KDB대우증권 리서치센터

# 현대하이스코 (010520)

## 노려는 보되 서두르지는 말자

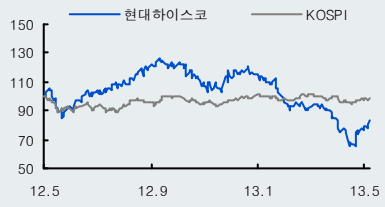
철강금속

Company Report
2013. 5. 10

| | |
|---|---|
| (Maintain) | 중립 |
| 목표주가 (원, 12M) | - |
| 현재주가(13/05/09,원) | 32,800 |
| 상승여력 | - |

| | |
|---|---|
| 영업이익(13F,십억원) | 326 |
| Consensus 영업이익(13F,십억원) | 393 |
| EPS 성장률(13F,%) | -16.7 |
| MKT EPS 성장률(13F,%) | 20.1 |
| P/E(13F,x) | 12.1 |
| MKT P/E(13F,x) | 9.4 |
| KOSPI | 1,979.45 |
| 시가총액(십억원) | 2,631 |
| 발행주식수(백만주) | 80 |
| 유동주식비율(%) | 43.9 |
| 외국인 보유비중(%) | 19.2 |
| 베타(12M,일간수익률) | 1.12 |
| 52주 최저가(원) | 25,450 |
| 52주 최고가(원) | 50,500 |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | 7.5 | -20.6 | -20.2 |
| 상대주가 | 4.5 | -24.5 | -21.7 |




철강/비철금속

**전승훈**
02-768-2713
sh.jeon@dwsec.com

**이준기**
02-768-3297
aiden.lee@dwsec.com

### 사라진 이익 모멘텀, 4분기에 돌아온다

동사 이익을 결정하는 핵심 변수인 자동차용 냉연강판 가격과 원재료인 열연 강판 가격 간의 **스프레드가 4분기까지는 회복되기 어렵다고 판단**한다. 자동차 업체들이 여전히 비용 절감이 필요한 환경에 있어 냉연 강판 가격 인상이 쉽지 않은 반면, 열연 강판을 생산하는 고로 업체들의 생산원가는 3분기까지 증가할 가능성이 높다. 또한 POSCO의 열연 라인 보수가 6월까지 지속되어 열연 강판 가격의 인하도 기대하기 어렵기 때문이다.

또한 현재 환경에서는 자동차용 냉연 강판 가격 인상이 가능해 질 경우 현대제철 등 열연 강판 생산 업체들이 열연 강판 가격을 동반 인상시킬 가능성이 높다. 다만 4분기부터는 **현대제철의 3고로에서 생산되는 신규 열연강판(연산 200만톤) 증설 효과가 본격화되어 냉연강판 Roll margin(냉연-열연 가격 차이에서 오는 이익)이 소폭 회복될 가능성**이 있다. 연산 **150만톤의 동사 신규 냉연 공장도 5월 가동을 시작해 4분기에는 정상 가동**이 가능할 전망이다. 이것이 투자자들이 4분기를 주목해야 하는 이유다.

### 1Q13 Preview: 자동차용 냉연강판 Roll margin 축소로 실적 악화

1분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1조 9,210억원(QoQ -4.3%)와 761억원(QoQ -34.2%)로 영업이익은 시장추정치인 818억원을 소폭 하회할 전망이다. 1분기 실적 감소는 1)지난 2012년 4분기에 판매보증충당금 환입이 175억원 발행한데 따른 기저효과, 2)자동차용 냉연강판 가격 인하(톤당 65,000원)와 3월부터 소재인 열연 강판 가격을 인상한 데 따른 Roll margin 축소, 3)계절적 판매량 감소 때문이다.

동사 이익은 2분기에도 1분기와 유사한 수준에 머무를 전망이다. 판매량 증가에도 불구하고 자동차용 냉연강판 Roll margin이 1분기 대비 감소할 것으로 추정되기 때문이다. 1분기 중에 시행했던 냉연 강판 가격 인하와 열연 강판 가격 인상 효과가 2분기에는 분기 전체로 반영되기 때문이다.

