

우리산업 (215360.KQ)

PTC 히터의 성장세

친환경차 시장 성장에 따라 전기동력차의 주요 난방장치인 PTC 히터의 중장기 높은 성장성 기대. 또한, 만도와의 JV인 우리엠오토모티브에 대해서도 ADAS 시장 확대에 따른 성장 가능성 기대

자동차 전기화(Electrification)의 수혜

동사의 성장 제품은 PTC 히터로 자동차 전기화에 따른 중장기 성장성 기대. PTC 히터는 엔진이 없는 전기동력차의 부족한 열원을 보충하는 주요 난방장치로 전기차/FCEV 성장에 따른 수혜 기대. 2017년 PTC 히터 매출액은 47.2억원이며 전기동력차 시장확대에 따라 2020년까지 연평균 30% 이상 성장할 것으로 예상됨

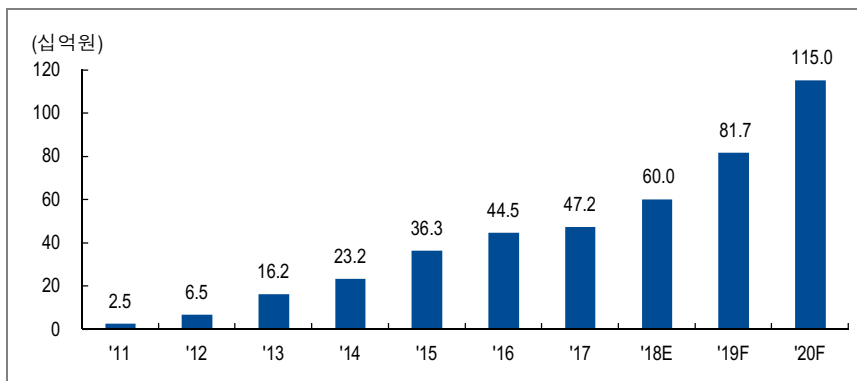
FCEV 관련, 동사는 COD 히터를 생산. COD 히터는 연료전지 스택용 고전압 히터로서 겨울철에 냉각수를 빠르게 가열하여 스택의 냉간시동능력을 향상시키는 제품. 미시동시에는 잔류전기를 소진시켜 스택의 내구성을 향상. FCEV 성장에 따른 기회요인 존재

우리엠오토모티브, ADAS 시장 성장에 대응

우리엠오토모티브를 통해 ADAS(첨단운전자지원시스템) 시장 성장에 대응. 우리엠오토모티브는 만도와의 JV(합자회사, 만도 29%). 양사간 전략적 제휴를 통해 만도는 개발 및 영업을, 우리엠오토모티브는 원가절감 및 품질관리에 집중. 만도를 고객사로 확보함에 따라 향후 ADAS 시장 성장에 따른 매출성장 기대

우리엠오토모티브는 기존 사업군인 초음파센서외에 향후 레이더(2020년 양산예정)를 제품군에 추가할 예정. 이에 따라 우리엠오토모티브의 매출액은 2018년 240억원에서, 신규제품 추가되는 2020년 327억원, 2022년에는 647억원으로 증가할 전망

PTC 히터 매출액 추이 및 전망



자료: 우리산업, NH투자증권 리서치본부

Not Rated

현재가 ('18/10/01)	29,750 원
업종	운송장비,부품
KOSPI / KOSDAQ	2338.88 / 816.53
시가총액(보통주)	271.7십억원
발행주식수(보통주)	9.1백만주
52주 최고가 ('17/07/17)	39,650원
최저가 ('16/12/05)	25,450원
평균거래대금(60일)	4,309백만원
배당수익률(2017E)	0.34%
외국인지분율	9.8%
주요주주	
김정우 외 1 인	39.5%
Standard Life Investments Limited	7.6%
주가상승률	3개월 6개월 12개월
절대수익률 (%)	9.0 -17.0 -19.7
상대수익률 (%p)	9.2 -11.5 -35.8

