

우리산업(215360)

2Q18 Preview: 성장성 이상무

견조한 이익 성장세 지속

우리산업 2분기 매출은 780억(+15.8%, 이하 모두 YoY), 영업이익은 50억(+11.5%, OPM 6.4%)으로 견조한 성장세를 이어나갈 전망이다. 반면 주가는 핵심부품인 PTC히터 매출부진, 현대기아차 부진, 테슬라 생산차질, 그리고 중국 전기차 의무생산제 1년 시행연기 등의 악재로 인해 연초 대비 25% 하락했다. 전기차 시장의 꾸준한 성장에 힘입어 18/19년 순이익이 33/35% 늘어날 전망이기 때문에 현재는 매력적인 재진입 시점으로 판단하며 목표주가 42,000원을 유지한다(12MF PER 20x).

핵심부품인 PTC히터 성장세 재개

우리산업의 성장성을 주도하는 PTC히터(전기를 이용한 난방장치)의 매출증가세가 2분기부터 재개되면서 주가회복을 이끌 전망이다. PTC히터는 전기저항을 이용해 공기를 가열해 난방을 제공한다. 뜨거운 엔진이 있는 내연기관에서는 보조 난방장치로 쓰이나, 엔진이 없는 전기차에서는 PTC 히터가 주력 난방장치가 되면서 가격과 수익성이 높아진다. PTC히터 매출은 18년 1분기에 가격이 10.4만원으로 상승한 가운데(17년 8만원), 물량도 하반기에 주요 고객사들의 친환경차 생산이 늘어나면서 증가할 전망이다. 이에 힘입어 17년 하반기부터 부진했던 PTC히터 매출이 18년 2분기 증가세로 회복되고, 하반기부터 고성장세를 재개할 전망이다.

전기차 모멘텀이 돌아온다

2년 단위로 반복됐던 전기차 모멘텀이 19년부터 재개될 전망이다. 15년에는 폭스바겐의 디젤게이트가 전기차 출시로 이어졌고, 17년에는 중국의 신에너지차 의무생산제 도입 발표가 시장을 뒤흔들었다. 19년에는 중국에서 의무생산제가 시행되면서 주요 업체들의 장거리 전기차 출시가 예정돼 있다. 여기에 최근 상승한 유가, 테슬라의 모델 3 생산량 증가, 테슬라 중국 공장 증설 등이 18년 하반기부터 전기차 관련주들에 대한 투자심리를 개선시킬 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	259	16	13	1,443	27.6	24	16.0	11.0	3.1	21.7	0.2
2017A	279	17	12	1,293	(10.4)	26	27.1	13.9	3.2	14.2	0.3
2018F	320	20	16	1,713	32.5	30	15.8	9.4	2.2	14.8	0.4
2019F	407	28	21	2,320	35.4	39	11.7	7.4	1.9	17.3	0.4
2020F	451	32	24	2,648	14.1	43	10.3	6.7	1.6	16.9	0.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 42,000원(유지)

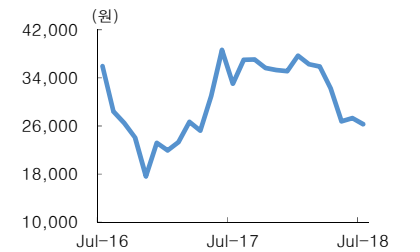
Stock Data

KOSPI(7/11)	2,281
주가(7/11)	26,300
시가총액(십억원)	240
발행주식수(백만)	9
52주 최고/최저가(원)	42,650/25,450
일평균거래대금(6개월, 백만원)	5,172
유동주식비율/외국인지분율(%)	60.5/10.1
주요주주(%)	김정우 외 1인 39.5
	Standard Life Investments Limited 8.6

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(13.3)	(19.8)	(26.2)
KOSDAQ 대비(%p)	(5.2)	(14.2)	(48.9)