### 투자의견 중립 유지: 2013년 예상 ROE 11.1% vs P/B 1.3배

동사에 대한 투자의견 중립을 유지한다. **동사 이익은 철강 시황 보다는 냉연-열연 스프레드에 따라 결정되는 구조**를 가지고 있다. 실제로 과거 2006년과 2007년에는 글로벌 철강 시장이 초 호황이었음에도 불구하고 동사 영업이익률은 각각 1.2%와 2.0%에 불과했다. 소재인 열연강판 부족에 따른 냉연강판 Roll margin 축소 때문이다. 현재 국면이 2006~2007년과 같은 상황으로 회귀할 가능성은 극히 낮다고 판단한다. 다만 동사 이익이 빠른 시일 내에 급격히 개선될 가능성도 낮아 본격적인 주가 상승을 위해서는 조금의 시간이 더 필요하다.

| 결산기 (12월) | 12/10 | 12/11 | 12/12 | 12/13F | 12/14F | 12/15F |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 (십억원) | 6,866 | 8,170 | 8,405 | 8,471 | 9,407 | 9,690 |
| 영업이익 (십억원) | 307 | 434 | 435 | 326 | 377 | 402 |
| 영업이익률 (%) | 4.5 | 5.3 | 5.2 | 3.8 | 4.0 | 4.2 |
| 순이익 (십억원) | 194 | 297 | 260 | 217 | 249 | 267 |
| EPS (원) | 2,416 | 3,699 | 3,244 | 2,703 | 3,108 | 3,333 |
| ROE (%) | 15.4 | 19.9 | 15.0 | 11.1 | 11.5 | 11.1 |
| P/E (배) | 10.4 | 9.5 | 14.0 | 12.1 | 10.6 | 9.8 |
| P/B (배) | 1.5 | 1.8 | 2.0 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 현대하이스코, KDB대우증권 리서치센터

**표 1. 현대하이스코의 2013년 1분기 연결 기준 실적 추정치 비교**

| | 1Q12 | 4Q12 | 1Q13F | | 차이 (%) |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | KDB대우 추정(A) | Consensus (B) | (A/B) |
| 매출액 | 2,108 | 2,008 | 1,921 | 1,909 | 0.6% |
| 영업이익 | 112 | 116 | 76 | 82 | -7.1% |
| 영업이익률 (%) | 5.3 | 5.8 | 4.0 | 4.3 | |
| 지배주주순이익 | 94 | 15 | 55 | 57 | -3.7% |

자료: 현대하이스코, Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터 추정 (K-IFRS 연결 기준)

**표 2. 현대하이스코의 분기별 연결 영업실적 추이 및 전망**

| | 2012 | | | | | 2013F | | | | | 1Q13 증감률(%) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 연간 | 1QF | 2QF | 3QF | 4QF | 연간 | QoQ | YoY |
| 매출액 (십억원) | 2,108 | 2,224 | 2,065 | 2,008 | 8,405 | 1,921 | 2,132 | 2,130 | 2,288 | 8,471 | -4.3 | -8.9 |
| 영업이익 (십억원) | 112 | 120 | 88 | 116 | 435 | 76 | 77 | 80 | 92 | 326 | -34.2 | -31.8 |
| 세전 이익 (십억원) | 114 | 95 | 98 | 32 | 338 | 70 | 66 | 67 | 75 | 278 | 116.5 | -38.4 |
| 순이익 (십억원) | 94 | 71 | 81 | 15 | 260 | 55 | 51 | 52 | 59 | 217 | 267.0 | -41.8 |
| 영업이익률 (%) | 5.3 | 5.4 | 4.3 | 5.8 | 5.2 | 4.0 | 3.6 | 3.8 | 4.0 | 3.8 | - | - |
| 세전이익률 (%) | 5.4 | 4.3 | 4.7 | 1.6 | 4.0 | 3.6 | 3.1 | 3.1 | 3.3 | 3.3 | - | - |
| 순이익률 (%) | 4.4 | 3.2 | 3.9 | 0.7 | 3.1 | 2.8 | 2.4 | 2.5 | 2.6 | 2.6 | - | - |
| 원/달러 환율 | 1,131 | 1,152 | 1,133 | 1,090 | 1,127 | 1,085 | 1,095 | 1,070 | 1,065 | 1,079 | -0.5 | -4.1 |

