

## Company Update



임은영  
Analyst  
esther.yim@samsung.com  
02 2020 7727

2017. 6. 18

## 우리산업 (215360)

## 1만원짜리 아이템이 30만원으로 변신

- 1Q17에 현대/기아차 친환경차 판매성장에 힘입어 PTC 매출성장이 +70%YoY 및 17.6% 매출비중 기록. ASP 1만원의 디젤 예열기구였던 PTC 히터가 전기차 난방시스템으로 변화되면서 ASP가 25~30만원으로 상승
- PTC히터는 2H17에 중국JV 가동시작, 2018년에 현대/기아차 전기차 납품 모멘텀. 테슬라 납품경험을 바탕으로 신규고객 확보에 힘입어 2020년까지 CAGR 40%의 매출고성장 지속 전망
- PTC히터 매출은 단일고객 의존에서 전기동력 수요 고성장 및 고객사 다변화로 실적 고성장이 예상되고, Actuator 매출 성장 가시성이 높아지면서 주가는 꾸준한 우상향 전망. 2018년 실적에 Historical Valuation 상단인 20배를 적용, 목표주가 40,000원 및 투자 의견 'BUY'로 커버리지 개시

## AT A GLANCE

SELL HOLD BUY

목표주가	40,000원	(15.4%)
현재주가	34,650원	
시가총액	3,164.3억원	
Shares (float)	9,132,163주 (60.0%)	
52 주 최저/최고	16,450원/35,900원	
60 일-평균거래대금	47.8억원	

## ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
우리산업 (%)	31.0	57.9	3.4
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	24.8	46.4	4.9

## KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	Not Rated	
목표주가	40,000	n/a	n/a
2017E EPS	1,525	n/a	n/a
2018E EPS	1,947	n/a	n/a

## SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	1
Target price	36,000
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

## WHAT'S THE STORY

**PTC 히터, 매출고성장 전망:** 테슬라 납품으로 품질 및 기술력에 대한 검증. 글로벌 업체의 고객다변화 및 수요 증가로 2015 년 전체매출의 8.9%에서 2020 년 34% 비중으로 성장 전망. 1Q17 에는 120 억원(+70.8%YoY) 및 17.6%(+6.3%pYoY) 기록.

- **PTC히터, 전기차의 Heating system:** PTC히터는 기존에 디젤차량의 예열을 위해 사용되던 보조난방기구. 전기동력차량의 난방시스템으로 변화되면서 ASP 상승. 디젤 향 PTC히터는 1만원, 하이브리드 PTC히터는 2~3만원. 전기차 PTC히터는 25~30만원. 동사는 Air Heating 타입 생산.
- **2018년, 현대/기아차 장거리 전기차 출시:** 우리산업은 현대/기아차 친환경차 PTC히터 전량 납품. 현대차는 코나 베이스, 기아차는 스토닉 베이스로 350km 이상 주행하는 전기차 출시 예정. 그 외 친환경차 2016년 12개 모델에서 2020년 28개 모델로 매해 4개 차종 출시 예정.
- **2H17 중국 JV설립 계획:** 중국의 화공과기산업의 자회사인 화공신고리전자와 JV 추진. 중국업체는 영업을 담당하고, 우리산업(지분율 51%)은 기술 및 생산 담당. 중국의 평균연비제도 및 NEV Credit 제도로 전기차 수요 고성장 전망. 2019년 가동 정상화 시 연 매출 200억원 수준 예상.

(뒷장에 계속)

## SUMMARY FINANCIAL DATA

	2016	2017E	2018E	2019E
매출액 (십억원)	259	290	342	417
순이익 (십억원)	13	14	18	24
EPS (adj) (원)	1,441	1,525	1,947	2,538
EPS (adj) growth (%)	(4.0)	5.8	27.7	30.4
EBITDA margin (%)	9.4	9.5	9.3	9.4
ROE (%)	21.7	19.0	20.0	21.3
P/E (adj) (배)	24.0	22.7	17.8	13.7
P/B (배)	4.7	3.9	3.2	2.6
EV/EBITDA (배)	15.3	13.1	10.9	8.5
Dividend yield (%)	0.1	0.1	0.1	0.1

자료: 삼성증권 추정

- **경쟁현황:** 터보차저 글로벌 2위업체인 보그워너가 유럽부품사 인수로 PTC히터 생산 및 테슬라에 납품. 경쟁사는 Coolant Type을 생산하는 독일의 Catem.