	2014	2015	2016	2017
매출액	314	197	259	279
증감률	8.1	-37.3	31.6	8.0
영업이익	23	11	16	17
영업이익률	7.3	5.5	6.2	6.1
(지배지분)순이익	14	10	13	12
EPS	N/A	1,501	1,441	1,289
증감률	N/A	흑전	-4.0	-10.6
PER	N/A	18.7	16.1	27.2
PBR	N/A	4.7	3.2	3.2
EV/EBITDA	1.8	18.9	10.9	13.8
ROE	17.9	14.7	21.7	14.2
부채비율	180.5	240.3	183.6	133.8
순차입금	54	62	53	40

단위: 십억원, %, 원, 배
 주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부



Analyst 조수홍
 02)768-7604, soohong.cho@nhqv.com

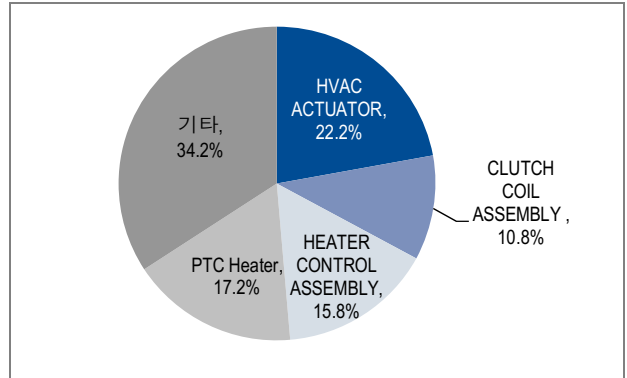
RA 강경근
 02)768-6487, kyeongkeun.kang@nhqv.com

기업개요

- 우리산업은 2005년 4월 1일을 분할기일로 우리산업홀딩스로부터 자동차부품제조 및 판매사업을 인적분할하여 설립. 자동차 공조장치관련 부품을 생산하는 2차벤더로 국내 주요 거래처는 한온시스템, 현대모비스, 두원공조. 해외 거래선은 DENSO, VALEO, DELPHI 등임
- 주요 제품은 HVAC Actuator(차량내 온도/바람의 방향을 전환하는 장치), 전기차/ FCEV의 주요 난방장치(고전압 냉각수 히터)인 PTC(Positive Temperature Coefficient) Heater 등. FCEV용 제품은 COD(Cathode Oxygen Depletion) Heater

제품 및 매출비중

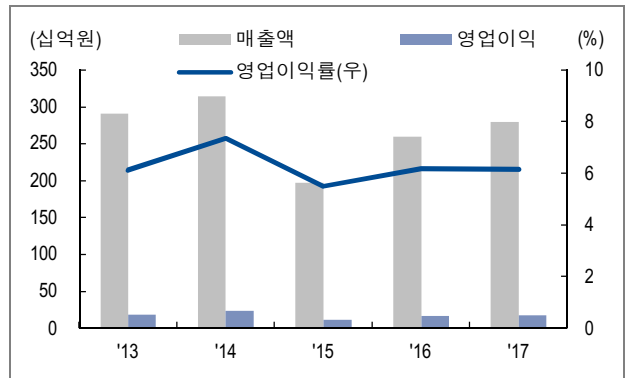
- 2018년 상반기 기준 제품별 매출액 비중은 HVAC Actuator 22.2%, Clutch Coil 10.8%, Heater Control 15.8%, PTC Heater 17.2% 등임
- 전기동력차의 주요 난방장치인 PTC 히터의 수주(중국 신생전기차 기업 및 글로벌 Tier 1 공조기업)가 증가하고 있다는 점이 긍정적인 기대요인.



