

2011년 4월 30일

현대하이스코 (010520)

BUY

현대차와 현대제철 손에 손잡고, 꿀릴게 없다!

√ 잘나가는 형님 현대기아차 타고 가속성장!

현대하이스코의 성장배경에는 든든한 전방산업 계열사인 현대기아차가 존재한다. 글로벌 금융위기 이후 북미와 신흥시장에서 자동차수요가 증가함에 따라 글로벌 자동차산업 업황이 호조를 보이고 있으며, 현대기아차의 약진이 두드러진다. 북미지역과 신흥시장에서 고루 성장세를 보이는 현대기아차의 영향으로 하이스코의 냉연강판 판매량이 늘어나고 있으며, 차량 경량화 관련 기술의 확보에 따라 해외 자동차 업계에서도 공급요청이 이어지고 있다.

√ 뒤통이 든든하다, 현대하이스코의 충신 현대제철!

현대하이스코는 냉연강판 생산량을 증가시킬 계획이다. 이 때 안정적인 열연 공급은 필수 요소인데, 현대제철이라는 든든한 버팀목이 있기 때문에 문제가 없다. 현대제철은 제2고로를 100% 가동시키고 C열연 공장 가동, 그리고 제3고로 증설을 통해 열연강판의 공급량을 늘려나갈 것이다. 현대하이스코도 열연 수입 비중을 줄이고 현대제철을 통한 조달 비중을 높여 열연 공급의 안정성을 높일 계획이다.

√ Capa 증설을 통한 성장은 계속된다

현재 현대하이스코는 설비를 풀가동하며 냉연강판을 생산하고 있지만 현대기아차의 수요를 충족시키기엔 아직 부족하다. 하지만 당진, 순천공장의 2CGL 증설과 현대제철 3고로 건설에 발맞춘 제2 냉연공장 신설을 통해 600만톤 생산체제를 확립하게 되면 냉연강판 공급을 대폭 증가시킬 수 있게 된다. 이와 함께 해외 자회사들도 성장세를 기록하며 현대하이스코의 성장을 이끌 것으로 기대된다.



적정주가:	55,000원
현재주가:	43,550원 (04/29 기준)
상승여력:	26.3%

시가총액	34,927억 원
ROE	15.89%
ROA	6.41%
영업이익률	4.42%
배당수익률	0.99%
P/E Ratio	10.14
P/B Ratio	1.50

현대자동차(주)(외5인)	50.12%
JFE Steel	12.98%
외국인지분율	23.43%



리서치 5팀
 팀장 : 윤희승
 팀원 : 임경미
 김현진
 박지원

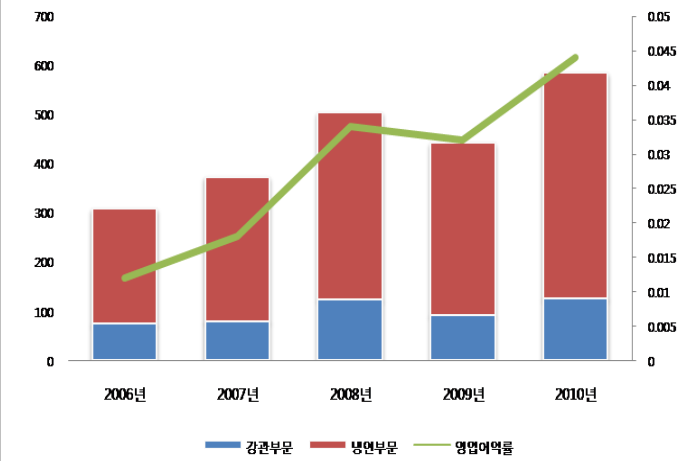
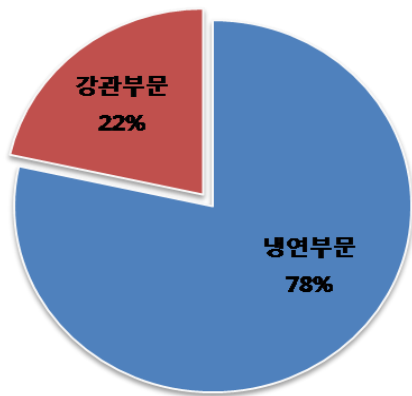
I. 현대하이스코를 소개합니다

1. 현대하이스코는?

냉연제품과 강관제품을 생산하는 현대기아차그룹의 철강기업

현대하이스코는 현대기아자동차그룹의 철강기업으로, 철강제품인 냉연제품과 강관제품을 제조 및 판매하고 있다. 1975년에 '경일공업주식회사'로 시작하여, 1999년 9월 현대그룹에서 분리되어 현대자동차그룹에 편입되었고, 2001년 '현대하이스코'로 사명을 변경한 후 지금까지 계속해서 사업을 영위하고 있다. 현대하이스코는 1979년에 강관공장 준공 후, 꾸준한 수출 및 매출증대로 지난 20년간 국내 강관업계의 선두주자로 자리매김해왔다. 또한 냉연사업에도 뛰어들어 냉연강판분야에서도 좋은 성과를 거두는 등 사업을 확장하였다. 따라서, 현재 현대하이스코의 사업부문은 냉연사업부문과 강관사업부문으로 나뉘어져 있다. 2010년 기준으로 냉연사업부문의 매출비중은 78%로 상당부분을 차지하고 있고, 강관사업부문은 22%를 차지하고 있다. 실제 수치로 보면, 2009년에 전체 매출 및 영업이익률은 4조4천억 원 및 3.23%였으나, 2010년에는 5조8천억 원 및 4.42%로 꾸준한 매출 및 영업이익률 상승을 보이고 있다.

그림 1. 매출액 기준 사업부별 비중 (2010년 기준) 그림 2. 매출액, 영업이익률 추이 (단위: 백억 원)



출처: 사업보고서, Research Team 5

출처: 사업보고서, Research Team 5

2. 사업부문 소개

냉연사업부문

전체 매출액의 78%를 차지하는 냉연사업부문

냉연사업부문은 냉연강판을 만드는 사업부로, 냉연강판은 원재료인 열연강판을 상하로 누르는 힘을 주어 원하는 두께로 압축하여 만들어진 제품이다. 냉연강판은 자동차용 소재 및 컴퓨터 케이스, 가전제품 전반, 각종 건축 자재 등에 광범위하게 사용되고 있다. 현대하이스코는 열연강판을 매입하여, 이를 요구되는 두께로 압축하는 공정을 거친 후, 표면에 아연을 도금하거나 페인트를 입혀 냉연강판을 완성시켜 이를 둥글게 말아 포장한 코일의 형태로 판매한다. 현대하이스코는 원재료인 열연강판을 현대기아자동차 그룹계열사인 현대제철에서 약 50%, 일본JFE에서 20%, 포스코에서 약 10% 정도를 매입하고 있다. 현대하이스코가 만드는 상당부분의 냉연강판은 자동차용 냉연강판으로,

모든 자동차용 냉연강판은 계열사인 현대/기아차에게 판매된다. 현재, 냉연강판을 생산하는 공장은 순천공장과 당진공장 두 곳으로, 각각 연간 180만톤과 200만톤의 생산능력을 가지고 있다. 최근 현대제철의 3고로 건설에 따른 열연강판 공급 확대와 현대차 그룹의 자동차 강판 수요 증가에 적극 대응하기 위해 당진에 제2냉연공장을 2013년 5월말 완공할 계획을 공시를 통해 발표했다.

그림 3. 냉연제품 공정



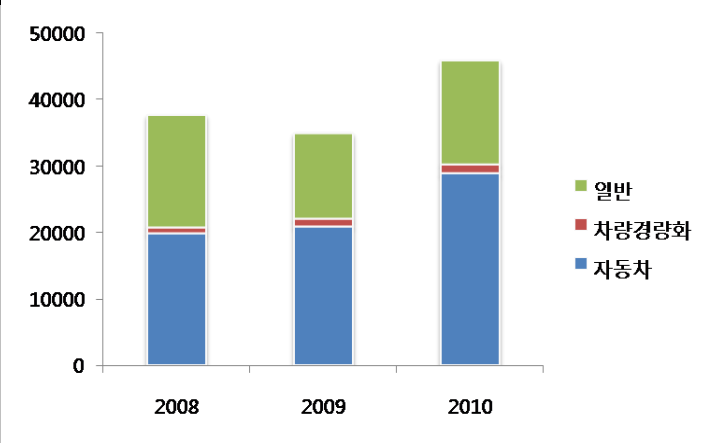
출처: 현대하이스코, Research Team 5

그림 4. 냉연강판 사진



출처: 현대하이스코, Research Team 5

그림 5. 냉연사업부문 매출액 추이 (단위: 억 원)



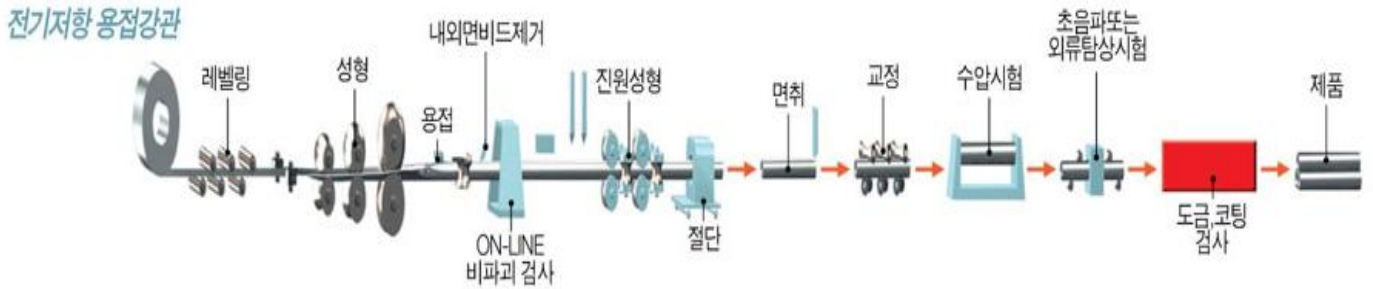
출처: 사업보고서, Research Team 5

강관사업부문

전체 매출액의 22%를 차지하는 강관사업부문

강관사업부문은 일반배관용, 대형송유관, 산업용 보일러관 등 고부가가치 제품을 생산한다. 강관이란 철 중에 탄소함량이 0.04~0.6%인 것을 지칭하는 '강'으로 만든 관을 말하는 것으로, 강관 또한 원재료는 열연강판이다. 현대하이스코의 강관생산공장은 울산공장 한 곳으로, 이 곳에서 모든 강관을 생산하고 있다. 실제로 강관사업의 매출비중은 22%이고, 열연강판사업의 이익률이 강관사업보다 높기 때문에, 현대하이스코는 앞으로의 기업의 역량을 강관사업보다는 자동차 열연강판 부문에 집중할 것으로 전망된다.

