

2020. 2. 10

EV/모빌리티팀

임은영

Analyst

esther.yim@samsung.com

02 2020 7727

오동륜

Research Associate

dongryun25.oh@samsung.com

02 2020 7755

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	29,000원	(19.1%)
현재주가	24,350원	
시가총액	2,223.7억원	
Shares (float)	9,132,163주 (60.5%)	
52주 최저/최고	17,400원/35,050원	
60일-평균거래대금	43.4억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
우리산업 (%)	14.9	28.8	-30.1
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	14.3	12.4	-24.7

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	HOLD	
목표주가	29,000	22,000	31.8%
2019E EPS	1,087	828	31.3%
2020E EPS	1,806	1,433	26.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	2
Target price	28,500
Recommendation	3.5
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

우리산업 (215360)

2020년은 성장재개의 해

- 4Q19실적은 원가절감 활동에 힘입어 영업이익 43억원으로 컨센서스에 부합할 전망
- 지난 1년간 동사에 관한 투자포인트인 PTC히터매출 및 센서매출 부진으로 주가 부진. 현대/기아차의 전기차 생산증가, FCA신규납품으로 PTC히터매출 증가세 전환, 센서매출은 2H20부터 증가세 전환 예상. 테슬라향 매출증가는 추가 수주가 필요하며, 이는 2Q20에 확인 전망.
- 믹스향상을 반영하여 2020년 추정EPS를 26%상향. 기존 Target P/E 16.0배를 적용, 목표주가를 29,000원으로 32%상향하고 투자의견을 BUY로 상향.

WHAT'S THE STORY

4Q19실적 견조: 매출액 842억원(+6.2%QoQ, -3.7%YoY) 및 영업이익 43억원으로 영업이익률 5.1% 전망

- 1년만에 이익 증가세 전환:** 지난 1년간은 고부가가치 제품의 매출비중 축소, 단가인하 압력 등으로 이익 감소세. 4Q19를 기점으로 이익 증가세 전환.

2020년 PTC히터 매출 및 센서매출 증가세 전환예상: PTC매출은 현대/기아차 및 FCA납품 효과로 증가세 전환. 센서매출은 만도에 레이더 추가납품으로 2H20에 증가세 전환

- 전기차 옥석가리기:** 테슬라를 제외하고는 대량생산이 지연 또는 실패. 전기차는 여러 동력기관 중 가장 간단한 Architecture를 갖추고 있어 누구나 쉽게 진입할 수 있다는 주장에 배치. 테슬라와 대량생산경험을 지닌 완성차업체만 전기차 대량생산도 가능할 전망. 동사는 현대/기아차 외에 FCA, 테슬라 등을 주요고객사로 하고 있음.

- 우리산업 PTC매출증가:** 현대/기아차 전기차 생산증가 및 FCA에 신규 납품 (3월 매출시작 520, 560, 332)으로 915억원(+40%YoY) 기록 전망. 매출비중은 2019년 20%에서 2020년 26%로 높아지면서 믹스향상 효과.

- 우리엠오토모티브 매출증가:** 만도향 레이더 수주로 2H20에 매출증가세 전환 및 매출 185억원(+8%YoY) 예상

- 테슬라 모델3 및 모델Y 수주가 관건:** PTC 원가절감형 모델로 2Q20에 수주 여부에 관심. 2019년 테슬라 매출비중은 11%로 테슬라가 모델3생산에 집중하면서 비중 하락.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	333	319	358	401
영업이익 (십억원)	17	14	21	26
순이익 (십억원)	12	10	17	23
EPS (adj) (원)	1,338	1,087	1,806	2,571
EPS (adj) growth (%)	3.9	(18.8)	66.2	42.4
EBITDA margin (%)	8.5	7.8	9.0	9.0
ROE (%)	11.8	8.8	13.1	16.2
P/E (adj) (배)	18.2	22.4	13.5	9.5
P/B (배)	2.0	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA (배)	9.1	10.2	7.3	5.6
Dividend yield (%)	0.4	0.4	0.5	0.6