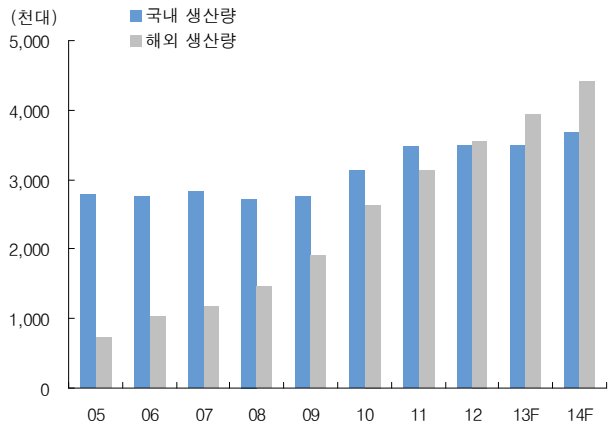
자료: 현대하이스코, KDB대우증권 리서치센터 (K-IFRS 연결 기준)

**표 3. 현대하이스코의 수익예상 변경 내용**

| | | 변경전 | | 변경후 | | 변경률 (%) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2013F | 2014F | 2013F | 2014F | 2013F | 2014F |
| 수익예상 | 매출액 | 8,541 | 9,501 | 8,471 | 9,407 | -0.8 | -1.0 |
| (십억원) | 영업이익 | 436 | 483 | 326 | 377 | -25.3 | -22.1 |
| | 세전이익 | 392 | 428 | 278 | 320 | -29.0 | -25.4 |
| | 지배주주순이익 | 305 | 334 | 217 | 249 | -29.0 | -25.4 |
| (%) | 영업이익률 | 5.1 | 5.1 | 3.8 | 4.0 | - | - |
| | 세전이익률 | 4.6 | 4.5 | 3.3 | 3.4 | - | - |
| | 순이익률 | 3.6 | 3.5 | 2.6 | 2.6 | - | - |
| 판매량 | 냉연강판 | 5,366 | 6,106 | 5,366 | 6,106 | 0.0 | 0.0 |
| (천톤) | 강관 | 1,104 | 1,104 | 1,104 | 1,104 | 0.0 | 0.0 |
| 판매단가 | 냉연강판 | 1,082 | 1,102 | 1,068 | 1,086 | -1.3 | -1.4 |
| (천원/톤) | 강관 | 1,164 | 1,179 | 1,169 | 1,181 | 0.4 | 0.2 |
| 원재료 | 열연코일(천원/톤) | 775 | 792 | 780 | 794 | 0.7 | 0.2 |
| 환율 | 원/달러 (평균) | 1,042 | 1,044 | 1,079 | 1,065 | 3.6 | 2.0 |
| | 원/달러 (기말) | 1,035 | 1,050 | 1,070 | 1,080 | 3.4 | 2.9 |

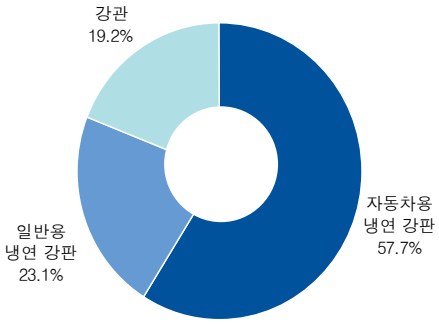
자료: 현대하이스코, KDB대우증권 리서치센터 (K-IFRS 연결 기준)