그림 6. 강관제품 공정



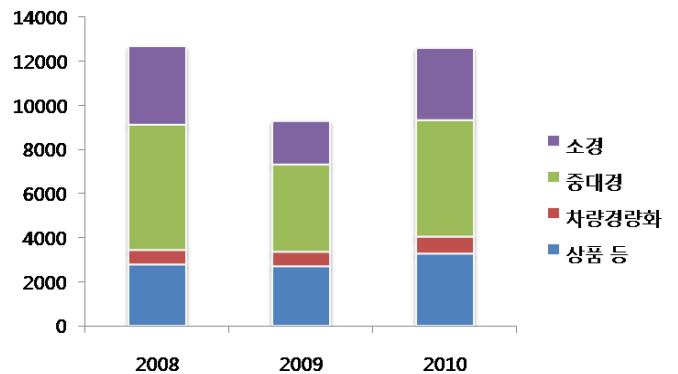
출처: 현대하이스코, Research Team 5

그림 7. 강관 사진



출처: 현대하이스코, Research Team 5

그림 8. 강관사업부문 매출액 추이 (단위: 억 원)



출처: 사업보고서, Research Team 5

3. 해외법인

미국, 중국, 인도, 유럽 등지에 산재해있는 8개의 해외법인

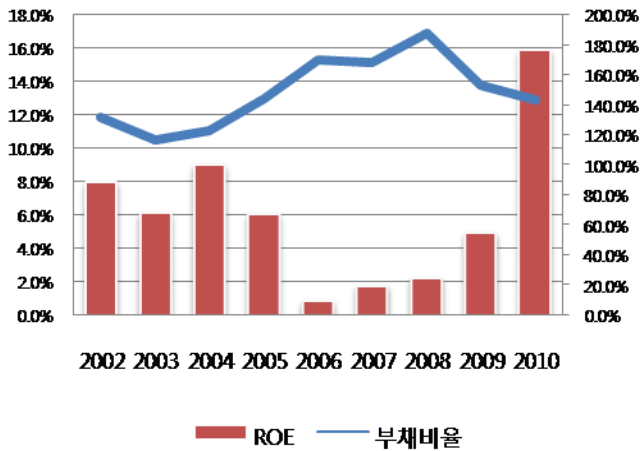
현대하이스코는 미국에 앨라배마, 휴스턴 법인, 중국에 베이징, 강소 법인, 인도법인, 유럽에 슬로바키아법인, 체코법인, 러시아법인 총 8개의 해외법인을 가지고 있다. 휴스턴법인은 냉연강관 및 강관의 판매법인이며, 나머지 법인은 냉연강관을 가공하여 판매하는 생산법인이지만, 실제로 해외법인의 정체성은 생산공장보다는 물류창고의 측면에 더 강하다. 더불어 올해 브라질 법인 신설을 추진 중에 있어 현대하이스코의 해외 진출은 힘을 더해갈 것으로 보인다.

4. 재무상황

부채비율의 감소, ROE의 꾸준한 증가, 영업현금흐름의 증가

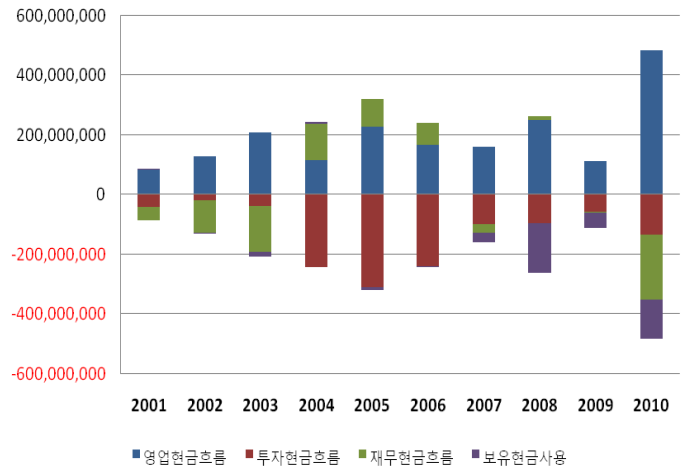
현대하이스코의 부채비율은 2008년 188%, 2009년 152.9%에서 2010년 143.5%로 감소하고 있다. 또한 ROE는 2008년 2.2%, 2009년 4.9%에서 2010년 15.9%로 증가하는 등 큰 폭의 상승세를 보이고 있다. 이를 통해 현대하이스코의 안정성이 꾸준히 강화되고 있으며 자산대비 이익률도 좋아지고 있음을 확인할 수 있다. 또한 현금흐름 변화 추이를 보면, 영업현금흐름이 2010년 큰 폭으로 증가함을 알 수 있다. 이는 현대하이스코의 매출 증가가 자연스럽게 영업현금흐름의 증가로 이어진 것으로 현대하이스코의 현금창출능력이 긍정적인 것으로 확인되고 있다.

그림 9. 부채비율, ROE 변화 추이



출처: Research Team 5

그림 10. 현금흐름 변화 추이



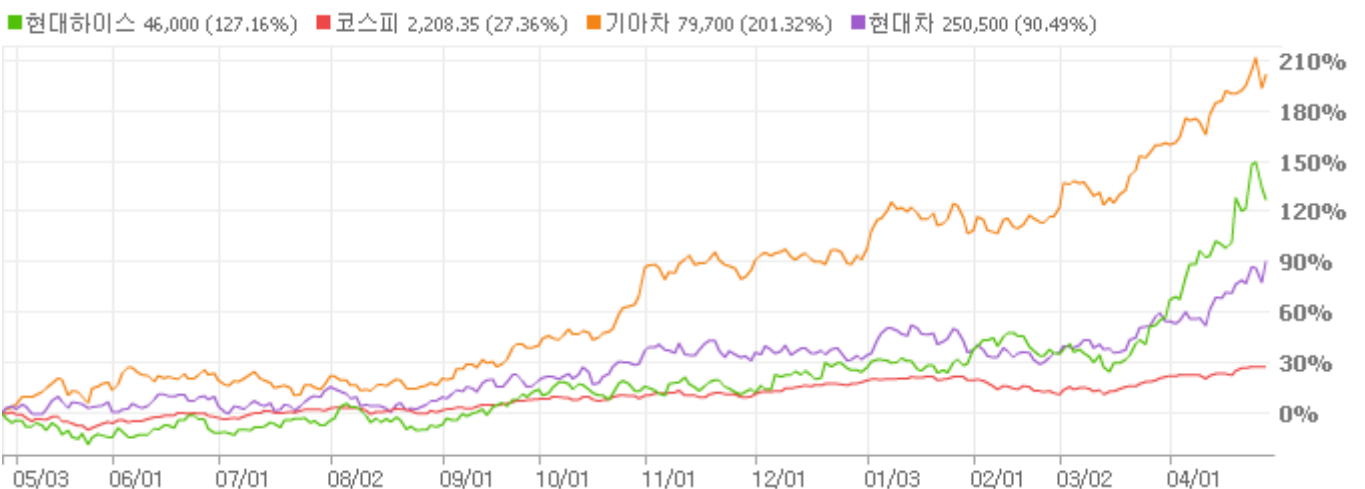
출처 : Research Team 5

5. 주가, 이미 많이 오른 것 아닌가?

아직 성장여력이 풍부한 현대하이스코

현대차와 기아차의 최근 실적 호조와 이가 지속될 기대감으로 인하여 주가 상승이 지속되면서, 이 두 기업에 열연강판을 납품하는 현대하이스코의 주가도 3월 중순 이후로 큰 폭의 상승을 보였다. 한 달 동안 최고 92.4%의 상승폭을 보여, 동기간 코스피 상승률 12.62%에 비해 매우 크게 상승했음을 확인할 수 있다. 하지만 리서치 5팀은 이러한 큰 폭의 상승에도 불구하고, 현대하이스코가 아직 더 성장여력이 남아있다고 판단하였고, 이를 증명하기 위해 현대하이스코에 투자해야하는 이유에 대해서 앞으로 분석해 보고자 한다.

그림 11. 현대하이스코, 현대차, 기아차, 코스피 주가 변화율 추이



출처: Naver 금융

Ⅱ. 현대차그룹, 자원 순환 구조의 완성!

1. 계열사 구조

현대차그룹의 자원순환형 구조 완성

현대차그룹의 주요한 상장기업들은 전후방산업 곳곳에 분포하여 완전한 자원순환형 그룹을 형성하고 있다. 먼저 그룹 내 최후방을 담당하는 현대제철은 설립초기에는 전기로를 이용한 2차 제강분야에 집중하다가 2010년 당진에 일관제철소를 완공함으로써 자체적인 판재류 생산능력을 확보하게 되었다. 현대하이스코는 한국 최대의 냉연강판 및 강관 생산업체로서 주요 매출분야인 냉연강판의 경우 순천냉연공장 건설로 180만톤, 당진 냉연공장 인수로 380만톤의 냉연강판 생산능력이 확보되었다. 또한 현대하이스코는 송유관이나 배관으로 들어가는 강판류도 생산하는데 이 분야에서 국내 최초이자 뛰어난 기술력을 인정받았다.

그림 12. 현대차그룹 계열사 자원순환 구조도



출처: 현대제철, Research Team 5

현대건설의 현대차그룹 편입

올해 현대건설이 결국 현대차그룹으로 편입되었다. 현대차는 현대건설 인수시 상당한 시너지 효과를 기대할 수 있다는 점을 인수참여 이유로 내세웠다. 현대차그룹은 현대건설의 인수를 통해서 자동차, 건설, 철강을 그룹의 핵심사업분야로 키우겠다는 비전을 내세우고 있다. 구체적으로는 현대건설의 인수를 통해서 건설용 자재로 들어가는 판재류나 강판류를 철강계열인 현대제철과 현대하이스코에서 매입하도록 함으로써 수직계열화가 가능하다.

2. 수직계열화 시너지효과

현대차그룹내 수직계열화 구조

현대차그룹의 가장 중요한 Supply Chain은 현대제철의 고로를 통해서 생산된 열연강판을 소재로 현대하이스코가 자동차용 냉연강판을 만들어 현대·기아차의 자동차에 공급하는 것이다. 이후에도 수명이 다한 자동차는 '자동차 리사이클링 센터'에서 폐차 처리돼 다시 현대제철이 생산하는 철근·H형강 등 건설용 철강제품의 원료로 재활용된다. 이렇게 생산된 건설용 철강제품은 그룹 내 건설사인 현대엠코가 토목 및 건설공사에 활용한다. 마지막으로 현대하이스코는 냉연강판, 강관류를 생산하는데 냉연강판은 현대기아차에 납품되며, 매출의 20%를 차지하는 강관류는 현대건설의 현대차그룹 편입에 따라 점차 매출이 늘어날 것으로 예상된다.

