

Company Update



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

우리산업 (215360)

2Q19 Review: 경쟁심화 및 전방업체 부진의 여파

- 2Q19실적은 매출액감소 및 믹스악화로 추정치 하회. 투자포인트인 PTC매출 및 우리엠오토모티브 매출액이 감소.
- PTC매출은 3Q19에 유럽업체와 중국 전기버스업체 향 대규모 수주가 예상되고, 현대/기아차 EV생산증가로 2020년 이후 회복 예상.
- 2Q19실적부진을 반영하여 2019년, 2020년 수익추정치를 하향. 내연기관차에서 전기차로 전환되면서 경쟁심화가 진행 중이며, 2nd Vendor로서 전방업체의 부진영향에서 자유롭지 않다는 점이 실적가시성을 낮추고 있음. 목표주가를 2020년, 2020년 평균EPS에 기존 Target P/E 20배에서 20%디스카운트한 16배를 적용, 22,000원으로 35.3%하향. 투자 의견을 'Hold'로 하향.

WHAT'S THE STORY

2Q19 실적, 부진: 매출액 778 억원(-0.5%QoQ, -6.8%YoY) 및 영업이익 32 억원(+3.0%QoQ, -29.9%YoY)으로 영업이익률 4.1% 기록.

- **PTC히터 매출 127억원(+23.4%YoY):** 전체 매출액 대비 16.3%(-1.0%pYoY) 비중 기록. 2Q19에 테슬라 모델S 및 모델X는 17,650대(-20.9YoY%)로 보조금 감소, 모델3 판매 집중으로 인해 부진. 현대/기아차 장거리전기차인 코나EV 및 니로EV 판매증가는 상쇄요인이었으나, 중국 메이커EV도 보조금 감소로 부진.

- **우리엠 오토모티브 매출 51억원(-17.6%YoY):** 만도의 전후방감지센서 매출감소영향. 만도의 ADAS에 센서납품은 2H20부터.

실적불확실성 증가: 당사는 2nd Vendor로서 한온시스템과 만도가 주요고객사. 두 업체는 글로벌 수요 둔화로 오히려 고객사 다변화가 실적에 부담이 되고 있음. 한편, 현대/기아차가 신차싸이클에 진입하면서, 현대/기아차 의존도 높은 부품사들이 실적이 견조.

- **3Q19실적, 부진 예상:** 3Q19에 매출 795억원(-10.4%YoY) 및 영업이익 42억원(-31.9%YoY)으로 영업이익률 5.3% 전망. 테슬라 생산믹스 변화 및 전방업체 실적부진 영향.

추가 수주 모멘텀 필요: 3Q19에 유럽업체 및 중국전기버스 수주 예상. 다만, 수주경쟁도 가속화되고 있고 글로벌 수요둔화로 기존제품의 매출감소가 우려되고 있어, 동사의 경쟁우위를 확인할 수 있는 확실한 수주모멘텀 필요.

분기 실적

(십억원)	2Q19	증감 (%)	차이 (%)
		전년동기 대비	전분기 대비
매출액	77.8	(6.8)	(0.5)
영업이익	3.2	(29.9)	3.0
세전이익	3.0	(35.7)	(8.9)
순이익	2.2	(35.7)	5.7
이익률 (%)			
영업이익	4.1		
세전이익	3.8		
순이익	2.9		

자료: 우리산업, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2018	2019E	2020E
Valuation (배)			
P/E	14.3	17.5	11.3
P/B	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	7.4	7.8	6.0
Div yield (%)	0.5	0.5	0.5
EPS 증가율 (%)	3.9	(18.6)	54.8
ROE (%)	11.8	8.8	12.3
주당지표 (원)			
EPS	1,338	1,089	1,686
BVPS	11,913	12,903	14,488
DPS	100	100	100

AT A GLANCE

SELL HOLD BUY

목표주가 22,000원 (15.2%)

현재주가	19,100 원
시가총액	1,744.2억원
Shares (float)	9,132,163주 (60.5%)
52 주 최저/최고	18,050원/39,100원
60 일-평균거래대금	13.9억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
우리산업 (%)	-21.4	-44.0	-29.7
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-10.3	-30.4	-10.2

