언급한 수치와 유사하다. **Delfin 1호기는 삼성중공업 계약금액 4조 3,301억원 기준으로 약 217~433억원의 납품이 기대된다.** ZFLNG·Cedar 대비 계약금액이 두 배 이상인 만큼 납품 규모도 압도적으로 크다. **Delfin 2호기·3호기까지 합산 FID가 확정될 경우 동사의 예상 납품액은 최대 600~1,300억원 수준으로 단일 고객 프로젝트 기준 역대 최대 수준이 된다.** 현재 확정된 ZFLNG·Cedar 납품만으로도 '27년 해양 부문 매출이 구조적으로 보장된 상태에서, Delfin·Coral Norte 파이프라인은 '28년 이후 제2의 실적 피크를 예고하는 추가 업사이드로 작동할 것이다.

프로젝트 별
예상 납품액

그림 3-3. 일반 밸브 vs 특수소재 밸브 비교

구분	일반 밸브	특수소재 밸브
핵심 재질	주철, 황동, 청동, 일반 스테인리스강 등	스테인리스 특수강, 합금강, 라이닝, 클래딩 등
사용 온도	-28℃ ~ 93℃	-196℃ ~ 371℃
압력 및 내구성	중·저압 중심	고압(700bar 이상)
주요 적용처	건물 배관, 수도, 상하수도	LNG/FLNG, 반도체 UHP, 수소 인프라, 우주항공
생산 및 발주	표준 규격화, 대량 생산, 상시 재고 발주	프로젝트별 맞춤형 주문 생산, Long-lead Item
기술적 장벽	낮음	높음 (1μm 이하 가공, 메이저 벤더 승인 필수)
단가 및 수익성	상대적으로 저렴, OPM 10~15%	고단가 (2~5배 이상), OPM 25~40%
교체(MRO) 특성	비교적 자유로운 부품 교체 및 벤더 변경 가능	오염 및 안전 리스크로 타사 제품 으로 교체 불가 (Lock-in)

자료: 하이록코리아, CMRC

투자포인트 2. 반도체가 끌어주는 외형 성장

동사의 반도체向 매출은 `22년 302억 원으로 피크를 기록한 이후, 전방 반도체 투자 사이클 하락과 함께 `24년 161억 원까지 감소했다. 그러나 `25년 193억 원으로 반등에 성공하며 사이클 바닥을 통과했다. **AI 수요 확대로 국내 메모리 반도체 기업들의 슈퍼 사이클이 시작되었으며, 삼성전자와 SK하이닉스는 신규 팹(Fab) 증설에 속도를 내고 있다.**

동사의 피팅·밸브 대규모 매출을 견인할 양사의 핵심 팹 증설 일정과 기여도는 다음과 같다.

메인은 SK하이닉스

1) SK하이닉스: 고마진 UHP 클린 피팅 중심의 Alpha 구간

SK하이닉스向 납품은 반도체 전공정 가스 배관에 집중되며, **동사의 고마진 UHP(초고순도) 피팅 매출을 폭발시키는 실질적인 'Alpha' 역할을 수행할 것이다.**

1-1) 청주 M15X (전공정·HBM): 2H25부터 메인 가스 배관 라인 구축이 시작되며 동사 실적 턴어라운드의 기틀을 닦은 선행 프로젝트다. `25년 10월 첫 클린룸 오픈에 이어, 현재 두 번째 클린룸의 2차 후업 공사 및 가스 박스(VMB/VMP) 내부 밸브 세팅이 진행 중이다. **2H25부터 1H26까지가 실질적인 매출 집중 인식 구간**이며, `26년 현재 전사 반도체 매출 폭증을 이끌고 있는 핵심 동인이다.

그 중에서도 용인 1기!

1-2) 용인 1기 (전공정·HBM): `25년 2월 착공을 완료한 메가 프로젝트다. **AI 반도체 수요 급증으로 클린룸 오픈 시점이 당초 `27년 5월에서 `27년 2월로 3개월 앞당겨졌다.** 현재 연인원 300만 명이 투입되어 24시간 철야 공사가 진행 중이며, 신규 Fab 건설 9,412억 원(`24.08~`28.12) 및 Phase 2~6 추가 건설 2조 1,608억 원(`26.03~`30.12) 투자가 공시되었다. 장비 반입 직전인 2H26부터 1H27까지 UHP 피팅 물량이 집중 수렴하며 역사적 분기 최대 매출을 견인할 예정이다.

1-3) 청주 P&T7 (후공정·패키징): `26년 4월 착공하여 `27년 말 완공을 목표로 하는 19조 원 규모의 거점이다. 단, 후공정 라인 특성상 맹독성 특수가스 사용이 적어 UHP 배관 소요량은 제한적이다. 이에 따라 동사 제품 역시 일반 유틸리티 및 공압 배관 자재에 한정된다.

그림 3-4. SK하이닉스向 주요 프로젝트

프로젝트명	성격	증설기간	매출 집중 구간	공급 구역	핵심 제품군
청주 M15X	전공정 (HBM)	`24~1H26	2H25 ~ 1H26	메인 가스 배관, 가스 박스 내부	UHP 클린 피팅, UHP 밸브
용인 1기	전공정 (HBM)	`25.02~`27.02	2H26 ~ 1H27	메인 가스 배관, 2차 후업 라인	고마진 UHP 클린 피팅
청주 P&T7	후공정 (패키징·테스트)	`26.04~`27.12	1H27 ~ 2H27	일반 외곽 유틸리티 및 공압 배관 라인	범용 계장용 피팅 및 레거시 밸브

자료: SK하이닉스, CMRC

2) 삼성전자: 범용 유틸리티 중심의 Base 구간

삼성전자向 납품은 장비단 배관보다 공장 외곽의 대규모 인프라 배관에 집중되며, **마진은 상대적으로 낮으나 전사 매출의 하단을 강력하게 방어하는 'Base' 역할을 수행할 것**이다.