**그림 1. 현대차그룹의 국내외 자동차 생산량 추이 및 전망**



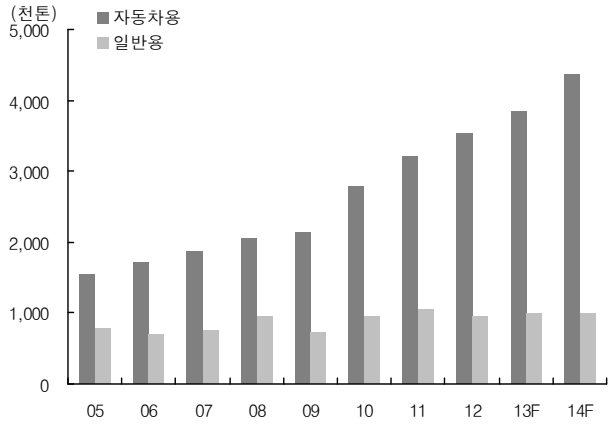

자료: : KDB대우증권 리서치센터 추정

**그림 2. 현대하이스코의 2012년 매출 구성**



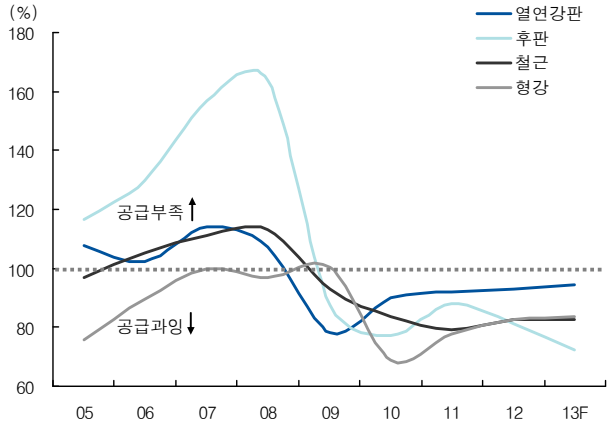

자료: 현대하이스코, KDB대우증권 리서치센터

**그림 3. 현대하이스코의 냉연강판 판매량 추이 및 전망**



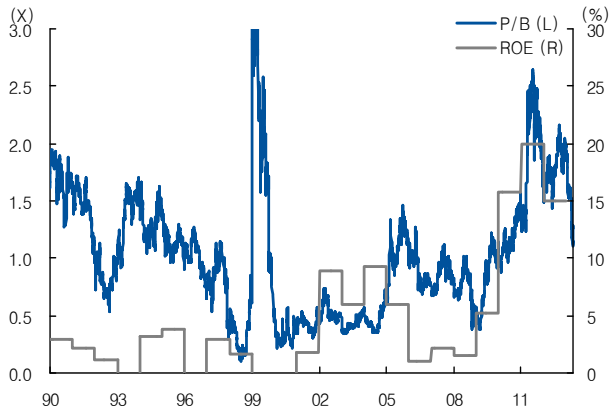

자료: 현대하이스코, KDB대우증권 리서치센터 추정

**그림 4. 국내 품목별 생산능력 대비 내수 소비량 추이 및 전망**



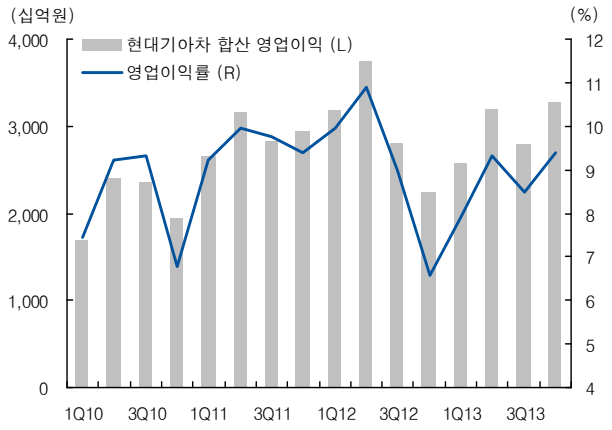

자료: 현대하이스코, KDB대우증권 리서치센터 추정

**그림 5. 현대하이스코의 ROE, P/B 추이**




자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

**그림 6. 현대, 기아차 영업이익률 추이**




자료: 현대차,기아차, KDB대우증권 리서치센터 추정

## 현대하이스코 (010520)

### 예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원) | 12/12 | 12/13F | 12/14F | 12/15F |
|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **8,405** | **8,471** | **9,407** | **9,690** |
| **매출원가** | **7,654** | **7,834** | **8,716** | **8,973** |
| **매출총이익** | **751** | **637** | **692** | **717** |
| **판매비와관리비** | **317** | **311** | **315** | **315** |
| **조정영업이익** | **435** | **326** | **377** | **402** |
| **영업이익** | **435** | **326** | **377** | **402** |
| **비영업손익** | **-97** | **-48** | **-57** | **-59** |
| 순금융비용 | 28 | 51 | 65 | 68 |
| 관계기업등 투자손익 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| 세전계속사업손익 | 338 | 278 | 320 | 343 |
| 계속사업법인세비용 | 78 | 61 | 70 | 75 |
| 계속사업이익 | 260 | 217 | 249 | 267 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | **260** | **217** | **249** | **267** |
| 지배주주 | 260 | 217 | 249 | 267 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **총포괄이익** | **240** | **217** | **249** | **267** |