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	HOLD	BUY	
목표주가	22,000	34,000	-35.3%
2019E EPS	1,089	1,326	-17.9%
2020E EPS	1,686	2,077	-18.8%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	3
Target price	36,333
Recommendation	4.0

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

우리산업: 2분기 실적요약

(십억원)	2Q19	2Q18	1Q19	증감 (%)	
				전년동기 대비	전분기 대비
매출액	77.8	83.4	78.2	(6.8)	(0.5)
영업이익	3.2	4.5	3.1	(29.9)	3.0
세전계속사업이익	3.0	4.6	3.3	(35.7)	(8.9)
순이익	2.2	3.5	2.1	(35.7)	5.7
이익률 (%)					
영업이익	4.1	5.4	3.9		
세전계속사업이익	3.8	5.6	4.2		
순이익	2.9	4.2	2.7		

자료: 우리산업, 삼성증권

우리산업: 실적추정치 변경

(십억원)	2019			2020		
	기존	변경	증감(%,%p)	기존	변경	증감(%,%p)
매출	366	333	(9.1)	458	366	(20.1)
영업이익	18	15	(15.3)	25	20	(19.3)
순이익	13	10	(21.9)	19	16	(17.3)
이익률(%)						
영업이익률	4.9	4.6	0.3	5.5	5.5	(0.1)
순이익률	3.6	3.1	0.5	4.1	4.3	(0.1)

자료: 삼성증권 추정

우리산업: 실적전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
원/달러 (평균)	1,072	1,080	1,122	1,128	1,126	1,165	1,150	1,150	1,130	1,101	1,148	1,150
매출액	73.1	83.4	88.7	87.5	78.2	77.8	84.6	92.3	279.4	332.8	332.8	366.1
성장률 (%)	7.0	23.9	26.0	19.3	6.9	(6.8)	(4.7)	5.5	8.0	19.1	0.0	10.0
PTC히터	12.5	14.4	19.1	18.7	15.4	12.7	14.0	16.2	51.2	64.7	58.2	75.7
성장률 (%)	3.8	29.7	45.9	24.8	23.4	(12.1)	(26.5)	(13.8)	15.0	26.3	(10.0)	30.0
매출총이익	8.6	11.2	12.0	9.9	8.6	9.6	10.2	10.9	41.1	41.7	39.2	46.6
영업이익	3.1	4.5	6.2	3.6	3.1	3.2	4.2	4.8	17.1	17.4	15.2	20.2
성장률 (%)	(7.9)	1.3	29.9	(22.2)	0.6	(29.9)	(31.9)	34.1	7.4	1.2	(12.1)	32.3
세전이이익	3.3	4.6	5.7	2.6	3.3	3.0	4.3	3.1	14.3	16.4	13.7	20.1
순이익	2.5	3.5	4.5	1.5	2.1	2.2	3.4	2.4	11.8	12.1	10.2	15.7
성장률 (%)	75.2	124.9	12.2	(67.3)	(16.6)	(35.7)	(25.2)	55.0	(10.5)	3.0	(16.2)	54.8
이익률 (%)												
영업이익	11.8	13.4	13.5	11.3	11.0	12.3	12.0	11.8	14.7	12.5	11.8	12.7
세전이이익	4.2	5.4	7.0	4.1	3.9	4.1	5.0	5.2	6.1	5.2	4.6	5.5
순이익	4.6	5.6	6.5	3.0	4.2	3.8	5.1	3.3	5.1	4.9	4.1	5.5

자료: 삼성증권 추정

테슬라: 모델별 판매현황

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
차량판매 (대)										
합계	25,000	22,000	26,150	29,870	29,980	40,740	83,500	90,966	63,000	95,200
Model 3			220	1,550	8,180	18,440	55,840	63,359	50,900	77,550
Model S + X	25,000	22,000	25,930	28,320	21,800	22,300	27,660	27,607	12,100	17,650
증감률 (% , y-y)										
합계	68.8	52.8	5.4	34.2	19.9	85.2	219.3	204.5	110.1	133.7
Model 3					n/a	n/a	25,281.8	3,987.7	522.2	320.6
Model S + X					(12.8)	1.4	6.7	(2.5)	(44.5)	(20.9)