삼성전자는 보너스

2-1) 평택 P4 Ph2 (HBM4 전용 전환): 2Q26 본 공사에 착수하여 '27년 상반기 가동 준비를 목표로 한다. 당초 파운드리 라인으로 계획되었으나 HBM4 수요 급증에 따라 메모리 전용 라인 전환이 확정되었다. 동사는 삼성전자 공식 UHP 벤더 승인을 보유하고 있으나, **장비단 내부 배관 선점 경쟁에서는 글로벌 리딩 업체에 밀려 주로 유틸리티 및 인프라 배관 납품에 주력**하고 있다. 특수 인증이 불필요해 마진 프리미엄은 낮으나, 대규모 팹 공사에 동행하여 엄청난 물량이 안정적으로 투입된다. 착공 시점인 2Q26부터 1H27까지 이어지는 공사 구간이 집중 납품 시점이다.

2-2) 평택 P5 (3층 트리플 팹): '25.12 터파기(굴착) 공사를 개시해 '26.04 본 공사가 진행 중이다. '27년 클린룸 마감을 거쳐 2H28 본격 가동이 예상되며, **UHP 입찰 기회가 존재하므로 추가적인 매출 업사이드를 기대할 수 있는 요소**다.

그림 3-5. 삼성전자向 주요 프로젝트

프로젝트명	성격	증설 기간	매출 집중 구간	공급 구역	핵심 제품군
평택 P4 Ph2	메모리 전용 (HBM4 전환)	2Q26 ~ 1H27	2Q26 ~ 1H27	외곽 유틸리티 및 인프라 배관 전반	일반 범용 계장용 피팅 및 밸브
평택 P5	복합 팹 (3층 트리플)	'25.12 ~ 2H28	'27 ~ 1H28	외곽 유틸리티 및 UHP 입찰 구역	일반 계장용 및 UHP 제품군

자료: 삼성전자, CMRC

팹 건설 공정 순서

반도체 팹 건설에서 동사의 피팅이 대규모로 투입되는 시점은 팹 착공 직후가 아니다. 반도체 팹 건설 공정은 **[굴조·건물 공사 → 클린룸 구축 → 1차 배관·덕트 설치 → 장비 반입 → 2차 흑업(Hook-up) 배관 설치]** 순으로 진행된다.

핵심은 2차 흑업 단계!

수많은 특수 가스를 개별 장비로 정밀하게 쪼개 주는 **동사의 UHP 피팅이 폭발적으로 쓰이는 구간은 마지막 2차 흑업 단계**이다. 즉, **공장 준공 1~2년 전인 클린룸 및 배관 공사 중후반부가 실질적인 매출 인식 구간**이 된다.

피팅 75:밸브 25

반도체 공정 라인은 가스실의 초고순도 가스가 클린룸 내 수많은 챔버(Chamber)로 도달해야 하는 미세 배관의 집합체이다. 메인 배관이 장비로 진입하는 과정에서 유로를 쪼개는 티(Tee), 방향을 전환하는 엘보우(Elbow), 관경을 축소하는 리듀서(Reducer) 등이 필연적으로 다량 수반된다. 반면 밸브는 개폐 및 압력 조절용 제어 노드에만 제한적으로 배치된다. 거미줄 같은 격자 구조로 유로를 형성해야 하는 팹 특성상, **제어용 밸브보다 분기와 기하학적 변형을 담당하는 피팅의 소요량이 압도적(피팅 75:밸브 25)으로 많다**.

총 정리한 반도체 팹 프로젝트의 타임라인은 다음과 같다.

그림 3-6. 반도체 팹 타임라인 표

프로젝트	구분	1H25	2H25	1H26	2H26	1H27	2H27	1H28	2H28
SK하이닉스 청주 M15X (전공정·HBM)	공정	골조 공사	1차 클린룸	2차 클린룸 + 2차 혹업	양산 가동				
	납품		UHP	UHP	MRO	MRO	MRO	MRO	MRO
SK하이닉스 용인 1기 (전공정·HBM)	공정	착공	골조 공사	클린룸 구축	2차 혹업 + 배관	장비 반입	양산 가동		
	납품				UHP	UHP	Phase 2~6	Phase 2~6	Phase 2~6
SK하이닉스 청주 P&T7 (후공정·패키징)	공정			착공	골조 공사	설비 공사	완공	양산 가동	
	납품					유틸· 공압 배관	유틸· 공압 배관		
삼성전자 평택 P4 Ph2 (HBM4 전용)	공정			착공	인프라 공사	가동 준비	양산 가동		
	납품			유틸 배관	유틸 배관	유틸 배관			
삼성전자 평택 P5 (3층 트리플 팹)	공정		터파기 공사	본공사	인프라 공사	클린룸 마감	클린룸 마감	장비 반입	본격 가동
	납품					유틸	유틸	유틸	UHP

자료: SK하이닉스, 삼성전자, CMRC

핵심은 동사의 반도체향 실적 성장이 단기 사이클에 그치지 않고, `25년부터 `28년까지 프로젝트들이 촘촘하게 맞물려 구조적. 우상향을 그리는 연속 납품 사이클이라는 점이다.