자료: 삼성증권 추정

우리산업: 이익추정치 변경

	2020			2021		
	기존	변경	증감 (% , %pt)	기존	변경	증감 (% , %pt)
매출	355	358	0.8	398	401	0.7
영업이익	17	21	26.2	19	26	36.8
순이익	13	17	26.0	15	23	55.3
이익률(%)						
영업이익률	4.7	5.9	1.2	4.8	6.5	1.7
순이익률	3.7	4.6	0.9	3.8	5.8	2.0

자료: 삼성증권 추정

우리산업: 실적전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
원/달러 (평균)	1,126	1,167	1,194	1,176	1,150	1,150	1,150	1,150	1,101	1,165	1,150	1,150
매출액	78.2	77.8	79.3	84.2	81.1	90.0	93.7	93.0	332.8	319.5	357.8	400.8
성장률 (% y-y)	6.9	(6.8)	(10.6)	(3.7)	3.7	15.8	18.2	10.4	19.1	(4.0)	12.0	12.0
PTC히터	15.4	12.7	18.5	18.8	19.6	22.1	26.4	23.4	64.7	65.3	91.5	123.5
성장률 (% y-y)	23.4	(12.1)	(3.1)	0.4	27.3	74.1	43.0	24.5	26.3	1.0	40.0	35.0
매출총이익	8.6	9.6	9.6	10.1	10.1	12.1	12.6	11.8	41.7	37.9	46.7	54.9
영업이익	3.1	3.2	3.3	4.3	5.1	5.3	6.0	4.8	17.4	13.9	21.2	26.0
성장률 (% y-y)	0.6	(29.9)	(46.9)	22.1	65.7	66.0	83.1	9.9	1.2	(20.0)	52.5	22.6
세전이익	3.3	3.0	2.5	5.7	5.5	5.3	6.1	5.2	16.4	14.4	22.1	30.6
순이익	2.1	2.2	1.3	4.4	4.2	4.0	4.7	3.9	12.1	10.1	16.8	23.3
성장률 (% y-y)	(16.6)	(35.7)	(70.6)	186.4	97.9	79.0	251.7	(11.3)	3.0	(16.4)	66.2	38.3
이익률 (%)												
매출총이익	11.0	12.3	12.1	12.0	12.5	13.5	13.5	12.7	12.5	11.9	13.0	13.7
영업이익	3.9	4.1	4.2	5.1	6.3	5.9	6.4	5.1	5.2	4.3	5.9	6.5
세전이익	4.2	3.8	3.1	6.7	6.8	5.9	6.6	5.6	4.9	4.5	6.2	7.6
순이익	2.7	2.9	1.7	5.3	5.2	4.5	5.0	4.2	3.6	3.2	4.7	5.8

자료: 삼성증권 추정

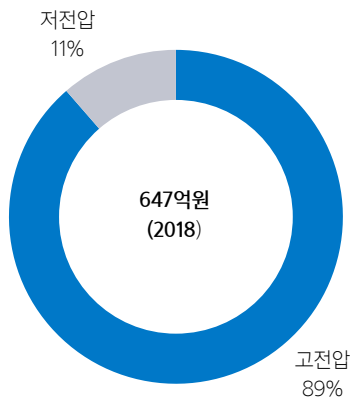
현대차그룹 전기차 판매계획

(천대)	현대차				기아차				현대차그룹			
	2018	2019	2020E	2025E	2018	2019	2020E	2025E	2018	2019E	2020E	2025E
xEV 합계	147	230	319	975	147	181	267	695	294	412	586	1,670
EV	61	71	121	527	14	32	82	323	75	103	203	850
HEV	75	138	168	368	110	110	140	282	185	248	308	650
PHEV	10	15	20	55	23	40	45	75	33	55	65	130
FCEV	1	6	10	25				15	1	6	10	40

참고: 도매판매 기준

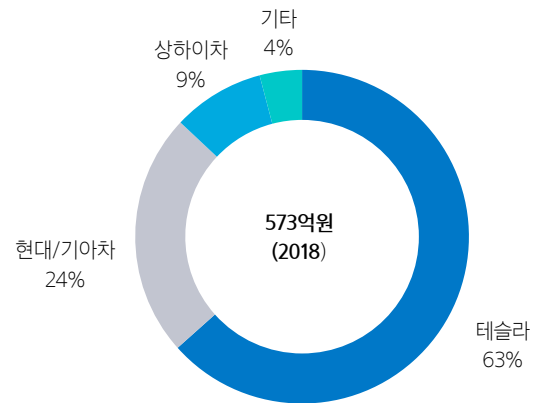
자료: 각 사, 삼성증권 추정

우리산업: PTC히터 전압별 비중 (2018)