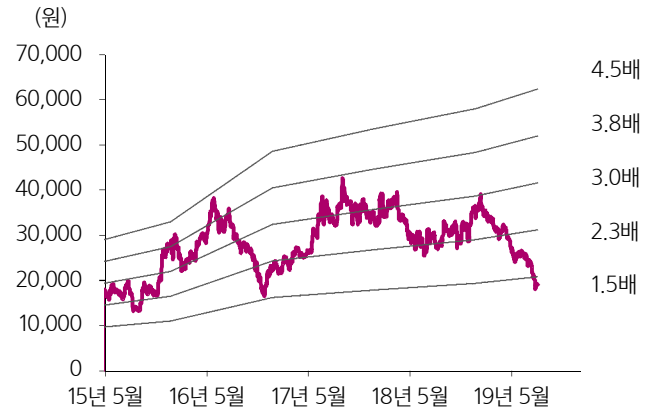
자료: 테슬라, 삼성증권

우리산업: P/E 밴드 차트



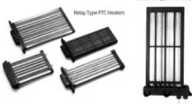
자료: 우리산업, 삼성증권

우리산업: P/B 밴드 차트



자료: 우리산업, 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 에어컨을 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 엑셀러레이터 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
Coolant Heater		차량의 냉각수 직가열 방식히터로 배터리 히터로 사용
Coolant Valve (3Way/ 4Way Valve)		냉각수 유로 및 유량조절을 통한 열관리 시스템 부품
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
COD Heater		COD Heater는 수소연료전지차용 고전압 냉각수 히터. 추운 겨울철 수소연료전지차를 작동할 때 COD 히터를 이용해 냉각수를 빠르게 가열해 효율성을 높이는 장치

자료: 우리산업, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	279	333	333	366	439
매출원가	239	291	294	319	382
매출총이익	40	42	39	47	58
(매출총이익률, %)	14.4	12.5	11.8	12.7	13.1
판매 및 일반관리비	23	24	24	26	32
영업이익	17	17	15	20	25
(영업이익률, %)	6.1	5.2	4.6	5.5	5.8
영업외손익	(3)	(1)	(2)	(0)	(0)
금융수익	5	6	6	7	8
금융비용	7	6	6	7	8
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(0)	(1)	(1)	0	0
세전이익	14	16	14	20	25
법인세	3	4	4	4	6
(법인세율, %)	18.1	26.1	25.7	22.0	22.0
계속사업이익	12	12	10	16	20
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	12	12	10	16	20
(순이익률, %)	4.2	3.6	3.1	4.3	4.5
지배주주순이익	12	12	10	15	20
비지배주주순이익	(0)	(0)	0	0	(0)
EBITDA	26	28	26	31	35
(EBITDA 이익률, %)	9.4	8.5	7.9	8.5	7.9
EPS (지배주주)	1,289	1,338	1,089	1,686	2,194
EPS (연결기준)	1,287	1,326	1,111	1,720	2,174
수정 EPS (원)*	1,289	1,338	1,089	1,686	2,194

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	19	15	21	33	44
당기순이익	12	12	10	16	20
현금유출입이없는 비용 및 수익	15	24	19	19	19
유형자산 감가상각비	7	9	9	8	7
무형자산 상각비	2	2	3	3	2
기타	6	13	7	8	10
영업활동 자산부채 변동	(3)	(17)	(3)	4	12
투자활동에서의 현금흐름	(41)	(12)	(13)	(14)	(6)
유형자산 증감	(17)	(8)	(8)	(8)	0
장단기금융자산의 증감	(20)	(5)	(0)	(1)	(4)
기타	(5)	(0)	(5)	(5)	(2)
재무활동에서의 현금흐름	21	(0)	(6)	(1)	14
차입금의 증가(감소)	(1)	1	(5)	0	15
자본금의 증가(감소)	1	(0)	0	0	0
배당금	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
기타	21	0	0	0	0
현금증감	(2)	2	2	18	52
기초현금	8	6	9	10	28
기말현금	6	9	10	28	80
Gross cash flow	27	36	29	35	39
Free cash flow	(2)	1	13	25	44