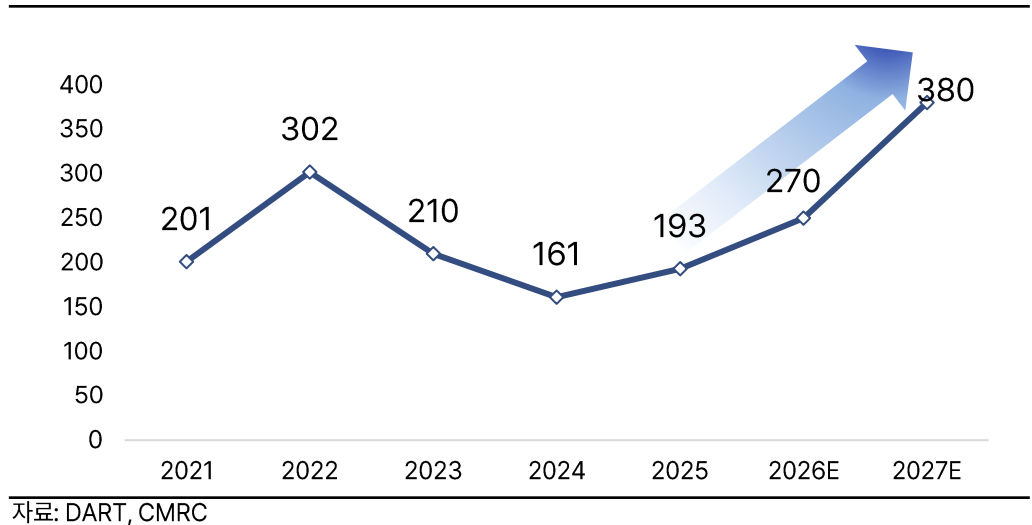
먼저, 수익성을 견인하는 고마진 UHP 피팅 납품이 릴레이로 이어진다. 2H25~1H26 청주 M15X 물량이 턴어라운드를 주도하고, 직후 2H26~1H27 용인 1기 물량이 전사 매출을 극대화한다. 동시에 일반 계장용 제품 납품은 매출 하단을 방어한다. 2Q26 평택 P4 Ph2를 시작으로 `27년 청주 P&T7과 평택 P5 유틸리티 배관 일정이 중첩된다.

결과적으로 전공정 팹의 UHP 집중 납품이 탑라인을 강하게 끌어올리는 동안, 삼성전자 및 후공정 인프라 납품이 실적 공백기를 메워주는 것이다. **특정 프로젝트 종료에 따른 매출 절벽 없이 `28년까지 실 틈 없는 실적 발생 구조가 확립되었으므로, 동사의 반도체향 실적은 장기적이고 구조적인 호조를 보일 것이다**

실 새 없이 납품

그림 3-7. 동사 반도체向 예상 매출액 추이

(단위: 억 원)



착공 확정이 곧 납품 독점을 의미하지는 않는다. 반도체 펌 클린 피팅은 ISO·API 등 일반 인증 외에 고객사별 까다로운 개별 품질 인증이 필수적이다. 공정 가스 배관 내 불순물은 ppt(1조 분의 1) 수준으로 통제되어야 하며, 1μm 이하 공차 가공 역량을 갖춘 국내 업체는 극소수다. 동사는 이미 확보한 납품 레퍼런스와 기술 인증을 통해 신규 펌 발주 시 경쟁 입찰 없이 납품 우선권을 보유하고 있다.

배제할 수 없는
벤더 이원화 가능성

단, 대규모 펌 발주 특성상 고객사(SK하이닉스)의 벤더 이원화(Dual-sourcing) 가능성을 배제할 수 없다. 후발 업체들의 스펙인 추진과 고객사의 단가 협상력 확보 니즈를 고려할 때 이원화는 합리적 수순이다. 따라서 동사가 물량을 100% 독점한다는 가정보다는, **기존 레퍼런스를 바탕으로 UHP 클린 피팅 Primary Vendor(전체 물량의 60~70% 이상 점유) 지위를 유지한다는 가정이 현실적**이다. 벤더 이원화가 진행되더라도 용인 클러스터 10기라는 메가 프로젝트의 절대적 물량을 고려하면, 동사의 납품 규모는 역대 최대치를 경신할 구조다.

2~30년간 반복될
MRO 수요

납품 구조 역시 FLNG와 동일한 강력한 락인(Lock-in) 효과를 가진다. 클린 피팅은 한 번 채택되면 설비 수명 주기 내내 동일 제품으로 반복 교체된다. 타사 제품으로 변경하려면 클린룸 전체의 오염 리스크를 감수하고 전면 재인증을 거쳐야 하기 때문이다. SK하이닉스 용인 1기 펌 가동('27년 2월) 이후 수십 년간 고마진 MRO 수요가 지속적으로 창출된다. **펌 납품은 단순 일회성 공사 매출이 아닌, 장기적으로 반복될 MRO 수요의 시작점이다.**

결과적으로, FLNG 납품 확대가 고단가 극저온 밸브 비중을 높여 P(단가)와 Q(물량)의 동시 상승으로 영업 레버리지를 폭발시킨다면, 반도체 펌 증설 수혜는 압도적인 피팅 물량(Q) 급증을 통해 동사의 전사 매출 볼륨 자체를 구조적으로 레벨업시키는 핵심 드라이버로 작동할 것이다.

4. 손익계산서 추정

4.1 매출추정

동사 매출을 단일 성장률로 추정하는 방식은 구조적으로 결함이 있다. 피팅과 밸브는 ASP 방향성이 정반대이고 Q를 결정하는 전방산업 드라이버도 상이하며 마진 구조까지 다르다. **동사 매출의 비교적 정확한 추정은 제품별 P×Q 분해를 통해서만 가능하다고 판단하였다.**

핵심 전제는 두 가지다. 피팅 ASP는 전방 단가 압박으로 구조적 하락 추세(분기 -1%)를 보이나 성장 드라이버는 확실한 Q(물량)다. 반면, 밸브 ASP는 구조적 상승 추세(분기 +2.5~3%) 속에 Q도 동시에 증가하는 이중 레버리지 구조다. FLNG는 고부가가치 극저온 밸브 중심의 납품으로 '제품 믹스(Mix) 개선에 따른 전사 ASP 상승' 및 OPM 개선의 직접 동인이 되는 반면, 반도체 팹은 UHP/범용 피팅 중심의 납품으로 단가 하락 압박을 상회하는 '압도적인 물량(Q) 급증'을 통해 전사 매출 볼륨을 견인할 것이다.

