

우리산업(215360)

2Q19 Preview: 악재가 겹친 실적

부진한 실적

우리산업 2분기 실적은 고객사의 원가절감 활동으로 부진할 전망이다. 영업이익은 34억원을 기록해(영업이익률 4%) 전년동기대비 25% 감소를 예상한다. 여기에 핵심 전기차 고객의 판매도 1분기에 이어 2분기도 저조했다(그림 6). 핵심아이템인 전기차용 난방장치(PTC 히터)는 전년동기대비 물량이 15.4% 증가했으나 단가인하로 가격은 7.4% 하락할 전망이다.

수익성 하락과 주주 모멘텀 약화 반영, 목표주가 29% 하향

우리산업의 목표주가를 49,000원에서 35,000원으로 29% 하향한다(12MF PER 18x). 이는 글로벌 자동차 수요 부진, 경쟁심화, 주요 전기차 고객 판매부진을 감안해 수익성 가정을 낮췄고(표 2), 기대했던 일부 주주 건들의 지연과 탈락을 반영해 목표 PER을 기존 과거 3년 평균 20배에서 18배로 낮췄기 때문이다(그림 1). 단 PTC 히터 물량이 지속적으로 늘어나면서 매출비중이 또한 상승이 예상되기 때문에(그림 3) 현재는 과도한 de-rating 국면으로 판단해 매수의견을 유지한다.

유럽발 전기차 모멘텀을 기다리자

2020년엔 다시 유럽이 전기차의 성장을 견인할 전망이다. 2012년 미국에서 테슬라가 모델S를 출시하며 시작된 전기차 혁명은 2015년 유럽에서 폭스바겐의 디젤 게이트를 거쳐 본격화됐다. 2019년부터 중국에서 도입되는 신에너지차(NEV)의 무생산제가 전기차 시장을 견인하고 있는 가운데, 2020년에는 유럽에서 시행되는 CO2 규제가 전기차 모멘텀을 이어나갈 전망이다.

매수(유지)

목표주가: 35,000원(하향)

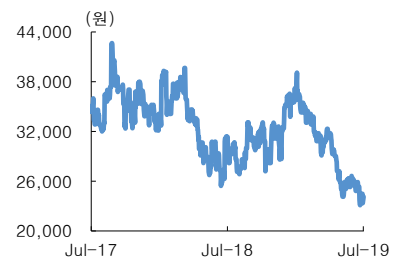
Stock Data

KOSPI(7/19)	2,094
주가(7/19)	24,150
시가총액(십억원)	221
발행주식수(백만)	9
52주 최고/최저가(원)	39,100/23,100
일평균거래대금(6개월, 백만원)	2,815
유동주식비율/외국인지분율(%)	60.5/10.4
주요주주(%)	김정우 외 1인 39.5
	Standard Life Investments Limited 6.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.0)	(35.0)	(23.0)
KOSDAQ 대비(%p)	0.1	(31.8)	(7.6)

주가추이



자료: FnGuide

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	279	17	12	1,292	(10.5)	26	27.2	13.8	3.2	14.2	0.3
2018A	333	17	12	1,338	3.6	28	27.2	13.0	3.1	11.8	0.3
2019F	346	16	13	1,403	4.8	28	17.2	9.0	1.8	11.2	0.4
2020F	384	20	16	1,784	27.2	32	13.5	7.9	1.6	12.8	0.4
2021F	417	23	18	2,004	12.4	36	12.1	7.2	1.5	12.8	0.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

김진우, CFA

jinwoo.kim@truefriend.com

문성오

sander.moon@truefriend.com

〈표 1〉 2Q19 실적 preview

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q19F			YoY	QoQ	컨센서스 대비	
	Preview	기존 전망	차이			2Q19F	차이
매출액	85.5	87.5	(2.4)	2.4	9.3	86.3	(0.9)
영업이익	3.4	5.9	(42.2)	(25.0)	10.2	3.5	(2.9)
영업이익률	4.0	6.7	(2.7)	(1.5)	0.0	4.1	(0.1)
순이익	2.8	4.6	(40.5)	(20.2)	36.0	2.0	38.0

자료: FnGuide, 한국투자증권

〈표 2〉 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	기존전망		수정전망		차이	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	356.5	415.7	346.5	384.2	(2.8)	(7.6)
영업이익	25.8	29.8	16.5	20.2	(36.1)	(32.3)
영업이익률	7.2	7.2	4.8	5.3	(2.5)	(1.9)
순이익	20.3	23.7	12.8	16.3	(37.0)	(31.2)