**Actuator 사업 성장 예상:** 기존에 HVAC Actuator 는 글로벌 1 위, 차량 전장화 트렌드 가속화로 EPB(전자식 파킹브레이크) Actuator, Head Lamp Driven Actuator 등 매출 증가 예상.

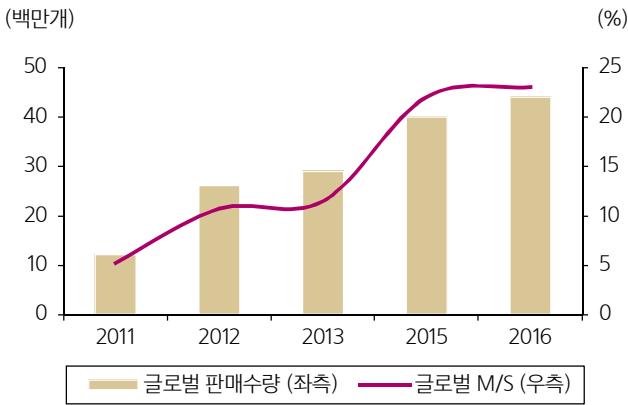
- **HVAC Actuator, 글로벌 1위 업체:** 2015년에 HVAC Actuator부문 글로벌 M/S 22%로 1위 달성. HVAC Actuator의 ASP는 2~3천원 수준으로 낮으나 동사는 연간 3천만개 이상 생산으로 규모의 경제를 갖추고 있음. 글로벌 Top-tier 부품사의 아웃소싱 증가로 신규고객 확보. TRW, Bosch는 낮은 부가가치로 인해 HVAC Actuator 생산을 포기. 경쟁사는 일본업체인 ASMO, Tokyo parts 및 유럽업체인 SAIA가 있음.

- **신규 성장 아이템:** 차량 전장화 및 ADAS 적용 확대로 EPB Actuator, Head Lamp Driven Actuator등 Actuator 매출 증가 예상.

**2016~2020년, 매출 CAGR18% 및 순이익 CAGR22% 성장 전망:** 친환경차 판매 증가, ADAS 적용 확대로 Actuator 성장 전망.

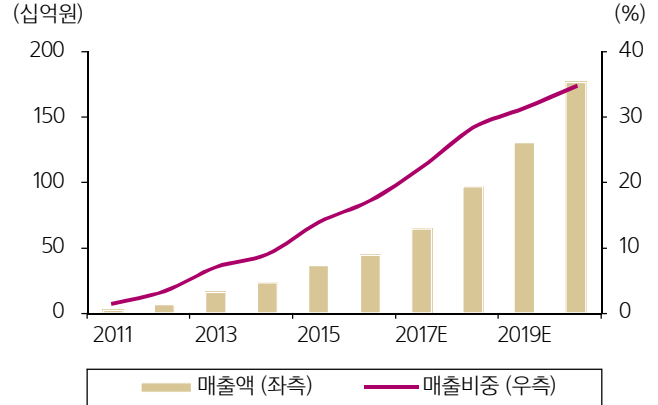
- **2Q17실적 견조 전망:** 매출액 700억원(+2.2%QoQ, +10.2%YoY) 및 영업이익 470억원(+41.5%QoQ, +15.0%YoY)으로 영업이익률 6.7% 전망. 현대/기아차의 4~5월 친환경차 판매는 37,387대 및 +140%YoY 기록. 1Q17에 종업원 성과급 120억원 반영이 있었음.