자료: 우리산업, NH투자증권 리서치본부

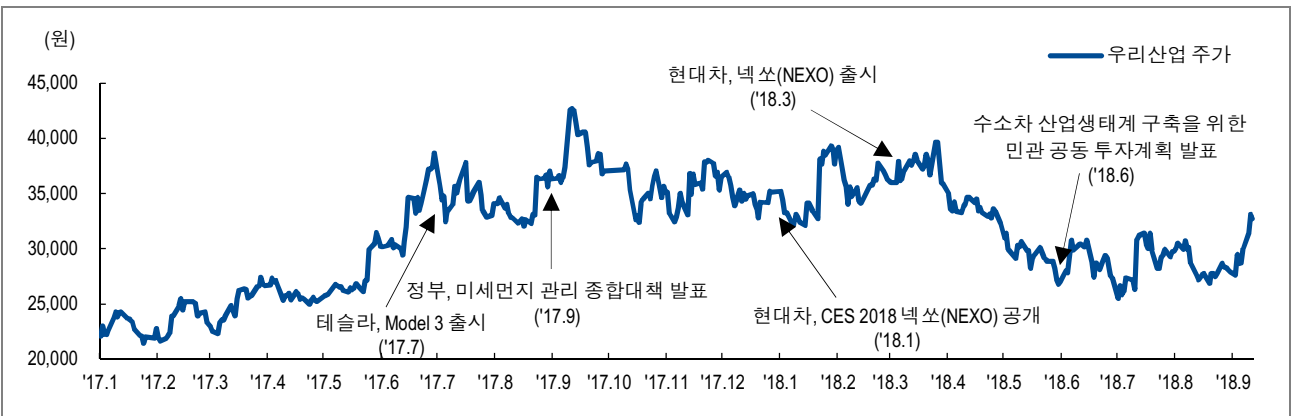
영업 실적 추이

- 연결기준 2018년 2분기 실적은 매출액 834억원(+23.9% y-y), 영업이익 45억원(+1.3% y-y, 영업이익률 5.4%)을 기록
- 2018년 2분기 PTC Heater 매출액은 144억원(+29.7% y-y)으로 전사 외형성장세를 견인



자료: 우리산업, NH투자증권 리서치본부

과거 주가 추이 및 주요 이벤트



자료: DataGuide, NH투자증권 리서치본부

자동차 패러다임 변화에 걸맞는 제품 포트폴리오 보유

자동차 산업 패러다임 변화는 동력원의 전기화와 차량시스템의 지능화라는 두 가지 축으로 진행되고 있음. 이에 따라 친환경(전기차/FCEV) 및 자율주행 시장의 성장세가 높아질 것으로 예상됨. 우리산업은 우수한 기술개발 능력을 바탕으로, 미래성장시장에서 경쟁력 있는 제품을 보유, 중장기 성장성 기대

PTC 히터

주력 제품인 PTC 히터는 전기발열을 통해 난방을 작동하는 시스템. PTC 히터는 내연기관(디젤승용차)에서는 보조난방장치(저전압 PTC 히터)로 사용됨. 그러나 엔진룸이 없어 발열량이 작은 전기동력차(전기차/FCEV)에서는 고전압 PTC 히터가 부족한 열원을 보충하는 주 난방장치로 사용됨. 고전압 PTC 히터의 ASP(평균판매단가)는 저전압대비 10배 이상으로 친환경차 시장 성장에 따른 제품 고도화 진행

2017년 동사의 고전압 PTC히터 매출액은 423억원. 주요 고객은 테슬라 매출액비중 (79.0%), 현대차그룹 (19.0%), 피아트/크라이슬러 2.0% 등임. 전기차시장 성장 및 현대차그룹 친환경차 출시 확대에 따라 중장기 매출 성장세 지속될 전망. 국내에서는 부품사 이원화 진행중. 그러나 중국 신생전기차 및 글로벌 Tier 1 공조기업으로부터의 수주문의 증가 등으로 시장 확대에 따른 중장기 매출성장 기회 존재. PTC 히터 매출액은 2020년까지 연평균 30% 이상 성장 전망

COD 히터

FCEV용 제품은 COD 히터. COD 히터는 연료전지 스택용 고전압 히터로서 겨울철에 냉각수를 빠르게 가열해 스택의 냉간시동능력을 향상시킴. 또한 미시동시(스택 off시) 잔류 전기를 소진시켜 스택의 내구성 향상

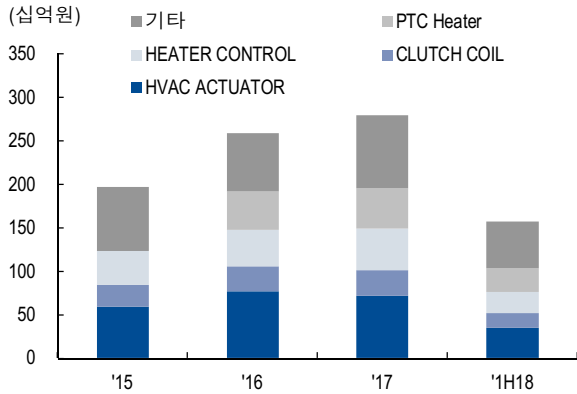
최근 한국정부는 2019년 수소산업에 대한 예산안을 확정해 약 2,000대의 FCEV 보조금 예산을 마련. 예산안 기준, 한국 FCEV 판매는 2018년 740대, 2019년 2,000대 예상. 또한 수소차시장 활성화를 위해 한국 정부는 2022년까지 FCEV 1.6만대 보급, 수소충전소 310기 구축 계획

