

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**나승두**

nsdoo@sk.com.kr  
02-3773-8891

### Company Data

자본금	145 억원
발행주식수	3,631 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	15,016 억원
주요주주	
일진다이아	59.56%
도레이첨단소재	10.44%
외국인지분률	1.70%
배당수익률	0.00%

### Stock Data

주가(22/02/15)	41,000 원
KOSPI	2676.54 pt
52주 Beta	1.49
52주 최고가	91,600 원
52주 최저가	39,050 원
60일 평균 거래대금	131 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-20.3%	-13.9%
6개월	%	%
12개월	%	%

일진하이솔루스 (271940/KS | 매수(신규편입) | T.P 70,000 원(신규편입))

## 수소 저장 및 운송 솔루션 기업으로의 진화

- 수소탱크/모듈 담당하는 수소사업부, 매연저감장치 등 담당하는 환경사업부로 구성
- 탄소섬유로 제작하는 Type 4 형태의 수소연료탱크, 글로벌 FCEV 1위 업체에 납품
- 우리나라 무공해차 보급 확대 정책 달성을 위해서는 올해부터 공격적 행보 필요
- 튜브트레일러 올해 매출 발생 가능성 높아, 수소 저장/운송 솔루션으로 자리매김
- 투자의견 매수, 목표주가 70,000 원 제시하며 신규 커버리지 개시

### 글로벌 No.1 수소저장용기 전문 기업

일진하이솔루스는 매연저감장치(DPF) 등을 담당하는 환경사업부와 수소탱크 및 모듈 등을 담당하는 수소사업부로 구성되어 있다. 지난해 기준 매출 비중은 환경사업부가 약 35%, 수소사업부가 약 65%를 차지한다. 동사는 탄소섬유가 적용된 Type 4 형태의 수소연료탱크를 생산 중이며, 글로벌 수소연료전지차(FCEV) 판매 1위 기업에 채택/적용됨으로써 글로벌 기술력을 인정받았다. 우리나라는 수소경제 활성화 로드맵과 혁신성장 BIG3 산업 장려 정책을 기반으로 향후 무공해차 보급 확대에 보다 공격적으로 나설 가능성이 높아짐에 따라 일진하이솔루스의 직접적인 수혜가 예상된다. 올해는 Type 4 형태의 수소 튜브트레일러 출시에도 주목해야 한다. 기존 튜브트레일러보다 크기/무게를 절감한 동사의 튜브트레일러는 도심지 운행이 가능하다는 점에서 도심 수소충전소 확대에 큰 기여를 할 것으로 예상된다. 특히 단순 수소의 운송뿐만 아니라 튜브트레일러 자체가 별도의 저장소 역할을 할 수도 있기 때문에 수소의 저장/보관/운송이 필요한 어느 곳에서도 범용적으로 활용 가능하다는 점에서 활용 가치가 매우 높다.

