

## 현대하이스코(010520)

### 매수(상향)

목표주가: 41,000원

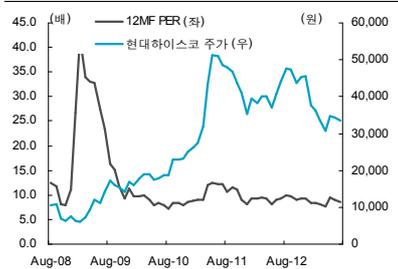
#### Stock Data

KOSPI(7/4)	1,839
주가(7/4)	33,500
시가총액(십억원)	2,687
발행주식수(백만)	80
52주 최고/최저가(원)	50,200/25,650
일평균거래대금(6개월, 백만원)	11,557
유동주식비율/외국인지분율(%)	44.0/18.7
주요주주(%)	현대자동차 외 5인 55.2
	JFE STEEL Corporation 8.0

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.6)	(25.3)	(16.5)
상대주가(%p)	(0.0)	(16.7)	(14.6)

#### 12MF PER 추이



자료: WISEIn 컨센서스

### 'Highsco'로 돌아오는 Hysco

#### 투자이견 '매수로 상향, 목표주가 41,000원 제시'

투자이견을 '중립'에서 '매수'로 상향하며 목표주가 41,000원을 제시한다. 목표주가는 12개월 forward EPS 4,124원에 PER 10배(철강 대형주 평균 PER)를 적용해 산출했다. 현 주가대비 22.4%의 상승 여력이 있다. 우리는 당초 3월에 자동차용강판 가격 하락으로 2분기에 이익이 감소할 것으로 예상했다. 그러나, 일본산 열연 조달 비중을 늘려 원가를 절감함으로써 2분기 실적 방어에 성공한 것으로 추정된다. 여기에 2분기 유통 열연 가격 하락으로 3분기 열연 투입 가격이 하락하는 가운데 미국 냉연 가격 상승과 일본 철강사들의 가격 인상으로 자동차용강판 가격이 다시 상승할 가능성이 높다. 이에 따라, 2013년과 2014년 연결기준 영업이익 전망을 각각 17.5%와 13.8% 상향했다(<표1,2>).

#### 2분기, 놀라운 실적 방어 능력을 보일 전망

지난 3월 내수용 자동차용강판 가격이 톤당 6.5만원 하락했다. 내수용은 전체 자동차용강판 출하량의 65%를 차지해 2분기 자동차용강판 평균제품가격은 톤당 3만원 하락한 것으로 추정된다. 반면 2분기 열연 투입 가격은 1분기와 유사해 spread 하락이 예상되었다. 이에 우리는 2분기 별도 기준 영업이익이 430억원으로 1분기대비 23% 감소할 것으로 전망했다. 그런데, spread 하락을 방어하기 위해 10%에 불과하던 일본산 열연 투입 비중을 2분기에는 24%까지 늘린 것으로 파악된다. 이를 통해 230억원(증가량 21만톤 X 톤당 11만원)의 원가를 절감한 것으로 추정된다. 결국, 2분기 별도기준 영업이익은 우리 예상보다 230억원이 많은 660억원으로 1분기(577억원)보다 14.7% 증가한 것으로 분석된다. 연결기준 영업이익은 936억원으로 1분기 931억원과 유사할 전망이다. 별도기준 영업이익은 늘지만 1분기에 지나치게 높았던 해외자회사의 영업이익이 정상화되면서 줄 것이기 때문이다.

#### 하반기, 출하량 증가로 이익 증가기 돌입

일본산 열연 비중을 하반기에도 유지할 수 있을까? 일본산 비중을 유지하려면 현대제철로부터 구매하는 열연 비중을 계속 낮춰야 한다. 그런데 현대제철은 당연히 이에 대해 반발할 것이다. 따라서 일본산 열연 비중은 다시 10%로 하락하고, 하반기 spread가 하락할 수 밖에 없다. 그런데, 1) 2분기에 국내 유통 열연 가격이 하락했고(그림3), 2) 최근 미국 냉연 및 도금재 가격은 반등했으며(그림4), 3) 일본 최대 철강업체인 NSSMC는 3분기에 전강종 가격을 톤당 5천엔 인상한다고 발표했다. 3분기 원재료 투입 가격이 하락하고, 제품 가격은 방어내지는 상승할 가능성도 있다. 일본산 열연 비중이 다시 하락하더라도 spread가 유지될 수 있다. 게다가 5월부터 가동을 시작한 당진 제2공장의 가동률이 점차 상승해 출하량 증가가 예상된다. 특히 자동차생산량이 가장 많은 4분기부터 100% 가동될 것이다. 하반기에 출하량 증가(그림5,6)에 따른 영업이익 증가가 예상된다.