`25년 매출액은 제품별 내수, 수출 비중으로 ASP를 가중 평균하였고, 이를 매출액에서 나누어 Q를 산출하였다. Q산출의 점검으로 동사의 생산실적과의 비교를 진행하였고 큰 오차가 없었기에 역산한 Q값을 사용하였다.

1) 피팅: Q(물량) 중심의 외형 확장

하이록 피팅	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
Hy-Lok Fitting(백만)	19,872	22,821	22,140	23,247	21,188	24,790	23,315	24,247	86,899	88,080	93,539
내수 ASP (원)	5,177	5,125	5,074	5,074	4,972	4,972	4,923	4,923			
수출 ASP (원)	9,077	8,986	8,896	8,896	8,718	8,718	8,631	8,631			
Q (개)	2,643,552	3,066,521	3,005,190	3,155,450	2,934,568	3,433,445	3,261,773	3,392,243			

내수 ASP가 1Q25 5,450원에서 1Q26 5,177원으로 하락하는 구조적 추세는 원재료(스테인리스강) 가격 하락에 연동된 고객사의 단가 인하 압박과 피팅 시장의 높은 경쟁 강도에 기인한다. FLNG 라인 피팅과 반도체 UHP 피팅의 믹스 개선이 하락폭을 일부 방어하나 구조적 압박을 역전시키지는 못한다. 따라서 **피팅 매출 성장의 유일한 요인은 Q이며, 핵심 프로젝트들이 Q를 어떤 순서로 끌어올리는지가 분기별 추정의 핵심**이다.

1H26은 수주 번다운 공백 구간이다. `25년 연간 수주 1,836억 대비 매출 2,146억으로 번다운 속도가 105%에 달했고 월별 수주가 184억에서 120억으로 하락했다. **그러나 1Q26 실적은 이미 199억원(YoY +0.1%)으로 계절 저점에서도 전년 수준을 유지**하고 있다. 이는 청주 M15X 관련 UHP 피팅 납품이 실적을 방어하고 있기 때문이다. M15X는 `25년 10월 클린룸 오픈 이후 2차 혹업 배관 및 가스박스 세팅이 본격화되면서 2H25 ~ 1H26이 실질적인 매출 집중 인식 구간으로, `25년 반도체 매출 반등(161억 → 193억)과 1Q26 실적 방어의 핵심 원인이다.

2Q26부터는 ZFLNG, Cedar FLNG 라인 피팅 초기 납품이 새로운 Q 레이어로 얹히기 시작하며 YoY 성장이 재개될 것 이다. M15X 납품이 마무리되는 시점에 해양 피팅 Q가 이를 대체하면서 매출 절벽 없이 성장이 이어지는 구조다. 용인 1기 2차 흑업 배관 발주는 4Q26에 집중되며 이때부터 반도체 UHP 피팅이라는 세 번째 Q 레이어가 추가된다. 클린룸 오픈 `27년 2월을 역산하면 흑업 배관 발주가 4Q26에 집중되고 매출 인식은 4Q26~1H27에 정점을 형성한다.

`27년에는 Cedar FLNG 라인 피팅 납품 집중(1H27~2H27)과 용인 1기 UHP 흑업 납품(4Q26~1H27)이 동일 분기에 수렴하면서 2Q27이 피팅 역대 최대 분기로 형성된다.** 25년부터 28년까지 M15X → 용인 1기 → Phase 2~6의 순서로 UHP 피팅 납품이 릴레이로 이어지며 삼성전자 P4 Ph2·P5 유틸리티 배관이 공백기를 추가로 메워주는 연속 납품 구조가 확립된다. 이에 따라 **`26년 피팅 예상 매출액은 880억원(YoY +3.0%), `27년은 914억원(YoY +3.8%)으로 추정된다.

2) 밸브: ASP와 Q 동시 증가

하이록코리아	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
Hy-Lok Valve(백만)	21,063	24,732	24,722	26,860	25,329	31,155	30,041	32,322	79,389	97,377	118,848
내수 ASP	135,901	139,978	142,778	146,347	150,006	153,756	156,062	158,403			
수출 ASP	67,725	69,757	71,152	72,931	74,754	76,623	77,772	78,939			
Q (개)	186,857	213,018	208,757	221,283	203,580	244,296	232,081	246,006			

내수 밸브 ASP는 1Q25 95,161원에서 1Q26 135,901원으로 4개 분기 만에 +42.8% 폭등했다. 이는 FLNG Topside용 극저온 밸브 및 이중블록차단(DBB) 밸브가 전사 믹스에 본격 반영되며 블렌디드 ASP를 강력하게 견인한 결과다. FLNG용 극저온 밸브의 마진율은 25~40%로 범용 제품(15~25%) 대비 두 배에 달한다.

`26년은 ZFLNG 가동을 앞두고 준공 1~2년 전 단계인 2H26에 고압·극저온 대구경 밸브 발주가 정점에 달하며 밸브 매출이 급증하는 구간에 진입한다. 피팅과 달리 밸브는 ASP 상승과 Q 증가가 동시에 작동하는 이중 레버리지 구조다. ZFLNG Topside에 투입되는 극저온 DBB 밸브는 고압·고부식 환경 대응 제품으로 일반 밸브 대비 단가가 2~5배에 달하며, 이 제품군이 믹스에 올라올수록 전사 밸브 ASP가 추가 견인된다. 4Q26부터는 Cedar FLNG 초기 물량까지 가세하여 두 개의 대형 해양 프로젝트가 동시에 밸브 ASP와 Q를 끌어올리는 구간이 형성된다.

