



Outperform(Upgrade)

목표주가: 33,000원(상향)

주가(03/17): 29,600원

시가총액: 10,749억원



자동차/부품 Analyst 신윤철
yoonchul.shin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(03/17)		2,395.69pt
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	45,000 원	28,050원
등락률	-34.2%	5.5%
수익률	절대	상대
1M	-8.4%	-6.2%
6M	-22.4%	-22.8%
1Y	-32.0%	-22.1%

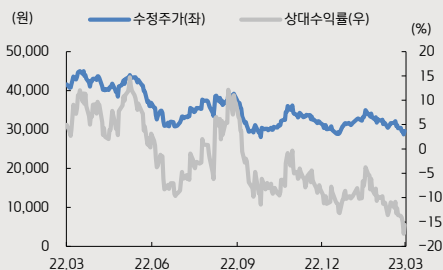
Company Data

발행주식수	36,313 천주
일평균 거래량(3M)	57천주
외국인 지분율	2.0%
배당수익률(2023E)	0.0%
BPS(2023E)	8,902원
주요 주주	일진다이아몬드 59.6%

투자지표

(억원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,177	1,091	1,233	1,328
영업이익	98	28	32	58
EBITDA	144	82	107	117
세전이익	107	86	97	74
순이익	90	70	80	61
지배주주지분순이익	90	70	80	61
EPS(원)	284	194	221	168
증감률(%, YoY)	-47.1	-31.7	13.8	-23.8
PER(배)	192.0	153.9	134.1	176.0
PBR(배)	6.44	3.44	3.33	3.26
EV/EBITDA(배)	118.4	99.8	83.7	84.0
영업이익률(%)	8.3	2.6	2.6	4.4
ROE(%)	5.0	2.3	2.5	1.9
순차입금비율(%)	-89.2	-84.0	-55.3	-27.4

Price Trend



Earnings Update

일진하이솔루스 (271940)

연내 유럽 상용 FCEV 신규 수주 기대



일진하이솔루스는 현재 복수의 유럽 메이저 완성차 업체의 상용 FCEV 신차에 대한 수소연료탱크 수주를 타진하고 있다. 신규 수주 여부는 연내 결정될 것으로 보이며, 수주가 확정될 경우 '26년 말 준공을 타겟으로 유럽 현지 수소연료탱크 공장을 확보하기 위한 초기투자 역시 연내 집행될 전망이다. 이는 일진하이솔루스 수소사업부가 중장기적으로 현대차 넥소 매출 의존도를 낮춰 가기 위한 중요한 분수령이 될 것으로 판단한다.

>>> 탄소섬유 원가 부담과 넥소 생산량 부진 지속 전망

동사의 '22년 연간 실적은 매출액 1,091억 원(-7.3% YoY), 영업이익 28억 원(-71.7% YoY)을 기록하며 당사 추정치(매출액 1,270억 원, 영업이익 81억 원) 및 시장 기대치(매출액 1,080억 원, 영업이익 31억 원)를 하회했다. 연간 1.2만 대로 예상되었던 현대차 넥소 생산 실적이 1만 대를 소폭 상회하는 데 그쳐 추정치 대비 고정비 부담이 상승했으며, 수소연료탱크 원재료인 탄소섬유의 매입원가 부담 역시 2H22부터 본격 가중되었기 때문이다.

작년의 감익 요인들은 올해에도 영향이 지속될 전망이다. 최근 정부가 '23년 현대차 넥소 내수 보급 목표치를 1.6만 대로 제시했으나 달성 가능성은 현실적으로 낮다고 판단한다. 또한 탄소섬유 업계 전반의 Capa 증설이 완료되는 '25년 이전까지는 매입원가 부담이 크게 완화되기 어려울 전망이다.