주가추이

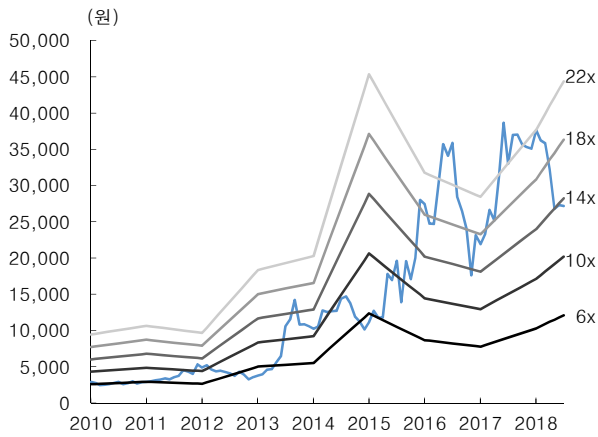


자료: WISEfn

김진우, CFA

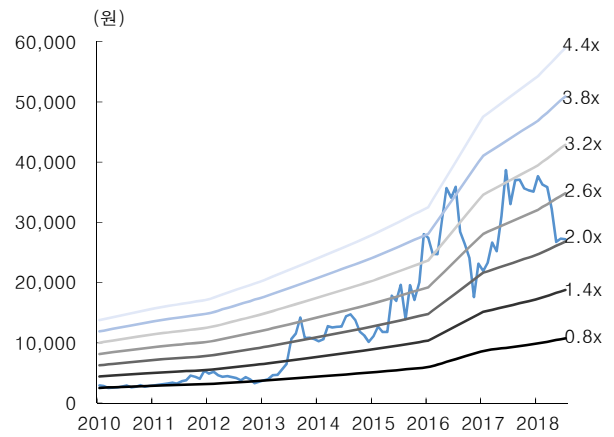
jinwoo.kim@truefriend.com

[그림 1] PER 밴드(12MF)



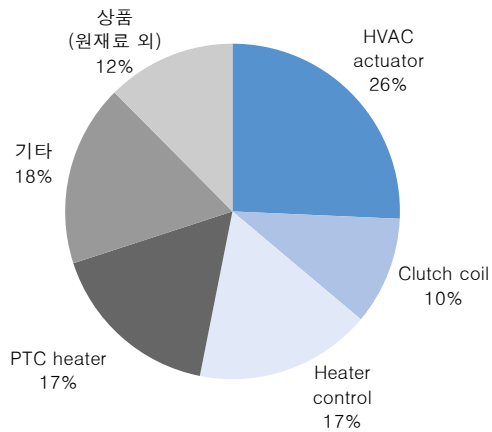
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 2] PBR 밴드(12MF)



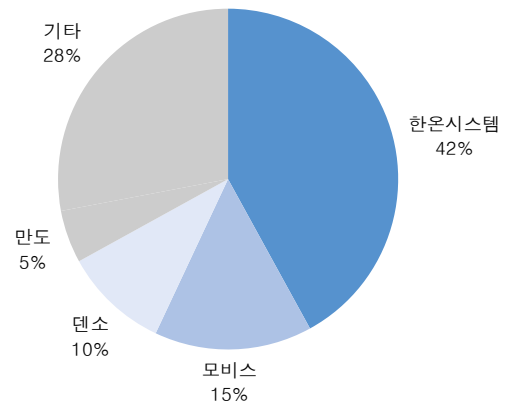
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 3] 제품별 매출비중(2017)



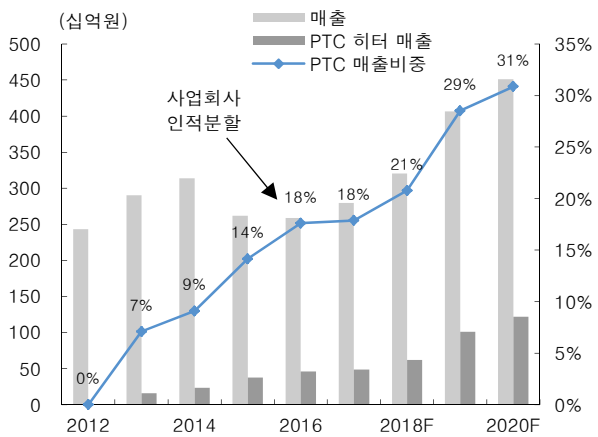
자료: 우리산업, 한국투자증권

[그림 4] 고객별 매출비중(2016)