`27년에는 Cedar FLNG Topside 밸브 납품이 집중되는 동시에 ZFLNG 잔여 납품이 마무리 되면서 두 프로젝트가 중첩되는 2Q27에 밸브 부문 역사상 최고 분기 실적이 형성된다. 밸브 매출의 YoY 성장률이 피팅 대비 압도적으로 높은 것은 FLNG 납품의 본질에서 발생한다. FLNG는 LNG 액화 공정 설비가 탑재된 플랜트로 밸브 비중이 높고, FLNG용 제품은 일반 석유화학·조선항 대비 단가가 현저히 높다. FLNG 납품 확대는 자동으로 고마진 밸브 비중을 확대하며 전사 OPM을 추가 개선하는 구조다. 이에 따라 **밸브 예상 매출액은 `26년 974억원(YoY +25.0%), `27년 1,189억원(YoY +22.0%)으로 산출된다.**

3) 기타 제품 - 안정적 성장

하이록코리아	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
기타(3개 제품 평균)	13,211	14,670	14,538	15,485	15,853	17,604	17,446	18,582	48,277	57,904	69,485

Bite Type Fitting·Pipe Fitting·기타 상품으로 구성된 기타 제품군은 MRO 반복 수요 성격이 강하며 전방산업 이벤트보다 조선 업황 연동 수요에 좌우된다. **추정 불확실성이 높아 과거 5개년 CAGR과 유사한 수준을 적용**하여 25년 483억원 기준 연 9~10% 성장으로 단순화한다. 26년 579억원, `27년 695억원으로 추정된다.

연간 합계

하이록 피팅	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
Hy-Lok Fitting(백만)	19,872	22,821	22,140	23,247	21,188	24,790	23,315	24,247	86,899	88,080	93,539
Hy-Lok Valve(백만)	21,063	24,732	24,722	26,860	25,329	31,155	30,041	32,322	79,389	97,377	118,848
기타(3개 제품 평균)	13,211	14,670	14,538	15,485	15,853	17,604	17,446	18,582	48,277	57,904	69,485
합계	54,145	62,222	61,401	65,593	62,370	73,549	70,802	75,151	214,565	243,361	281,872

`26E 매출액은 2,434억원(YoY +13.4%)으로 추정된다. 1Q26 실적이 이미 541억원 (YoY +10.5%)을 기록한 상태에서 2H26 ZFLNG Topside 밸브 납품 집중과 M15X 납품 마무리 이후 FLNG 라인 피팅 초기 레이어 추가가 하반기 성장을 이중으로 견인한다. 앞서 언급한 수주 번다운 우려는 상반기에 국한되며 밸브의 FLNG 수혜와 M15X 기반 피팅 매출이 이를 상쇄하고도 남는 구조다.

**`27E 매출액은 2,818억원(YoY +14.9%)으로 추정된다.** Cedar FLNG Topside 밸브 납품 집중(`27년)과 용인 1기 UHP 피팅 집중(4Q26~1H27)이 2Q27에 동시 수렴하면서 역대 최대 분기(729억원)를 형성한다. 피팅은 M15X → 용인 1기 순서로 UHP 납품 릴레이가 이어지고 밸브는 ZFLNG 잔여와 Cedar 집중이 중첩되는 구간으로, 서로 다른 제품군의 두 촉매가 동일한 시간 축에 수렴하는 것이 투자포인트의 내러티브가 수직으로 증명되는 구간이다.

4.2 비용 추정

동사는 매출원가의 상세 항목을 성격별로 분리해 공시하지 않으나, 주석의 비용 성격별 분류와 손익계산서를 매칭하여 원가 및 판매비 구조를 역추정할 수 있다. 본서는 **동사의 비용 구조를 변동비(원재료), 준고정비(인건비, 감가상각비), 매출연동비(기타 원가)의 세 축으로 분해**하고, 각 드라이버에 부합하는 추정 방식을 차등 적용하였다.

4.2.1 매출원가 (Cost of Revenues)

COGS							
단위: 백만원	'22	'23	'24	'25	1Q26	26E	'27E
매출액	182,851	188,839	190,512	214,566	54,146	243,361	281,872
YoY(%)	24.6%	3.3%	0.9%	12.6%		13.4%	15.8%
매출원가	119,235	112,090	114,741	128,766	31,708	141,498	170,528
COR Ratio	65.2%	59.4%	60.2%	60.0%	58.6%	58.1%	60.5%
제품과 반제품의 변동	(8,939)	(18,343)	(7,249)	(5,824)	(1,434)	66,412	87,254
사용된 원재료와 소모품	63,830	61,290	51,765	58,442	14,391	(7,456)	(7,456)
종업원급여	29,084	31,909	30,709	34,158	8,411	35,354	36,591
감가상각비	3,622	3,577	3,410	3,261	803	3,261	3,261
기타비용	31,638	33,657	36,106	38,728	9,537	43,927	50,878
매출총이익	63,616	76,749	75,771	85,800	22,438	101,864	111,344
GPM	34.8%	40.6%	39.8%	40.0%	41.4%	41.9%	39.5%

동사의 매출원가는 니켈 가격에 연동되는 변동비와 외형 성장과 무관하게 발생하는 준고정비가 혼재된 구조를 보인다. **주력 제품인 피팅과 밸브는 스테인리스(STS316 등) 기반으로 생산되어 원가의 핵심 변수는 LME 니켈 가격이다.** 이에 원재료 투입과 매출 인식 간의 시차를 반영하고자 LME 니켈 분기 평균가격의 4분기 이동평균에 1분기 래깅을 적용한 지수를 도출하여 원재료율을 외삽하였다. 2Q26 이후 스팟 니켈 가격이 톤당 18,382달러로 고정된다는 매크로 가정하에서도, Trailing 지수의 시차 효과로 인해 과거 저가 분기가 평균에서 제외되면서 지수는 시차를 두고 상승한다. 이에 따라 원재료율은 `25년 27.2%에서 `26년 27.3%, `27년 31.0%로 구조적으로 상승할 전망이다.