수직계열화에 따른 프로세스 단계별 연구개발 효과

현대·기아차그룹은 최고의 자동차 강판 개발을 위해 각 분야별 연구소를 개설하고 선행 연구를 하고 있다. 연구 분야는 현대제철이 조강생산과 열연강판 제조, 현대하이스코가 냉연강판 제조, 현대기아차가 완성차 개발 등을 담당하고 있다. 즉, '프로세스 단계별 연구 개발'을 진행하고 있는 것이다. 통상 자동차강판을 개발하는데 7~10년의 연구기간이 필요한데, 현대제철과 하이스코는 '선행 맞춤 연구'를 통해 개발 기간을 단축하고 우수한 품질의 제품을 확보할 수 있게 됐다. 현대제철과 하이스코는 이처럼 수직계열화의 시너지효과를 통해서 자동차강판 전문 기업으로서 해당 분야의 글로벌 경쟁력 강화에 집중하고 있다.

Ⅲ. 투자포인트1 - 현대기아차 타고 함께 간다!

1. 전세계적인 자동차산업 업황 호조

북미지역
신차 수요증가

2011년 미국에서는 금융위기 이후 구매를 미루었던 수요층의 복귀와 기존 잠재 수요가 더해지면서 신차 수요가 살아나 3월까지 전년 대비 Light Vehicle 기준으로 20.1% 상승한 305만대가 판매되었다. 연간 기준으로 2011년 연간 SAAR(연간자동차 공급률) 평균치는 1,303만대로 전년도 1,104만대의 판매량 대비해서 18% 상승할 것으로 전망된다. 또한 2011년이 2010년보다 더 가파른 회복을 보일 것으로 판단되는데, 이유는 역사적으로 미국의 신차 수요는 실업률과 반비례 관계가 있고, 특히 실업률 회복기 초기 국면에서 신차 수요 증가율이 더 가파르기 때문이다.

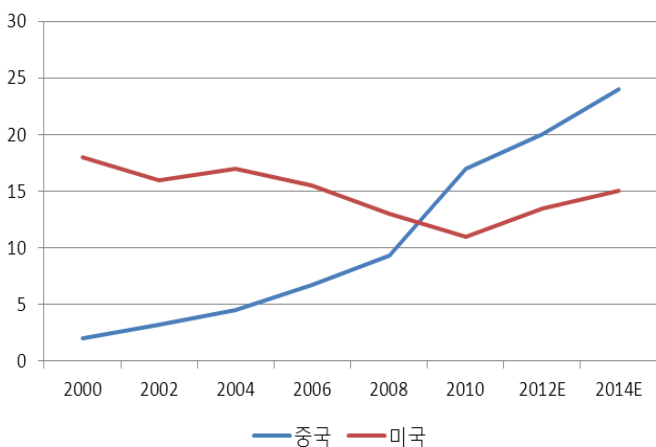
금융위기 인한
북미지역
자동차 재고감소

글로벌 금융위기 당시 북미 자동차 시장에서는 브랜드 및 공장폐쇄가 일어났다. 이에 따라 2010년 북미의 신차재고는 1985년 이후 최저수준인 2백만대 수준으로 하락하였으며, 일본 대지진 영향에 따라 북미지역에서 큰 점유율을 차지하는 일본 자동차 브랜드들의 생산차질과 북미지역 전체적인 자동차 수요증가에 따라서 재고수준은 낮은 수준을 지속하게 될 것으로 보인다. 따라서 향후 북미 지역에 공급될 신차 생산량이 늘어날 것으로 보인다.

전세계 자동차시장
신흥시장으로
Market Shift

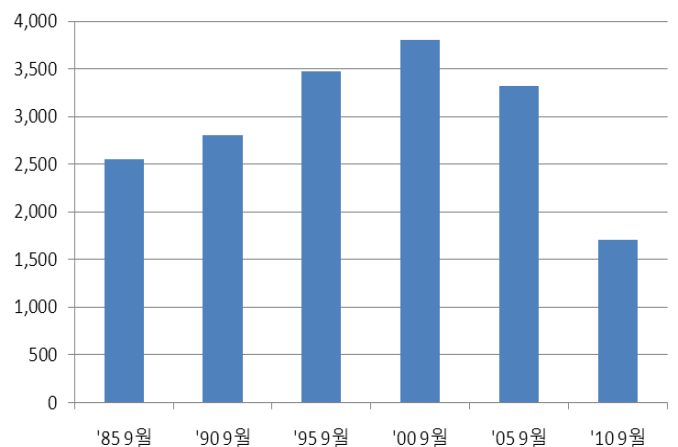
글로벌 금융위기를 거치면서 선진시장에서 신흥시장으로 주요 자동차 시장의 market shift가 가속화되고 있다. 지난해 신흥시장의 자동차 판매량 비중은 50%를 넘어섰으며, 2015년에는 59%에 이를 것으로 전망되고 있다. 이러한 신흥시장의 호조로 인해 2010년에는 전세계에서 전년대비 약 5%정도의 자동차 판매 증가가 이루어졌다. 특히 주목할 점은 신흥시장은 중국, 러시아, 브라질, 인도 등 모든 시장에서 지속적으로 높은 판매 증가세를 보였다는 점이며, 이 중에서도 인도와 중국의 성장세가 굉장히 높았다.

그림 13. 중국/미국 승용차 판매 전망 (단위: 백만 대)



출처: KB 투자증권, Research Team 5

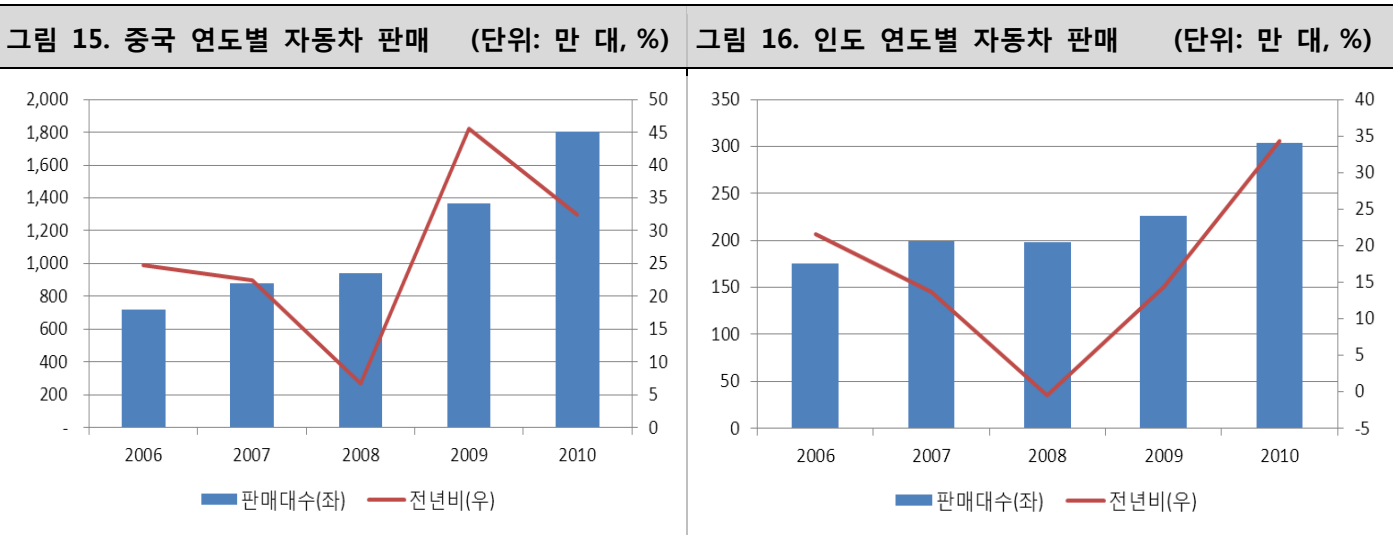
그림 14. 북미지역 신차재고 추이 (단위: 천 대)



출처: Auto News, Research Team 5

개별 신흥국가에서의 성장 전망

중국의 경우 정책 지원이 종료되는 소형차 판매가 호조를 이어가면서 신모델에 대한 수요도 급증하는 모습을 보였으며, 인도시장은 경제호조와 맞물려 주요 차급의 상위 모델 판매 증가가 두드러졌다. 러시아시장은 업체들의 신차 출시 경쟁으로 C세그먼트 판매가 크게 증가하는 모습을 나타냈으며, 브라질시장은 경제 성장과 인센티브 확대로 판매가 증가하는 모습을 보였다. 이처럼 중국과 인도 등 주요 신흥 자동차시장이 20%가 넘는 성장세를 보이면서 전세계 자동차시장의 성장을 지속적으로 견인할 것으로 보인다.



출처: 중국자동차공업협회, Research Team 5

출처: 인도자동차공업협회, Research Team 5

2. 세계 자동차시장에서 현대기아차의 성장

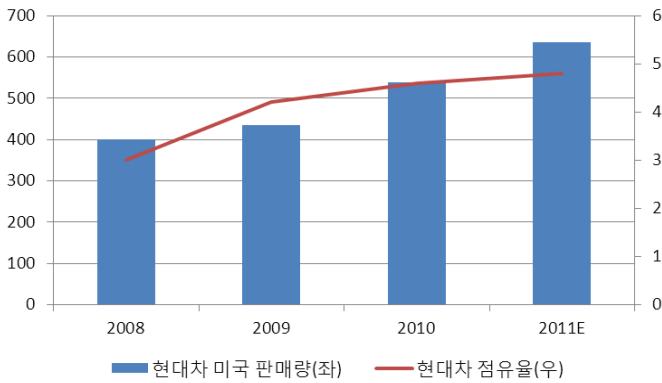
북미지역에서 현대기아차의 약진

현대기아차는 미국 자동차시장이 강하게 회복되는 기간에 현대차의 알라바마 공장(35만대), 기아차의 조지아 공장(30만대)의 Capa 증설이 맞물려 경쟁사 대비 유리한 위치에 있을 뿐 아니라 각 공장에서 신형 엘란트라와 K5 같은 주력 차종의 생산이 이어져 1분기만 아니라 2011년 연간 기준으로 미국 시장의 회복에서 최대 수혜를 입을 것으로 판단된다. 실제로 이번 4/29에 발표된 현대기아차의 1분기 실적에서 북미지역은 작년대비 약 20-30% 매출이 증가한 모습을 보이고 있다.