우리엠오토모티브, ADAS 시장 성장에 대응

동사는 2017년 9월 초음파센서 사업을 인수하여 우리엠오토모티브를 설립. 2018년 6월에는 만도가 지분을 인수(지분율 29%, 인수금액 23억원)하면서 JV로 전환. 양사간 전략적 제휴를 통해 만도는 제품개발(R&D) 및 영업에, 우리엠오토모티브는 원가절감 및 품질관리에 집중할 계획. 전략적 협업을 통해 만도의 ADAS(첨단운전자지원시스템) 매출 성장에 따른 중장기 외형성장 기대. 만도의 ADAS 매출액은 2020년까지 연평균 약 25% 성장할 것으로 예상됨

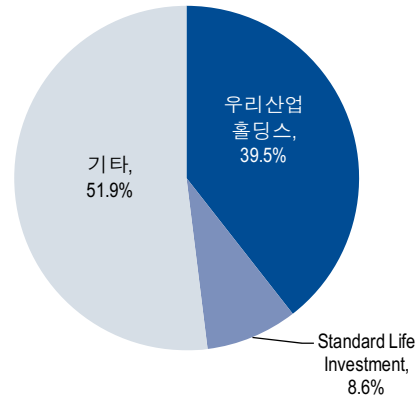
우리엠오토모티브는 초음파센서 외에 향후 레이더를 제품군에 추가, 만도에 공급할 예정. 2020년부터 레이더 제품을 양산할 예정이며, 만도로부터 총 30만개분의 수주를 완료한 상황. 이에 따라 우리엠오토모티브의 매출액은 2018년 240억원에서, 신규제품(레이더)이 추가되는 2020년 327억원, 2022년에는 647억원으로 증가할 전망