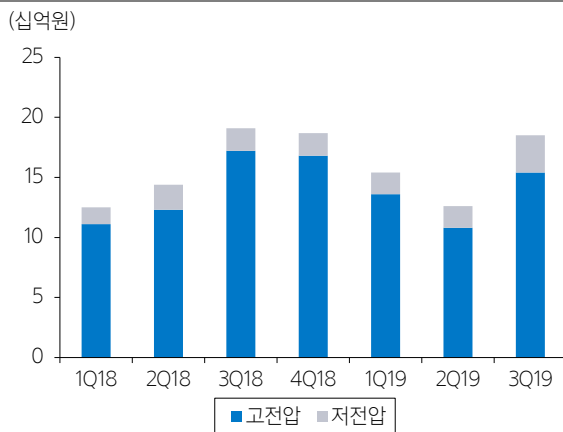
자료: 우리산업, 삼성증권

우리산업: 고전압 PTC히터 매출 고객사별 비중 (2018)



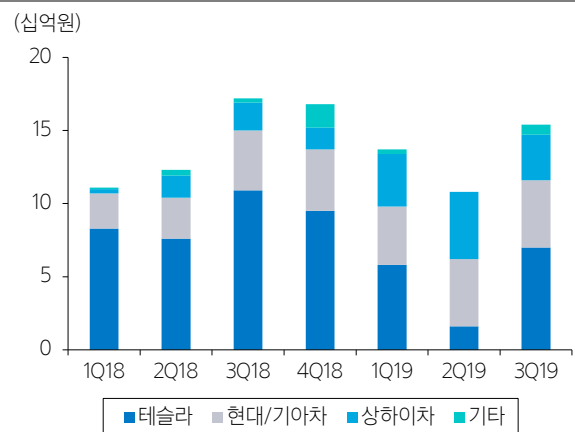
자료: 우리산업, 삼성증권

PTC히터 매출 분기별 추이



자료: 우리산업, 삼성증권

고전압 PTC히터 매출 고객별/분기별 추이



자료: 우리산업, 삼성증권

테슬라 시가총액 추이



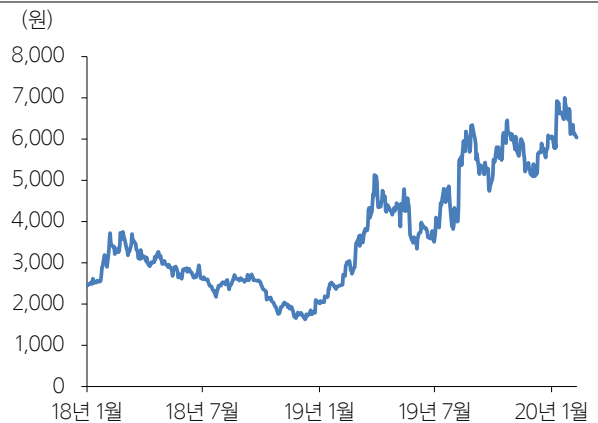
자료: Bloomberg, 삼성증권

Ningbo Xusheng: 주가 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

엠에스오토텍: 주가 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

테슬라: 모델별 판매현황

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
차량판매 (천대)												
합계	25	22	26	30	30	41	84	91	63	95	97	112
Model 3	0	0	0	2	8	18	56	63	51	78	80	93
Model S + X	25	22	26	28	22	22	28	28	12	18	17	19
증감률 (% y-y)												
합계	68.8	52.8	5.4	34.2	19.9	85.2	220.2	204.5	110.2	134.1	16.1	23.2
Model 3					n/a	n/a	25,384.1	3,987.7	522.6	321.0	42.2	46.2
Model S + X					(12.8)	1.4	6.7	(2.5)	(44.5)	(20.5)	(36.8)	(29.5)

