LEADING

Company Report

우리산업(215360)

2018년 11월 5일

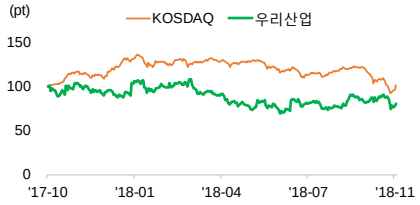
PTC Heater! 뜨거워진다

BUY(maintain)

목표주가	40,000 원
현재주가	29,250 원
목표수익률	36.8%
Key Data	2018 년 11 월 2 일
산업분류	제조-자동차부품
KOSDAQ	690.65
시가총액 (억원)	2,671
발행주식수 (천주)	9,132
외국인 지분율 (%)	7.9
52 주 고가 (원)	39,650
저가 (원)	25,450
60 일 일평균거래대금 (십억원)	5.1
주요주주	(%)
우리산업홀딩스	39.5

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	-3.3	-5.5	-16.7
상대주가	11.3	19.2	-16.2

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst

서형석

hsseo@leading.co.kr

+822-2009-7086

1. 투자의견 및 목표가 유지

투자의견 매수 및 목표가 유지. 긍정적 시각은 ① 'PTC 히터'의 고성장, ② 만도와 설립한 JV 인 '우리엠 오토모티브'의 ADAS 및 자율주행차량 필수 장비 공급의 성장 기대감, ③ 'COD 히터', 'Coolant Heater', '3Way Valve' 등 신규 아이템과 '48V 하이브리드 시스템' 적용 등을 반영.

2. 주력 매출원, PTC Heater

주요 글로벌 완성차 및 신생 EV 기업들의 전기차 비중 확대의 수혜. 글로벌 고객사에게 공급한 레퍼런스를 바탕으로 기존 한온시스템, Tesla, Denso 이외에 Byton, Rivian 등 고객사 확대 및 물량증가 기대. '19 년, '20 년 PTC 히터의 매출은 각각 849 억원, 1,186 억원 달성 전망. 매출비중은 '18 년 20%에서 '20 년에는 26%로 상승 예상.

특히 중국 EV 메이커는 500 여개로 추정. EV 스타트업 기업인 바이톤(Byton), 니오(NIO), 샤오펑(Xpeng), 루시드(Lucid), 패러데이 퓨처(Faraday Future) 등은 '19 년~'20 년 중에 EV 양산을 계획 및 준비 중. Catem, Borg-Warner, Valeo 등 경쟁사 대비 높은 품질 및 가격경쟁력을 바탕으로 EV 스타트업 기업의 신규물량 수주 기대.

3. 3 분기 실적 Preview

'18 년 3 분기 연결기준 예상실적은 매출액 845 억원(YoY+20.0%), 영업이익 62 억원(YoY+29.0%), 순이익 46 억원(YoY+15.3%) 전망. 3 분기 실적은 상반기 지연되었던 PTC 히터의 실적 기여도가 상승 전망. 기아차 니로 EV 출시 효과와 주력 고객사인 Tesla 물량 증가, 물량증가에 따른 원가율 개선 등을 반영.

Valuation Forecast

구분	단위	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	억원	1,967	2,588	2,794	3,297	3,821
영업이익	억원	108	160	171	207	267
세전이익	억원	128	164	143	206	257
순이익	억원	103	131	118	159	200
지배순이익	억원	103	132	118	157	198
PER	배	24.76	16.06	27.23	16.96	13.48
PBR	배	4.68	3.18	3.25	2.85	2.38
EV/EBITDA	배	18.89	10.92	13.78	9.81	8.10

Source: Company data, Leading Research Center, K-IFRS 연결기준

4. PTC 히터가 뜨거워진다

동사 성장동력의 핵심은 'PTC(Positive Temperature Coefficient) 히터'. 'PTC 히터'는 내연기관 자동차, 하이브리드(PHEV) 및 전기차(EV)/수소차의 전원공급과 동시에 차량유입 공기를 직접 가열하여 차량 내부 온도를 신속하게 예열시켜 주는 보조 및 메인 난방 장치.