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	148	164	169	190	251
현금 및 현금등가물	6	9	10	28	80
매출채권	57	73	74	76	77
재고자산	61	56	57	58	59
기타	23	27	28	28	34
비유동자산	83	85	85	86	76
투자자산	5	6	6	6	6
유형자산	66	66	65	65	57
무형자산	11	11	11	12	9
기타	1	4	4	4	4
자산총계	231	250	254	276	327
유동부채	120	130	125	132	157
매입채무	48	48	48	52	63
단기차입금	49	55	55	55	65
기타 유동부채	23	28	23	25	30
비유동부채	12	8	8	9	15
사채 및 장기차입금	7	3	3	3	8
기타 비유동부채	5	6	6	6	8
부채총계	132	138	134	141	172
지배주주지분	99	109	118	132	151
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	41	40	40	40	40
이익잉여금	34	44	53	68	87
기타	20	20	20	20	20
비지배주주지분	0	3	3	3	3
자본총계	99	111	121	135	154
순부채	40	34	27	9	(32)

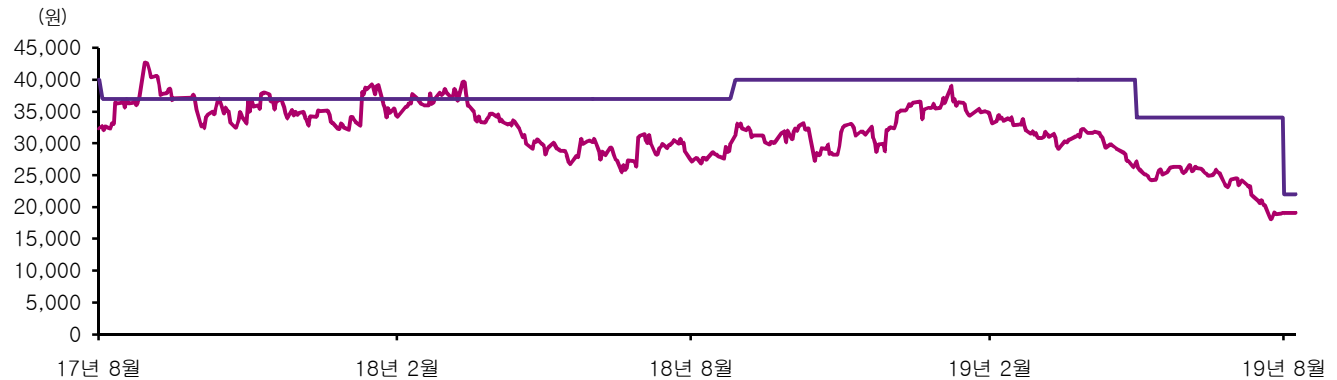
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	8.0	19.1	0.0	10.0	20.0
영업이익	7.4	1.2	(12.1)	32.3	26.3
순이익	(10.5)	3.0	(16.2)	54.8	26.4
수정 EPS**	(10.6)	3.9	(18.6)	54.8	30.1
주당지표					
EPS (지배주주)	1,289	1,338	1,089	1,686	2,194
EPS (연결기준)	1,287	1,326	1,111	1,720	2,174
수정 EPS**	1,289	1,338	1,089	1,686	2,194
BPS	10,805	11,913	12,903	14,488	16,582
DPS (보통주)	100	100	100	100	100
Valuations (배)					
P/E***	14.8	14.3	17.5	11.3	8.7
P/B***	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	8.2	7.4	7.8	6.0	4.2
비율					
ROE (%)	14.2	11.8	8.8	12.3	14.1
ROA (%)	5.6	5.0	4.0	5.9	6.6
ROIC (%)	10.8	9.1	7.7	10.8	14.8
배당성향 (%)	7.8	7.5	9.2	5.9	4.6
배당수익률 (보통주, %)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
순부채비율 (%)	40.3	30.5	22.6	6.5	(20.5)
이자보상배율 (배)	7.5	8.8	8.0	11.0	12.3

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 8월 13일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 8월 13일 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 리서치센터가 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 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2017/6/18	8/15	2018/8/15	9/10	2019/5/15	8/14
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD
TP (₩)	40,000	37,000	37,000	40,000	34,000	22,000
과리율 (평균)	(13.47)	(8.78)	(23.94)	(19.69)	(29.72)	
과리율 (최대/최소)	(3.38)	15.27	(18.92)	(2.25)	(21.62)	

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

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

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2019년 6월 30일 기준

매수 (75.5%) | 중립 (24.5%) | 매도 (0%)