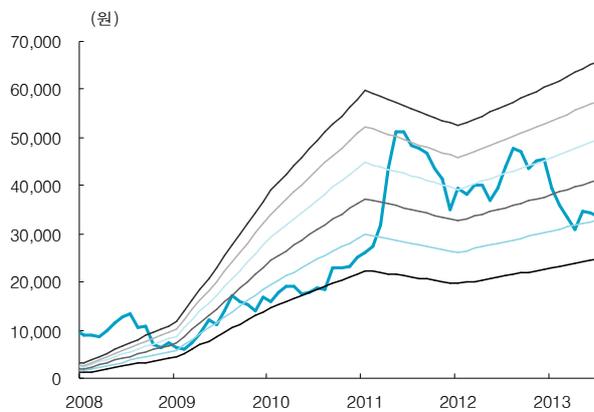
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2011A	8,170	433	382	297	3,733	53.1	685	9.4	5.7	1.7	19.9
2012A	8,405	435	338	260	3,273	(12.3)	657	13.9	7.4	2.0	15.0
2013F	8,531	397	372	303	3,815	16.6	614	8.6	6.4	1.2	15.3
2014F	9,427	470	452	352	4,432	16.2	708	7.4	5.3	1.1	15.5
2015F	9,553	485	472	368	4,631	4.5	749	7.1	4.7	1.0	14.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

최문선 3276-6182  
moonsun@truefriend.com

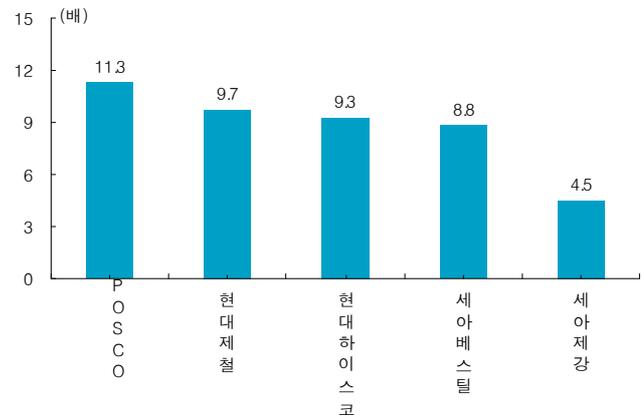
박선영 3276-6195  
sunyoung.park@truefriend.com

[그림 1] PER band



자료: 한국투자증권

[그림 2] 주요 철강업체 PER



주: 컨센서스 기준

자료: 한국투자증권

<표 1> 별도기준 실적 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 후		변경 전		증감률	
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
매출액	7,021	7,858	7,021	7,558	0.0%	4.0%
영업이익	284	355	224	298	26.4%	19.1%
세전이익	283	368	219	311	29.6%	18.3%
순이익	234	295	182	249	28.6%	18.3%

자료: 한국투자증권

<표 2> 연결기준 실적 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 후		변경 전		증감률	
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
매출액	8,531	9,427	8,532	9,128	(0.0%)	3.3%
영업이익	397	470	338	413	17.5%	13.8%
세전이익	372	452	303	367	22.5%	23.1%
순이익	303	352	242	286	25.5%	23.1%