| 지배주주 | 240 | 217 | 249 | 267 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 658 | 535 | 598 | 624 |
| FCF | -32 | -579 | 238 | 230 |
| EBITDA마진율 (%) | 7.8 | 6.3 | 6.4 | 6.4 |
| 영업이익률 (%) | 5.2 | 3.8 | 4.0 | 4.2 |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 3.1 | 2.6 | 2.7 | 2.8 |

### 예상 재무상태표 (요약)

| (십억원) | 12/12 | 12/13F | 12/14F | 12/15F |
|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | **2,714** | **2,515** | **2,702** | **2,930** |
| 현금 및 현금성자산 | 499 | 60 | 226 | 381 |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,051 | 1,236 | 1,223 | 1,260 |
| 재고자산 | 1,128 | 1,190 | 1,223 | 1,260 |
| 기타유동자산 | 15 | 9 | 9 | 10 |
| **비유동자산** | **2,689** | **3,072** | **3,158** | **3,225** |
| 관계기업투자등 | 9 | 8 | 6 | 5 |
| 유형자산 | 2,487 | 2,895 | 2,975 | 3,035 |
| 무형자산 | 43 | 41 | 39 | 38 |
| **자산총계** | **5,403** | **5,587** | **5,860** | **6,156** |
| **유동부채** | **2,598** | **2,598** | **2,642** | **2,690** |
| 매입채무 및 기타채무 | 1,679 | 1,464 | 1,505 | 1,550 |
| 단기금융부채 | 839 | 1,039 | 1,039 | 1,039 |
| 기타유동부채 | 81 | 95 | 98 | 101 |
| **비유동부채** | **951** | **939** | **939** | **939** |
| 장기금융부채 | 914 | 914 | 914 | 914 |
| 기타비유동부채 | 24 | 12 | 12 | 12 |
| **부채총계** | **3,549** | **3,536** | **3,580** | **3,628** |
| **지배주주지분** | **1,852** | **2,049** | **2,278** | **2,526** |
| 자본금 | 401 | 401 | 401 | 401 |
| 자본잉여금 | 272 | 272 | 272 | 272 |
| 이익잉여금 | 1,208 | 1,404 | 1,634 | 1,881 |
| **비지배주주지분** | **2** | **2** | **2** | **2** |
| **자본총계** | **1,854** | **2,051** | **2,280** | **2,527** |

