

## 우리산업(215360)

매수(신규) / TP: 36,000원

주가(3/14, 원)	24,350
시가총액(십억원)	222
발행주식수(백만)	9
52주 최고/최저가(원)	38,250/16,450
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	2,532
유동주식비율(%)	60.0
외국인지분율(%)	13.1
주요주주(주) 김정우 외 1인	39.5
Standard Life Investments Limited	10.3

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)	
2014A	314	23	14	921	10.6	31	NM	1.8	NM	17.9	-
2015A	197	11	10	2,061	123.8	17	NM	18.7	NM	14.7	0.2
2016F	259	16	13	1,449	(29.7)	22	16.0	12.8	3.1	21.7	0.2
2017F	296	19	16	1,718	18.6	25	14.2	11.7	2.7	20.8	0.2
2018F	332	22	19	2,098	22.1	29	11.6	9.8	2.2	20.7	0.2

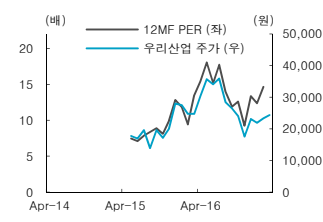
주: 15.4 월 지주회사와 사업회사로 인적분할, 순이익은 자본법적용 순이익

## 가장 직접적인 전기차 수혜주

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.3)	(11.5)	(7.2)
상대주가(%p)	(7.2)	(18.2)	(15.4)

## 12MF PER 추이



**매수의견과 목표주가 36,000원으로 분석개시:** 우리산업에 대해 매수의견과 목표주가 36,000원으로 분석을 개시한다. 목표주가는 12MF EPS에 목표 PER 20배를 적용해 산출했다(PEG 1배 반영). 폭스바겐 스캔들 이후 22배까지 상승했던 PER은 차익실현, 중국 전기차 보조금 축소, 자율주행에 쏠린 투자자 관심 등의 이유로 하락한 바 있다. 전기차 시장이 중국 주도로 빠르게 성장하면서 우리산업의 PTC 히터 사업부가 고성장해 밸류에이션 회복과 이익성장을 동시에 달성할 전망이다. 매출확대와 수익성 개선에 힘입어 2019년까지 연평균 21%의 순이익의 성장이 예상된다.

**글로벌 PTC 히터시장의 고성장:** 글로벌 PTC 시장규모는 2016년 4천억원에서 2019년 1조 2천억원으로 가파르게 성장할 전망이다. 이는 전기차 확산에 힘입어 수요가 급증하고 가격 또한 고전압 비중 확대에 상승하기 때문이다. PTC히터는 전기저항을 이용해 공기를 가열해, 엔진이 뜨거워지기 전에 신속하게 난방을 제공한다. 엔진이 없는 전기차에서는 PTC 히터가 주력 난방장치 역할을 담당한다. PTC 히터는 가격 경쟁력이 높고(저전압 만원, 고전압 30만원) 낮은 온도에서도 작동이 가능한 장점이 있다. 이를 바탕으로 친환경차 뿐만 아니라 내연기관 내에서도 채택이 증가하고 있다.

**전기차용 PTC의 강자로 부상하는 우리산업:** 우리산업은 글로벌 PTC 시장의 빠른 팽창에도 불구하고 점유율이 2016년 10.3%에서 2019년 11%로 안정적으로 상승할 전망이다. 특히 전기차용 PTC에서는 점유율이 더욱 높다. 전기차 시장 확대 및 고객사 다변화에 따라 PTC 물량 내 전기차향 비중이 16년 30%에서 19년 49%로 상승한다. 이에 따라 PTC 히터의 매출이 2016년 460억원에서 2019년 1,507억원으로 증가하고, 매출 내 비중도 2016년 18%에서 2019년 40%로 가파르게 상승할 전망이다. 수익성 또한 전기차용이 높기 때문에 영업 이익률도 같은 기간 6.2%에서 7%로 상승한다.

**중국 전기차 수혜주로 진화:** 우리산업은 그 동안 북미 전기차 업체에 납품하는 중소형 부품 주로서 각광을 받아왔다. 그러나 미국보다 중국의 전기차 시장의 빠른 성장에 집중할 시점이다. 이에 편승하기 위해서는 중국 현지업체와의 제휴를 통한 현지생산 확대가 필수적이다. 이를 위해 우리산업은 화공과기산업(華工科技產業, 000988.SZ)의 핵심자회사인 화공신고리전자(新高理)와 JV를 추진하고 있다. 이를 통해 우리산업의 PTC 제품을 중국 로컬 자동차 업체들에게 납품할 전망이다.