자료: 한국투자증권

[그림 3] 국내 열연 유통 가격 추이



자료: KMJ, 한국투자증권

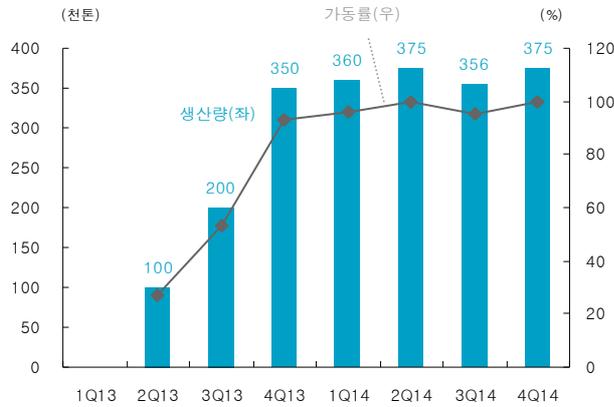
[그림 4] 미국 일반 냉연 및 도금재 가격 추이



주: 도금재는 HDG(Hot Dipped Galvanize) 가격

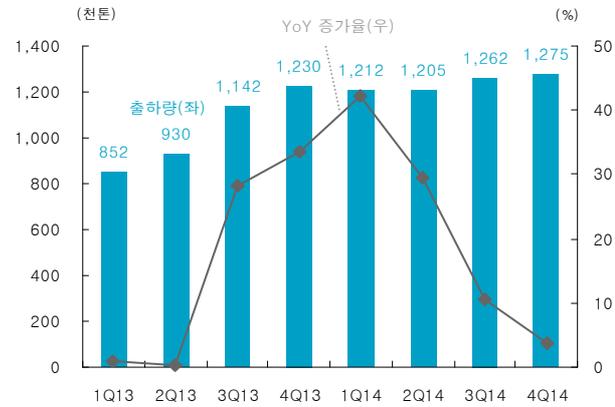
자료: Metal Bulletin, 한국투자증권

[그림 5] 당진 제2공장 생산량과 가동률 추이



자료: 한국투자증권

[그림 6] 자동차용강판 출하량 추이 - 3분기부터 내년 3분기까지 증가



자료: 한국투자증권

<표 3> 개별기준 분기 실적 전망

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F
매출액	1,758	1,921	1,747	1,649	1,542	1,628	1,890	1,961	7,075	7,021	7,858
- 자동차용강판	1,049	1,080	1,012	1,024	912	973	1,212	1,305	4,165	4,401	5,047
- 일반냉연	361	411	372	313	318	330	333	338	1,457	1,319	1,372
- 강관	377	430	363	312	312	325	345	318	1,482	1,301	1,438
영업이익	88	101	68	88	58	66	74	86	345	284	355
영업이익률	5.0%	5.3%	3.9%	5.3%	3.7%	4.1%	3.9%	4.4%	4.9%	4.0%	4.5%
세전계속사업이익	89	117	75	12	55	68	75	86	293	283	368
순이익	74	91	66	0	51	54	60	68	232	234	295

자료: 현대하이스코, 한국투자증권

<표 4> 연결기준 분기 실적 전망

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F
매출액	2,108	2,224	2,065	2,008	1,911	2,021	2,223	2,377	8,405	8,531	9,427
- 본사	1,758	1,921	1,747	1,649	1,542	1,628	1,890	1,961	7,075	7,021	7,858
- 자회사	350	303	318	359	369	393	333	415	1,330	1,510	1,570
영업이익	113	118	88	117	93	94	95	115	437	397	470
- 본사	88	101	68	88	58	66	74	86	345	284	355
- 자회사	25	17	20	29	35	27	21	30	92	113	115
영업이익률	5.4%	5.3%	4.3%	5.8%	4.9%	4.6%	4.3%	4.8%	5.2%	4.7%	5.0%
- 본사	5.0%	5.3%	3.9%	5.3%	3.7%	4.1%	3.9%	4.4%	4.9%	4.0%	4.5%
- 자회사	7.2%	5.7%	6.3%	8.1%	9.6%	6.9%	6.4%	7.1%	6.9%	7.5%	7.3%
세전계속사업이익	116	95	98	33	78	90	91	111	342	372	452
순이익	96	71	81	16	75	70	71	87	263	303	352

주: 자회사 실적은 연결 수치에서 본사 수치를 단순 차감한 수치임

자료: 현대하이스코, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

현대하이스코는 자동차용 냉연강판과 건설용 강관을 주력 생산품목으로 하는 철강사이다. 원재료인 열연을 현대제철로부터 안정적으로 공급 받아 자동차용 강판으로 가공해 현대/기아자동차에 납품하고 있다. 매출 비중은 냉연 79%, 강관 21%이다.

- 열연(HRC, Hot-rolled coil): 슬라브를 높은 온도에서 압연하여 생산. 건축재나 다른 제품의 중간재로 쓰임
- 냉연(CRC, Cold-rolled coil): 열연을 상온에서 압연. 표면이 미려하고 가공성이 우수하여 자동차나 가전 등에 사용
- 자동차용강판(GI, EGI, GA): 아연을 용융도금(GI)하거나 전기도금(EGI)을 한 냉연. 여기에 추가 합금(GA)한 것

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	2,726	2,714	2,930	3,284	3,519
현금성자산	447	499	555	660	764
매출채권및기타채권	1,080	1,058	1,109	1,226	1,290
재고자산	1,190	1,128	1,237	1,367	1,433
비유동자산	1,994	2,689	2,884	2,947	2,992
투자자산	88	122	124	137	139
유형자산	1,843	2,487	2,679	2,720	2,762
무형자산	41	43	43	48	48
자산총계	4,721	5,403	5,813	6,231	6,511
유동부채	2,565	2,598	2,695	2,818	2,789
매입채무및기타채무	1,470	1,719	1,745	1,929	1,954
단기차입금및단기사채	601	600	644	592	540
유동성장기부채	430	236	258	232	206
비유동부채	522	951	1,001	985	966
사채	299	548	578	608	638
장기차입금및금융부채	188	366	386	336	286
부채총계	3,087	3,549	3,697	3,803	3,755
지배주주지분	1,628	1,852	2,115	2,427	2,755
자본금	401	401	401	401	401
자본잉여금	269	272	272	272	272
자본조정	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)
이익잉여금	967	1,207	1,491	1,824	2,172
비지배주주지분	6	2	2	2	2
자본총계	1,634	1,854	2,117	2,429	2,756