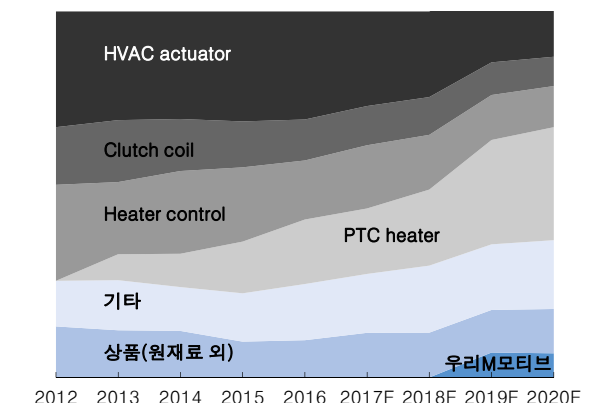
자료: 우리산업, 한국투자증권

[그림 5] PTC 히터 매출비중



자료: 우리산업, 한국투자증권

[그림 6] 제품별 매출비중 추이



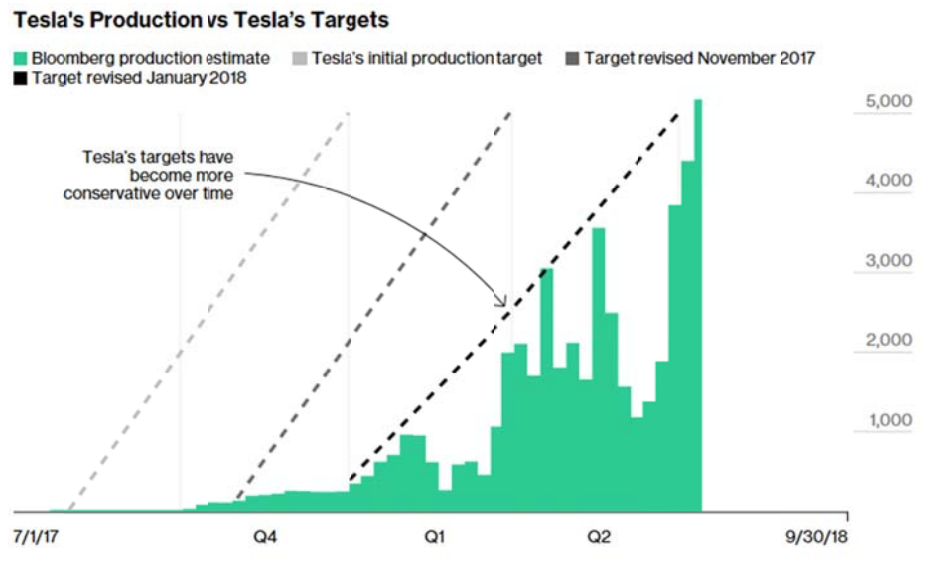
자료: 우리산업, 한국투자증권

<표 1> 주요 제품 라인업

제품명 기존제품	사진	기능
HVAC Actuator		공조장치 내 Door Flap의 각도를 조정하여 차량 내 온도, 바람의 방향, 실내-외기를 전환
Clutch Coil		차량 에어컨용 컴프레서에 V-Belt, Pulley와 함께 장착. 에어컨의 On/Off에 따라 Pulley와 컴프레서 사이에서 클러치 역할을 수행해 컴프레서를 작동/정지
Control Head		차량 히터/에어컨을 운전자가 원하는 환경으로 작동시키기 위한 Controller
PTC Heater		내연기관 자동차, 친환경차의 전원공급과 동시에 차량유입 공기를 직접 가열, 차량 내부 온도를 신속하게 예열시켜주는 메인/보조 난방 장치
AFLS Actuator (Head Lamp Leveling Device, HLLD)		야간 주행시 효과적인 시야확보를 위해 자동차 헤드램프의 상하좌우 각도 및 조광량을 자동으로 조절
Electrical Parking Brake (EPB)		정차 시 브레이크가 자동으로 잠겨있다가, 출발 할 때는 가속 페달만 밟으면 자동으로 풀리는 전자 제어식 브레이크 장치
Current Sensor		전기차에 장착되는 핵심 센서 부품으로 엔진룸에서 구동되는 고전압 전류상태 및 차량 실내에서 구동되는 저전압 전류상태를 수시로 체크
Active Air Flap Actuator (AAF)		Active Air Flap, 차량 전면 라디에이터 그릴에 장착되어 공기유입을 수시로 조절(연비향상 효과)
신제품		
3 Way Valve		냉각수 온도에 따라 유로를 결정해주는 밸브
DC-DC Converter		직류-직류 변환장치. 48V 이상에서 차량 전력 효율을 향상
Solar Energy Charger		태양열을 이용해 배터리를 충전시켜주는 장치
COD Heater		차의 연료가 얼어 붙는 것을 방지
MoC EPB		차량이 경사에서 굴러 내려가지 않도록 잡아주는 캘리퍼에 모터를 장착한 전자 제어식 브레이크.
R-EPS Actuator		모터를 이용해 핸들의 회전 운동을 왕복 운동으로 변환