반면 준고정비 성격이 강한 제조 종업원급여는 외형 연동을 배제하고 연간 3.5%의 정액 임금인상률을 적용하였으며, 감가상각비는 노후 설비의 상각 종료 분과 진행 중인 무폐수 스크러버 및 신규 라인 CapEx 가동에 따른 신규 상각 부담이 상쇄될 것으로 판단하여 `25년 수준에서 고정하였다. 분기별 변동성이 크고 합리적 예측이 어려운 제품·반제품 변동 항목은 `25년 연간 실적(△7,456백만 원)을 분기별로 균등 배분하여 Flat 처리했다. 외주가 공비, 전력비, 소모품비 등으로 구성된 기타 원가는 매출과 강한 선형 관계를 보이므로 과거 데이터의 회귀분석 결과에 따라 매출 대비 18.05%의 고정 비율을 적용하였다.

추정 결과 `25년 매출원가율은 59.3%로 공시 실적(60.0%)에 근접하게 수렴한다. 이후 매출원가율은 `26년 58.1%로 개선되었다가 `27년 60.5%로 재상승하는데, 이는 비용 효율성 악화가 아닌 니켈 Trailing 지수의 시차 상승에 따른 구조적 결과다. 이에 따라 매출 총이익률(GPM)은 `25년 40.7%에서 2027년 39.5%로 압축되나, 전방 수요 확대에 따른 외형 성장에 힘입어 매출총이익 절대액은 `25년 858억 원, `26년 1,019억 원, `27년 1,113억 원으로 매년 증가할 것으로 추정된다.

4.2.2 판매비와 관리비 (SG&A Expenses)

Operating Profit								
단위: 백만원	'22	'23	'24	'25	1Q26	26E	'27E	
판매비와관리비	22,920	24,858	25,641	26,889	6,753	25,966	26,560	
SG&A Ratio	12.5%	13.2%	13.5%	12.5%	12.5%	10.7%	9.4%	
종업원급여	13,741	14,501	16,447	16,406	4,120	16,981	17,575	
감가상각비	1,207	1,131	1,146	1,208	303	1,208	1,208	
기타비용(운반비 포함)	7,971	9,225	8,048	9,275	2,329	7,778	7,778	
영업이익	40,696	51,892	50,131	58,911	15,686	75,898	84,783	
OPM	22.3%	27.5%	26.3%	27.5%	29.0%	31.2%	30.1%	

판관비는 인건비 중심의 준고정비 구조를 띠고 있어 외형 성장에 따른 강한 영업 레버리지 효과가 작동한다. 판관비의 약 60%를 차지하는 종업원급여는 매출원가와 동일하게 연 +3.5%의 임금 상승률을 적용하였고, 감가상각비 역시 `25년 수준으로 평탄화 하였다. 광고선전비, 지급수수료, 운반비 등으로 구성된 기타 판관비는 일회성 대손상각비 등에 따른 연도별 왜곡을 최소화하기 위해 최근 3개년 평균치를 적용하여 향후 매년 약 78억 원 수준으로 고정하였다.

그 결과 총 판관비는 외형이 빠르게 성장하는 국면에서도 `25년 269억 원, `26년 260억 원, `27년 266억 원으로 철저히 횡보하는 흐름을 보인다. **매출액 대비 판관비율은 `25년 12.5%에서 `27년 9.4%로 하락**하며, 외형 성장이 고정비 부담을 상쇄하고 전사 수익성을 견인하는 전형적인 영업 레버리지 국면이 지속될 전망이다.

6.3 그 외

Other Income & Cost								
단위: 백만원	'22	'23	'24	'25	1Q26	26E	'27E	
기타수익	574	762	612	1,273	152	1,273	1,273	
기타비용	400	713	60	446	127	-446	-446	
금융수익	7,243	10,421	12,964	7,884	4,399	7,884	7,884	
금융비용	2,527	1,632	556	1,963	101	-1,963	-1,963	

Estimates Income Tax Cost								
단위: 백만원	'22	'23	'24	'25	1Q26	26E	'27E	
EBT	45,586	60,730	63,091	65,659	20,008	82,646	91,531	
법인세비용	11,225	13,000	15,067	14,887	4,745	18,719	20,732	
Tax rate(%)	24.6%	21.4%	23.9%	22.7%	23.7%	22.7%	22.7%	

기타손익·금융손익은 중요성이 낮거나 합리적 추정이 어려운 항목으로, `25년 수준에서 고정(flat) 처리하였다. 유효법인세율은 최근 3개년 평균인 22.65%를 적용하였다.

상기 내용을 종합한 최종 추정 IS는 다음과 같다.

Estimated I/S								
단위: 백만원	'22	'23	'24	'25	1Q26	26E	'27E	
매출액	182,851	188,839	190,512	214,566	54,146	243,361	281,872	
YoY(%)	24.6%	3.3%	0.9%	12.6%		13.4%	15.8%	
매출원가	119,235	112,090	114,741	128,766	31,708	141,498	170,528	
매출총이익	63,616	76,749	75,771	85,800	22,438	101,864	111,344	
GPM	34.8%	40.6%	39.8%	40.0%	41.4%	41.9%	39.5%	
판매비와관리비	22,920	24,858	25,641	26,889	6,753	25,966	26,560	
영업이익	40,696	51,892	50,131	58,911	15,686	75,898	84,783	
OPM	22.3%	27.5%	26.3%	27.5%	29.0%	31.2%	30.1%	
영업외손익	4,890	8,839	12,960	6,748	4,323	11,565	11,565	
EBT	45,586	60,730	63,091	65,659	20,008	82,646	91,531	
법인세비용	11,225	13,000	15,067	14,887	4,745	18,719	20,732	
NI	34,361	47,730	48,024	50,772	15,263	63,927	70,800	
지배지분이익	33,863	47,332	47,511	50,290	15,158	63,319	70,127	
비지배지분이익	499	399	513	482	105	607	673	