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	469	731	389	541	548
당기순이익	298	260	303	352	368
유형자산감가상각비	250	221	215	236	261
무형자산상각비	1	2	2	2	2
자산부채변동	(153)	270	(132)	(51)	(84)
기타	73	(22)	1	2	1
투자활동현금흐름	(546)	(953)	(433)	(321)	(329)
유형자산투자	(512)	(886)	(407)	(278)	(303)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(29)	(57)	(22)	(34)	(22)
무형자산순증	(6)	(4)	(3)	(7)	(3)
기타	1	(6)	(1)	(2)	(1)
재무활동현금흐름	82	280	99	(115)	(115)
자본의증가	1	1	0	0	0
차입금의순증	101	299	118	(95)	(95)
배당금지급	(20)	(20)	(20)	(20)	(20)
기타	0	0	1	0	0
기타현금흐름	0	(5)	0	0	0
현금의증가	5	52	55	105	104

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

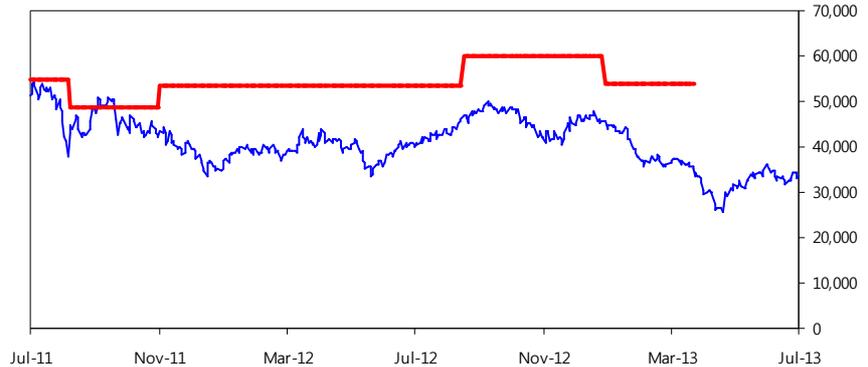
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	8,170	8,405	8,531	9,427	9,553
매출원가	7,461	7,654	7,785	8,624	8,730
매출총이익	709	751	747	803	823
판매관리비	276	317	350	333	338
영업이익	433	435	397	470	485
금융수익	61	75	47	38	38
이자수익	14	19	18	20	28
금융비용	114	100	72	56	51
이자비용	50	47	38	40	49
기타영업외손익	2	(70)	0	0	0
관계기업관련손익	0	(2)	0	0	0
세전계속사업이익	382	338	372	452	472
법인세비용	84	78	68	99	104
연결당기순이익	298	260	303	352	368
지배주주지분순이익	297	260	303	352	368
기타포괄이익	2	(21)	(21)	(21)	(21)
총포괄이익	300	240	283	332	348
지배주주지분포괄이익	298	240	283	332	348
EBITDA	685	657	614	708	749

주요 투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	3,733	3,273	3,815	4,432	4,631
BPS	20,386	23,172	26,450	30,340	34,427
DPS	250	250	250	250	250
성장성(% , YoY)					
매출증가율	19.0	2.9	1.5	10.5	1.3
영업이익증가율	39.6	0.3	(8.7)	18.4	3.3
순이익증가율	53.1	(12.3)	16.6	16.2	4.5
EPS증가율	53.1	(12.3)	16.6	16.2	4.5
EBITDA증가율	30.1	(4.0)	(6.6)	15.3	5.8
수익성(%)					
영업이익률	5.3	5.2	4.7	5.0	5.1
순이익률	3.6	3.1	3.6	3.7	3.9
EBITDA Margin	8.4	7.8	7.2	7.5	7.8
ROA	6.9	5.1	5.4	5.9	5.8
ROE	19.9	15.0	15.3	15.5	14.2
배당수익률	0.7	0.6	0.8	0.8	0.8
안정성					
순차입금(십억원)	1,072	1,233	1,296	1,093	893
차입금/자본총계비율(%)	93.0	94.6	88.4	73.1	61.0
Valuation(X)					
PER	9.4	13.9	8.6	7.4	7.1
PBR	1.7	2.0	1.2	1.1	1.0
PSR	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	5.7	7.4	6.4	5.3	4.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
현대하이스코(010520)	2011.08.10	매수	48,500 원
	2011.11.04	매수	53,500 원
	2012.08.20	매수	60,000 원
	2013.01.02	매수	54,000 원
	2013.03.27	중립	-
	2013.07.04	매수	41,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2013년 7월 4일 현재 현대하이스코 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.