우리산업: HVAC Actuator 판매수량 및 점유율



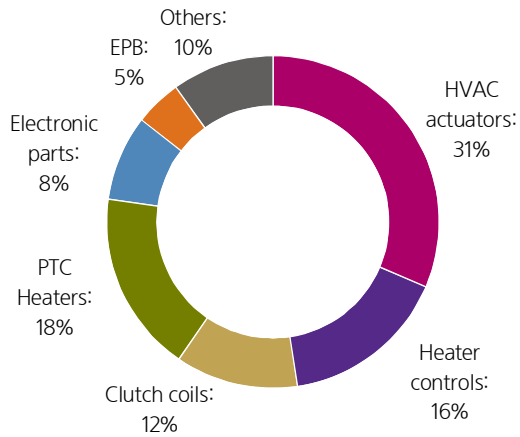
자료: 우리산업, 삼성증권

우리산업: PTC heater 매출액 및 매출비중



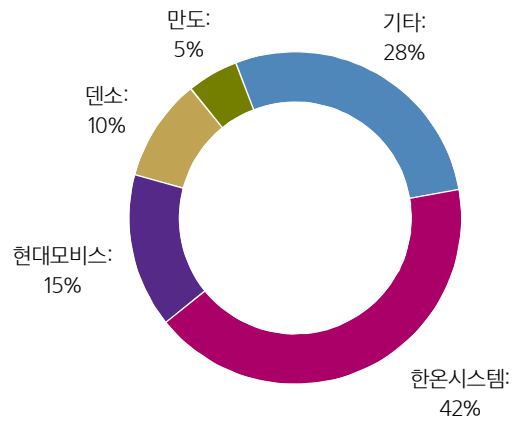
자료: 우리산업, 삼성증권

우리산업: 부품별 매출 비중 (2016)



자료: 우리산업, 삼성증권

우리산업: 고객사별 매출 비중 (2016)



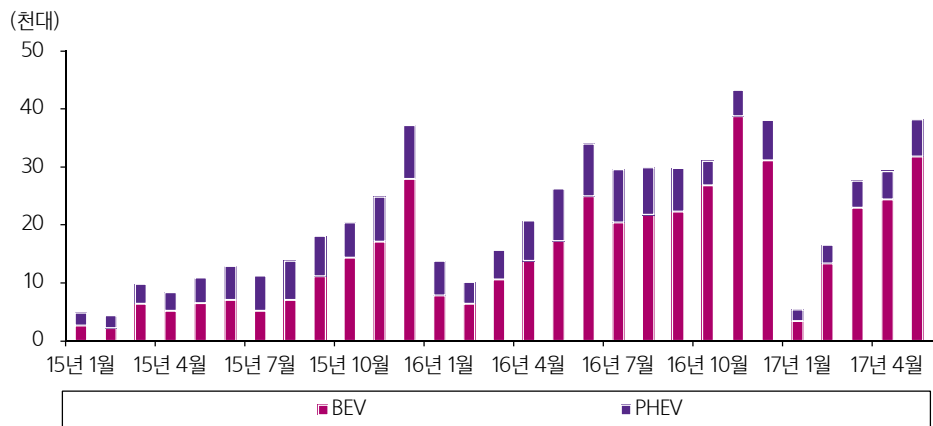
참고: 기타는 Delphi, GMCH, ACH 등 포함  
자료: 우리산업, 삼성증권

현대차그룹: 2020 친환경차 라인업확대 계획

	현재	2020
하이브리드	6개 차종: 쏘나타, 그랜저, 아이오닉, K5, K7, 니로	10개 차종: 동급 최고수준 연비의 전용차 개발
플러그인하이브리드	2개 차종: 쏘나타, K5	8개 차종: 2015년 쏘나타 PHEV출시를 시작으로 준중형 모델로 확대
전기차	3개 차종: 아이오닉, 쏘울, 레이	7개 차종: 1회충전 주행거리 확대, 차세대 배터리 연구 활성화 2018년에 300km이상 주행거리 EV출시 예정
수소연료전지차	1개 차종: 투싼	3개 차종: 차세대 연료전지차 개발