자료: 한국투자증권

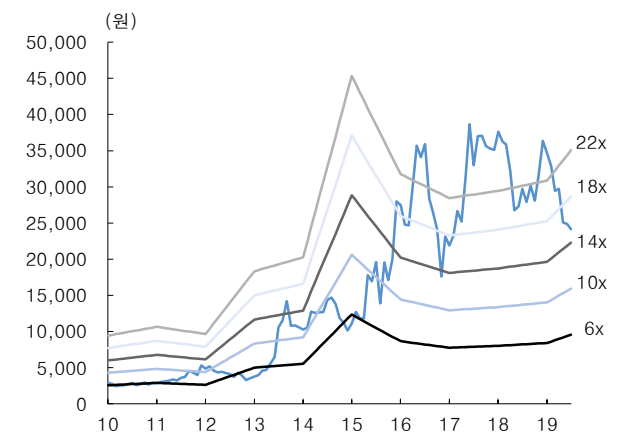
〈표 3〉 2019년 추정치 변경 세부내역

(단위: 십억원, %, %p)

		기존전망	수정전망	차이
제품별 매출	HVAC 액츄에이터	74.0	71.3	(3.6)
	Clutch coil	31.7	32.0	0.7
	Heater control	48.7	51.5	5.7
	PTC 히터	82.3	75.3	(8.6)
	기타	71.2	65.1	(8.5)
	상품	43.3	44.7	3.3
PTC 히터	가격(원)	100,100	100,100	0.0
	판매량(천개)	810	710	(12.3)

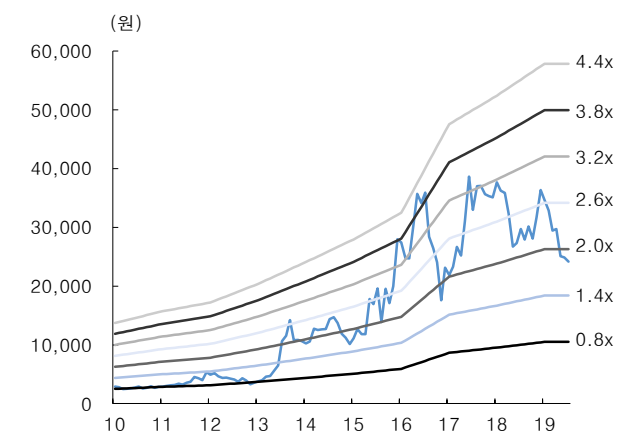
자료: 한국투자증권

[그림 1] PER 밴드(12MF)



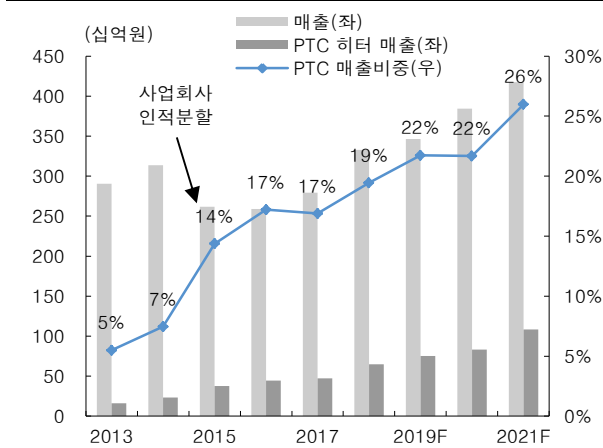
자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 2] PBR 밴드(12MF)



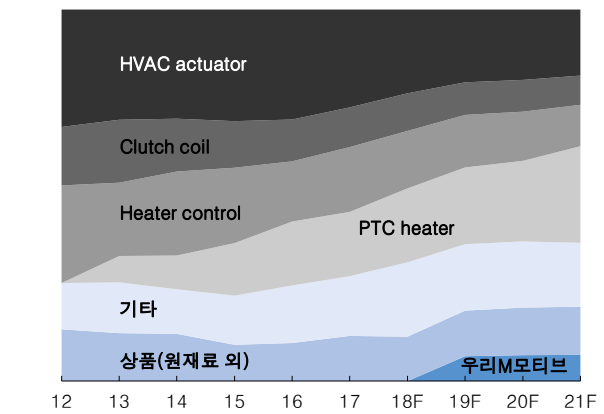
자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 3] PTC 히터 매출비중