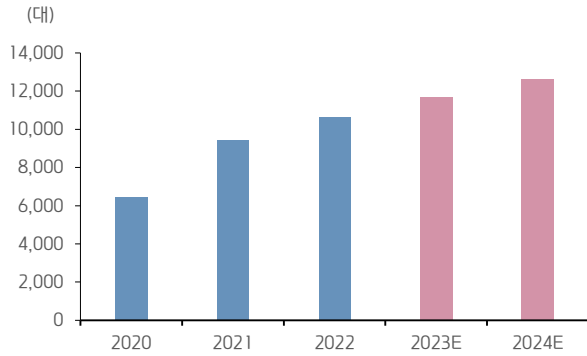
>>> 주가 회복 트리거는 신규 고객사 수주로부터

'22년 기준 동사 연간 매출액의 65.8%가 넥소향 수소연료탱크 공급에서 발생했다. 넥소 생산 실적이 크게 성장하지 않았음에도 매출 의존도가 '20년 40.9% → '21년 55.6% → '22년 65.8%로 급격히 높아져 왔다. 즉 외형 성장을 촉진하기 위해서는 이제 고객사 다변화가 필요한 시점이다. 연내 수주가 기대되는 유럽 신규 고객사 상용 FCEV향 ASP는 넥소 대비 6~7배로 추정된다. 신규 유럽공장 건설 자금은 기확보된 현금 및 현금성자산과 영업현금흐름으로 충당이 가능할 전망이다. 또한 올해를 끝으로 실질적인 일몰이 예정된 환경사업부를 대체할 튜브트레이일러 신사업 역시 올해 말부터 신규 고객사에 초도물량을 공급함으로써 향후 사업성을 시장에서 평가 받게 될 전망이다.

>>> 투자의견 Outperform, 목표주가 33,000원으로 상향

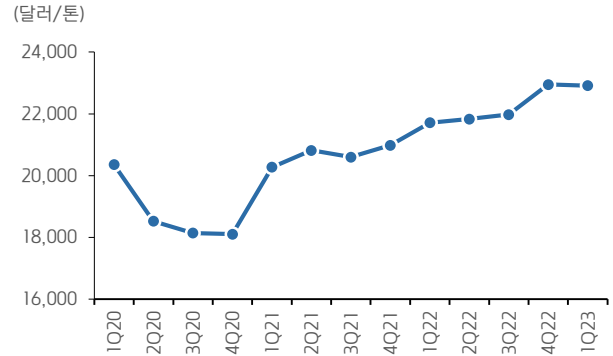
동사에 대한 투자의견을 Marketperform에서 Outperform으로, 목표주가는 33,000원으로 상향한다. 올해 영업이익률의 전년 대비 개선은 크게 기대하기 어려울 전망이지만, IPO를 통해 확보한 현금 및 현금성자산 약 2,500억 원에서 발생하는 이자수익이 전년 대비 성장하며 순이익 단에서의 수익성 보전이 가능할 전망이다. 목표주가는 차세대 넥소향 수소연료탱크 납품 개시와 탄소섬유 매입원가 하락이 동시에 기대되는 '25년 실적 당사 추정치 EBITDA 330억 원, 순차입금 -208억 원에 Target Multiple 36.0배를 적용해 산출했다.

현대차 넥소 연간 생산량 추이 및 전망



자료: Marklines, 키움증권 리서치

탄소섬유 분기 평균 수출가격 증감 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치
주: 1Q23은 2월 누적 기준

일진하이솔루스 Valuation Table

항목	추정치	비고
EBITDA(십억원)	33	2025년 EBITDA 당사 추정치
Target Multiple(배)	36.0	국내 수소생태계 밸류체인 2023년 EV/EBITDA 중단
적정 기업가치(십억원)	1,188	
순차입금(십억원)	(21)	2025년 순차입금 당사 추정치
수정평균발행주식수(천주)	36,313	
적정주가(원)	33,256	
목표주가(원)	33,000	
전일종가(원)	29,600	
Upside	11.5%	

자료: 키움증권 리서치

상용 FCEV 양산차 수소연료탱크 탑재 사례: 미국 수출형 현대차 엑시언트 FCEV(700bar 적용)