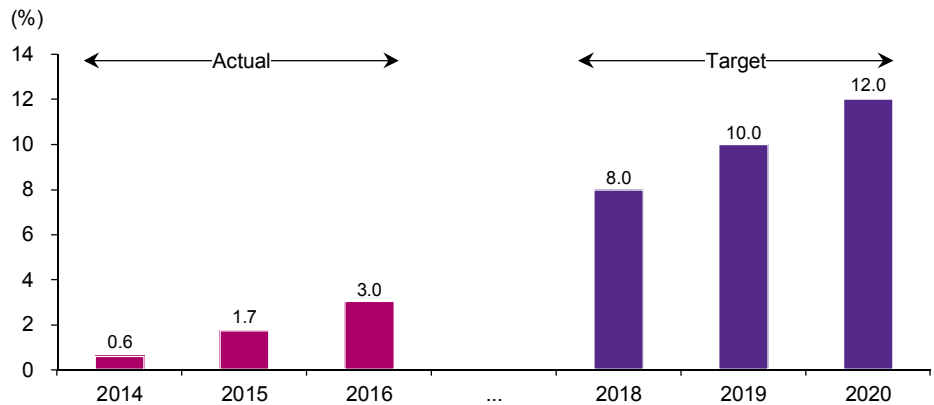
자료: 현대차, 삼성증권

중국시장: 전기차 판매대수



참고: 승용차 기준  
자료: CPCA, 삼성증권

중국시장: 현재 NEV mix 및 향후 의무 NEV mix



참고: EV에 대한 NEV score는 2로 가정, Passenger vehicle 기준  
 자료: CPCA, 삼성증권 추정

중국시장: NEV 수요전망

(천대)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>NEV</b>									
EV	11	15	45	247	409	511	767	974	1,217
PHEV	1	3	30	84	98	113	147	176	211
<b>Total</b>	<b>13</b>	<b>18</b>	<b>75</b>	<b>331</b>	<b>507</b>	<b>624</b>	<b>913</b>	<b>1,150</b>	<b>1,428</b>
성장률 (% y-y)		37.9	323.8	342.9	53.1	23.1	46.4	25.9	24.2
<b>자동차 수요</b>									
승용차	14,692	18,193	18,976	20,594	23,846	25,276	26,035	27,076	28,159
상용차	4,370	4,630	4,340	3,450	3,054	2,902	2,756	2,839	2,924
<b>Total</b>	<b>19,062</b>	<b>22,823</b>	<b>23,316</b>	<b>24,044</b>	<b>26,900</b>	<b>28,178</b>	<b>28,791</b>	<b>29,915</b>	<b>31,084</b>
<b>비중</b>									
승용차 대비 (%)	0.1	0.1	0.4	1.6	2.1	2.5	3.5	4.2	5.1
자동차 대비 (%)	0.1	0.1	0.3	1.4	1.9	2.2	3.2	3.8	4.6

자료: 삼성증권 추정

우리산업: 실적전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
원/달러 (평균)	1,201	1,163	1,120	1,159	1,155	1,130	1,160	1,180	1,132	1,160	1,156	1,200
매출액	62.1	63.4	64.2	69.1	68.3	70.0	72.2	79.3	261.9	258.8	289.8	342.0
성장률 (%)	(4.7)	(2.4)	(1.5)	3.7	7.8	9.0	4.5	16.1	1.4	(1.2)	12.0	18.0
PTC히터	7.0	10.5	12.9	14.0	12.0	11.5	16.6	24.4	36.3	44.5	64.6	96.9
성장률 (%)	141.4	141.4	58.9	(32.9)	13.9	(10.9)	18.6	103.3	56.5	22.7	45.0	50.0
매출총이익	8.8	9.5	9.5	10.3	8.4	11.1	11.5	12.8	37.7	38.1	43.9	53.4
영업이익	3.0	4.1	4.4	4.5	3.3	4.7	5.4	5.6	14.7	16.0	19.1	23.3
성장률 (%)	(23.5)	16.2	22.5	21.2	(18.7)	7.0	20.7	69.4	(5.3)	8.5	19.7	22.0
세전이익	3.8	4.2	2.9	5.5	2.0	4.0	3.7	7.8	16.1	16.4	17.5	22.9
순이익	2.8	3.4	2.3	4.7	1.5	3.2	3.0	6.2	13.0	13.1	13.9	18.3
성장률 (%)	5.2	(6.8)	(16.3)	17.4	(57.1)	39.3	(35.5)	328.5	10.1	1.0	5.8	31.9
<b>이익률 (%)</b>												
영업이익	14.1	15.0	14.8	14.9	12.4	15.9	15.9	16.2	14.4	14.7	15.2	15.6
세전이익	4.8	6.5	6.9	6.5	4.9	6.7	7.5	7.1	5.6	6.2	6.6	6.8
순이익	6.1	6.6	4.5	7.9	2.9	5.7	5.2	9.8	6.1	6.3	6.1	6.7