신흥국가에서의 현대기아차 판매전략

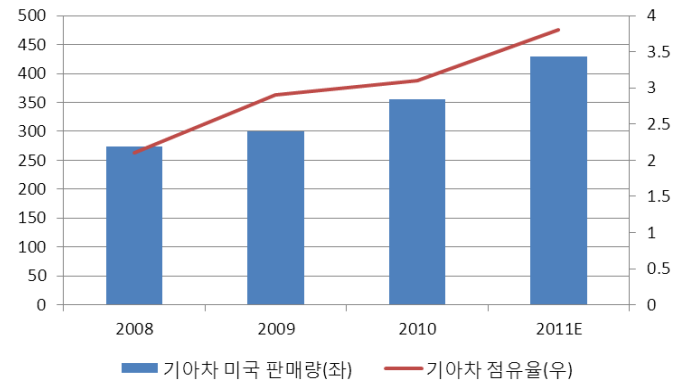
올해 현대차의 러시아 현지 공장의 본격적인 가동을 시작하면서 러시아형 액센트와 프라이드 모델의 판매가 큰 폭으로 향상되는 모습을 보임에 따라 러시아 판매와 M/S의 대폭 확대로 연결될 것으로 전망된다. 또한 세계 3위 규모의 자동차 시장인 브라질 시장 판매량은 35%의 높은 관세에도 불구하고 수입차 시장 성장과 2012년 하반기 브라질 공장 완공, 그리고 현지모델(HB) 출시로 지속적으로 높은 성장률을 보여줄 전망이다. 마지막으로 중국 시장에서는 중국정부의 에너지 절약 보조금 혜택을 현대차의 3개 모델이 적용 받았으며, YF소나타 신차 출시로 약 72만대의 판매량이 전망된다. 2012년 중국 제3공장 증설과 중국 로컬 브랜드 개발 가능성도 존재하므로 현대차의 향후 추가적인 성장도 가능할 것으로 보인다.

그림 17. 현대차 미국 판매와 점유율 (단위: 천 대, %)



출처: 현대자동차, Research Team 5

그림 18. 기아차 미국 판매와 점유율 (단위: 천 대, %)



출처: 기아자동차, Research Team 5

**일본지진으로 인한
일본 자동차 브랜드의
장기 침체**

최근 일본 대지진과 이후 벌어진 원전위기로 인해 일본 자동차 경쟁업체들의 침체가 장기화될 가능성이 대두되고 있다. 먼저 단기적으로 일본의 부품공급 차질로 생산량 감소가 예상된다. 이미 도요타는 2010년 총 생산량 대비 7%정도의 생산량 감소가 예상되는데, 이는 3월 도요타의 북미 판매실적에 반영되어 미국 전체 자동차 시장 판매량이 17% 증가한 가운데 도요타는 오히려 5.7% 감소하는 부진한 실적을 보였다. 더욱이 현 시점이 신형시장의 확장과 혁신기술의 도입을 위한 경영활동이 요구되는 상황이라는 점을 감안하면, 예기치 못한 전략차질은 일본 자동차 업체들의 침체를 장기화시킬 가능성이 높다. 북미지역에서 현대기아차의 주요 경쟁브랜드가 일본 브랜드라는 점을 생각하면 일본자동차 브랜드의 장기 침체로 현대기아차의 M/S가 늘어날 것으로 전망된다.

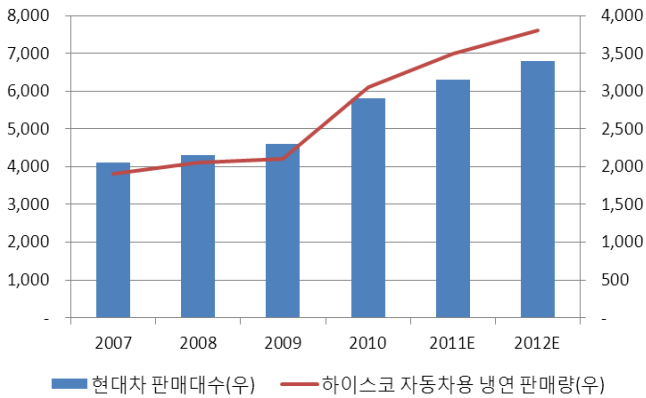
**현대차그룹의 글로벌
시장 장기전망**

현재까지 제시된 2011년 현대차 그룹의 생산목표는 650만대 수준이다. 러시아, 브라질 공장이 본 궤도에 오르는 2014년에는 750만대 수준의 생산능력을 갖추게 될 것으로 보인다. 따라서 글로벌 자동차 시장의 장기성장추세와 현대기아차의 주력차종 신차 스케줄이 2014년에 다시 재개된다는 점을 고려하면 2015년부터 기존 계획보다 미국과 신형시장에서 각각 30만대 수준의 증설이 필요하게 될 것으로 보고 있으며, 유럽/브라질/러시아 공장들의 가동률 증가 및 국내공장 UPH(시간당생산량) 상향 등으로 800만대 이상으로 생산능력이 늘어날 가능성이 높다고 보고 있다. 이를 통해 현대차 그룹은 1억대 시장에서 8~9% 수준의 글로벌 시장점유율을 유지하게 될 것으로 예상된다.

**현대기아차의 성장에
따른 하이스코의
강판 판매 증가**

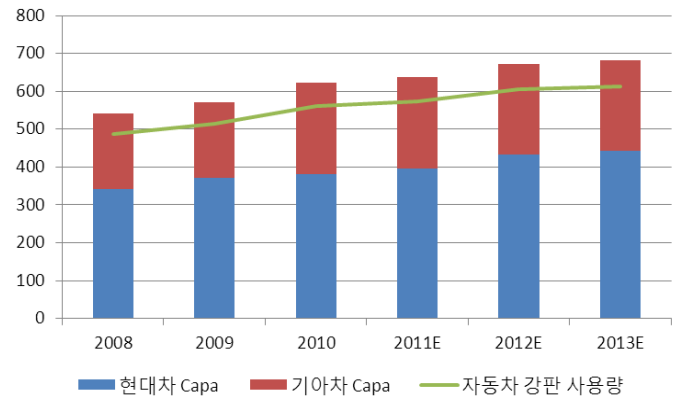
2010년 현대하이스코는 현대기아차 공장에 220만톤의 자동차 강판을 공급하였는데 이는 전체 소요량 64% 수준이다. 수출량은 67만톤을 기록하여 현대기아차 해외공장의 강판 소요량의 35% 수준에 머물렀다. 향후 국내향 자동차 강판 출하량은 220-240만톤 수준(현대기아차 국내 공장 강판소비량의 60-70%)에 머물 것이지만 수출량은 큰 폭으로 증가하여 현대기아차 해외공장 강판 소요량의 50% 수준까지 상승할 전망이다. 따라서 2013년 이후 현대하이스코의 자동차 강판 수출량은 200만톤(2011E: 90만톤)을 상회할 가능성이 높다.

그림 19. 현대기아차 자동차 판매량과 하이스코의 자동차강판 판매량
(단위: 천 대, 천 톤)



출처: 현대자동차, Research Team 5

그림 20. 현대기아차 글로벌 자동차 생산량과 예상 강판 소요량
(단위: 만 톤, 만 톤)



출처: 현대기아차, Research Team 5

3. 현대하이스코의 자동차 강판 생산 기술력

국내 최고의 자동차 강판 생산 기술력

현대하이스코는 일본의 JFE와 전략적 제휴를 통해 기술력 강화 및 현대기아차 자동차 경쟁력 향상에 기여하였다. 또한 당진공장은 세계 최초 냉연아연 도금복합설비(H-CVGL)등 첨단 자동화 설비를 구축하였으며, 자동차용 고장력 강판을 비롯 가전제품 및 건축 외관재에 사용되는 고부가가치 제품을 생산하고 있다. 최근에는 경영혁신프로그램으로 TOP2기 프로그램을 진행하고 있는데 이를 통해 절대적인 Capa 증설없이 내부공정을 혁신하여 약 70만톤정도의 추가 생산능력을 확보할 수 있을 것으로 예상되며, 식스시그마운동을 통해 지속적인 품질관리 노력을 진행 중이다.

경량화 기술 확보에 따른 세계 시장 진출 가능성

현대하이스코의 기술력은 현대기아차 Captive 마켓을 넘어서 세계적으로 인정받는 강판제조업체로 성장하는 밑거름이 되고 있다. 특히 하이브리드 자동차나 전기차 시대에 필수가 될 것으로 기대되는 경량화 기술과 관련하여 하이스코는 국내 최초 알루미늄 소재 하이드로포밍 강화 개발에 착수하였으며, 하이드로포밍 소재는 아우디, BMW와 같은 세계적 고급차종에 적용하는 최첨단 자동차 부품으로 차량경량화의 핵심소재로 각광받고 있다. 이에 따라 폴크스바겐 등 품질 기준이 까다로운 유럽업체들한테도 공급요청이 들어오고 있는데, 실제 현대하이스코는 지난해 폭스바겐과 PSV에 제품샘플을 선적한 바 있으며, 제너럴모터스(GM)의 품질테스트도 이미 마쳐서 기술력 인증이 끝난 상태로 향후 Capa 증설을 통해 해당 업체에 판매가 가능할 것으로 예상된다.

경량화 공법의 최신 기술 '핫스탬핑'공법

2009년부터 현대자동차는 신형모델에 '핫스탬핑'공법을 적용한 고강도강판을 사용하기 시작했다. 핫스탬핑 공법을 적용할 경우 원소재는 가공 전에 비해 3-5배 가량 높은 강도를 지니게 되기 때문에 해외 자동차사와 철강사의 협력개발 사례가 잇따르고 있다. 현재 아세로미탈과 티센그룹 등 소수의 대형 철강사에서만 실현한 공법으로 현대자동차도 이 공법을 개발함으로써 볼보, BMW, 폭스바겐, 도요타 등에 납품되는 제품을 생산할 수 있는 능력을 갖추게 되었다.

IV. 투자포인트2 - 고마워요, 현대제철!

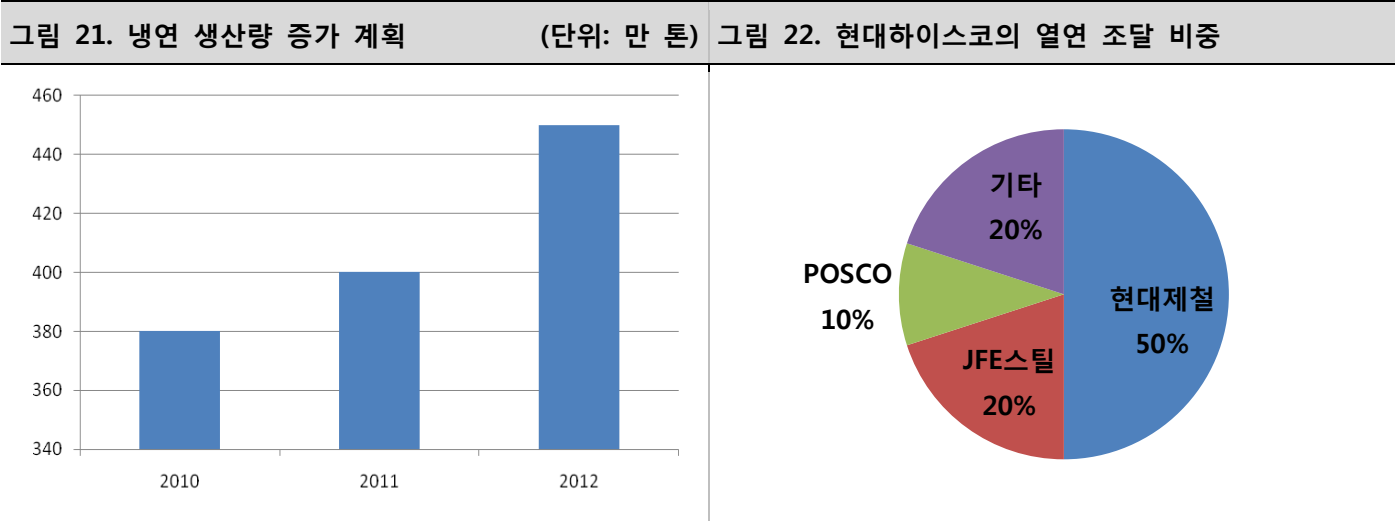
1. 안정적인 열연 조달의 필요성

현대 하이스코의 냉연 생산량 증가

현대하이스코는 자동차 업황 호조에 따라 2010년에 380만톤이었던 냉연생산량을 2011년에는 400만톤, 2012년에는 450만톤으로 증가시킬 계획이다. 냉연생산량을 증가시키기 위해 안정적인 열연 조달은 필수적인 요소인데, 현재 현대하이스코는 현대제철로부터 50%, JFE 스틸로부터 약 20%, POSCO로부터 약 10%의 비중으로 열연강판을 공급받고 있다.