### 투자의견 매수, 목표주가 70,000 원 제시

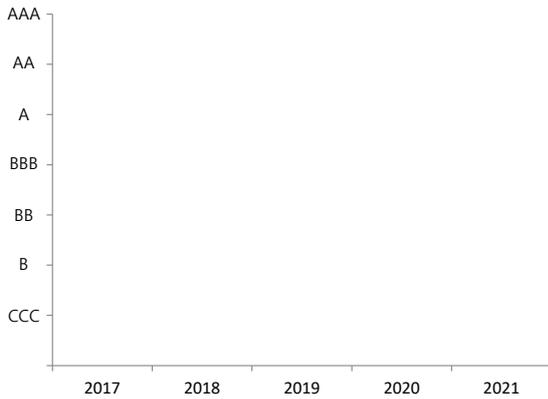
투자의견 매수, 목표주가 70,000 원을 제시하며 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 현금흐름할인법(DCF)을 활용하여 산출했다. 지난해 9월 신규 상장한 일진하이솔루스의 공모가는 34,400 원이었다. 상장 당시와 비교했을 때 회사의 성장성은 전혀 훼손되지 않았다. 오히려 보다 공격적인 전방산업의 행보에 추가적인 성장이 기대되는 시점이다. 연초대비 약 23% 하락했고, 공모가에 근접한 현 주가 수준은 충분히 매력적이라는 판단이다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	억원	919	1,135	1,177	1,458	2,299
yoy	%	221.5	23.5	3.7	23.8	57.7
영업이익	억원	126	151	100	203	303
yoy	%	2,023.7	19.5	-34.0	103.5	49.7
EBITDA	억원	145	184	132	257	370
세전이익	억원	113	154	109	220	326
순이익(지배주주)	억원	94	156	91	193	287
영업이익률%	%	13.7	13.3	8.5	13.9	13.2
EBITDA%	%	15.8	16.2	11.2	17.7	16.1
순이익률	%	10.2	13.7	7.8	13.3	12.5
EPS(계속사업)	원	388	536	289	533	789
PER	배	0.0	0.0	188.4	77.6	52.4
PBR	배	0.0	0.0	6.4	4.6	4.2
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	129.9	47.3	32.3
ROE	%	40.5	34.3	5.1	6.1	8.4
순차입금	억원	-292	-254	-2,717	-2,870	-3,084
부채비율	%	106.5	52.8	8.9	10.4	14.5

## ESG 하이라이트

### 일진하이솔루스 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

### Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
<b>일진하이솔루스 종합 등급</b>	NA	NA	NA
환경(Environment)	NA	NA	NA
사회(Social)	NA	NA	NA
지배구조(Governance)	NA	NA	NA
<b>&lt;비교업체 종합 등급&gt;</b>			
효성중공업	A	NA	57.44
SK	BBB	B	33.88
상아프론테크	BB	NA	NA
일진다이아	BB	NA	NA

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

### SK 증권 리서치센터의 일진하이솔루스 ESG 평가

수소저장탱크를 담당하는 수소사업부와 매연저감장치(DPF) 등을 담당하는 환경사업부로 사업 영역이 구분되며, 다양한 환경 솔루션을 비즈니스 모델로 보유하고 있다. 2021년 9월 상장 당시 ESG 마케팅을 통해 ESG 상장 성공 모범 사례로 평가 받았다.

자료: SK 증권

### 일진하이솔루스 ESG 채권 발행 내역

(단위: 백만원, %)

발행일	세부 섹터	발행규모	표면금리
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

### 일진하이솔루스 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.12.10.	ESG 종합	일진그룹 지주사 일진홀딩스, 한국기업지배구조원 ESG 평가에서 C 등급 획득
2021.09.03.	ESG 종합	수소차 로드맵 핵심 기업으로 평가받으며 ESG 상장 모범사례로 평가

자료: 주요 언론사, SK 증권

## 수소 저장/운송 전문 기업으로의 대전환

### 2022년 주요포인트

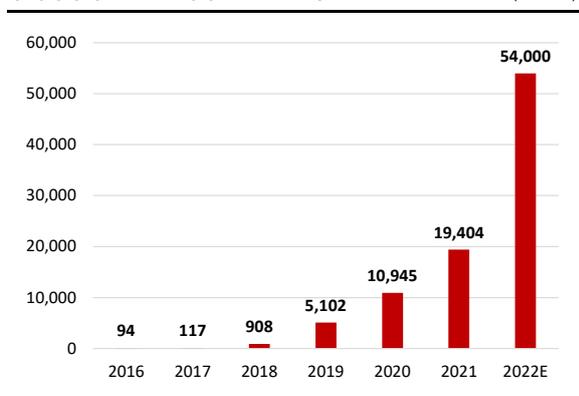
**첫째, FCEV 보급 확대에 따른 수혜**  
**둘째, 튜브트레일러 출시 본격화**