자료: 삼성증권 추정

우리산업: 12M Forward P/E



자료: Quantwise, 삼성증권

우리산업: 12M Forward P/B



자료: Quantwise, 삼성증권

우리산업: 주요제품 현황

제품	이미지	설명
HVAC actuator		공조장치 내 Flap의 각도를 조정하여 차량내의 온도, 바람의 방향, 실내-외기를 전화하여 주는 제품
Clutch coil		차량에어컨의 Compressor를 작동 또는 정지시켜주는 장치
Control head		차량 히터 또는 에너컨을 운전자가 원하는 환경으로 작동시키기 위한 Controller로서 실내온도, 외기온도, 태양광의 양, 냉각수의 온도 등을 감지하는 센서의 정보를 받아 CPU가 공조시스템을 제어하여 차량 실내 온도를 조절하는 장치
PTC heater		Diesel vehicle: 겨울철 시동과 동시에 차량 유입 공기를 직접 가열하여 차량 내부 온도를 신속히 예열 시키는 보조 난방 장치 Electric Vehicle: 겨울철 전기자동차의 유일한 Heating System으로서 전세계 전기차 시장을 선도하는 제품으로 부상
EPB (Electric Parking Brake)		차가 서 있을 때는 브레이크가 자동으로 잠겨 있다가, 출발할 때는 액셀러레이터 페달만 밟으면 자동으로 풀리는 전자 제어식 브레이크 장치
Headlamp driven actuator		야간 주행시 효과적인 시야 확보를 할 수 있도록 자동차 헤드램프의 각도 및 조광량을 자동으로 조절하는 제품
Electric current sensor		Hybrid & Electronic vehicle에 장착되는 필수 제품으로 엔진룸에서 구동되는 고전압 전류상태 및 차량 실내에서 구동되는 저전압 전류상태를 수시로 체크하는 센서. 차량당 4개장착
AAF (Active Air Flap)		차량 전면 Radiator Grill에 장착되어 공기유입을 수시로 조절해 주는 제품 (연비 향상 제품). 하이브리드 차량에 적용 중, 향후 마일드하이브리드 및 일반차량 적용 예상

자료: 우리산업, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	197	259	290	342	417
매출원가	168	221	246	289	349
매출총이익	28	38	44	53	68
(매출총이익률, %)	14.4	14.7	15.2	15.6	16.4
판매 및 일반관리비	18	22	25	30	37
영업이익	11	16	19	23	31
(영업이익률, %)	5.5	6.2	6.6	6.8	7.4
영업외손익	2	0	(2)	(0)	(0)
금융수익	4	5	5	6	7
금융비용	6	7	8	8	10
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	4	3	1	2	2
세전이익	13	16	18	23	30
법인세	3	3	4	5	6
(법인세율, %)	19.5	19.7	20.8	20.0	20.0
계속사업이익	10	13	14	18	24
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	10	13	14	18	24
(순이익률, %)	5.2	5.1	4.8	5.4	5.8
지배주주순이익	10	13	14	18	23
비지배주주순이익	(0)	(0)	(0)	1	1
EBITDA	17	24	28	32	39
(EBITDA 이익률, %)	8.6	9.4	9.5	9.3	9.4
EPS (지배주주)	1,501	1,441	1,525	1,947	2,538
EPS (연결기준)	1,500	1,439	1,522	2,007	2,672
수정 EPS (원)*	1,501	1,441	1,525	1,947	2,538

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동에서의 현금흐름	29	21	28	22	21
당기순이익	10	13	14	18	24
현금유출입이없는 비용 및 수익	15	16	14	15	16
유형자산 감가상각비	5	7	7	7	7
무형자산 상각비	1	2	1	1	1
기타	9	7	6	7	8
영업활동 자산부채 변동	3	(7)	3	(7)	(13)
투자활동에서의 현금흐름	(15)	(8)	(10)	(8)	(8)
유형자산 증감	(12)	(7)	(10)	(8)	(8)
장단기금융자산의 증감	21	0	(0)	(0)	(0)
기타	(24)	(2)	(0)	(0)	(0)
재무활동에서의 현금흐름	(10)	(11)	(11)	(7)	(7)
차입금의 증가(감소)	(16)	(7)	(8)	(5)	(5)
자본금의 증가(감소)	19	0	0	0	0
배당금	0	(0)	(0)	(0)	(0)
기타	(12)	(4)	(2)	(2)	(2)
현금증감	4	2	2	11	6
기초현금	1	6	8	10	21
기말현금	6	8	10	21	27
Gross cash flow	26	29	28	33	41
Free cash flow	16	11	18	14	13

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외, \*\* 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