그림1. 제품별 매출액 추이



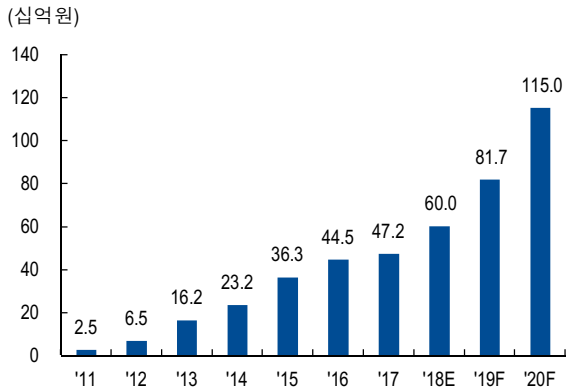
자료: 우리산업, NH투자증권 리서치본부

그림2. 우리산업 주주구성



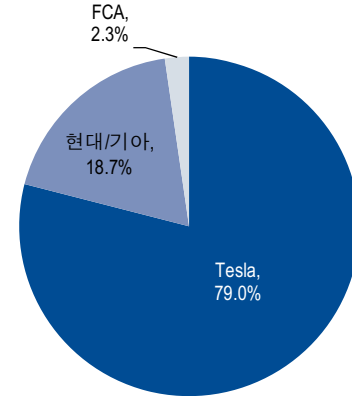
자료: 우리산업, NH투자증권 리서치본부

그림3. PTC히터 매출액 추이 및 전망



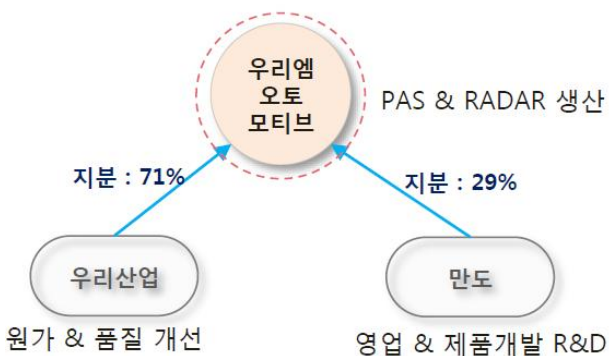
자료: 우리산업, NH투자증권 리서치본부

그림4. 고전압 PTC히터 고객구성



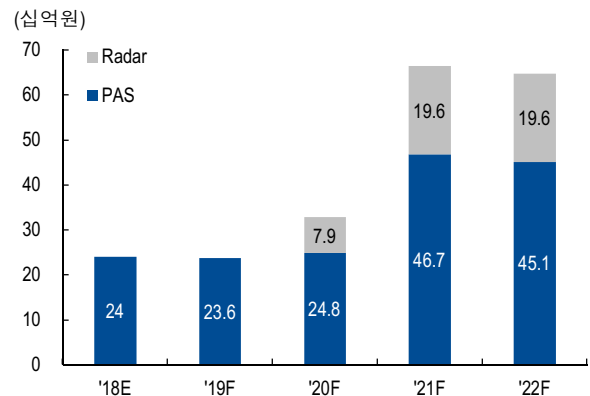
자료: 우리산업, NH투자증권 리서치본부

그림5. 우리엠오토모티브 -만도와의 전략적 제휴



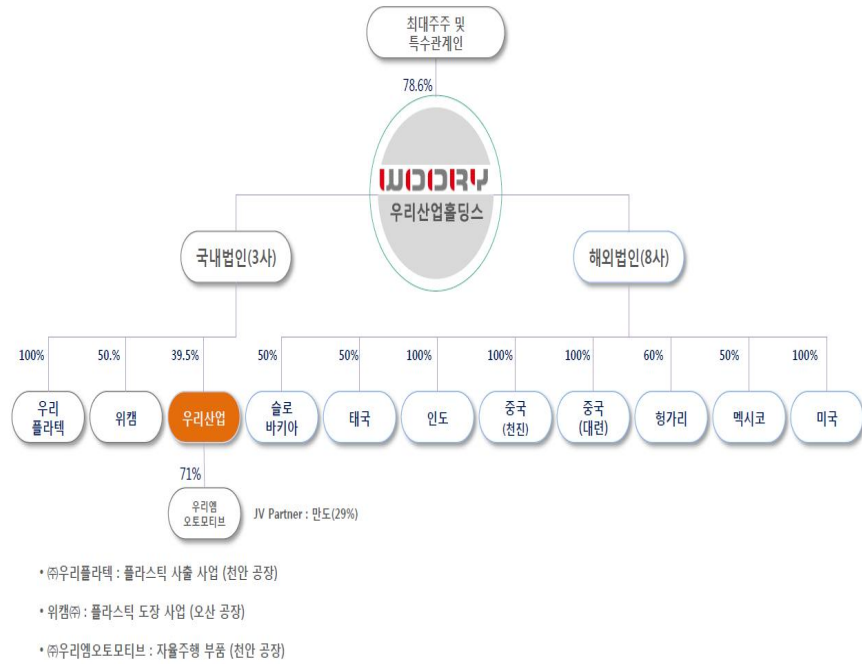
자료: 우리산업, NH투자증권 리서치본부

그림6. 우리엠오토모티브 중장기 실적전망



자료: 우리산업, NH투자증권 리서치본부

그림7. 우리산업 지배구조



자료: 우리산업, NH투자증권리서치 본부

그림8. PTC 히터



자료: 우리산업, NH투자증권 리서치본부

그림9. HVAC Actuator



자료: 우리산업, NH투자증권 리서치본부

표1. 우리산업 분기실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
매출액	62.1	63.4	64.2	69.1	68.3	67.3	70.4	73.3	73.1	83.4
영업이익	3.0	4.1	4.4	4.5	3.3	4.5	4.8	4.6	3.1	4.5
영업이익률(%)	4.8	6.5	6.9	6.5	4.9	6.6	6.8	6.2	4.2	5.4
세전이익	3.8	4.2	2.9	5.5	2.0	2.2	5.2	5.0	3.3	4.6
순이익	2.8	3.4	2.3	4.7	1.5	1.6	4.0	4.7	2.5	3.5
지배지분순이익	2.8	3.4	2.3	4.6	1.5	1.6	4.0	4.7	2.5	3.5