### 예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원) | 12/12 | 12/13F | 12/14F | 12/15F |
|---|---|---|---|---|
| **영업활동으로 인한 현금흐름** | 760 | 48 | 551 | 523 |
| 당기순이익 | 260 | 217 | 249 | 267 |
| 비현금수익비용가감 | 332 | 318 | 349 | 356 |
| 유형자산감가상각비 | 221 | 207 | 220 | 220 |
| 무형자산상각비 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 기타 | -29 | 8 | 9 | 9 |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동 | 270 | -426 | 23 | -26 |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가) | -2 | -185 | 13 | -37 |
| 재고자산 감소(증가) | 22 | -62 | -33 | -37 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 259 | -215 | 41 | 45 |
| 법인세납부 | -102 | -61 | -70 | -75 |
| **투자활동으로 인한 현금흐름** | -936 | -607 | -297 | -270 |
| 유형자산처분(취득) | -886 | -616 | -300 | -280 |
| 무형자산감소(증가) | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 장단기금융자산의 감소(증가) | -50 | 0 | 0 | 0 |
| 기타투자활동 | 4 | 8 | 3 | 10 |
| **재무활동으로 인한 현금흐름** | 236 | 121 | -88 | -98 |
| 장단기금융부채의 증가(감소) | 299 | 200 | 0 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | -20 | -20 | -20 | -20 |
| 기타재무활동 | -45 | -60 | -68 | -78 |
| **현금의증가** | 52 | -440 | 166 | 155 |
| 기초현금 | 447 | 499 | 60 | 226 |
| 기말현금 | 499 | 60 | 226 | 381 |

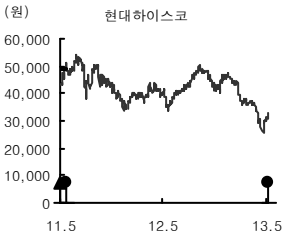
### 예상 주당가치 및 valuation (요약)

| | 12/12 | 12/13F | 12/14F | 12/15F |
|---|---|---|---|---|
| P/E (x) | 14.0 | 12.1 | 10.6 | 9.8 |
| P/CF (x) | 7.6 | 6.2 | 5.6 | 5.4 |
| P/B (x) | 2.0 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |
| EV/EBITDA (x) | 7.4 | 8.5 | 7.3 | 6.7 |
| EPS (원) | 3,244 | 2,703 | 3,108 | 3,333 |
| CFPS (원) | 6,019 | 5,310 | 5,871 | 6,096 |
| BPS (원) | 22,641 | 25,116 | 27,997 | 31,101 |
| DPS (원) | 250 | 250 | 250 | 250 |
| 배당성향 (%) | 7.6 | 9.2 | 8.0 | 7.4 |
| 배당수익률 (%) | 0.6 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 매출액증가율 (%) | 2.9 | 0.8 | 11.1 | 3.0 |
| EBITDA증가율 (%) | -4.0 | -18.7 | 11.9 | 4.2 |
| 영업이익증가율 (%) | 0.3 | -25.1 | 15.7 | 6.7 |
| EPS증가율 (%) | -12.3 | -16.7 | 15.0 | 7.3 |
| 매출채권 회전율 (회) | 8.4 | 7.9 | 8.0 | 8.1 |
| 재고자산 회전율 (회) | 7.3 | 7.3 | 7.8 | 7.8 |
| 매입채무 회전율 (회) | 7.3 | 7.3 | 7.8 | 7.8 |
| ROA (%) | 5.1 | 3.9 | 4.4 | 4.5 |
| ROE (%) | 15.0 | 11.1 | 11.5 | 11.1 |
| ROIC (%) | 11.9 | 7.5 | 7.7 | 8.0 |
| 부채비율 (%) | 191.5 | 172.5 | 157.0 | 143.6 |
| 유동비율 (%) | 104.5 | 96.8 | 102.3 | 109.0 |
| 순차입금/자기자본 (%) | 66.5 | 91.3 | 74.9 | 61.4 |
| 영업이익/금융비용 (x) | 9.3 | 5.5 | 5.5 | 5.1 |

자료: 현대하이스코, KDB대우증권 리서치센터

**현대하이스코**

노려는 보되 서두르지는 말자

### Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(═), Not covered(▨))
  ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.