현대제철이 타 기업보다 유리한 측면

현대하이스코가 현대제철로부터 공급받는 물량이 증가하면 좋은 이유는 물량 확보측면에서 안정적인 공급이 보장되기 때문이다. 또한, 운반비나 수급, 납기에 대해서도 현대제철을 통하는 것이 유리하다. 일본으로부터 공급을 받을 경우 최소한 60일 이상 납기일이 필요하지만 현대제철의 경우는 적어도 45일 이내로 POSCO보다도 빠르게 공급할 수 있기 때문이다.



출처: 사업보고서, SMIC Research Team5

출처: 사업보고서, SMIC Research Team5

2. 현대제철의 공급량이 모자란다

현대하이스코에 공급하는 현대제철산 열연량

하지만 현재 현대제철은 현대하이스코의 열연 수요량을 충족시키지 못하고 있다. 현대제철은 연간 750만 톤에 해당하는 열연을 현대하이스코에 공급하는데, 이는 현대제철이 생산하는 열연의 거의 전량에 해당한다.

현대하이스코의 수요를 못따라가는 현대제철

올해는 C열연공장을 2011년 2월 중순 예정보다도 일찍 100% 가동을 시작하였고, 월 판매량도 사상 최초로 60만 톤을 넘어섰다. 이렇게 현대제철은 지난 3월 열연 생산을 풀가동 하여 최대치를 기록하고 있지만, 여전히 현대하이스코의 수요에 미치지 못하는 양을 생산하고 있다. 이 때문에, 현대제철의 열연 생산능력이 증가하는 것이 원재료의 안정적인 조달 측면에서 현대하이스코에 중요한 요소이다.

3. 현대제철의 열연공급 증가

현대제철의 2분기 열연 공급량 증가

이러한 상황에서 현대제철은 설비 증설을 통해 현대하이스코로의 공급을 증가시키기 위해 대응을 취하고 있다. 지금까지 현대제철은 올해 1분기에 1고로만 제대로 가동되었을 뿐, 2고로는 보수 공사 때문에 완전히 가동되지 못했고, 그 결과 1분기 열연 생산량은 146만 톤에 불과하였다. 하지만 2분기부터는 2고로가 100% 가동됨에 따라 300만 톤 이상의 열연을 생산할 수 있다. 현대제철은 1분기에 생산한 열연 전량을 현대하이스코에 공급하였는데, 2분기에 열연 생산량이 증가함에 따라 더 많은 양을 현대하이스코로 공급 가능할 것이다.

C열연 공장 가동 시작

2011년 3월 15일에는 C열연공장이 가동되기 시작하였다. C열연공장에서 생산하는 열연강판은 국내 최대의 폭과 두께를 가진다는 장점이 있다. 현대제철은 C열연 공장을 고품질, 고강도의 자동차강판 전문 생산설비로 활용할 계획이다. 기존 A열연공장은 소량 다품종 위주의 특수용도 열연강판 생산설비로, B열연 공장은 중고급강재 중심의 열연강판 생산설비로 특화시켜 시너지를 극대화시키려고 한다.

현대하이스코에 공급할 수 있는 열연량 증가

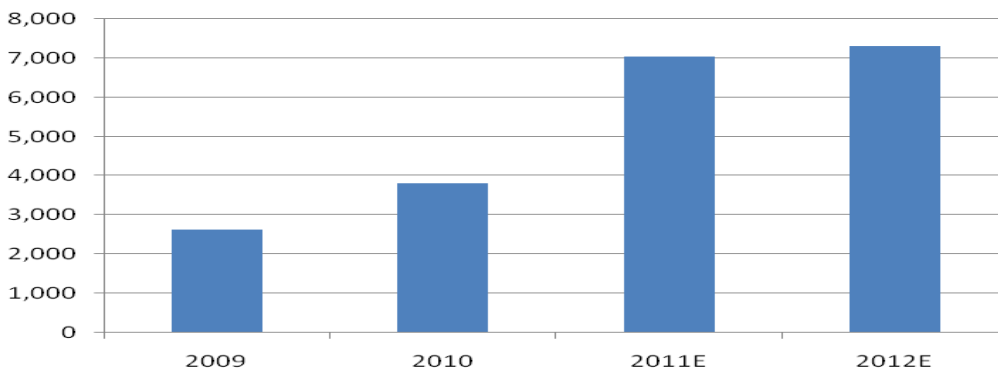
현대제철은 2011년 4월 1일, 3고로 착공에 들어갔다. 2013년에 3고로가 완공가능하며, 이후로 200만 톤 이상의 열연이 추가 공급가능 하여 현재 350만톤 규모인 C열연공장의 생산능력이 550만톤으로 확장될 것이다. 2008년 고로 건설 직전까지 현대제철의 봉형강류와 판재류의 생산 비중은 68%대 26%였다. 하지만, 3고로가 완성된 이후로는 판재류와 봉형강류의 비중이 역전될 것이다. 열연강판과 C열연 생산 능력이 증가함에 따라 현대제철은 보다 많은 양을 현대하이스코에 납품할 수 있게 된다.

현대하이스코의 일본산 열연 수입량 감축

현대제철의 열연 생산이 증가함에 따라 현대하이스코는 현대제철산 열연코일 구매량을 2010년 146만 톤에서 2011년에는 300만 톤으로 증가시킬 전망이다. 이에 따라 일본산 열연 코일 구매량은 감소할 것으로 추정된다. 이후 현대하이스코의 열연 코일 구매량에서 일본산 열연 코일이 차지하는 비중은 2010년 약 40%에서 20%대로 하락할 전망이다.

그림 7. 열연 강판 판매량

(단위: 억 원)



출처: 동부 리서치, SMIC Research Team 5

현대하이스코 냉연 생산의 원동력, 현대제철

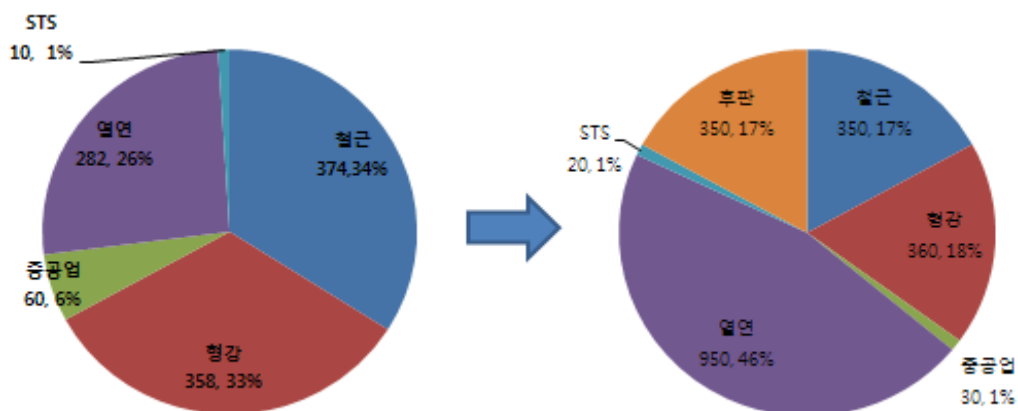
현대제철의 열연 공급 생산 능력이 확대되고, 현대하이스코의 일본제품 수입비중이 줄어들어 따라 현대제철의 열연 생산이 2008년에는 전체 생산량 대비 26% 밖에 되지 않았지만, 2014년에는 46%로 증가할 것이고 전체 열연 생산금액 역시 2008년에는 286억 원이었는데 비해 2014년에는 950억 원으로 증가할 것이다. 열연 공급의 증가와 안정화는 현대하이스코가 2010년에는 380억 원 규모였던 냉연 매출액을 2014년까지 1,050억 원으로 증가시키는 데 큰 원동력이 될 것이다.

현대하이스코 열연증 현대제철산이 증가 전망

2010년 현대제철에서 현대하이스코에 납품하는 열연은 전체 현대하이스코에서 구입하는 열연의 50%이다. 현대하이스코의 냉연 생산량 증대와 현대제철의 열연 공급량 증대를 고려했을 때 2011년에는 현대하이스코에서 구입하는 열연 중 현대제철산이 차지하는 비중은 약 80%로 증가할 예정이다.

그림 24. 현대제철의 2008년, 2014년 제품 제품구성 전망

(단위: 만 톤, %)



출처: 현대제철, Research Team 5

V. 투자포인트3 - 하이스코의 성장은 현재진행형!

1. 없어서 못 파는 자동차 강판

**1년 내내 full가동!
지난해 냉연판매
400만톤 육박**

현대기아차의 각종 신차 출시와 해외 진출 확대로 현대하이스코는 지난해 1년 내내 풀가동 체제를 유지했다. 자동차용 강판 판매 비중이 60~70%에 달하는 현대하이스코에 자동차산업 호황이 좋은 판매환경을 가져다 준 것이다. 현대하이스코의 지난해 냉연도금재 판매는 393만 4,724톤으로 전년 대비 20.6% 증가했다. 지금도 차강판은 없어서 못 판다는 말이 나올 정도이다.

쏟아지는 해외 업체들의 러브콜

업계에 따르면 현대하이스코는 최근 자동차사들로부터 차강판 공급 요청이 쇄도하고 있다. 특히 최근에는 품질에 대해 까다롭기로 소문난 폴크스바겐, PSV 등 유럽계 자동차사들로부터 차강판 공급요청이 들어오고 있다. 현대하이스코에 해외 자동차사들의 차강판 공급요청이 쇄도하고 있는 것은 1) 해외 자동차산업 호황으로 인해 차강판 공급 부족 현상이 발생하고 있고, 2) 현대하이스코가 차강판 공급사로서 유명세를 타기 시작했으며, 3) 차강판 품질에서도 세계 최고 수준이기 때문이다.