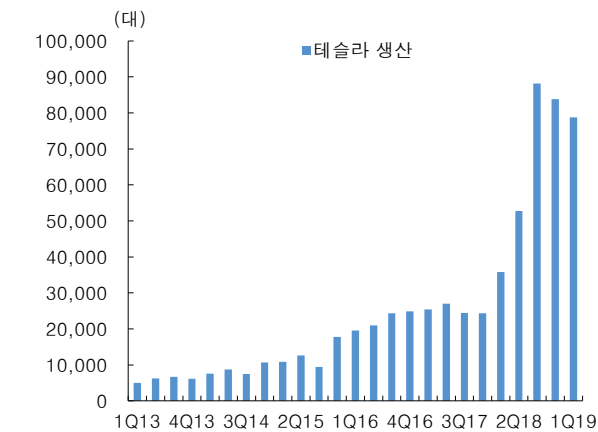
자료: 우리산업, 한국투자증권

[그림 4] 제품별 매출비중 추이



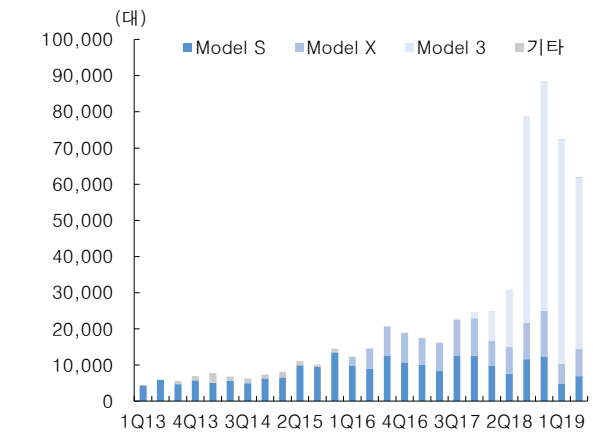
자료: 우리산업, 한국투자증권

[그림 5] 테슬라 분기별 생산



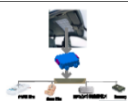
자료: Marklines, 한국투자증권

[그림 6] 테슬라 모델별 리테일 판매



자료: Marklines, 한국투자증권

〈표 4〉 주요 제품 라인업

제품명	사진	기능
기존제품		
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		전원공급과 동시에 전기저항을 이용해 차량유입 공기를 직접 가열, 차량 내부 온도를 신속하게 예열시켜주는 메인/보조 난방 장치. 뜨거운 엔진이 있는 내연기관에서는 보조 난방장치로 쓰이나, 엔진이 없는 전기차에서는 PTC 히터가 주력 난방장치가 되면서 가격과 수직성이 높아짐
AFLS Actuator (Head Lamp Leveling Device, HLLD)		야간 주행시 효과적인 시야확보를 위해 자동차 헤드램프의 상하좌우 각도 및 조광량을 자동으로 조절
Electrical Parking Brake (EPB)		정차시 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