자료: 우리산업, 한국투자증권

[그림 7] 테슬라 생산 vs. 목표 - 당초 목표보다는 느리나 꾸준히 증가 중



자료: Bloomberg, Tesla, 한국투자증권

<표 2> 분기 실적추정

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출	68.3	67.3	70.4	73.3	73.1	78.0	81.2	88.0	258.8	279.4	320.3	406.8	451.2
영업이익	3.3	4.5	4.8	4.6	3.1	5.0	5.3	6.4	16.0	17.1	19.7	27.6	31.6
OPM	4.9	6.6	6.8	6.2	4.2	6.4	6.5	7.2	6.2	6.1	6.1	6.8	7.0
세전이익	2.0	2.2	5.2	5.0	3.3	5.0	5.3	6.4	16.4	14.4	20.1	27.3	31.2
순이익	1.5	1.6	4.0	4.7	2.5	3.9	4.2	5.0	13.2	11.7	15.6	21.2	24.2
YoY 매출액	10.0	6.2	9.7	6.1	7.0	15.8	15.3	20.0	(1.2)	8.0	14.6	27.0	10.9
YoY 영업이익	12.1	9.1	8.6	1.6	(7.9)	11.5	10.0	39.2	10.4	7.3	14.9	40.1	14.5
YoY 순이익	(47.8)	(54.1)	73.3	1.6	74.7	152.3	3.0	6.1	27.5	(10.8)	33.3	35.4	14.1
제품별 매출													
HVAC 액츄에이터	18.1	17.7	18.1	16.4	17.1	17.6	17.6	17.6	77.0	70.3	69.9	73.6	75.1
Clutch coil	7.5	7.0	7.2	7.4	8.0	7.6	7.6	7.6	29.1	29.1	30.9	31.6	31.6
Heater control	11.2	12.5	12.5	10.8	10.7	11.6	10.8	11.6	42.2	47.1	44.7	43.6	44.4
PTC 히터	14.0	11.2	10.4	13.1	12.6	13.1	16.2	20.2	46.0	48.7	62.1	101.2	122.0
기타	11.1	10.8	10.8	11.1	15.8	13.0	13.0	13.0	40.1	43.8	54.8	63.6	74.2
상품	7.2	7.4	8.4	10.1	8.7	8.0	9.0	11.0	26.5	33.2	36.7	41.2	47.8
우리 M 오토모티브	-	-	-	6.9	6.1	6.0	6.0	6.0	-	-	-	26.0	28.0
매출비중													
HVAC 액츄에이터	26	27	27	22	22	23	22	20	30	26	23	19	18
Clutch coil	11	10	11	10	10	10	9	9	11	11	10	8	7
Heater control	16	19	19	14	14	15	13	13	16	17	15	11	10
PTC 히터	20	17	15	17	16	17	20	23	18	18	21	27	29
기타	16	16	16	15	20	17	16	15	15	16	18	17	18
상품	10	11	12	13	11	10	11	13	10	12	12	11	11
우리 M 오토모티브	-	-	-	9	8	8	7	7	-	-	-	7	7