하지만 지금은 현대기아차에 공급하기도 모자라

그러나 현대하이스코는 해외 자동차사들의 공급요청을 정중히 거절하고 있는 상태이다. 생산량에 제한이 있어 '주고 싶어도 못 주는' 상태이기 때문이다. 지난해 현대하이스코는 400만톤의 냉연도금재를 생산해 이중 240만톤을 차강판으로 판매했는데, 현재 생산능력으로 현대하이스코는 현대기아차 차강판의 절반도 공급할 수 없는 상태이다.

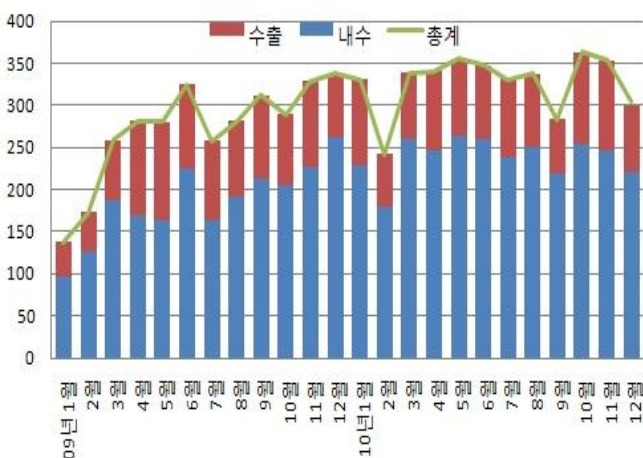
냉연 판매는 앞으로도 증가할 것!

2011년에도 판매량의 증가는 계속될 것으로 보인다. 올해 1분기 현대하이스코의 냉연강판 매출액은 1조 2,345억 원을 기록했는데, 이것은 전년 동기 대비 29% 증가한 수치이다. 현대하이스코는 합리화 작업과 공장 증설을 통해 생산능력 확장을 꾀하고 있어 시간이 갈수록 판매가 증가할 것으로 예상된다.

그림 25. 냉연도금재 판매 동향

(단위: 천 톤)

그림 26. 냉연강판 매출 실적



출처: 스틸데일리

출처: 현대하이스코

2. 당진, 순천공장 CGL 증설

55만톤 규모의 CGL설비 증설중

현재 현대하이스코는 당진과 순천공장에 용융아연도금설비의 증설(No.2 CGL)을 진행 중이다. 올해 10월에 준공 완료 예정인 당진공장 No.2 CGL은 현재 68%의 공정 진행률을 보이고 있으며 연간생산능력은 25만톤 규모이다. 그리고 순천공장 No.2. CGL은 내년 1월 준공 예정이며 현재 36%의 공정 진행률을 보이고 있다. 연간생산능력은 30만톤 규모이다. 라인 증설이 모두 완료시 당진공장의 경우 60만톤, 순천공장은 70만톤의 연간 생산능력을 보유하게 된다.

증설을 통해 품질과 효율성 제고 가능

현대하이스코는 당진공장 2CGL을 신설하면 기존 1CGL을 자동차강판인 합금화용융아연도금강판(GA) 전용으로 운영할 예정이며, 순천공장 역시 자동차강판 분야 강화 포석의 관점에서 비슷하게 운영될 가능성이 높다. 증설이 완료되면 기존에 자동차용 냉연강판과 일반냉연강판을 혼합 생산하던 방식을 라인별로 전담하는 방식으로 변경함으로써 생산 품질과 효율성을 높일 수 있어 실적에 긍정적 변화요인으로 작용할 것이다.

그림 27. 용융아연도금설비(CGL)



출처: 현대하이스코

3. 제2 냉연공장 신설

150만톤 규모의 제2 냉연공장 신설 공시

앞에서 살펴보았던 No.2 CGL 증설보다 더 큰 성장의 촉매가 될 요인은 바로 제2냉연공장의 건설이다. 현대하이스코는 지난 27일 공시를 통해 충남 당진에 9,220억원을 투자해 연산 150만톤 규모의 냉연설비(PLTCM)를 신설한다고 밝혔다. 투자기간은 2011년 9월부터 2013년 5월까지이다.

제2 냉연공장 신설로 일관공급체제 강화

현대하이스코가 2냉연공장의 신설은 현대제철 - 현대하이스코 - 현대기아차로 이어지는 일관공급체제가 확대되는데 그 의의가 있다. 앞의 투자포인트 1, 2에서 살펴보았던 현대기아차의 생산능력 확대에 따라 차강판 capa의 증대가 필요하게 되고, 현대하이스코는 2냉연공장 신설을 통해 현대제철의 3고로 투자를 통한 열연강판 물량을 소화하게 되면서 자연스럽게 현대기아차그룹의 일관공급체제가 강화된다.

완공후 냉연 600만톤 체제 구축:
현대기아차 공급 점유율 60% 예상

현대기아차는 2013년 연산 700만대 생산체제를 목표로 삼고 있다. 이에 따라 연간 600만톤 이상의 차강판이 필요한 상태이다. 그러나 2010년 현대하이스코는 현대기아차에 220만톤의 자동차 강판을 공급했다. 이는 국내 강판소요량 중 64% 수준이며, 수출량은 67만톤을 기록하여 현대기아차 해외공장의 강판 소요량의 35% 수준에 머물렀다. 2010년 기준 현대하이스코의 총냉연생산량은 약 400만톤 수준에 불과한데, 2012년까지 전사적인 합리화와 CGL 증설을 통해 생산능력을 450만톤까지 늘려도 현대기아차가 필요로 하는 차강판 공급량에 미치지 못한다. 하지만 제2냉연공장이 완공된 후에는 냉연 600만톤 체제가 구축이 되면서 현대기아차 공급 점유율이 60% 이상을 차지하게 될 것으로 전망된다.

공급량 조절을 통해 위험요소 관리할 것

물론 현대하이스코가 현대기아차의 600만톤 수요를 전부 공급하지는 않을 것이다. 현대기아차향매출비중이 너무 높을 경우 자동차 시황이 나빠질 때 리스크가 커지는 위험이 발생하므로 현대기아차향 차강판 공급량은 600만톤 중 400만톤 내외에서 조정될 것으로 보인다. 또한 증설 이후 물량이 부족해 판매하지 못했던 해외 자동차 메이커들에게도 강판을 판매할 계획이다.

그림 28. 당진 제2 냉연공장 부지



출처: 현대하이스코

표 1. 현대하이스코 설비 증설 정리

	당진공장 CGL #2	순천공장 CGL #2	당진 제2 냉연공장
연간 생산능력	25만톤	30만톤	150만톤
투자 금액	1,063억 원	1,260억 원	9,220억 원
완공 시기	2011년 10월	2012년 1월	2013년 5월
세부 내용	#1을 자동차용으로, #2는 일반용으로 전용화하여 품질 개선 및 생산성 향상		대부분이 자동차 강판용으로 집중될 가능성 높음

출처: 현대하이스코, Research Team 5

4. 해외 자회사들도 실적 개선중

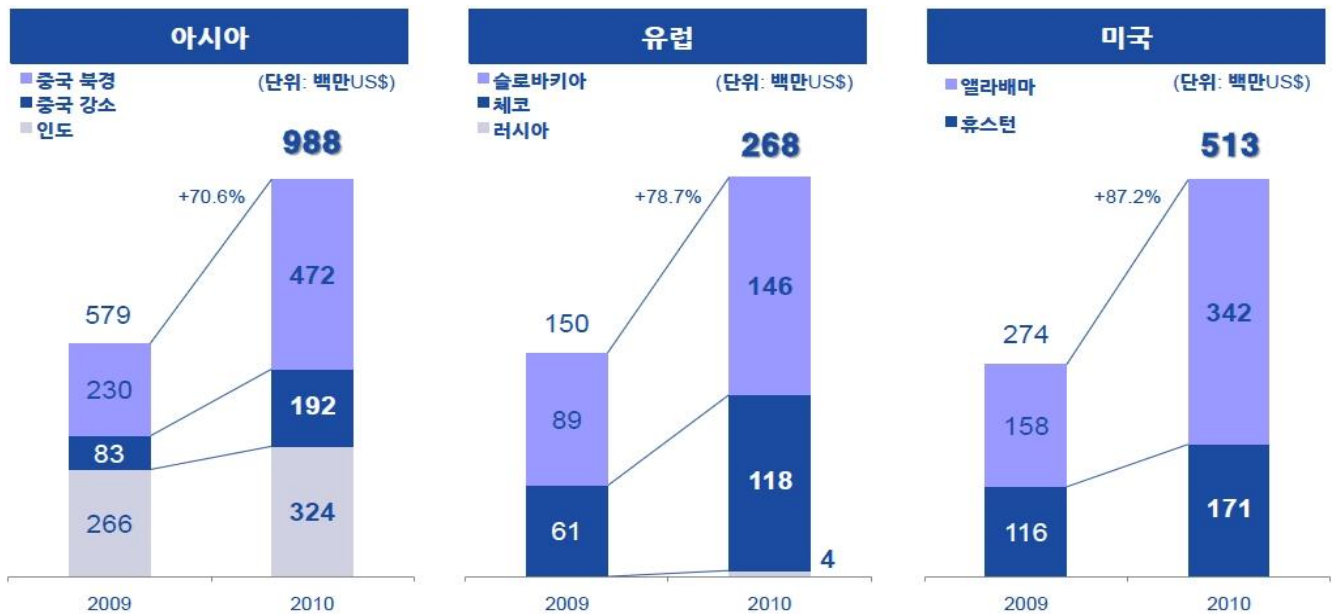
해외법인도 성장 진행 중

현대기아차의 해외생산이 확대되면서 현대하이스코의 해외법인도 성장이 진행 중이다. 성장의 추세는 실적으로 확인 가능한데, 2010년 해외법인의 매출액은 전년 대비 76.4% 증가한 17.7억 달러를 기록했다. 그리고 최근 발표된 올해 1분기 실적에서도 해외법인 매출액이 5.4억 달러로 전년 동기 대비 39.4% 증가했다.

현대기아차와 함께 동반 성장의 수혜 예상

현대하이스코는 총 8개의 해외 법인을 보유 중인데, 현재 현대차의 브라질 공장 건설 추진에 발맞춰 브라질 법인을 신설 중에 있다. 그리고 최근 완공한 유럽 3개 법인과 중국 염성, 인도 첸나이의 경우 아직 가동률이 낮은 수준이지만 향후 상승할 것으로 예상된다. 결과적으로 현대하이스코는 해외에서도 현대기아차와 함께 동반 성장의 수혜를 입을 것이다.

그림 29. 해외법인 실적 추이



출처: 현대하이스코

VI. RISK&ISSUE

1. 열연강판 가격의 상승과 단가 인하 압력?

-열연강판 가격의 상승 RISK?