자료: 테슬라, 삼성증권

테슬라 벨류체인

기업명	시가총액 (십억달러)	시가총액 (십억원)	각 사 매출액내 테슬라 비중 (%)	테슬라 원가내 비중 (%)	사업내용
Tesla	134.8	160,111			
Ningbo Xusheng	3.4	3,993	61.1	0.6	자동차 부품 알루미늄 다이캐스팅
Ms Autotech	0.2	205	19.9	1.1	차량 차체 제작, 핫스탬핑 (명신산업 모델3 핫스탬핑)
Odawara Engineer	0.1	173	12.3	0.7	모터 및 코일용 와인딩 장비, 소형 송풍기 및 방수 조명 장비
Woory Industrial	0.2	222	11.0	0.2	자동차부품 2차벤더, PTC히터, 클러치코일 등 납품
Bizlink Holding	0.9	1,057	5.1	0.2	케이블 어셈블리, 하네스, 어댑터
Mando	1.4	1,615	5.0	1.7	ADAS, 조향, 현가, 제동, 샤시 제품
Hanon Systems	4.8	5,738	3.0	1.1	차량용 공조시스템
Panasonic	27.6	32,727	2.9	12.8	배터리
Cheng Uei	0.6	769	2.8	0.5	케이블 어셈블, 커넥터, 파워팩
Bel Fuse Inc	0.2	242	2.7	0.1	커넥터, 커넥터 모듈, 케이블 부품
Ms Industrie	0.1	75	2.3	0.4	엔진 및 용접 사업

참고: 2월 9일 종가 기준

자료: Bloomberg, 각 사, 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 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
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 Grille에 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)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	333	319	358	401	421
매출원가	291	282	311	346	363
매출총이익	42	38	47	55	58
(매출총이익률, %)	12.5	11.9	13.0	13.7	13.7
판매 및 일반관리비	24	24	25	29	30
영업이익	17	14	21	26	27
(영업이익률, %)	5.2	4.3	5.9	6.5	6.5
영업외손익	(1)	1	1	5	7
금융수익	6	6	6	7	8
금융비용	6	6	7	7	6
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(1)	1	1	5	5
세전이익	16	14	22	31	34
법인세	4	4	5	7	9
(법인세율, %)	26.1	29.7	24.0	24.0	25.9
계속사업이익	12	10	17	23	25
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	12	10	17	23	25
(순이익률, %)	3.6	3.2	4.7	5.8	6.0
지배주주순이익	12	10	16	23	26
비지배주주순이익	(0)	0	0	(0)	(0)
EBITDA	28	25	32	36	37
(EBITDA 이익률, %)	8.5	7.8	9.0	9.0	8.7
EPS (지배주주)	1,338	1,087	1,806	2,571	2,799
EPS (연결기준)	1,326	1,109	1,843	2,547	2,773
수정 EPS (원)*	1,338	1,087	1,806	2,571	2,799

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
영업활동에서의 현금흐름	15	18	35	42	32
당기순이익	12	10	17	23	25
현금유출입이없는 비용 및 수익	24	19	20	22	21
유형자산 감가상각비	9	9	8	8	8
무형자산 상각비	2	3	3	2	2
기타	13	8	9	11	11
영업활동 자산부채 변동	(17)	(5)	5	6	(3)
투자활동에서의 현금흐름	(12)	(13)	(14)	(10)	(7)
유형자산 증감	(8)	(8)	(8)	(6)	(6)
장단기금융자산의 증감	(5)	(0)	(1)	(2)	(1)
기타	(0)	(5)	(5)	(2)	(0)
재무활동에서의 현금흐름	(0)	(6)	(1)	14	(1)
차입금의 증가(감소)	1	(5)	0	15	0
자본금의 증가(감소)	(0)	0	0	0	0
배당금	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
기타	0	0	0	0	(0)
현금증감	2	(1)	20	45	23
기초현금	6	9	8	28	73
기말현금	9	8	28	73	97
Gross cash flow	36	29	37	45	46
Free cash flow	1	10	27	36	26