글로벌 수소연료전지차(FCEV) 판매 1위 기업에 Type 4 형태의 수소연료탱크를 납품중인 일진하이슬루스는 올해 크게 두 가지 측면에서의 기회를 맞이할 전망이다. **첫째, 국내 수소연료전지차 보급 확대에 따른 수혜**다. 2019년 정부는 2022년까지 우리나라 수소연료전지차 보급 6.7만대, 2040년까지 290만대를 달성한다는 계획(수소경제 활성화 로드맵)을 발표한 바 있다. 지난해까지 우리나라에 보급된 수소연료전지차는 총 1만 9천여대 수준으로, 목표치 달성을 위해서는 보다 공격적인 움직임이 필요한 시점이다. 올해는 연간 1만대 이상의 수소연료전지차가 보급될 것으로 예상되며, 주요 협력업체들의 수혜가 이어질 전망이다. **둘째, 튜브트레일러의 출시**다. 기존 수소 운반 튜브트레일러의 경우 Type 1 형태의 탱크로 제작된 것이 일반적이다. 일진하이슬루스의 튜브트레일러는 Type 4 형태의 탱크를 활용함으로써 튜브트레일러의 크기 및 중량을 절감하면서 더 많은 양의 수소를 저장할 수 있다는 막강한 장점이 있다. 무엇보다도 기존 튜브트레일러의 경우 도심운행 가능 제한 무게를 넘어서는 경우가 많은 반면, 동사의 튜브트레일러는 도심 운행이 가능하다는 점에서 도심 수소충전소 운영을 용이하게 하는 핵심 운송 수단으로 자리매김할 가능성이 크다는 판단이다.

**환경부 DPF 관련 예산은 작년대비 3분의 1 수준으로 축소, 오히려 무공해차로의 전환을 더욱 장려하는 방향으로 노선 변경**

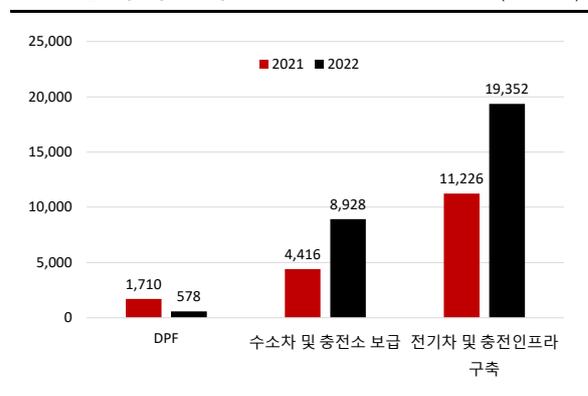
한편 지난해 기준 전체 매출의 약 35%를 차지하는 환경사업부의 전망은 다소 어둡다. 주력사업으로 영위하던 매연저감장치(DPF)에 대한 정부 지원 예산이 올해부터는 3분의 1 수준으로 감소했기 때문이다. 환경부에서는 그 동안 노후경유차 폐차 지원금, 매연저감장치 부착 보조금 등을 지급해왔지만, 올해부터는 보조금 지급 규모를 줄이고 무공해차로의 전환을 더욱 장려하는 방향으로 노선을 확실히 정하는 모습이다. 따라서 일진하이슬루스가 영위하던 환경사업부 매출 감소는 불가피 해 보이며, 수소 저장/운송 솔루션 전문 기업으로의 대전환기를 맞이했다는 판단이다.