원재료인 열연강판 가격의 상승의 RISK에서 안전

냉연제품과 강관제품을 생산하는 현대하이스코는 현대제철, 포스코 등으로부터 원재료인 열연강판을 매입하고 있다. 따라서 철광석의 가격이 상승하면, 철강회사들은 열연강판 등의 철강제품의 가격을 상승시키게 되고, 결국에 이는 열연강판을 원재료로 사용하는 현대하이스코의 매출원가 상승으로 이어지게 되어 회사의 수익성에 부정적인 영향을 미치게 된다. 최근의 추세를 보면, 지속되는 철강 수요의 증가로 철광석 가격이 매년 상승하고 있다. 이에 따라 4월 말, 포스코가 먼저 열연강판 가격을 톤당 90만원에서 106만원으로 17.8% 인상하였고, 뒤이어 현대제철도 포스코와 같은 수준으로 열연강판 가격을 인상하였다. 결국 이는 현대하이스코의 이익률을 저하시킬 수 있다. 하지만 현대하이스코는 원재료 가격 상승분을 즉시 제품단가에 반영시켜 판매하기 때문에, 열연강판 가격이 상승한다고 하더라도 회사의 수익성에 미치는 영향은 극히 제한적이라고 볼 수 있다.

-단가인하압력 RISK?

현대기아차로부터의 단가인하압력은 수익성 악화의 요인

현대하이스코로부터 냉연강판을 매입하는 현대차와 기아차는 현재 실적이 호조되어 상승세를 지속하고 있다. 이러한 상승세를 이어나가기 위해 현대차와 기아차는 납품기업인 현대하이스코에게 냉연강판 단가를 인하하도록 압력을 가할 수 있다. 만약, 이런 압력으로 인해 현대하이스코가 냉연강판 단가를 인하하게 된다면 이는 수익성 악화로 이어지게 되어 현대하이스코에게 RISK로 작용할 수 있다.

현대차그룹의 비전, 지분구조로 인해 쉽지 않을 듯

하지만 이는 실제로 실현 가능성이 적다고 리서치 5팀은 보고 있다. 현대하이스코는 독립적인 납품기업이 아닌 현대자동차그룹의 계열사이기 때문에, 현대/기아차의 수익성 강화를 위해 계열사의 수익성 악화를 초래하게 하지는 않을 것이다. 또한 이는 최근 현대자동차그룹이 내세우고 있는 '계열사 간 협력을 통한 시너지 창출'에 부합하지 않아 쉽지 않을 것으로 보인다.

2. ISSUE I - 현대건설 M&A로 인한 수혜

현대자동차 그룹의 현대건설 인수

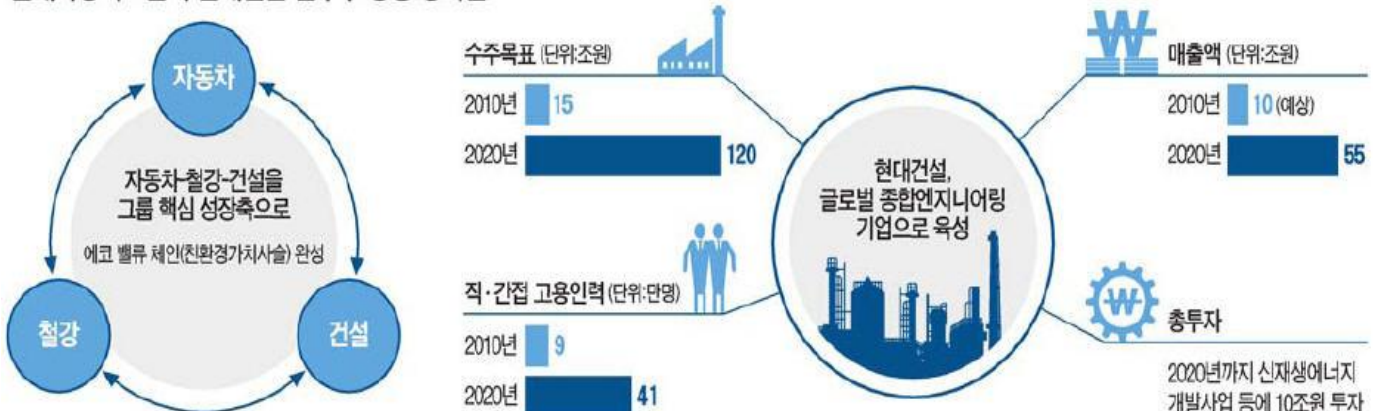
지난 1월 초, 현대자동차그룹은 현대건설의 M&A 우선협상대상자로 선정된 후, MOU 체결, 주식매매 본계약 체결 등 몇 달간의 인수작업을 순조롭게 진행하여 4월 1일, 최종 잔금 납입으로 현대건설 인수절차를 완료하였다. 현대차는 현대건설 인수를 통해 자동차, 철강, 종합엔지니어링을 그룹의 3대 핵심 성장축으로 키우겠다는 청사진을 구체화할 계획이다. 또한 자신들이 구축해 놓은 글로벌 경쟁력을 기반으로 현대건설이 고부가가치 엔지니어링 중심의 글로벌 국가기업으로 성장하도록 앞으로 꾸준한 지원을 할 것으로 보인다.

현대건설의 현대하이스코로부터의 강관매입 비중 증가 전망

더불어 현대자동차그룹 계열사 간 협력을 통한 시너지 창출을 기대하고 있다. 따라서 현대건설 인수작업 완료와 함께 현대자동차그룹 계열사들이 앞으로 현대건설 주요 납품기업이 될 것으로 보인다. 특히, 현대건설은 강관제품을 주로 현대하이스코와 휴스틸에서 매입하고 있는데, 앞으로 현대하이스코로부터의 매입비중이 증가할 것으로 전망되고 있다. 현대건설은 최근 국내 건설업계 최초로 매출 10조원을 돌파하는 성과를 낳았다. 특히 해외부문에서 수주는 2009년 대비 2010년에 약 130%정도 상승하였고, 매출은 약 13.5% 증가하였다. 따라서 현대건설은 앞으로 국내보다는 해외 부문, 특히 플랜트에 주력할 전망이다. 플랜트 건설에는 수많은 강관이 사용되기 때문에, 전체 강관제품 매입량 증가는 앞으로 현대건설이 현대하이스코로부터 강관을 매입하는 비중을 늘린다는 전망과 시너지를 내어 현대하이스코의 매출액 증가에 긍정적인 요소가 될 것으로 보인다.

그림 30. 현대차그룹의 현대건설 인수후 경영 청사진

현대자동차그룹의 현대건설 인수후 경영 청사진



출처: 한국경제

3. ISSUE Ⅱ- 신사업(연료전지개발사업+해외자원개발사업)

-연료전지개발사업

가시적인 성과가 기대되는 연료전지개발사업

현대하이스코는 지구 온난화와 환경 악화, 석유자원 고갈로 인한 심각성을 인식하고, 현대하이스코의 미래 성장 동력 발굴이라는 장기적인 비전 아래, 친환경 미래성장 사업 추진을 위해 연료전지자동차 스택용 금속분리판 생산과 건물용 연료전지 시스템 구축이라는 신사업에 뛰어들고 있다. 우선, 2004년부터 연료전지 자동차 스택용 금속분리판 개발 연구를 수행해왔으며, 2009년 12월에 국내 최초로 매년 12만매 생산규모의 연료전지용 금속분리판 시생산 라인을 구축하였고, 2010년 2월부터 금속분리판 생산을 시작했다. 이를 통해 2010년 약 87,000매의 금속분리판을 현대자동차에 납품하였고, 앞으로 시생산 라인을 더욱 확장하여 최소 매년 50만 매 이상 생산할 수 있도록 지속적으로 투자 및 개발활동을 지속할 계획에 있다.

또한 현대하이스코는 연료전지자동차 스택용 금속분리판 개발을 통해 축적해온 제작 기술을 토대로 국내 최초로 건물용 연료전지 스택에 금속분리판을 적용하였으며, 건물용 연료전지 시스템의 핵심기술을 확보하여, 2012년 그린홈 보급사업에 참여하는 것을 목표로 개발활동을 하고 있다.

-해외자원개발사업

사업다각화를 위해 해외자원개발사업에 투자하는 현대하이스코

현대하이스코는 이윤 확대 및 사업 다각화를 위해 2007년부터 해외자원개발사업에 뛰어들었다. 현재, 카자흐스탄 잠빌광구, 뉴질랜드 타라나키 광구에서의 유전 프로젝트 및 멕시코 볼레오 구리광산 프로젝트 세 곳에 지분을 투자한 상태이며, 현재까지 주목할만한 가시적인 성과는 아직 나오지 않은 것으로 보인다. 누적 투자액은 2010년 12월 31일 기준으로 약 586억원 정도로, 앞으로 현대하이스코는 미래 성장 동력 확보 차원에서 해외자원개발사업에 더욱 박차를 가할 것으로 전망된다.

VII. Valuation

[현금할인모형을 이용한 적정주가 산출]

현대하이스코의 적정주가 산출에는 DCF Method를 사용하였다. 그 이유는 현대하이스코가 철강업을 영위하고 있지만 현대기아차와 연관성이 큰 특징을 갖고 있는 만큼 비교 대상 기업의 표본 크기가 적어 상대평가를 적용하기 어려운 반면, 향후 Capa 증설을 통한 성장성을 감안해야 한다고 판단했기 때문이다.

<매출액 추정>

1) 강관 부문 매출액

2011년 매출액은 1분기의 전년 대비 실적 및 현대기아차의 판매 증가를 고려해 30%의 성장이 가능할 것이라고 판단하였다. 그리고 2011년 이후로는 예정된 설비투자의 완료, 생산공정 효율화 등의 요인을 고려하여 매출액 성장을 가정하였다. Captive Market인 현대기아차에 강관이 무리없이 공급될 것이기 때문에 매출의 성장은 충분히 달성가능한 수치라고 판단된다.

2) 강관 부문 매출액

강관부문 매출액 역시 2011년에는 1분기의 전년 대비 실적을 감안하여 전년 대비 20% 성장을 가정하였다. 이후로는 현대하이스코가 자동차 강관에 역량을 집중할 것이라고 판단하여 보수적으로 매년 5%의 성장을 가정하였다. 자세한 내용은 아래 표와 같다.

(단위: 억 원)		2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
강관	매출액	45,864	59,623	68,567	78,852	94,622	104,084
	성장률	-	30%	15%	15%	20%	10%
강관	매출액	12,601	15,121	15,877	16,671	17,505	18,380
	성장률	-	20%	5%	5%	5%	5%
합계	매출액	58,465	74,744	84,444	95,523	112,127	122,464
	성장률	-	27.8%	13.0%	13.1%	17.4%	9.2%

<DCF Valuation을 위한 재무분석과 가정>

1) 순운전자본에 대한 가정

현대하이스코의 매출채권 및 매입채무, 재고자산 운용은 최근 10년간 큰 변동없이 일정 수준을 유지하고 있다. 특히 분석 결과, 중장기적으로 매출채권회수기간(Days receivable)은 감소, 매입채무지불기간(Days payable)은 증가하는 추세를 보이며 Cash Conversion Cycle 하향안정되는 흐름을 보이고 있음을 확인하였다. 이러한 흐름은 앞으로도 그룹사 내 거래 비중이 커지면서 안정될 것으로 전망되며, 2010년과 동일한 수준을 가정하였다.