매출성장													
HVAC 액츄에이터	(6.7)	(8.7)	(7.0)	(12.4)	(5.8)	(0.8)	(2.7)	7.3	(3.6)	(8.7)	(0.7)	5.3	2.0
Heater control	0.8	(12.0)	4.4	8.5	6.6	9.2	5.1	3.3	(12.7)	(0.0)	6.0	2.5	0.0
PTC heater	(2.0)	14.9	39.3	(0.0)	(5.1)	(7.4)	(13.8)	7.2	(21.8)	11.7	(5.2)	(2.5)	2.0
PTC 히터	51.3	24.7	(24.0)	(6.7)	(9.8)	17.6	55.3	54.1	22.1	5.9	27.7	62.8	20.6
기타	14.2	26.1	7.6	(5.2)	42.2	20.2	20.3	16.8	14.0	9.4	24.9	16.1	16.8
상품	15.5	18.0	24.5	39.9	19.5	7.7	7.7	8.6	1.9	25.0	10.5	12.5	16.0
우리 M 오토모티브	-	-	-	-	-	-	-	(13.3)	-	-	-	-	7.7
핵심가점													
PTC 히터 ASP(원)	86,798	76,953	74,315	83,658	104,383	101,100	101,100	101,100	81,209	80,710	99,480	101,180	90,350
PTC 히터 물량(천개)	161	145	140	157	121	130	160	200	566	603	611	1,000	1,350
YoY 가격	30.9	17.0	(28.3)	(5.9)	20.3	31.4	36.0	20.8	19.1	(0.6)	23.3	1.7	(10.7)
YoY 물량	15.6	6.5	6.0	(0.9)	(25.0)	(10.5)	14.2	27.5	2.5	6.6	1.3	63.8	35.0

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

우리산업의 경쟁력은 연구개발을 통한 기술력확보에 있다. 1994년 6월 기술연구소 설립 이후 20년간 R&D에 집중 투자해 왔다. 2012년부터 설비 자동화가 본격화되면서(자동화율 36%), 이를 통한 인건비/경비 절감을 연구개발에 투자 중이다. 다양한 현지법인(중국 천진, 대련, 인도, 태국, 슬로바키아, 미국, 헝가리, 멕시코 등)을 운영해 글로벌 네트워크 또한 구축하고 있다.

- HVAC(Heating, Ventilation, Air Conditioning) 시스템: 공기 재순환 및 냉난방 기능을 수행하는 시스템
- 클러치코일(Clutch Coil): 에어컨의 On/Off 에 따라 Pulley(도르레)와 컴프레서 사이에서 클러치 역할을 수행해 컴프레서를 작동/정지 시키는 일종의 스위치
- 컨트롤헤드(Control Head): 차량 히터/에어컨을 운전자가 원하는 환경으로 작동시키기 위한 조작버튼을 모아놓은 장치
- PTC 히터(Positive Temperature Coefficient Heater): 보조 난방장치의 일종. 차량에서는 전기저항을 이용해 공기를 가열해, 엔진이 뜨거워지기 전에 더욱 신속하게 난방을 제공. PTC 소자를 활용해 자동온도제어가 가능