우리나라 수소연료전지차 추이 및 전망 (단위: 대)



자료: 산업통상자원부, SK 증권

2022년 환경부 예산 변화 (단위: 억원)



자료: 환경부, SK 증권

## 밸류에이션

투자의견 매수, 목표주가 70,000 원을 제시하며 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 DCF 방식을 활용하여 산출했다. 글로벌 수소연료전지차 판매 1 위 기업에 안정적으로 수소연료탱크를 납품함으로써 인정받은 기술력과 시장 지배력은 당분간 유지될 가능성이 높다는 판단이다. 여기에 Type 4 형태의 튜브트레일러 매출이 올해부터 본격적으로 더해지면서 높은 실적 성장률을 이어갈 것으로 전망한다. 일진하이솔루스의 WACC은 8.81%, 영구성장률은 우리나라 GDP 5년 평균성장률인 2.28%를 적용했다. CoE 계산을 위한 무위험이자율은 국고채 10년물 평균 금리 2.47%를 적용했으며, Market Risk Premium은 NYU에서 제시한 Korea Equity Risk Premium 4.73%를 활용했다. CoD는 일진하이솔루스의 차입금 조달 금리 3.1%를 반영했다. 이를 토대로 산출한 일진하이솔루스의 목표주가는 70,000 원이며, 2/15 종가(41,000 원) 대비 상승여력은 70.7%다.

일진하이솔루스 목표주가 산출(DCF)

(단위: 억원)

구분	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
매출액	1,177	1,458	2,299	3,168	4,193	5,103	6,625	8,720	12,145	16,570	21,780	25,800
성장률(%)	3.7%	23.8%	57.8%	37.8%	32.3%	21.7%	29.8%	31.6%	39.3%	36.4%	31.4%	18.5%
영업이익	100	202	303	437	591	714	941	1,238	1,725	2,353	3,093	3,354
NOPAT	83	169	257	363	491	593	781	1,028	1,431	1,953	2,567	2,784
잉여현금흐름(FCF)	-4	99	144	288	455	577	790	1,073	1,533	2,135	2,846	3,154
현재가계수(PVIF)	0.00	0.91	0.83	0.76	0.69	0.63	0.58	0.52	0.48	0.44	0.40	0.36
PV of FCF		90	120	218	315	364	454	563	733	931	1,132	1,143
Terminal FCF		3,154										
Growth rate(%)		2.28%										
WACC(%)		8.81%										
Terminal Value		49,396										
PV of Terminal Value		17,911										
Sum of PV of FCF		4,919										
기업가치(a)		22,829										
순차입금(b)		-2,613										
우선주(c)		0										
기업가치(a-b-c)		25,442										
발행주식 수(만주)		3,631										
주당 가치(원)		70,063										
<b>목표주가(원)</b>		<b>70,000</b>										
현재주가(원, 2/15 기준)		41,000										
<b>상승여력(%)</b>		<b>70.7%</b>										

자료: SK 증권 추정

일진하이솔루스 매출 추정

(단위: 억원 대)

구분	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
매출액	1,458	2,299	3,168	4,193	5,103	6,625	8,720	12,145	16,570	21,780	25,800
FCEV 판매 예상 대수	11,000	20,500	30,000	50,000	75,000	100,000	200,000	300,000	450,000	600,000	800,000
튜브트레일러 전망	5	30	100	200	300	400	500	600	700	800	900

자료: SK 증권 추정

WACC(가중평균자본비용) 산출

(단위: %)

구분	값	비고
Risk free rate (Rf)	2.47	국고채 10년 연중 최고/최저 평균
Beta	1.48	일진하이솔루스 52주 Beta
Market Risk Premium	4.73	Korea Equity Risk Premium(NYU)
Cost of Equity	9.47	Rf+b(Rm-Rf)
Cost of Debt	3.07	일진하이솔루스 차입금 조달 금리
WACC	8.81	CoE(We) + CoD(Wd)(1-t)
Terminal Growth (g)	2.28	우리나라 GDP 5년 평균성장률

자료: SK 증권

WACC 및 영구수익률 변화에 따른 목표주가 민감도 분석

(단위: 원)

구분	WACC	영구수익률(g)				
		2.08%	2.18%	2.28%	2.38%	2.48%
WACC	6.8%	109,700	111,600	113,700	115,800	118,000
	7.8%	85,300	86,500	87,800	89,000	90,400
	8.8%	68,500	69,300	70,000	70,900	71,700
	9.8%	56,600	57,100	57,700	58,200	58,800
	10.8%	47,600	48,000	48,400	48,800	49,200