〈표 5〉 분기 실적추정

(단위: 십억원, %, % YoY)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출	73.1	83.4	88.7	87.5	78.2	85.5	87.5	95.4	279.4	332.8	346.5	384.2	417.4
영업이익	3.1	4.5	6.2	3.6	3.1	3.4	4.7	5.3	17.1	17.4	16.5	20.2	23.0
영업이익률	4.2	5.4	7.0	4.1	3.9	4.0	5.4	5.5	6.1	5.2	4.8	5.3	5.5
세전이익	3.3	4.6	5.7	2.6	3.3	3.5	4.9	5.4	14.3	16.4	17.1	20.9	23.6
지배주주순이익	2.5	3.5	4.3	1.9	2.0	2.8	3.8	4.2	11.8	12.2	12.8	16.3	18.3
YoY 매출액	7.0	23.9	26.0	19.3	6.9	2.4	(1.4)	9.0	8.0	19.1	4.1	10.9	8.7
YoY 영업이익	(7.9)	1.3	29.9	(22.2)	0.6	(25.0)	(23.6)	48.1	7.4	1.2	(5.0)	22.5	13.7
YoY 지배주주순이익	74.7	121.6	7.5	(60.1)	(20.4)	(20.2)	(12.1)	123.5	(10.6)	3.9	4.8	27.2	12.4
제품별 매출													
HVAC 액츄에이터	17	18	20	19	15	19	19	19	72	73	71	73	74
Clutch coil	8	9	8	8	8	8	8	8	29	33	32	33	33
Heater control	11	14	12	13	13	13	12	14	48	50	51	51	47
PTC 히터	12	14	19	19	15	15	19	25	47	65	75	83	108
기타	16	16	16	17	15	17	17	17	44	65	65	68	72
상품	9	10	10	10	10	12	12	12	33	39	45	49	54
우리 M 오토모티브	6	6	5	5	5	7	7	7	-	-	24	27	30
매출비중													
HVAC 액츄에이터	22	20	22	21	19	21	20	19	26	23	20	19	18
Clutch coil	10	10	9	9	10	9	8	8	11	10	9	9	8
Heater control	14	16	14	14	16	15	13	13	17	15	14	13	11
PTC 히터	16	17	21	21	19	17	21	25	17	20	21	22	26
기타	20	18	18	19	19	18	18	17	16	20	18	18	17
상품	11	12	11	11	12	13	13	12	12	12	12	13	13
우리 M 오토모티브	8	7	6	5	6	7	7	7	-	-	7	7	7
매출증가율													
HVAC 액츄에이터	(12.5)	(3.0)	8.0	19.2	(10.2)	6.0	(5.0)	(1.5)	(6.3)	2.2	(2.7)	2.0	2.0
Clutch coil	6.6	26.1	7.6	12.6	(3.5)	(6.0)	(1.5)	(0.3)	(0.0)	13.0	(2.9)	2.7	0.0
Heater control	(4.9)	9.8	(2.1)	21.2	22.2	(5.7)	(5.1)	1.9	13.5	5.8	2.3	(1.2)	(8.6)
PTC 히터	3.8	29.7	45.9	71.0	23.4	6.9	2.0	33.6	5.9	37.2	16.4	10.7	30.2
기타	42.2	45.6	49.6	56.7	(4.1)	5.8	3.1	(4.4)	9.4	48.5	0.0	5.0	5.0
상품	19.5	34.4	22.3	(0.9)	13.1	16.7	14.0	16.0	25.0	17.3	15.0	10.0	10.0
우리 M 오토모티브	-	-	-	(32.7)	(24.1)	7.5	24.6	41.4	-	-	-	10.0	10.0
핵심가정													
PTC 히터 ASP(원)	103,288	110,908	119,213	93,675	118,262	102,750	102,400	104,300	78,193	105,934	100,100	92,550	90,350
PTC 히터 물량(천개)	121	130	160	200	130	150	190	240	603	611	710	900	1,200
YoY 가격	38.4	44.9	27.7	34.1	14.5	(7.4)	(14.1)	11.3	(0.6)	35.5	(5.5)	(7.5)	(2.4)
YoY 물량	(25.0)	(10.5)	14.2	27.5	7.8	15.4	18.8	20.0	6.6	1.3	16.3	26.8	33.3

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

우리산업은 2015년 4월 우리산업홀딩스 주식회사로부터 자동차 부품 제조 및 판매사업을 인적분할하여 설립. 국내외 주요 자동차 부품사에 공조장치 관련 부품 등을 납품하는 2차 공급업체로 홀딩스 산하에서부터 지속적인 연구개발을 통해 기술경쟁력을 갖추. 현재는 고객사 다국적화에 따라 다양한 현지법인(중국 천진, 대련, 인도, 태국, 슬로바키아, 미국, 헝가리, 멕시코 등)을 설립하여 글로벌 네트워크를 구축하고 있음.

- HVAC(Heating, Ventilation, Air Conditioning) 시스템: 공기 재순환 및 난방 기능을 수행하는 시스템
- 클러치코일(Clutch Coil): 에어컨의 On/Off 에 따라 Pulley(도르래)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. 전기저항을 이용해 공기를 가열해 신속하게 난방을 제공. 뜨거운 엔진이 있는 내연기관에서는 보조 난방장치로 쓰이나, 엔진이 없는 전기차에서는 PTC 히터가 주력 난방장치가 되면서 가격과 수익성이 높아짐

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	148	164	171	190	206
현금성자산	6	9	9	10	11
매출채권및기타채권	64	79	82	91	99
재고자산	61	56	58	65	70
비유동자산	83	85	90	97	104
투자자산	5	6	6	6	7
유형자산	66	66	69	74	80
무형자산	11	11	11	12	14
자산총계	231	250	261	287	310
유동부채	120	130	129	140	147
매입채무및기타채무	61	62	64	71	77
단기차입금및단기사채	49	55	55	60	65
유동성장기부채	5	5	2	2	2
비유동부채	12	8	9	9	10
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	7	3	3	3	3
부채총계	132	138	138	150	157
지배주주지분	99	109	120	135	151
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	41	40	40	40	40
기타자본	20	20	20	20	20
이익잉여금	34	44	56	72	89
비지배주주지분	0	3	2	2	2
자본총계	99	111	123	137	154