자료: 현대차, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,177	1,091	1,233	1,328	1,517
매출원가	869	856	988	1,025	1,152
매출총이익	308	235	245	303	365
판매비	210	207	213	244	287
영업이익	98	28	32	58	78
EBITDA	144	82	107	117	330
영업외손익	9	59	68	19	11
이자수익	11	59	68	20	11
이자비용	0	0	0	0	0
외환관련이익	0	1	1	1	1
외환관련손실	0	1	0	0	0
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	-2	0	-1	-2	-1
법인세차감전이익	107	86	97	74	84
법인세비용	17	16	16	13	14
계속사업손익	90	70	80	61	70
당기순이익	90	70	80	61	70
지배주주순이익	90	70	80	61	70
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	3.7	-7.3	13.0	7.7	14.2
영업이익 증감율	-35.0	-71.4	14.3	81.3	34.5
EBITDA 증감율	-21.6	-43.1	30.5	9.3	182.1
지배주주순이익 증감율	-42.2	-22.2	14.3	-23.8	14.8
EPS 증감율	-47.1	-31.7	13.8	-23.8	13.8
매출총이익률(%)	26.2	21.5	19.9	22.8	24.1
영업이익률(%)	8.3	2.6	2.6	4.4	5.1
EBITDA Margin(%)	12.2	7.5	8.7	8.8	21.8
지배주주순이익률(%)	7.6	6.4	6.5	4.6	4.6

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,046	2,938	2,119	1,261	615
현금 및 현금성자산	775	137	410	589	139
단기금융자산	1,970	2,510	1,380	317	73
매출채권 및 기타채권	76	109	124	133	152
재고자산	220	164	185	199	228
기타유동자산	5	18	20	23	23
비유동자산	390	487	1,413	2,354	3,102
투자자산	6	8	8	8	8
유형자산	308	411	1,342	2,287	3,038
무형자산	51	46	40	36	33
기타비유동자산	25	22	23	23	23
자산총계	3,435	3,425	3,532	3,615	3,717
유동부채	314	237	258	275	303
매입채무 및 기타채무	217	187	209	225	253
단기금융부채	2	3	3	3	3
기타유동부채	95	47	46	47	47
비유동부채	49	41	41	41	41
장기금융부채	3	1	1	1	1
기타비유동부채	46	40	40	40	40
부채총계	364	278	299	316	344
지배지분	3,072	3,147	3,233	3,299	3,373
자본금	182	182	182	182	182
자본잉여금	2,651	2,651	2,651	2,651	2,651
기타자본	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	0	0	5	10	15
이익잉여금	239	315	395	456	526
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,072	3,147	3,233	3,299	3,373

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	152	57	128	100	289
당기순이익	0	0	80	61	70
비현금항목의 가감	40	17	-74	-45	158
유형자산감가상각비	38	47	69	55	249
무형자산감가상각비	8	7	6	4	3
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-6	-37	-149	-104	-94
영업활동자산부채증감	31	-84	-16	-9	-22
매출채권및기타채권의감소	-14	-29	-14	-9	-19
재고자산의감소	-34	42	-21	-14	-28
매입채무및기타채무의증가	30	-31	22	16	28
기타	49	-66	-3	-2	-3
기타현금흐름	81	124	138	93	83
투자활동 현금흐름	-1,978	-695	133	66	-752
유형자산의 취득	-109	-155	-1,000	-1,000	-1,000
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
무형자산의 순취득	-9	-2	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-3	-2	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-1,860	-540	1,129	1,063	244
기타	3	4	4	3	4
재무활동 현금흐름	2,454	1	1	1	1
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	2,452	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	2	1	1	1	1
기타현금흐름	0	0	12	12	12.20
현금 및 현금성자산의 순증가	628	-638	274	179	-451
기초현금 및 현금성자산	147	775	137	410	589
기말현금 및 현금성자산	775	137	410	589	139

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	284	194	221	168	191
BPS	8,459	8,667	8,902	9,084	9,290
CFPS	411	240	16	44	627
DPS	0	0	0	0	0
주당배수(배)					
PER	192.0	153.9	134.1	176.0	154.6
PER(최고)	345.2	285.6	159.9		
PER(최저)	172.8	144.6	128.0		
PBR	6.44	3.44	3.33	3.26	3.19
PBR(최고)	11.59	6.39	3.97		
PBR(최저)	5.80	3.24	3.17		
PSR	14.62	9.94	8.72	8.10	7.08
PCFR	132.4	124.2	1,799.0	680.0	47.2
EV/EBITDA	118.4	99.8	83.7	84.0	32.0
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	4.2	2.1	2.3	1.7	1.9
ROE	5.0	2.3	2.5	1.9	2.1
ROIC	26.5	5.2	2.7	2.5	2.3
매출채권회전율	18.6	11.8	10.6	10.3	10.6
재고자산회전율	5.8	5.7	7.1	6.9	7.1
부채비율	11.8	8.8	9.3	9.6	10.2
순차입금비율	-89.2	-84.0	-55.3	-27.4	-6.2
이자보상배율	542.6	110.5	206.8	373.4	496.7
총차입금	6	3	3	3	3
순차입금	-2,739	-2,643	-1,788	-903	-208
NOPLAT	144	82	107	117	330
FCF	44	-163	-914	-902	-705