자료: SK 증권

글로벌 Peer Group Valuation

구분	매출액			영업이익			P/E			P/B		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Bloom Energy	942	1,210	1,527	-118	-34	47	N/A	N/A	51.7	13.7	15.2	13.4
Fuelcell Energy	146	173	253	-76	-62	-55	N/A	N/A	N/A	3.4	6.4	N/A
Plug Power	497	914	1,403	-292	-136	-22	N/A	N/A	N/A	2.8	2.9	2.9
ITM Power	21	65	132	-27	-33	-29	N/A	N/A	N/A	4.3	4.8	4.8
Ceres Power	32	35	38	-20	-19	-16	N/A	N/A	N/A	4.4	4.7	4.9
Fusion Fuel Green	1	30	128	-30	-28	0	N/A	N/A	N/A	3.0	0.8	0.7

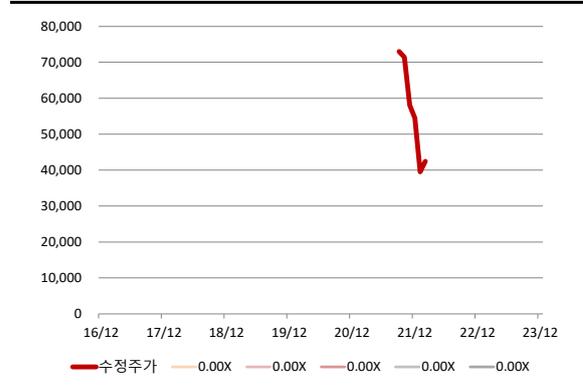
자료: Bloomberg, SK 증권

일진하이솔루스 P/E Band Chart



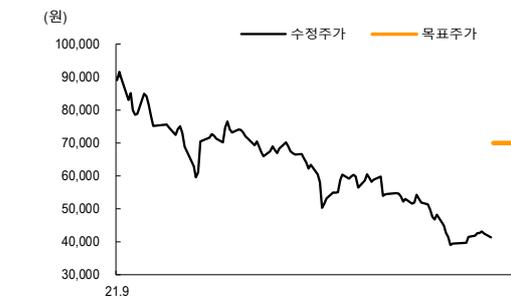
자료: Quantwise, SK 증권

일진하이솔루스 P/B Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.02.16	매수	70,000원	6개월		
2021.09.08	Not Rated				



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022 년 2 월 16 일 기준)

매수	94.07%	중립	5.93%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

**재무상태표**

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	558	502	2,950	3,166	3,551
현금및현금성자산	186	147	752	904	1,119
매출채권및기타채권	136	51	47	60	95
재고자산	77	184	173	220	349
<b>비유동자산</b>	221	311	397	440	516
장기금융자산	0	0	0	0	0
유형자산	177	238	315	354	424
무형자산	39	45	53	56	58
<b>자산총계</b>	779	813	3,348	3,606	4,067
<b>유동부채</b>	366	244	230	295	464
단기금융부채	41	1	2	2	2
매입채무 및 기타채무	275	178	166	217	343
단기충당부채	5	6	5	7	11
<b>비유동부채</b>	36	37	43	43	50
장기금융부채	2	2	2	2	2
장기매입채무 및 기타채무	7	2	4	4	4
장기충당부채	8	11	10	11	18
<b>부채총계</b>	402	281	272	339	514
<b>지배주주지분</b>	377	532	3,075	3,267	3,553
자본금	48	145	182	182	182
자본잉여금	331	234	2,651	2,651	2,651
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-3	153	244	436	723
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	377	532	3,075	3,267	3,553
<b>부채외자본총계</b>	779	813	3,348	3,606	4,067