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	19	15	21	19	19
당기순이익	12	12	13	16	18
유형자산감가상각비	7	9	9	9	10
무형자산상각비	2	2	3	3	3
자산부채변동	(3)	(17)	(3)	(10)	(12)
기타	1	9	(1)	1	0
투자활동현금흐름	(41)	(12)	(17)	(23)	(23)
유형자산투자	(21)	(14)	(12)	(15)	(15)
유형자산매각	5	6	0	0	0
투자자산순증	(19)	(2)	(1)	(1)	(1)
무형자산순증	(5)	(2)	(3)	(4)	(4)
기타	(1)	0	(1)	(3)	(3)
재무활동현금흐름	21	(0)	(4)	4	4
자본의증가	2	0	0	0	0
차입금의순증	(1)	1	(3)	5	5
배당금지급	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
기타	20	0	0	0	0
기타현금흐름	(1)	0	0	0	0
현금의증가	(2)	2	0	1	1

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

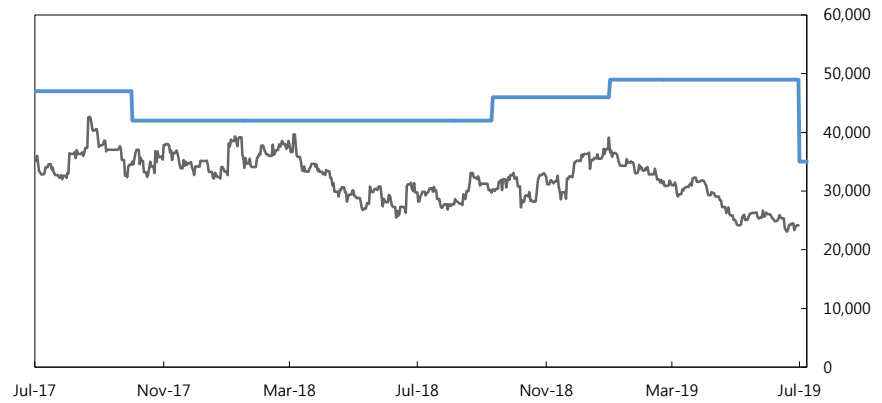
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	279	333	346	384	417
매출원가	239	291	303	333	361
매출총이익	40	42	43	51	56
판매관리비	23	24	27	31	33
영업이익	17	17	16	20	23
금융수익	5	6	6	6	6
이자수익	0	1	1	1	1
금융비용	7	6	6	6	6
이자비용	2	2	2	2	2
기타영업외손익	(0)	(1)	1	1	1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	14	16	17	21	24
법인세비용	3	4	4	5	5
연결당기순이익	12	12	13	16	18
지배주주지분순이익	12	12	13	16	18
기타포괄이익	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	11	11	12	15	17
지배주주지분포괄이익	11	11	12	16	18
EBITDA	26	28	28	32	36

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,292	1,338	1,403	1,784	2,004
BPS	10,805	11,913	13,147	14,755	16,585
DPS	100	100	100	100	100
성장성(%, YoY)					
매출증가율	8.0	19.1	4.1	10.9	8.7
영업이익증가율	7.4	1.2	(5.0)	22.5	13.7
순이익증가율	(10.6)	3.9	4.8	27.2	12.4
EPS증가율	(10.5)	3.6	4.8	27.2	12.4
EBITDA증가율	7.9	8.7	(1.5)	15.5	10.4
수익성(%)					
영업이익률	6.1	5.2	4.8	5.3	5.5
순이익률	4.2	3.7	3.7	4.2	4.4
EBITDA Margin	9.4	8.5	8.1	8.4	8.6
ROA	5.6	5.0	5.1	6.0	6.1
ROE	14.2	11.8	11.2	12.8	12.8
배당수익률	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
배당성향	7.8	7.5	7.1	5.6	5.0
안정성					
순차입금(십억원)	40	34	30	32	34
차입금/자본총계비율(%)	62.2	55.8	48.3	46.9	45.1
Valuation(X)					
PER	27.2	27.2	17.2	13.5	12.1
PBR	3.2	3.1	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	13.8	13.0	9.0	7.9	7.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
우리산업 (215360)	2017.07.19	매수	47,000원	-23.8	-9.3
	2017.10.23	매수	42,000원	-22.2	-5.6
	2018.10.02	매수	46,000원	-29.7	-15.0
	2019.01.22	매수	49,000원	-40.2	-24.6
	2019.07.22	매수	35,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 7월 22일 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 투자 의견은 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 (2019. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 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.