내연기관이 없는 전기차에는 메인 난방 시스템 역할을 담당. 기존 내연기관용 PTC 히터는 ASP 1 만원선인 반면 하이브리드용 PTC 히터는 2~3 만원선, **전기차용 PTC 히터는 20 만원선**. 전기차용 메인 난방시스템으로 진화하면서 동사의 PTC 히터의 ASP 상승에 기여. 전기차는 PTC 히터 이외 공기 예열 방법이 없기 때문.

Exhibit 1. 저전압 PTC 히터



Source: Company Data, Leading Research Center

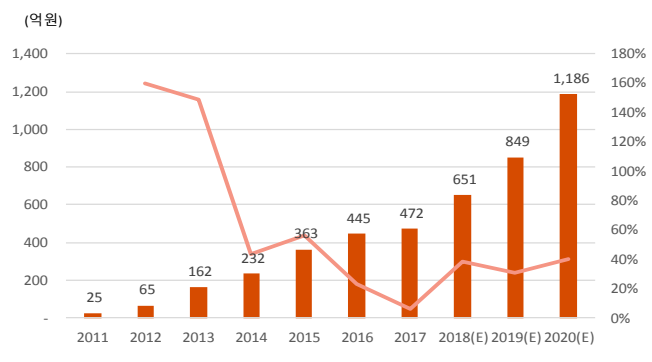
Exhibit 2. 전기차용 고전압 PTC 히터



Source: Company Data, Leading Research Center

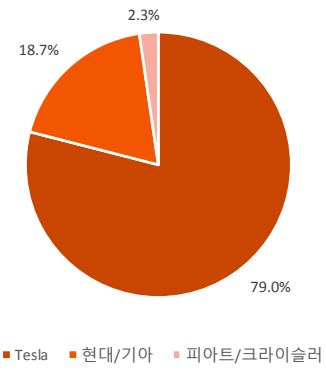
주요 글로벌 완성차 및 신생 EV 기업들의 전기차 비중 확대의 수혜 기대. '17 년 기준 매출비중은 Tesla 79.0%, 현대/기아향 18.7%, 파아트/크라이슬러 2.3%. 글로벌 주요 고객사에게 공급한 레퍼런스를 바탕으로 기존 한온시스템, Tesla, Denso 이외에 Byton, Rivian 등 고객사 확대가 꾸준히 진행 중. '19 년, '20 년 PTC 히터의 매출은 각각 849 억원, 1,186 억원을 달성할 것으로 전망.

Exhibit 3. PTC 히터의 매출 추이 및 전망



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 4. '17 년 기준 PTC 히터의 고객사별 매출비중

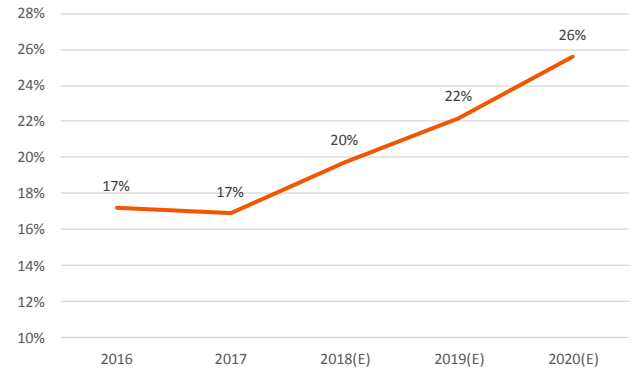


Source: Company Data, Leading Research Center

고전압 PTC 히터의 고성장으로 전체 매출 대비 비중도 증가 전망. 매출비중은 '18 년 20%에서 '20 년에는 26%로 상승할 것으로 예상.

특히 중국은 EV 메이커는 500 여개로 추정. EV 스타트업 기업인 바이톤(Byton), 니오(NIO), 샤오펑(Xpeng), 루시드(Lucid), 패러데이 퓨처(Faraday Future) 등은 '19 년~'20 년 중에 EV 양산을 계획 및 준비 중. 독일 Catem, 미국 Borg-Warner, 프랑스 Valeo 등 경쟁사 대비 가격 및 품질 경쟁력이 우수한 만큼 수주 확대의 기회가 될 전망.

Exhibit 5. PTC 히터의 매출 비중 전망 추이



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 6. 루시드의 '루시드 에어'



Source: 언론사, Leading Research Center

Exhibit 7. 바이튼의 'M-Byte'



Source: 언론사, Leading Research Center

Exhibit 8. 중국 NIO 의 'ES8'



Source: 언론사, Leading Research Center

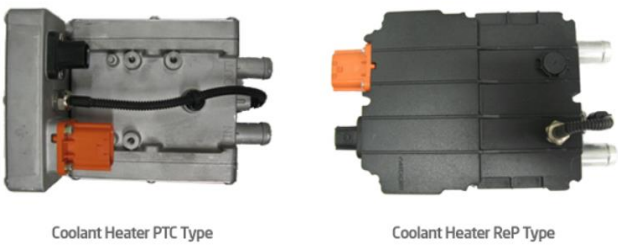
FCEV 향은 'COD 히터'가 성장 중. COD 는 수소전기차의 연료전지 stack 용 고전압 히터. 겨울철 냉각수를 가열해 스택의 시동 능력을 향상시키고, 잔류산소를 제거 기능을 통한 스택의 성능 향상에 기여.

Exhibit 9. 수소연료전지 stack 용 'COD 히터'



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 10. 차량의 냉각수 직가열 방식의 Coolant 히터



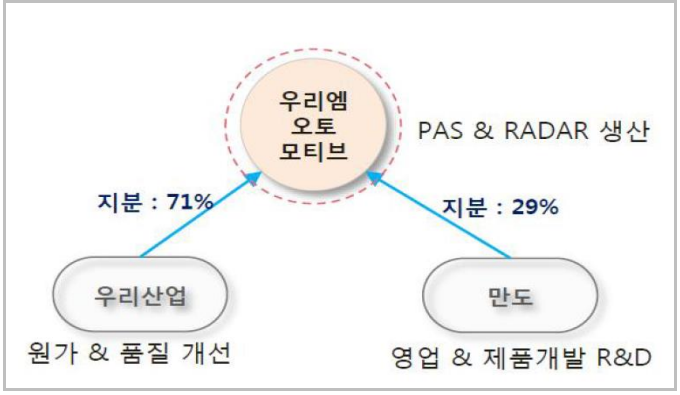
Source: Company Data, Leading Research Center

5. 신성장 동력, '우리엠 오토모티브'

자회사 '우리엠 오토모티브'는 지난 '18 년 6 월 만도와 전략적 파트너쉽 체결. 지배구조는 동사 71%, 만도 29%. 만도는 영업과 제품개발을 담당.

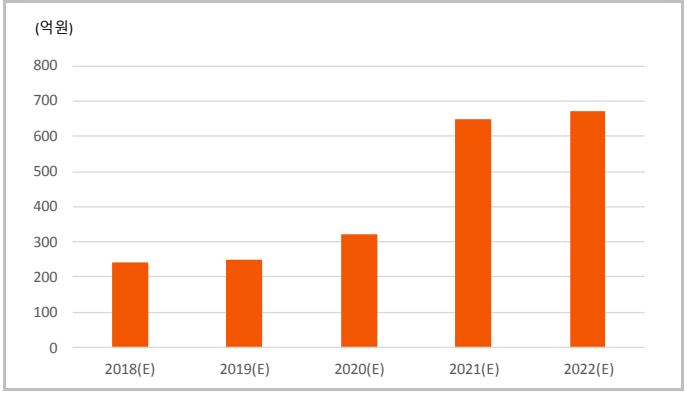
만도의 ADAS(Advanced Driving Assistance System) 성장 전략과 동일한 성장 궤적을 보일 것으로 기대. 사업분야는 기존 초음파 센서류 이외에 레이더 제품군으로 확대. 센서류는 'PAS(Parking Assist System)'에 적용. 만도와 카메라와 연동한 제품을 개발 중. 레이더 제품군은 자율주행과 ADAS 에서 핵심 부품. '20 년부터 제품 양산 계획.

Exhibit 11. JV 의 지배구조 및 역할



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 12. 우리엠 오토모티브, 매출 전망

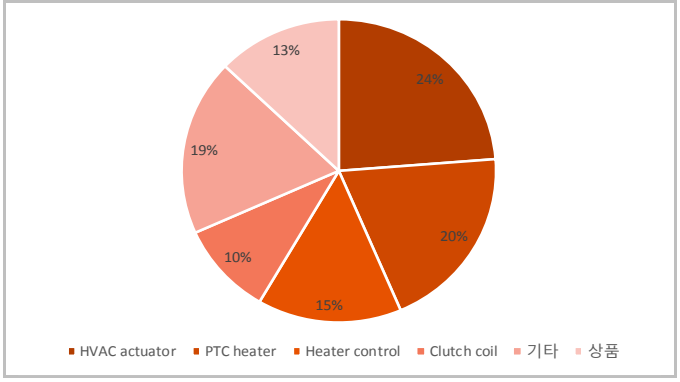


Source: Company Data, Leading Research Center

6. 실적전망

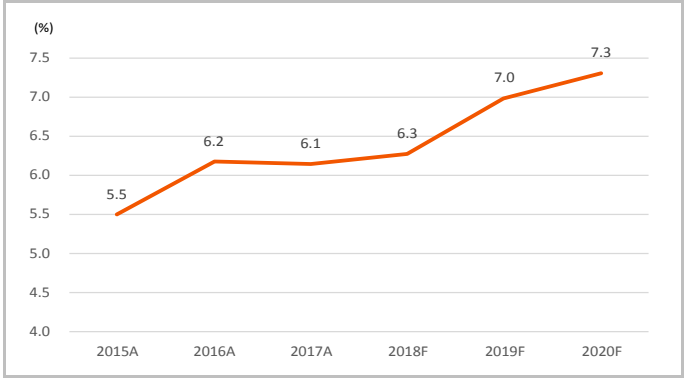
'18 년 연결기준 예상실적은 매출액 3,297 억원(YoY+18.0%), 영업이익 207 억원(YoY+20.6%), 순이익 159 억원(YoY+35.2%) 전망. 안정적 성장세를 유지하는 HVAC 액추레이터와 High-end 급 PTC 히터의 고성장으로 외형성장세 유지될 것으로 예상. 특히 '19 년도 PTC 히터의 고성장세가 유지된다는 측면에서 수익성 개선 효과도 기대. 매출비중도 '18 년 20%에서 '20 년에는 26%로 상승할 것으로 추정. '19 년는 글로벌 신생 전기차 기업들의 양산 및 생산량 확대 등으로 성장 모멘텀의 확대 예상.

Exhibit 13. 매출비중('18 년(E) 기준)