2) CAPEX, 감가상각비 가정

현재 투자 중이거나 예정인 CGL 증설과 제2 냉연공장 신설에 대한 투자(표1 참조)를 현재 가동률과 투자기간에 따라 연도별로 반영하였으며, 감가상각도 설비투자의 완료 이후 증가하는 추세를 보일 것으로 추정하였다.

3) 기타

목표주가 산출에 미치는 영향이 미미한 계정들은 최근 5년치 평균, 또는 매출액 증가에 따라 비율을 조정하여 산정하였다.

<비용 추정>

1) 매출원가, 판관비

현대하이스코가 상대적으로 수익성이 좋은 강판 부문에 집중하면서 매출원가는 현재보다 하향안정될 것으로 가정하였다. 판관비율은 상대적으로 낮은 수치를 보여주고 있는데(2010년 3.7%) 매출액이 증가하면서 2010년보다 소폭 낮은 수준에서 안정될 것으로 판단하였다.

2) 이자손익, 법인세

이자손익의 경우 최근 5년간 큰 변화 없이 일정한 수준을 유지하고 있음을 확인할 수 있었다. 따라서 최근 5년의 평균치를 적용하였다. 유효법인세율은 20%를 가정하였다.

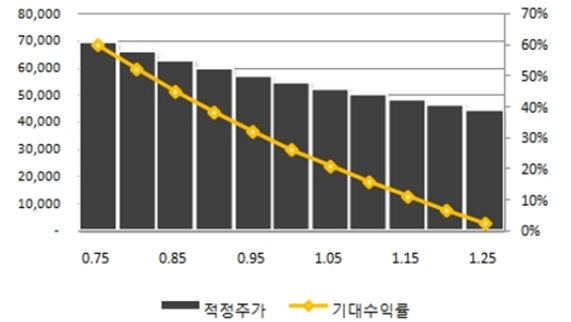
<WACC>

타인자본비용은 최근 공시를 통해 밝힌 무보증사채의 발행수익률인 4.40%를 책정하였으며, 베타의 경우 최근의 주가 급등으로 인해 1년치 일별베타는 적정주가 추정에 적합하지 않다고 판단하여 1을 가정하였다. (이하 자세한 내용은 아래 표를 참조)

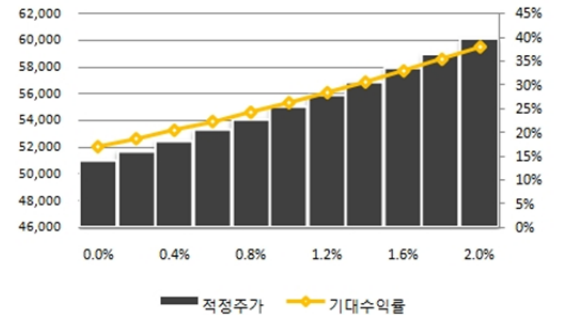
FCFF 추정	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
매출액	58,465	74,744	84,444	95,523	112,127	122,464
가중평균 성장률		27.8%	13.0%	13.1%	17.4%	9.2%
영업이익	2,586	3,812	4,391	5,158	6,167	6,736
OP. margin	4.4%	5.1%	5.2%	5.4%	5.5%	5.5%
NOPLAT	2,157	3,050	3,513	4,127	4,934	5,388
유무형자산 감가상각	1,928	1,883	2,385	3,225	3,424	2,985
총 현금유입	4,084	4,932	5,898	7,352	8,357	8,373
IC	15,570	17,574	20,866	20,149	17,377	14,956
ROIC		18.4%	18.3%	20.1%	26.3%	33.3%
IC 증가액	(157)	3,887	5,677	2,508	652	564
유무형자산 감가상각	1,928	1,883	2,385	3,225	3,424	2,985
총 투자액	1,771	5,770	8,062	5,733	4,076	3,549
FCFF	2,314	(838)	(2,164)	1,619	4,282	4,825
할인기간		0.67	1.67	2.67	3.67	4.67
FCFF 현재가치	-	789	1,863	1,274	3,081	3,174

적정주가 추정	
주주지분가치(시가총액)	36,892
타인자분가치(IBD)	8,732
<hr/>	
타인자본비용	4.40%
3yr 국채수익률(2011. 4. 29)	3.79%
Beta	1.00
한국시장 프리미엄	7.00%
자기자본비용	10.79%
WACC	9.38%
<hr/>	
영구성장률	1.00%
예상 ROIC	33.33%
FCFF 추정	5,227
Terminal Value	62,359
<hr/>	
현재가치 합	4,877
PV of TV	41,023
현금 + 시장성유가증권	4,190
비영업용자산	2,760
Value of the Firm	52,850
(-)Value of the Debt	8,732
전환사채	
신주인수권부사채 및 S/O 등	
우선주 현재주가	
우선주 발행주식수	0
(-) Value of the preferred stocks	0
Value of the Equity	44,118
발행주식수	80,200,000
희석주식수	
적정주가	55,010
현재주가	43,550
기대수익률	26.3%

민감도 분석		
Beta	적정주가	기대수익률
0.75	69,691	60.0%
0.80	66,285	52.2%
0.85	63,141	45.0%
0.90	60,229	38.3%
0.95	57,526	32.1%
1.00	55,010	26.3%
1.05	52,663	20.9%
1.10	50,468	15.9%
1.15	48,413	11.2%
1.20	46,483	6.7%
1.25	44,669	2.6%



민감도 분석		
영구성장률	적정주가	기대수익률
0.0%	50,971	17.0%
0.2%	51,709	18.7%
0.4%	52,479	20.5%
0.6%	53,284	22.4%
0.8%	54,127	24.3%
1.0%	55,010	26.3%
1.2%	55,936	28.4%
1.4%	56,909	30.7%
1.6%	57,932	33.0%
1.8%	59,008	35.5%
2.0%	60,143	38.1%



<투자의견>

현금할인모형을 통한 현대하이스코의 적정주가는 55,000원으로, 현재 주가 대비 26.3%의 상승여력이 있다. 최근 3일간 주가가 10% 이상 하락하며 단기적인 조정을 받고 있는 모습이지만, 조정의 폭은 생각보다 크지 않을 것이며 오히려 지금이 매수의 기회라고 판단된다. 이상의 내용에 기초하여 Research Team 5는 현대하이스코에 대한 투자의견 **BUY**를 제시한다.

VIII. Appendix

손익계산서				
(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
매출액	37,319	50,346	44,233	58,465
매출원가	34,597	46,300	41,026	53,716
매출총이익	2,722	4,046	3,207	4,749
판매비	2,032	2,330	1,780	2,163
인건비	264	292	278	376
감가상각비	11	16	16	14
무형자산상각비	11	10	9	9
연구개발비	0	7	0	0
마케팅비	13	18	30	38
기타 판매비	1,733	1,987	1,446	1,726
영업이익	690	1,716	1,427	2,586
영업외손익	-644	-1,448	-738	-200
이자손익	-533	-534	-512	-417
지분법손익	1	196	26	426
외환차손익	-2	-769	57	-53
외화환산손익	-22	149	25	-25
기타 영업외손익	-89	-490	-334	-131
세전계속사업이익	46	268	689	2,386
법인세비용	-133	39	145	396
당기순이익	179	229	544	1,990
EPS	223	286	678	2,481

현금흐름표				
(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
영업활동 현금흐름	1,600	2,507	1,109	4,832
당기순이익	179	229	544	1,990
비현금수익비용가감	1,760	2,624	1,319	1,918
감가상각비	1,448	1,505	1,489	1,884
무형자산상각비	51	46	43	43
외화환산손익	-22	149	25	-25
지분법평가손익	1	196	26	426
기타	281	729	-263	-411
영업활동으로인한 자산부채	-339	-347	-754	924
투자활동 현금흐름	-981	-974	-567	-1,355
유형자산 투자	924	653	356	1,111
유형자산 처분	9	3	2	0
무형자산 증감	0	0	0	0
지분법자산 증감	39	136	195	86
기타	-27	-187	-19	-158
재무활동 현금흐름	-304	117	-27	-2,156
단기IBD 증감	-3,070	885	709	-1,821
장기IBD 증감	1,673	1,265	3,388	2,004
지분증감	0	0	0	0
배당금 지급	-80	-79	-79	-119
기타	1,174	-1,954	-4,045	-2,219
순현금흐름	315	1,650	515	1,321
기초현금	367	682	2,332	2,847
기말현금	682	2,332	2,847	4,168

대차대조표				
(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
유동자산	8,832	12,261	11,910	15,653
현금 및 현금등가물	716	2,361	2,871	4,190
매출채권	4,326	4,969	5,671	5,943
재고자산	3,270	4,360	3,278	5,314
비유동자산	17,994	17,673	17,425	17,108
투자자산	608	1,520	1,789	2,427
유형자산	16,829	15,575	15,176	14,255
무형자산	243	179	136	93
자산총계	26,826	29,934	29,335	32,761
유동부채	8,592	12,022	10,856	12,527
매입채무	4,137	7,160	5,403	8,206
단기차입금	1,078	1,376	0	0
유동성장기차입금	1,352	1,953	4,039	2,217
비유동부채	8,226	7,518	6,877	6,780
사채	8,226	7,518	6,877	6,780
장기차입금	1,135	1,172	532	313
부채총계	16,819	19,540	17,734	19,307
자본금	4,010	4,010	4,010	4,010
자본잉여금	4,021	4,021	4,021	4,021
이익잉여금	2,033	2,193	2,620	4,491
자본조정	-69	-69	-69	-69
자본총계	10,008	10,393	11,601	13,454

주요투자지표				
	2007	2008	2009	2010
Growth Ratios				
매출액성장률 %	22.2%	34.9%	-12.1%	32.2%
EBITDA성장률 %	24.8%	49.2%	-9.4%	52.5%
EBIT성장률 %	50.3%	84.3%	-5.3%	37.1%
총자산성장률 %	0.0%	11.6%	-2.0%	11.7%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	7.3%	8.0%	7.2%	8.1%
EBITDA margin %	5.9%	6.5%	6.7%	7.7%
EBIT margin %	1.8%	3.4%	3.2%	4.4%
세전이익률 %	0.1%	0.5%	1.6%	4.1%
당기순이익률 %	0.5%	0.5%	1.2%	3.4%
Stability Ratios				
부채비율 %	168.1%	188.0%	152.9%	143.5%
순부채비율 %	97.2%	80.1%	67.7%	33.8%
유동비율 %	102.8%	102.0%	109.7%	125.0%
당좌비율 %	64.7%	65.7%	79.5%	82.5%
이자보상배율	117.5%	278.3%	243.0%	506.9%
Performance Ratios				
ROE %	1.8%	2.2%	4.7%	14.8%
ROA %	0.7%	0.8%	1.9%	6.1%
ROIC %	2.6%	7.2%	5.9%	12.0%
Per Share Ratios				
BPS	12,478	12,959	14,465	16,775
DPS	99	99	149	248

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.