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	124	148	169	215	238
현금성자산	8	6	7	9	10
매출채권및기타채권	55	64	73	93	103
재고자산	60	61	70	89	99
비유동자산	65	83	86	92	100
투자자산	1	5	6	8	9
유형자산	56	66	66	67	72
무형자산	7	11	12	16	17
자산총계	189	231	255	307	338
유동부채	110	120	132	163	171
매입채무및기타채무	53	61	70	89	98
단기차입금및단기사채	45	49	49	64	66
유동성장기부채	8	5	5	2	2
비유동부채	12	12	11	12	13
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	9	7	6	6	6
부채총계	122	132	143	175	184
지배주주지분	67	99	113	132	155
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	40	41	41	41	41
기타자본	(1)	20	20	20	20
이익잉여금	23	34	48	69	92
비지배주주지분	0	0	(0)	(0)	(0)
자본총계	67	99	113	132	155

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	19	19	20	13	22
당기순이익	13	12	16	21	24
유형자산감가상각비	7	7	8	8	8
무형자산상각비	2	2	3	3	4
자산부채변동	(5)	(3)	(7)	(21)	(14)
기타	2	1	0	2	0
투자활동현금흐름	(8)	(41)	(17)	(23)	(23)
유형자산투자	(10)	(21)	(9)	(9)	(13)
유형자산매각	4	5	0	0	0
투자자산순증	1	(19)	(2)	(2)	(2)
무형자산순증	(3)	(5)	(4)	(7)	(6)
기타	0	(1)	(2)	(5)	(2)
재무활동현금흐름	(8)	21	(2)	11	1
자본의증가	0	22	0	0	0
차입금의순증	(7)	(1)	(2)	12	2
배당금지급	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
기타	(1)	0	1	0	0
기타현금흐름	0	(1)	0	0	0
현금의증가	2	(2)	1	2	1

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	259	279	320	407	451
매출원가	221	239	274	345	381
매출총이익	38	40	46	62	70
판매관리비	22	23	27	35	38
영업이익	16	17	20	28	32
금융수익	6	5	5	5	5
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	7	7	6	6	6
이자비용	3	2	2	2	3
기타영업외손익	2	(0)	1	1	1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	16	14	20	27	31
법인세비용	3	3	4	6	7
연결당기순이익	13	12	16	21	24
지배주주지분순이익	13	12	16	21	24
기타포괄이익	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	13	11	15	20	23
지배주주지분포괄이익	13	11	15	20	23
EBITDA	24	26	30	39	43

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표 (원)					
EPS	1,443	1,293	1,713	2,320	2,648
BPS	7,390	10,805	12,333	14,468	16,931
DPS	50	100	100	100	100
성장성 (% YoY)					
매출증가율	31.6	8.0	14.6	27.0	10.9
영업이익증가율	47.8	7.4	14.7	40.1	14.5
순이익증가율	27.5	(10.6)	32.9	35.4	14.1
EPS증가율	27.6	(10.4)	32.5	35.4	14.1
EBITDA증가율	44.0	7.9	16.0	28.4	11.2
수익성 (%)					
영업이익률	6.2	6.1	6.1	6.8	7.0
순이익률	5.1	4.2	4.9	5.2	5.4
EBITDA Margin	9.4	9.4	9.5	9.6	9.6
ROA	7.0	5.6	6.4	7.5	7.5
ROE	21.7	14.2	14.8	17.3	16.9
배당수익률	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
배당성향	3.4	7.8	5.8	4.3	3.8
안정성					
순차입금(십억원)	54	40	35	40	39
차입금/자본총계비율(%)	93.0	62.2	53.1	54.3	47.7
Valuation(X)					
PER	16.0	27.1	15.8	11.7	10.3
PBR	3.1	3.2	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	11.0	13.9	9.4	7.4	6.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
우리산업(215360)	2017.03.15	매수	36,000원	-18.5	7.4
	2017.07.19	매수	47,000원	-23.8	-9.3
	2017.10.23	매수	42,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 11일 현재 우리산업 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 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.