자료: 우리산업, NH투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2014/12A	2015/12A	2016/12A	2017/12A
매출액	314	197	259	279
증감률 (%)	8.1	-37.3	31.6	8.0
매출원가	260	168	221	239
매출총이익	53	28	38	40
Gross 마진 (%)	17.0	14.4	14.7	14.4
판매비와 일반관리비	30	18	22	23
영업이익	23	11	16	17
증감률 (%)	29.9	-53.1	47.8	7.4
OP 마진 (%)	7.3	5.5	6.2	6.1
EBITDA	31	17	24	26
영업외손익	-4	2	0	-3
금융수익(비용)	-4	-2	-2	-3
기타영업외손익	0	4	2	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	19	13	16	14
법인세비용	4	3	3	3
계속사업이익	14	10	13	12
당기순이익	14	10	13	12
증감률 (%)	7.9	-28.4	27.3	-10.5
Net 마진 (%)	4.6	5.2	5.1	4.2
지배주주지분 순이익	14	10	13	12
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	-1
총포괄이익	14	10	13	11

Valuation / Profitability / Stability				
	2014/12A	2015/12A	2016/12A	2017/12A
PER(X)	N/A	18.7	16.1	27.2
PBR(X)	N/A	4.7	3.2	3.2
PCR(X)	N/A	7.5	7.4	11.9
PSR(X)	N/A	1.0	0.8	1.1
EV/EBITDA(X)	1.8	18.9	10.9	13.8
EV/EBIT(X)	2.4	29.4	16.6	21.0
EPS(W)	N/A	1,501	1,441	1,289
BPS(W)	N/A	5,985	7,288	10,805
SPS(W)	N/A	28,591	28,338	30,595
자기자본이익률(ROE, %)	17.9	14.7	21.7	14.2
총자산이익률(ROA, %)	6.5	4.8	7.0	5.6
투자자본이익률 (ROIC, %)	13.1	7.0	10.8	10.9
배당수익률(%)	N/A	0.2	0.2	0.3
배당성장률(%)	0.0	4.5	3.4	7.8
총현금배당금(십억원)	0	0	0	1
보통주 주당배당금(W)	0	50	50	100
순부채(현금)/자기자본(%)	62.2	113.4	80.2	40.2
총부채/ 자기자본(%)	180.5	240.3	183.6	133.8
이자발생부채	85	69	62	61
유동비율(%)	129.7	107.4	112.4	122.9
총발행주식수(mn)	0	9	9	9
액면가(W)	0	500	500	500
주가(W)	0	28,000	23,150	35,100
시가총액(십억원)	0	256	211	321

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2014/12A	2015/12A	2016/12A	2017/12A
현금및현금성자산	11	6	8	6
매출채권	60	53	50	57
유동자산	171	126	124	148
유형자산	61	53	56	66
투자자산	4	1	1	5
비유동자산	74	60	65	83
자산총계	246	186	189	231
단기성부채	63	57	53	54
매입채무	45	45	42	48
유동부채	132	117	110	120
장기성부채	22	11	9	7
장기충당부채	4	3	3	5
비유동부채	26	14	12	12
부채총계	158	131	122	132
자본금	8	5	5	5
자본잉여금	18	40	40	41
이익잉여금	61	10	23	34
비지배주주지분	2	0	0	0
자본총계	88	55	67	99

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2014/12A	2015/12A	2016/12A	2017/12A
영업활동 현금흐름	25	29	19	19
당기순이익	14	10	13	12
+ 유/무형자산상각비	8	6	8	9
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	-1	2
Gross Cash Flow	30	26	29	27
- 운전자본의증가(감소)	-4	3	-5	-3
투자활동 현금흐름	-33	-15	-8	-41
+ 유형자산 감소	3	1	4	5
- 유형자산 증가(CAPEX)	-16	-13	-10	-21
+ 투자자산의매각(취득)	-3	3	0	-4
Free Cash Flow	8	16	9	-2
Net Cash Flow	-9	14	11	-22
재무활동 현금흐름	14	-10	-8	21
자기자본 증가	0	19	0	1
부채증감	14	-28	-8	20
현금의증가	5	4	2	-2
기말현금 및 현금성자산	11	6	8	6
기말 순부채(순현금)	54	62	53	40