Source: Company Data, Leading Research Center

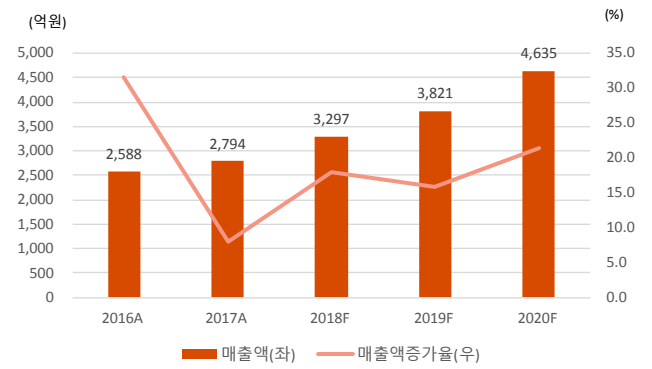
Exhibit 14. 영업이익률 전망 추이



Source: Company Data, Leading Research Center

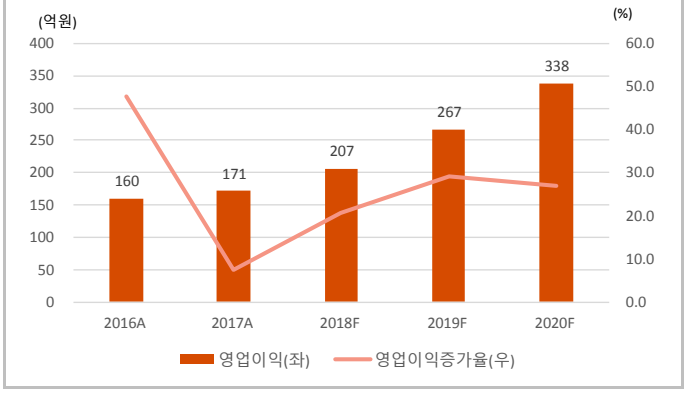
'18 년 3 분기 연결기준 예상실적은 매출액 845 억원(YoY+20.0%), 영업이익 62 억원(YoY+29.0%), 순이익 46 억원(YoY+15.3%) 전망. 3 분기 실적은 상반기 지연되었던 PTC 히터의 실적 기여도가 상승 전망. 기아차 니로 EV 출시 효과와 주력 고객사인 Tesla 물량 증가, 물량증가에 따른 원가율 개선 등을 반영.

Exhibit 15. 매출액 및 증가율 전망 추이



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 16. 영업이익 및 증가율 전망 추이



Source: Company Data, Leading Research Center

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	1,888	2,307	2,604	2,875	3,173
유동자산	1,240	1,476	1,698	1,875	2,069
현금및현금성자산	81	62	58	64	70
단기금융자산	0	153	186	205	226
매출채권및기타채권	546	637	781	862	952
재고자산	600	613	661	730	805
비유동자산	648	831	906	1,000	1,104
장기금융자산	10	53	57	63	69
관계기업등투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	556	656	677	747	825
무형자산	74	108	115	127	141
부채총계	1,222	1,320	1,614	1,696	1,761
유동부채	1,103	1,201	1,387	1,531	1,690
단기차입부채	528	540	682	753	831
기타단기금융부채	4	1	10	11	12
매입채무및기타채무	528	609	635	701	774
비유동부채	119	119	227	166	71
장기차입부채	88	73	51	56	62
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	666	987	991	1,178	1,412
지배주주지분*	666	987	936	1,123	1,357
비지배주주지분	0	0	55	55	55

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,588	2,794	3,297	3,821	4,635
매출원가	2,207	2,390	2,826	3,242	3,917
매출총이익	381	404	470	579	718
판매비와관리비	221	232	264	312	380
영업이익	160	171	207	267	338
EBITDA	242	262	319	393	478
비영업손익	4	-28	-1	-10	-21
이자수익	0	1	5	6	7
이자비용	25	23	21	23	28
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	2	-31	15	4	-5
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	27	25	0	4	5
세전계속사업이익	164	143	206	257	317
법인세비용	32	26	47	57	70
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	131	118	159	200	247
지배주주순이익*	132	118	157	198	245
비지배주주순이익	-0	-0	2	2	3
기타포괄손익	-0	-8	-1	-1	-1
총포괄손익	131	110	158	199	246

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	190	190	185	172	198
당기순이익	131	118	159	200	247
현금유입(유출)이없는수익(비용)	156	153	189	197	236
자산상각비	83	90	113	127	140
영업자산부채변동	-49	-27	-96	-151	-194
매출채권및기타채권감소(증가)	60	-110	-132	-81	-90
재고자산감소(증가)	-34	3	-48	-69	-76
매입채무및기타채무증가(감소)	-37	85	7	66	73
투자활동현금흐름	-85	-409	-130	-234	-258
투자활동현금유입액	57	61	49	0	0
유형자산	39	50	24	0	0
무형자산	0	0	0	0	0
투자활동현금유출액	142	471	179	234	258
유형자산	105	215	112	167	184
무형자산	32	54	33	42	46
재무활동현금흐름	-84	206	139	64	72
재무활동현금유입액	59	291	171	76	84
단기차입부채	0	44	138	71	78
장기차입부채	59	31	2	5	6
재무활동현금유출액	138	80	23	3	3
단기차입부채	125	50	22	0	0
장기차입부채	5	31	0	0	0
기타현금흐름	0	0	-198	4	-5
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	1	-6	-0	0	0
현금변동	23	-19	-5	6	7
기초현금	58	81	62	58	64
기말현금	81	62	58	64	70

투자지표

(단위: 원,배,%)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표 및 주가배수					
EPS*	1,441	1,289	1,724	2,169	2,678
BPS*	7,288	10,805	10,247	12,301	14,86
CFPS	2,085	2,081	2,022	1,883	2,16
SPS	28,338	30,595	36,099	41,841	50,75
EBITDAPS	2,655	2,866	3,497	4,309	5,23
DPS (보통,현금)	50	100	99	99	9
배당수익률 (보통,현금)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.
배당성향 (보통,현금)	3.5	7.8	5.8	4.6	3.
PER*	16.1	27.2	17.0	13.5	10.
PBR*	3.2	3.2	2.9	2.4	2.
PCFR	11.1	16.9	14.5	15.5	13.
PSR	0.8	1.1	0.8	0.7	0.
EV/EBITDA	10.9	13.8	9.8	8.1	6.
재무비율					
매출액증가율	31.6	8.0	18.0	15.9	21.
영업이익증가율	47.8	7.4	20.6	29.0	26.
지배주주순이익증가율*	27.3	-10.5	35.2	26.0	23.4
매출총이익률	14.7	14.4	14.3	15.2	15.5
영업이익률	6.2	6.1	6.3	7.0	7.3
EBITDA이익률	9.4	9.4	9.7	10.3	10.3
지배주주순이익률*	5.1	4.2	4.8	5.2	5.3
ROA	8.5	8.2	8.4	9.7	11.2
ROE	21.7	14.2	16.4	19.2	19.7
ROIC	10.9	11.1	11.5	13.4	14.6
부채비율	183.6	133.8	162.9	144.0	124.7
차입금비율	92.4	62.1	74.0	68.7	63.2
순차입금비율	80.2	40.6	52.2	48.5	44.7

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

Source: Company Data, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

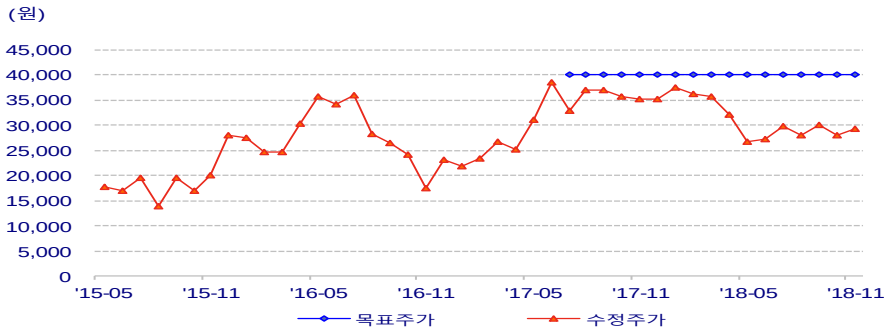
▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

우리산업(215360)

일자	2017-07-31	2017-9-8	2018-11-5
투자의견	BUY(신규)	BUY(유지)	BUY(유지)
목표주가	40,000 원	40,000 원	40,000 원
괴리율(%)			
평균주가대비			
최고(최저)주가대비			

** 괴리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용*

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2018.9.30)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%

*©. 2018 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*