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)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
유동자산	164	167	190	241	273
현금 및 현금등가물	9	8	28	73	97
매출채권	73	74	76	77	81
재고자산	56	57	58	59	62
기타	27	28	28	32	33
비유동자산	85	85	86	81	78
투자자산	6	5	6	6	6
유형자산	66	65	65	63	61
무형자산	11	11	12	9	8
기타	4	4	4	4	4
자산총계	250	252	276	322	351
유동부채	130	123	130	149	154
매입채무	48	46	51	57	60
단기차입금	55	55	55	65	65
기타 유동부채	28	23	24	27	29
비유동부채	8	8	9	14	15
사채 및 장기차입금	3	3	3	8	8
기타 비유동부채	6	5	6	7	7
부채총계	138	131	139	164	168
자배주주지분	109	118	133	156	180
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	40	40	40	40	40
이익잉여금	44	53	69	91	115
기타	20	20	20	20	20
비지배주주지분	3	3	3	3	3
자본총계	111	121	136	159	183
순부채	34	30	9	(24)	(48)

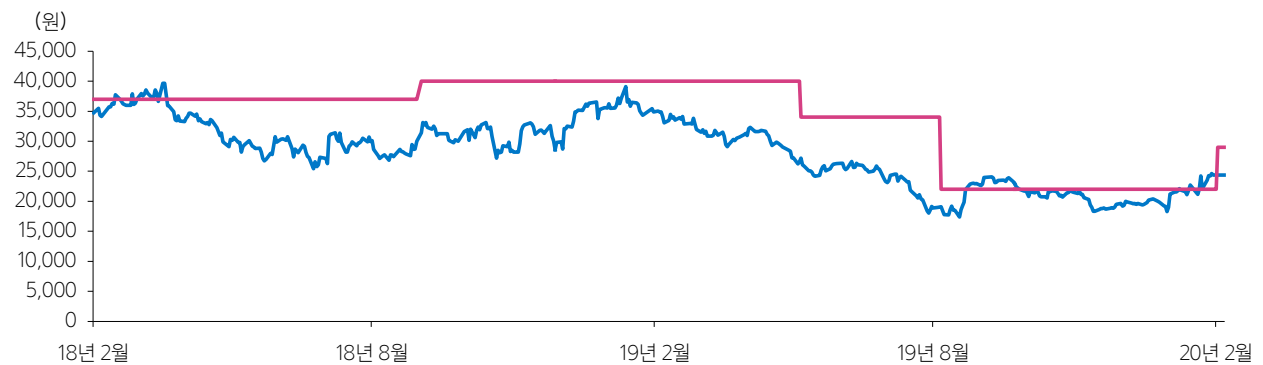
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
증감률 (%)					
매출액	19.1	(4.0)	12.0	12.0	5.0
영업이익	1.2	(20.0)	52.5	22.6	5.0
순이익	3.0	(16.4)	66.2	38.3	8.9
수정 EPS**	3.9	(18.8)	66.2	42.4	8.9
주당지표					
EPS (지배주주)	1,338	1,087	1,806	2,571	2,799
EPS (연결기준)	1,326	1,109	1,843	2,547	2,773
수정 EPS**	1,338	1,087	1,806	2,571	2,799
BPS	11,913	12,900	14,606	17,057	19,706
DPS (보통주)	100	100	120	150	150
Valuations (배)					
P/E***	18.2	22.4	13.5	9.5	8.7
P/B***	2.0	1.9	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	9.1	10.2	7.3	5.6	4.8
비율					
ROE (%)	11.8	8.8	13.1	16.2	15.2
ROA (%)	5.0	4.0	6.4	7.8	7.5
ROIC (%)	9.1	6.6	10.9	14.0	14.9
배당성향 (%)	7.5	9.2	6.6	5.8	5.4
배당수익률 (보통주, %)	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
순부채비율 (%)	30.5	24.6	6.7	(14.9)	(26.3)
이자보상배율 (배)	8.8	7.3	11.6	12.5	11.8

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2월 7일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2월 7일 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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2017/8/15	2018/8/15	9/10	2019/5/15	8/14	2020/2/10
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY
TP (₩)	37,000	37,000	40,000	34,000	22,000	29,000
과리율 (평균)	(8.78)	(23.94)	(19.69)	(29.72)	(4.48)	
과리율 (최대/최소)	15.27	(18.92)	(2.25)	(21.62)	11.82	

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

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준

HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외

SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상

NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상

UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2019년 12월 31일 기준

매수 (77%) | 중립 (23%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM