

(Analyst) 류제현 jay.ryu@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

271940 · 그린에너지

일진하이솔루스

상용차로 버티는 보릿고개

(하향)

중립

목표주가

25,000원 ▼

상승여력

0.6%

현재주가(24/2/22)

24,850원

KOSPI	2,664.27	시가총액(십억원)	902	발행주식수(백만주)	36	외국인 보유비중(%)	2.8
-------	----------	-----------	-----	------------	----	-------------	-----

Report summary

4Q23 Review: 넥소 판매 부진

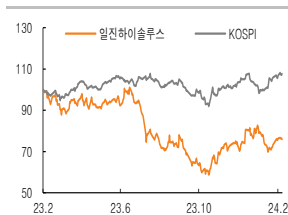
4Q23 매출액은 192억원으로 전년 동기 대비 36% 감소했다. 수소 용기(넥소)의 매출 부진이 지속되었을 것으로 추정된다. 수소 용기 판매량은 전년 동기 대비 40% 이상 감소했을 것으로 추산된다. 매출 부진이 지속됨에 따라 영업손실은 40억원 수준으로 3Q23 대비 확대되었다. 단가 하락은 크지 않았으나, 인력 및 시설 투자가 이루어진 가운데 매출액 정체가 지속된 것이 주 원인이다.

투자 의견 중립으로 하향: 인내심을 가져야 할 시기

2024년 매출액 전망치 하향(-22%)과 함께 목표주가를 30,000원에서 25,000원으로 하향한다. 목표주가는 2024년 매출에 EV/Sales 9배를 적용한 것이다. 2024년 넥소 판매량은 추가 감소할 것으로 전망된다. 1Q24를 포함한 상반기 실적의 부진으로 당분간의 모멘텀 역시 부재하다. 넥소 신차 출시가 끌어올릴 2025년 실적이 반영될 하반기까지 인내심을 가져야 할 시기이다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-2.0	6.2	-20.9
상대주가	-9.3	0.3	-28.2

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액 (십억원)	118	109	79	81	114
영업이익 (십억원)	10	3	-10	-10	4
영업이익률 (%)	8.5	2.8	-12.7	-12.3	3.5
순이익 (십억원)	9	7	1	0	9
EPS (원)	284	194	36	-7	261
ROE (%)	5.0	2.3	0.4	-0.1	3.0
P/E (배)	192.0	153.9	737.8	-	95.1
P/B (배)	6.4	3.4	3.0	2.9	2.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 일진하이솔루스, 미래에셋증권 리서치센터

4Q23 Review: 끝 모를 승용 용기 판매 부진

1월 말 연간 손익 구조 변경 공시를 통해 산출된 4Q23 매출액은 192억원으로 전년 동기 대비 36% 감소했다. 세부 매출은 아직 공개 전이지만 수소 용기(넥소)의 매출 부진이 지속되었을 것으로 추정된다. 4Q23 승용차용 수소 용기 판매량은 전년 동기 대비 40% 이상 감소했을 것으로 추산된다. 환경사업 부문은 10억원 수준으로 사실상 사업 철수 상태가 계속되었을 것으로 보인다.

매출 부진이 지속됨에 따라 영업손실은 40억원 수준으로 3Q23 대비 확대되었다. 단가 하락은 크지 않았으나, 인력 및 시설 투자가 이루어진 가운데 매출액 정체가 계속된 것이 주 원인이다. 이 따라 영업이익률 역시 -21%로 2Q23 이후 최저치로 악화되었다.

표 1. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	23F	24F	23P	24F	23P	24F	
매출액	78	104	79	81	1.3	-22.0	넥소 판매량 정체
영업이익	-2	5	-10	-10	445.7	-285.6	매출 부진
세전이익	10	16	1	0	-89.1	-102.3	이자수익 증가
순이익	8	13	1	0	-84.1	-101.9	
EPS (원)	225	369	36	-7	-84.1	-101.9	

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 일진하이솔루스, WiseFn, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023P	2024F	2025F
매출액	25	14	20	19	11	15	37	18	79	81	114
수소	22	14	17	18	9	14	34	17	71	74	106
환경	3	1	3	1	2	1	3	1	8	7	8
영업이익	0.6	-3.8	-2.8	-4.0	-2.9	-2.1	-1.7	-3.4	-9.9	-10.0	3.7
순이익(지배)	3.2	-0.9	-0.2	-1	-0.4	0.3	0.5	-0.7	1.3	-0.2	9.5
영업이익률(%)	2.5	-26.1	-13.6	-21.0	-25.4	-14.3	-4.5	-18.6	-12.6	-12.4	3.2
순이익률(지배,%)	12.9	-6.2	-0.9	-4.3	-3.2	1.8	1.5	-3.8	1.6	-0.3	8.3
승용 OEM(천대)	2.1	1.1	0.9	1.5	0.3	0.5	1.5	1.0	5.5	3.3	6.6
상용 OEM(천대)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.7	0.3	0.4	0.9	1.1

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 일진하이솔루스, 미래에셋증권 리서치센터

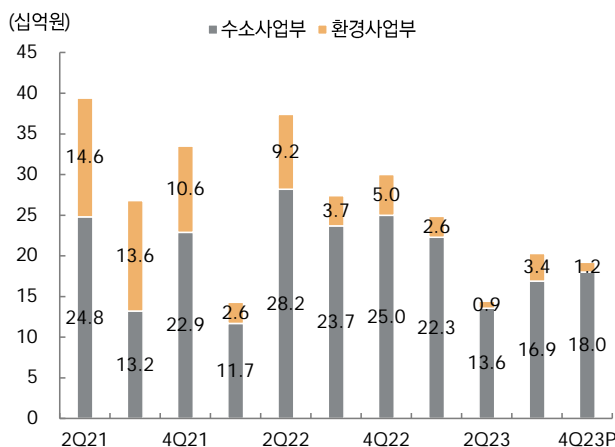
보릿고개 2024년, 상용 용기로 매출 유지 전망

넥소 판매량이 지속적으로 부진한 이유는 충전소 인프라 문제 이외에도 넥소 신규 출시가 이루어지고 있지 않고 있기 때문이다. 이에 따라 2024년에도 넥소 판매 물량은 절반 가까이 감소한 2,000~3,000대에 머물 전망이다.

그나마 다행인 점은 상용(버스)차 시장이 커질 것으로 보인다는 점이다. 2023년 500대 수준이었던 수소 버스 시장은 2024년 1,500대~1,700대 수준으로 확대될 전망이다. 버스의 대당 용기 매출이 승용차 대비 5배 가까이 크다는 점을 감안하면, 2024년 매출은 어느 정도 유지될 수 있을 것으로 보인다.

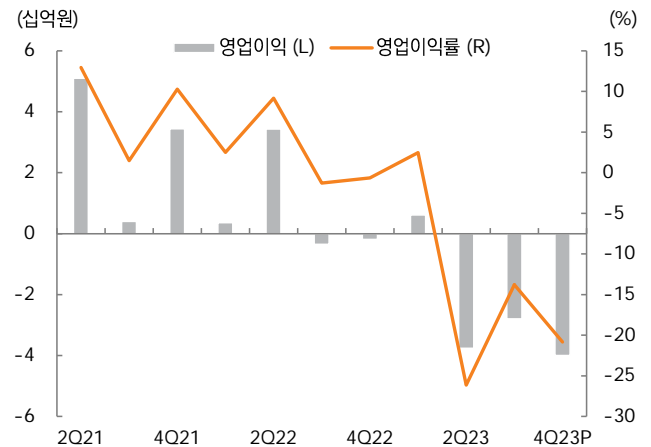
2024년은 넥소 신차가 출시될 2025년까지 사업 역량을 어느 정도 유지한 채 버티는 한 해가 될 가능성이 높다. 특히 1Q24에는 보조금이 확정되지 않아 차량 판매가 부진하다. 이에 따라 용기 판매도 부진할 것으로 보인다. 매출액은 115억원으로 추가 하락할 것으로 보이며 영업적자 상태도 유지될 전망이다.

그림 1. 분기별 매출액



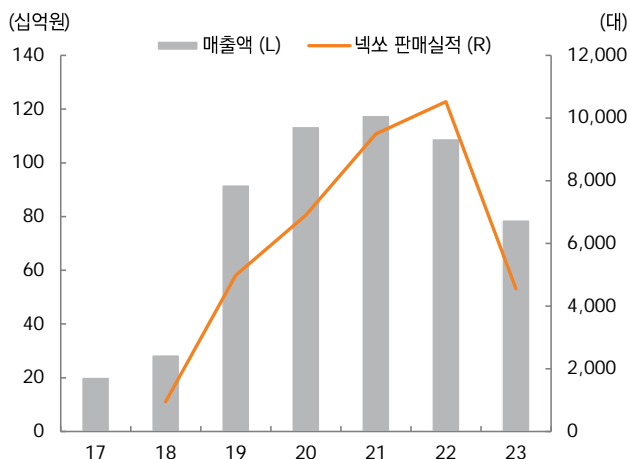
자료: 일진하이솔루스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 분기별 영업이익



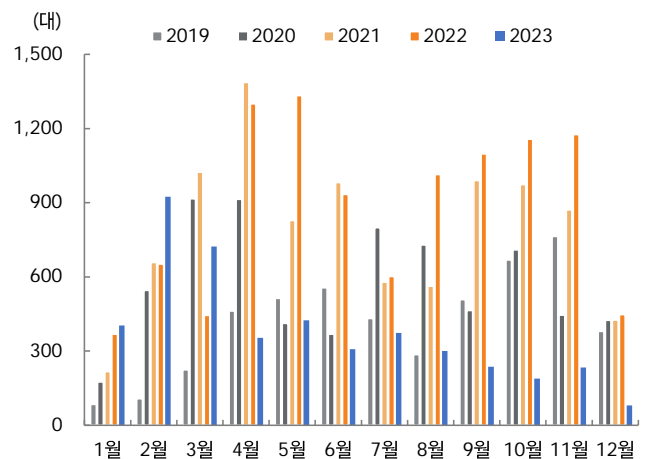
자료: 일진하이솔루스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 일진하이솔루스 매출액 및 넥소 판매실적 추이



자료: 일진하이솔루스, HMG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 현대자동차 넥소 월별 판매실적



자료: HMG, 미래에셋증권 리서치센터

실적 전망 하향과 함께 투자의견 중립으로 하향

2024년 매출액 전망치 하향(-22%)와 함께 목표주가를 30,000원에서 25,000원으로 하향한다. 목표주가는 2024년 매출에 EV/Sales 9배를 적용한 것으로 수소 업체의 밸류에이션 하락에 따라 목표 밸류에이션을 하향했다. 다만, 실적 부진에도 불구하고 안정적인 재무구조를 바탕으로 자본 손실이 최소화되고 있다는 점을 감안하여, 글로벌 평균(3.5배) 대비 할증상태는 유지했다.

0.6%의 상승여력으로 투자의견을 매수에서 중립으로 하향 조정한다. 다만, 60%대로 하락한 가동률이 크게 회복될 가능성은 크지 않으며, 수익성 회복 역시 크지 않을 것으로 전망된다. 1Q24을 포함한 상반기 실적의 부진으로 당분간의 모멘텀 역시 부재하다. 넥쏘 신차 출시가 끌어올릴 2025년 실적이 반영될 하반기까지 인내심을 가져야할 시기이다.

표 3. Valuation

		비고
매출액(십억원)	81	12개월 포워드
EV(십억원)	729	EV/Sales 9배, 글로벌 수소 업체 평균 3.5배
순현금(십억원)	237	
주주가치(십억원)	966	
주식수(천주)	36,313	
목표주가(원)	25,000	
현재주가(원)	24,850	
업사이드(%)	0.6%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 수소 업체 Peer Valuation

(십억원, %, 배)

	회사명	티커	시가 총액	매출액		영업이익		ROE		PSR		EV/EBITDA		EV/SALES	
				23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
수소 장비	일진하이솔루스	271940 KS	902	79	81	(10)	(10)	0.4	(0.1)	12.7	11.2	-	-	12.1	9.0
	Hexagon Purus	HPUR NO	257	274	533	(76)	(32)	(39.9)	(24.8)	0.9	0.5	-	-	1.3	0.7
	플라스틱 옴니엄	POM FP	2,314	15,261	16,022	579	684	9.7	11.7	0.2	0.1	3.6	3.3	0.3	0.3
	포비아	FRVIA FP	-	40,483	42,989	2,190	2,677	9.3	14.0	-	-	-	-	-	-
	도요다 고세이	7282 JT	3,376	9,399	9,806	579	630	8.9	9.2	0.4	0.3	3.8	3.5	0.4	0.4
	평균		1,712	13,099	13,886	653	790	(2.3)	2.0	3.5	3.0	3.7	3.4	3.5	2.6
수소 저장 및 유통	에어리퀴드	AI FP	138,930	41,242	43,548	7,875	8,580	13.9	14.2	3.4	3.2	13.4	12.4	3.8	3.6
	Linde PLC	LIN GR	283,331	45,901	48,660	12,694	13,745	18.2	19.1	6.2	5.9	17.9	16.7	6.7	6.3
	에어프로덕츠 앤드 케미컬스	APD US	67,207	16,865	18,039	4,201	4,660	17.7	17.8	4.0	3.7	12.4	11.4	4.9	4.6
	평균		163,156	34,670	36,749	8,257	8,995	16.6	17.0	4.5	4.3	14.5	13.5	5.1	4.8
수전해	ITM 파워	ITM LN	599	29	83	(91)	(71)	(18.8)	(15.2)	20.8	7.3	-	-	6.5	2.3
	넬	NEL NO	1,022	210	277	(90)	(79)	(15.0)	(9.7)	4.9	3.7	-	-	2.8	2.1
	Siemens Energy AG	ENR GR	15,814	47,752	50,814	675	1,257	7.5	5.8	0.3	0.3	5.3	3.9	0.3	0.3
	맥피 에너지	MCPHY FP	90	26	62	(65)	(67)	(41.1)	(96.6)	3.5	1.5	-	-	-	-
	평균		4,381	12,004	12,809	107	260	(16.8)	(29.0)	7.4	3.2	5.3	3.9	3.2	1.6
연료전지 솔루션	발라드 파워	BLDP CN	1,218	120	165	(217)	(209)	(15.4)	(17.7)	10.2	7.4	-	-	1.7	1.2
	두산퓨얼셀	336260 KS	1,362	520	715	30	56	4.7	7.0	2.6	1.9	26.9	15.8	3.2	2.3
	세레스 파워	CWR LN	533	35	92	(82)	(43)	(22.6)	(12.5)	15.2	5.9	-	-	7.8	3.0
	PowerCell Sweden AB	PCELL SS	213	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	플러그 파워	PLUG US	2,733	1,178	1,660	(1,260)	(785)	(25.2)	(20.3)	2.3	1.7	-	-	2.5	1.7
	블룸에너지	BE US	2,672	2,036	2,539	19	160	4.6	20.3	1.3	1.1	15.7	9.2	1.6	1.3
	평균		1,455	778	1,034	(302)	(164)	(10.8)	(4.6)	6.3	3.6	21.3	12.5	3.3	1.9
전체 평균			30,739	13,024	13,887	1,585	1,833	(4.9)	(4.6)	5.6	3.5	12.4	9.5	3.7	2.6

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

일진하이솔루스 (271940)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	109	79	81	114
매출원가	86	69	72	91
매출총이익	23	10	9	23
판매비와관리비	21	20	19	19
조정영업이익	3	-10	-10	4
영업이익	3	-10	-10	4
비영업손익	6	11	10	9
금융손익	6	11	10	9
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	9	1	0	13
계속사업법인세비용	2	0	0	3
계속사업이익	7	1	0	9
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	7	1	0	9
지배주주	7	1	0	9
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	8	1	0	9
지배주주	8	1	0	9
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	8	-3	-1	14
FCF	-10	-16	-11	0
EBITDA 마진율 (%)	7.3	-3.8	-1.2	12.3
영업이익률 (%)	2.8	-12.7	-12.3	3.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.4	1.3	0.0	7.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023P	2024F	2025F
유동자산	294	266	271	286
현금 및 현금성자산	14	9	10	11
매출채권 및 기타채권	10	6	6	9
재고자산	16	10	10	15
기타유동자산	254	241	245	251
비유동자산	49	67	78	88
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	41	60	71	81
무형자산	5	4	4	3
자산총계	343	334	349	374
유동부채	24	15	31	45
매입채무 및 기타채무	18	12	11	17
단기금융부채	0	0	17	23
기타유동부채	6	3	3	5
비유동부채	4	3	3	4
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	4	3	3	4
부채총계	28	18	34	49
지배주주지분	315	316	316	325
자본금	18	18	18	18
자본잉여금	265	265	265	265
이익잉여금	32	33	33	42
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	315	316	316	325

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023P	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	6	10	9	20
당기순이익	7	1	0	9
비현금손익비용가감	2	-2	-1	5
유형자산감가상각비	5	6	9	10
무형자산상각비	1	1	0	0
기타	-4	-9	-10	-5
영업활동으로인한자산및부채의변동	-8	2	0	-1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-3	3	0	-3
재고자산 감소(증가)	4	4	1	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3	-6	0	4
법인세납부	-2	-1	0	-3
투자활동으로 인한 현금흐름	-70	-14	-25	-25
유형자산처분(취득)	-15	-26	-20	-20
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-54	13	-5	-5
기타투자활동	-1	-1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	0	0	17	7
장단기금융부채의 증가(감소)	0	0	17	7
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0
현금의 증가	-64	-5	1	1
기초현금	77	14	9	10
기말현금	14	9	10	11

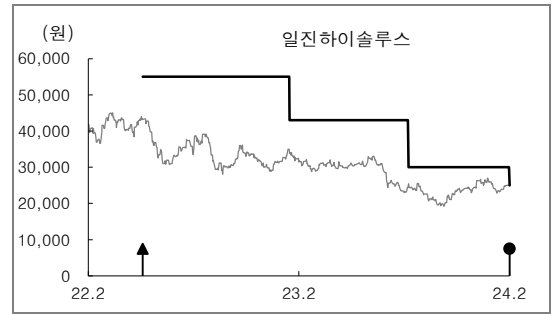
자료: 일진하이솔루스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023P	2024F	2025F
P/E (x)	153.9	737.8	-	95.1
P/CF (x)	124.2	-	-	63.0
P/B (x)	3.4	3.0	2.9	2.8
EV/EBITDA (x)	99.8	-	-	46.5
EPS (원)	194	36	-7	261
CFPS (원)	240	-31	-26	395
BPS (원)	8,667	8,703	8,696	8,957
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-7.3	-27.9	2.8	40.6
EBITDA증가율 (%)	-43.0	-	-	-
조정영업이익증가율 (%)	-71.7	-	-	-
EPS증가율 (%)	-31.7	-81.6	-	-
매출채권 회전율 (회)	13.8	10.1	13.7	15.7
재고자산 회전율 (회)	5.7	5.9	7.9	9.1
매입채무 회전율 (회)	5.9	6.5	9.0	9.3
ROA (%)	2.1	0.4	-0.1	2.6
ROE (%)	2.3	0.4	-0.1	3.0
ROIC (%)	5.1	-18.7	-9.3	3.2
부채비율 (%)	8.8	5.6	10.6	15.0
유동비율 (%)	1,240.3	1,792.0	875.0	636.6
순차입금/자기자본 (%)	-84.0	-78.3	-74.9	-72.5
조정영업이익/금융비용 (x)	110.5	-928.1	-16.3	2.9

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
일진하이슬루스 (271940)				
2024.02.23	중립	25,000	-	-
2023.08.31	매수	30,000	-21.90	-9.83
2023.02.06	매수	43,000	-30.83	-20.70
2022.05.27	매수	55,000	-38.99	-21.09



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

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 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.