5. Valuation

5.1. Historical PER Method

동사는 통상적인 산업 기자재 업체로서 평균 10배 내외 수준의 PER을 부여 받고 있다. 이는 업종 특성상 사이클 의존도가 높고 이익 가시성이 제한적이라는 시장의 판단을 반영한 것으로, 멀티플 자체의 추가적인 상향 여지는 다소 제한적이다. 리레이팅이 발생하기 위해서는 두 가지 조건 중 하나가 충족되어야 한다. 전방산업의 구조적 확장이 수주 공시로 가시화되거나, 현재 OPM 29%라는 높은 마진 기반 위에서 매출 레버리지 효과가 보다 극적으로 발현되어 이익 증가율이 매출 증가율을 압도하는 것이 확인되어야 한다.

Peer PER Method를 사용하지 않는 이유는 다음과 같다. 동사와 유사한 계장용 피팅·밸브 업체로 분류되는 디케이락과 비엠티는 동사의 사업 구조와 수익성을 온전히 반영하지 못한다. '25년 기준 디케이락의 OPM은 8.6%, 비엠티는 10.4%로 동사(OPM 27.5%)의 3분의 1 수준에 불과하다. 이처럼 수익성 구조가 본질적으로 상이한 피어의 멀티플을 동사에 직접 적용하면 오히려 동사 내재가치 왜곡이 발생한다. 글로벌 피어인 Parker Hannifin(PER 31~37배, 1Q26 OPM 24.2%) 또한 시가총액 규모, 사업 다각화, 유동성 프리미엄 측면에서 동사와 직접 비교가 어렵다. 태광과 성광벤드 역시 용접용 피팅이 주력 제품인 기업군으로, 동사와는 상이한 전방산업을 타깃하기 때문에 피어로 삼기 부적합하다.

PBR Method 역시 부적합하다. 동사는 순현금 약 2,000억원을 보유한 무차입 구조로 자본총계 내 현금성 자산 비중이 극히 높다. 영업자산의 수익 창출력이 아닌 현금 보유 규모에 희석되는 구조적 왜곡이 발생하며, 이익 성장성을 반영하기에는 본질적으로 부적합하다.

따라서 Historical PER Method가 동사 밸류에이션에 가장 적합하다. 동사에게는 `11~`14년 FLNG 1차 붐이라는 전례가 존재한다. 당시 동사는 국내 조선사의 해양플랜트 대거 수주를 전방 트리거로 삼아 실적 성장을 이뤄낸 바 있다. 현재 사이클의 성격이 당시와 구조적으로 유사하다는 점에서, 검증된 과거 멀티플을 기준으로 활용하는 것이 가장 합리적인 방법이다.

5.2. 목표주가 산출

1차 업사이클 당시 동사의 PER은 8~14배 구간에서 형성, 평균 12배 수준의 멀티플을 부여 받았다. 현재 2차 업사이클은 수익성과 수요 구조의 동시 향상이 끌어낸 업사이클이다. 영업이익률은 당시 10~15%에서 현재 29%로 두 배 이상 격상됐고, 단일 트리거였던 해양 플랜트에 반도체 팹이라는 유가와 무관한 독립 수요 축이 추가되면서 이익 안정성이 강화됐다. 추정치 이외의 추가 FLNG 수주 가능성과 UHP 신규 입찰 가능성 모두 합리적인 예측이 가능한 부분이기도 하다. 구 업사이클 상단 멀티플인 14배까지는 충분히 열려 있는 상황이다. 그러나, 이익 구조 자체의 극적 변화를 맞이했다고 보기에는 어려움이 있다. 동사의 멀티플 리레이팅은 수주형 기업에서 구독형 기업의 특성이 강해지는 시기에 비로소 가능할 것이라 판단된다. **따라서 타겟 멀티플은 보수적으로 산정, 직전 업사이클의 평균치인 12배를 부여하였다.**

이에 당사는 손익계산서를 통해 산출된 `27E 당기순이익 701억 원에 동사의 11~14년 평균 PER 12배를 타겟 멀티플로 적용하여 최종적인 27년 목표주가 70,500원, 상승여력 +99.7%로 Strong Buy를 제시한다.

Valuation	
지배지분순이익(원)	70,126,985,038
가중평균유통주식수(주)	11,942,169
`27E 지배지분 EPS(원)	5,872
Multiple(PER)	12x
Target Price(원)	70,500
현재주가(원)	35,300
상승여력(%)	+99.7%

5. Appendix

포괄손익계산서

단위: 억원

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	1,888	1,905	2,146	2,434	2,819
매출원가	1,121	1,147	1,288	1,415	1,705
매출총이익	767	758	858	1,019	1,113
판매비와관리비	249	256	269	260	266
영업이익	519	501	589	759	848
영업이익률(%)	27.5%	26.3%	27.5%	31.2%	30.1%
EBITDA	566	547	634	804	893
영업외손익	88	130	67	67	67
법인세차감전순이익	607	631	657	826	915
법인세비용	130	151	149	187	207
당기순이익	477	480	508	639	708
순이익률(%)	25.3%	25.2%	23.7%	26.3%	25.1%
지배지분순이익	473	475	503	633	701
비지배지분순이익	4	5	5	6	7