자료: 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 3월 17일 현재 ‘일진하이슬루스(271940)’ 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

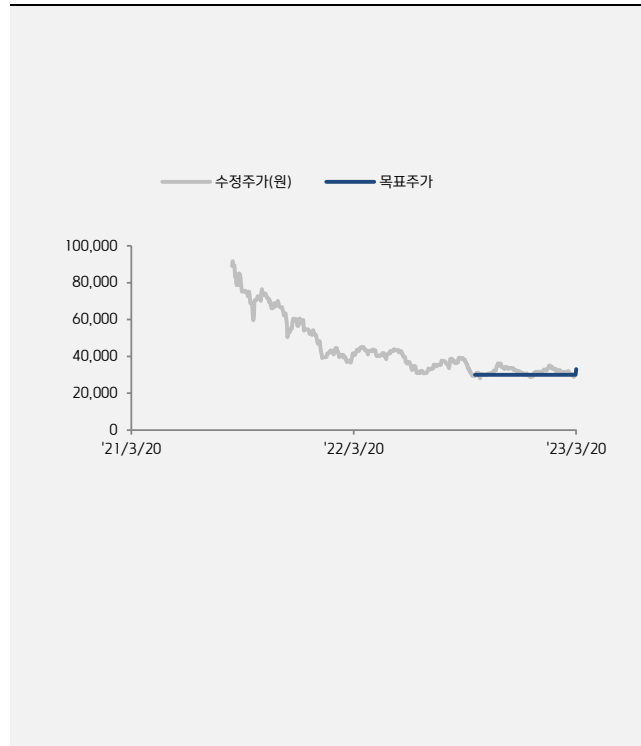
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
일진하이슬루스 (271940)	2022-10-05	Marketperform(Initiate)	30,000원	6개월	6.30	20.50
	2023-03-20	Outperform(Upgrade)	33,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

투자의견 및 적용기준

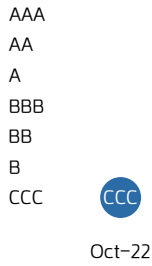
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2022/01/01~2022/12/31)

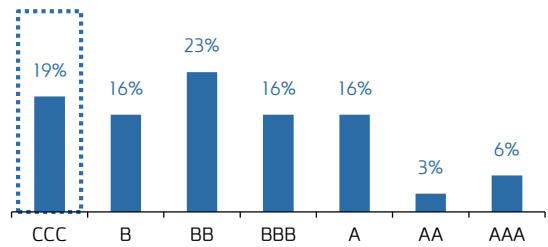
매수	중립	매도
98.30%	1.70%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치
 주: MSCI ACWI Index 내 Auto 업체 31개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중 평균	1.7	4.4		
환경	5.8	4.7	18.0%	
친환경 기술	5.8	4.5	18.0%	
사회	1.6	4.1	41.0%	
제품의 안전성 및 품질	0.9	4.6	23.0%	
노무 관리	2.5	3.6	18.0%	
지배구조		4.6	41.0%	
기업 지배구조	1.3	5.7		
기업 활동	1.0	4.9		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
	최근 ESG 이슈 없음

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 내 주요 경쟁사	친환경 기술	노무 관리	제품의 안정성 및 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추이
COMPAGNIE GENERALE DES ETABLISSEMENTS MICHELIN SCA	●●●	●●●●	●●●	●●●●	●●	AAA	▲
APTIV PLC	●●●	●	●●●●	●●●●	●●●	AA	◀▶
Contemporary Amperex Technology Co., Ltd.	●●●●	●●	●	●●	●●●●	A	▲
DENSO CORPORATION	●●●●	●●●●	●●●●	●	●●●●	A	◀▶
BRIDGESTONE CORPORATION	●	●●	●●●	●●●●	●●●●	A	▲
IJin HySulus Co Ltd	●●●●	●	●	●	●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 최저 ● 최고 ●●●●
 등급 추이: 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
 자료: MSCI, 키움증권 리서치