**현금흐름표**

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동현금흐름</b>	230	73	105	233	332
당기순이익(손실)	113	154	106	193	287
비현금성항목등	66	51	31	64	84
유형자산감가상각비	15	28	26	46	58
무형자산상각비	3	5	6	9	9
기타	44	19	5	-1	-1
운전자본감소(증가)	51	-108	1	3	1
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-102	77	4	-13	-35
재고자산감소(증가)	-44	-114	12	-48	-129
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	183	-69	-29	51	125
기타	14	-2	14	13	40
법인세납부	-1	-24	-33	-27	-40
<b>투자활동현금흐름</b>	-202	-69	-1,967	-80	-117
금융자산감소(증가)	-150	37	-1,862	0	0
유형자산감소(증가)	-52	-104	-100	-85	-127
무형자산감소(증가)	-2	-8	-12	-12	-12
기타	3	5	7	16	22
<b>재무활동현금흐름</b>	123	-42	2,466	0	0
단기금융부채증가(감소)	0	-40	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	-1	-1	0	0
자본의증가(감소)	200	0	2,452	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-9	-1	15	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	151	-39	604	152	215
기초현금	35	186	147	752	904
기말현금	186	147	752	904	1,119
FCF	195	-29	3	139	196

자료 : 일진하이솔루스, SK증권

**포괄손익계산서**

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	919	1,135	1,177	1,458	2,299
<b>매출원가</b>	588	722	799	910	1,453
<b>매출총이익</b>	331	413	378	548	846
매출총이익률 (%)	36.1	36.4	32.1	37.6	36.8
<b>판매비와관리비</b>	205	262	278	346	543
<b>영업이익</b>	126	151	100	203	303
영업이익률 (%)	13.7	13.3	8.5	13.9	13.2
<b>비영업손익</b>	-13	3	9	18	23
순금융비용	4	-1	-9	-16	-21
외환관련손익	0	-1	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	113	154	109	220	326
세전계속사업이익률 (%)	12.3	13.5	9.3	15.1	14.2
<b>계속사업법인세</b>	20	-2	18	27	40
<b>계속사업이익</b>	94	156	91	193	287
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	94	156	91	193	287
순이익률 (%)	10.2	13.7	7.8	13.3	12.5
<b>지배주주</b>	94	156	91	193	287
지배주주귀속 순이익률(%)	10.21	13.72	7.75	13.27	12.47
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	94	156	91	193	287
<b>지배주주</b>	94	156	91	193	287
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	145	184	132	257	370

**주요투자지표**

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	221.5	23.5	3.7	23.8	57.7
영업이익	2,023.7	19.5	-34.0	103.5	49.7
세전계속사업이익	5,328.7	35.5	-29.1	102.1	48.2
EBITDA	711.8	26.7	-28.3	95.4	43.9
EPS(계속사업)	3,984.1	38.1	-46.1	84.2	48.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	40.5	34.3	5.1	6.1	8.4
ROA	17.7	19.6	4.4	5.6	7.5
EBITDA마진	15.8	16.2	11.2	17.7	16.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	152.7	205.4	1,284.0	1,072.1	764.6
부채비율	106.5	52.8	8.9	10.4	14.5
순차입금/자기자본	-77.5	-47.8	-88.4	-87.8	-86.8
EBITDA/이자비용(배)	34.1	346.7	547.2	2,300.9	3,311.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	388	536	289	533	789
BPS	1,298	1,832	8,468	8,997	9,784
CFPS	466	649	391	683	974
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation 지표 (배)</b>					
PER(최고)	0.0	0.0	316.7	102.9	69.4
PER(최저)	0.0	0.0	173.9	73.3	49.5
PBR(최고)	0.0	0.0	10.8	6.1	5.6
PBR(최저)	0.0	0.0	5.9	4.3	4.0
PCR	0.0	0.0	139.3	60.5	42.5
EV/EBITDA(최고)	0.0	0.0	232.1	66.3	45.5
EV/EBITDA(최저)	0.0	0.0	118.3	44.1	30.0