재무상태표

단위: 억원

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
유동자산	3,348	3,672	3,856	4,316	4,865
현금및현금성자산	1,702	1,943	1,912	2,186	2,376
매출채권및기타채권	451	501	502	570	660
재고자산	1,062	1,107	1,195	1,313	1,583
기타유동자산	132	120	247	247	247
비유동자산	1,084	1,055	1,125	1,160	1,195
유형자산	727	722	782	817	852
기타비유동자산	357	333	343	343	343
자산총계	4,432	4,727	4,981	5,476	6,060
유동부채	258	259	277	294	332
매입채무및기타채무	150	170	168	184	222
기타유동부채	108	89	110	110	110
비유동부채	105	108	112	112	112
부채총계	363	367	389	406	444
지배지분	4,035	4,317	4,544	5,016	5,556
비지배지분	34	43	48	54	61
자본총계	4,069	4,360	4,591	5,070	5,616
순차입금(순현금△)	(1,702)	(1,943)	(1,912)	(2,186)	(2,376)

Valuation 지표

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
EPS(원)	3,687	3,895	4,211	5,302	5,872
BPS(원)	31,431	35,393	38,044	41,999	46,522
SPS(원)	14,709	15,620	17,966	20,379	23,603
CFPS(원)	4,085	4,311	4,625	5,727	6,303
EBITDAPS(원)	4,409	4,484	5,307	6,730	7,474
DPS(원)	1,050	1,150	1,350	1,350	1,350
PER(배)	9.7x	9.2x	8.5x	6.7x	6.1x
PBR(배)	1.1x	1.0x	0.9x	0.9x	0.8x
PSR(배)	2.4x	2.3x	2.0x	1.8x	1.5x
EV/EBITDA(배)	5.1x	4.4x	3.7x	2.6x	2.1x
배당성향(%)	28.5%	29.5%	32.1%	25.5%	23.0%
유통주식수(천주)	12,838	12,197	11,943	11,942	11,942

재무비율

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액 증가율	-	0.9%	12.6%	13.4%	15.8%
영업이익 증가율	-	(3.4%)	17.5%	28.8%	11.7%
순이익 증가율	-	0.6%	5.7%	25.9%	10.8%
매출총이익률(GPM)	40.6%	39.8%	40.0%	41.9%	39.5%
영업이익률(OPM)	27.5%	26.3%	27.5%	31.2%	30.1%
ROE	11.7%	11.4%	11.4%	13.2%	13.3%
ROA	10.8%	10.5%	10.5%	12.2%	12.3%
부채비율	8.9%	8.4%	8.5%	8.0%	7.9%
순차입금비율	(41.8%)	(44.6%)	(41.6%)	(43.1%)	(42.3%)

현금흐름표

단위: 억원

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
영업활동현금흐름	278	481	473	515	431
당기순이익	477	480	508	639	708
비현금항목의 가감	149	183	180	232	252
감가상각비	47	46	45	45	45
외화손익	(3)	(37)	(11)	-	-
기타	104	174	146	187	207
운전자본의 증감	(257)	(110)	(133)	(169)	(322)
기타현금흐름(이자·법인세)	(91)	(72)	(82)	(187)	(207)
투자활동현금흐름	1,022	(7)	(222)	(80)	(80)
금융자산 순증감	1,161	27	(126)	-	-
유형자산투자 (CAPEX)	(140)	(35)	(96)	(80)	(80)
기타	0	-	0	-	-
재무활동현금흐름	(156)	(252)	(292)	(161)	(161)
차입금 증감	-	-	-	-	-
현금배당	(77)	(132)	(142)	(161)	(161)
자기주식취득	(79)	(120)	(150)	-	-
기타	-	-	0	-	-
환율효과	6	20	10	-	-
현금의 증감	1,149	241	(31)	274	190
기초현금	553	1,702	1,943	1,912	2,186
기말현금	1,702	1,943	1,912	2,186	2,376
NOPLAT	408	382	456	587	656
FCF	138	447	376	435	351

End of Document

감사합니다.

Disclaimer

본 보고서는 소속 학회원들의 학습 목적으로 한국외국어대학교 경영대학 소속 금융학회 자본시장연구회(이하 "자본시장연구회")에 의해 작성되었으며, 그 외 다른 목적으로 사용될 수 없습니다.

본 보고서는 게시일 이전까지 신뢰할 수 있는 출처로부터 얻은 공개된 자료를 바탕으로 제작되었으며, 언급된 회사에 대한 내부 정보는 어떠한 형태로도 취득하거나 사용하지 않았습니다. 따라서, 자본시장연구회는 본 보고서에 포함된 자료 및 정보의 공정성, 정확성, 신뢰성에 대해 어떠한 보증도 제공하지 않으며 본 보고서 또는 그 내용의 사용으로 인해 발생하는 어떠한 손실에 대해서도 책임을 지지 않습니다.

본 보고서에는 미래에 대한 추정치가 포함되어 있으며, 이는 과거가 아닌 미래 사건과 관련된 사항으로 다양한 가정에 기초한 예측일 뿐 실제 결과와 다를 수 있습니다. 이는 향후 경영환경의 변화 등에 따라 영향을 받으며, 본질적으로 불확실성을 내포하고 있는 바, 본 보고서에 기재되거나 암시된 어떠한 정보 및 견해도 투자 또는 의사결정의 근거로 활용될 수 없습니다.

본 보고서의 저작권은 전적으로 자본시장연구회에 귀속되며, 사전 허가 없이 본 보고서의 전부 또는 일부를 복제, 배포, 전송, 또는 상업적 목적으로 사용하는 행위는 엄격히 금지됩니다. 또한, 자본시장연구회 학회원을 제외한 제3자는 사전 동의 없이 본 보고서를 인용하거나 활용할 수 없습니다.



E-mail: hufscmrc.official@gmail.com

Website: <https://hufscmrc.wixsite.com/mysite>

Instagram: [hufs_cmrc](#)