\*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 우리산업, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	126	124	130	160	197
현금 및 현금등가물	6	8	10	21	27
매출채권	53	50	46	54	66
재고자산	59	60	67	77	94
기타	8	6	7	8	9
비유동자산	60	65	71	66	66
투자자산	1	1	6	1	2
유형자산	53	56	58	59	60
무형자산	6	7	6	5	4
기타	1	1	1	1	1
자산총계	186	189	202	227	263
유동부채	117	110	109	116	128
매입채무	45	42	47	55	67
단기차입금	50	45	45	40	35
기타 유동부채	22	24	18	21	26
비유동부채	14	12	12	13	14
사채 및 장기차입금	11	9	9	9	9
기타 비유동부채	3	3	4	4	5
부채총계	131	122	122	129	141
지배주주지분	55	67	80	97	120
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	40	40	40	40	40
이익잉여금	10	23	36	54	77
기타	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
비지배주주지분	0	0	(0)	1	2
자본총계	55	67	80	98	122
순부채	62	54	44	28	17

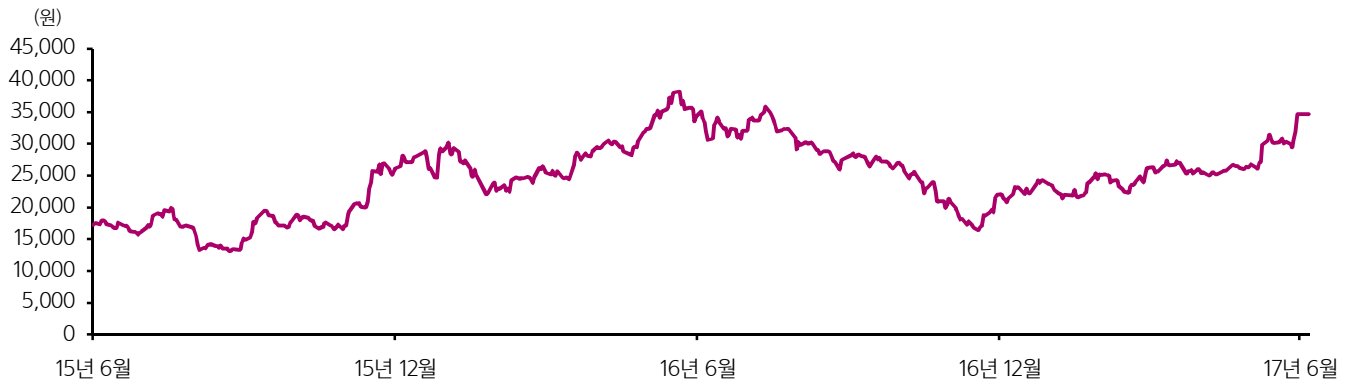
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2015	2016	2017E	2018E	2019E
증감률 (%)					
매출액	(37.3)	31.6	12.0	18.0	22.0
영업이익	(53.1)	47.8	19.7	22.0	32.9
순이익	(28.4)	27.3	5.8	31.9	33.1
수정 EPS**	n/a	(4.0)	5.8	27.7	30.4
주당지표					
EPS (지배주주)	1,501	1,441	1,525	1,947	2,538
EPS (연결기준)	1,500	1,439	1,522	2,007	2,672
수정 EPS**	1,501	1,441	1,525	1,947	2,538
BPS	5,988	7,331	8,815	10,723	13,226
DPS (보통주)	50	50	50	50	50
Valuations (배)					
P/E***	23.1	24.0	22.7	17.8	13.7
P/B***	5.8	4.7	3.9	3.2	2.6
EV/EBITDA	22.5	15.3	13.1	10.9	8.5
비율					
ROE (%)	14.7	21.7	19.0	20.0	21.3
ROA (%)	4.8	7.0	7.1	8.6	10.0
ROIC (%)	6.7	10.6	12.5	15.0	18.3
배당성향 (%)	4.5	3.4	3.3	2.6	2.0
배당수익률 (보통주, %)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
순부채비율 (%)	113.8	80.8	54.6	28.2	13.7
이자보상배율 (배)	5.6	6.3	8.5	11.7	17.2

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 6월 16일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 6월 16일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자이견 및 목표주가(TP) 변경

일 자 2017/6/18  
 투자이견 BUY  
 TP (원) 40,000

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업	산업
<b>BUY (매수)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준 <b>HOLD (중립)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외 <b>SELL (매도)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	<b>OVERWEIGHT(비중확대)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 <b>NEUTRAL(중립)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상 <b>UNDERWEIGHT(비중축소)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2017년 3월 31일 기준

매수 (82%) | 중립 (18%) | 매도 (0%)