**위험요인:** 가장 큰 위험요인은 PTC 매출 성장이 우리 예상에 못 미칠 경우다. 이는 글로벌 전기차 시장이 부진하거나, PTC 시장의 성장이 예상보다 더디게 진행되거나, 우리산업이 중국 로컬 자동차업체 공략에 실패하거나, 신규 또는 기존 경쟁업체가 우리산업의 점유율을 심각하게 갉아 먹을 때 발생할 수 있다.

김진우, CFA 3276-6278  
jinwoo.kim@truefriend.com

박성준 3276-6161  
sungjun@truefriend.com

### 글로벌 PTC 히터 시장의 고성장

PTC히터는 전기로 공기를 가열해, 신속하게 난방을 개시하는 보조난방장치

누구나 추운 겨울철에 차에 타서 시동을 걸면 따뜻한 바람이 빨리 나오기를 기대한다. 그러나 따뜻한 바람이 나오기까지는 시간이 다소 걸린다. 따뜻한 공기는 뜨거워진 엔진에서 나오는데(정확히는 엔진으로 인해 온도가 올라간 냉각수에서), 시동 후 엔진이 가열되는데 시간이 필요하기 때문이다. 게다가 디젤차량의 경우 열효율이 좋기 때문에 시간이 더욱 오래걸린다. 이 시간은 일종의 보조 난방장치인 PTC히터가 디젤차에 장착되면서 단축됐다. PTC히터는 전기저항을 이용해 공기를 가열해, 엔진이 뜨거워지기 전에 더욱 신속하게 난방을 제공한다.

[그림 40] PTC 히터

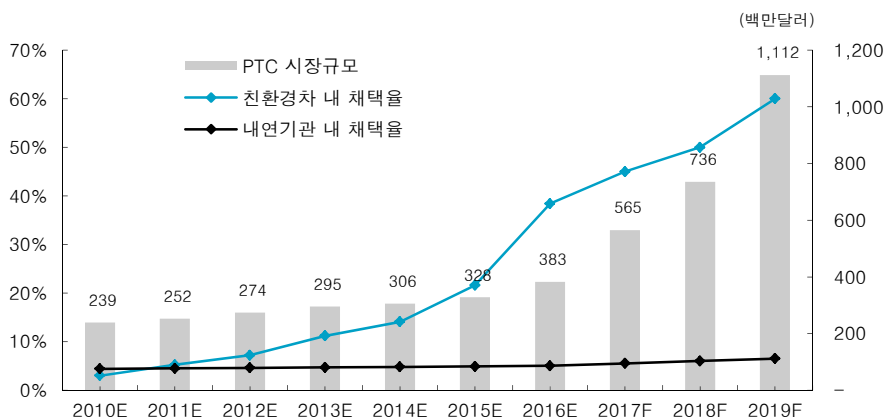


자료: 우리산업, 한국투자증권

PTC 히터 글로벌 시장규모가 2016년 4천억원에서 2019년 3배로 성장

엔진이 없는 전기차에서는 PTC 히터의 역할이 주력 난방장치로 더욱 확대된다. 전기차 난방에 대한 다른 해결책으로 차량 내 폐열을 재활용하는 히트펌프가 있지만 아직 가격이 높고(~200만원) 혹한에 취약해 확산이 더디다. 반면 PTC 히터는 가격 경쟁력이 높고(저전압 만 원, 고전압 30만원) 낮은 온도에서도 작동이 가능한 장점이 있다. 이를 바탕으로 전기차 뿐만 아니라 HEV와 PHEV 등 다른 친환경차에도 채택률이 상승하고 있고, 디젤을 넘어 가솔린차에도 채택이 되는 등 내연기관 내에서도 확산되는 중이다. 여기에 중국 등이 주도하는 전기차 확산에 힘입어 수량이 늘어나고 가격이 상승하면서, 글로벌 PTC 시장규모는 2016년 4천억원에서 2019년 1조 2천억원으로 가파르게 성장할 전망이다.

[그림 41] 글로벌 PTC 히터 시장규모



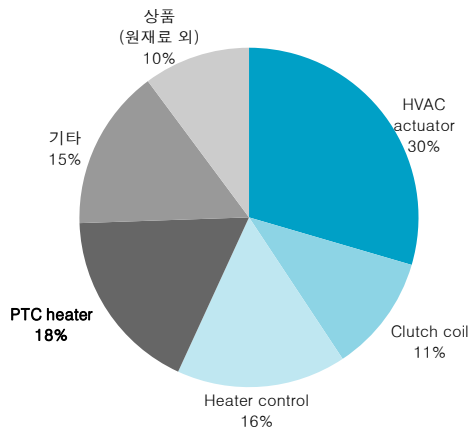
자료: 한국투자증권

## 전기차용 PTC 히터의 강자로 부상하는 우리산업

우리산업은 PTC 히터의 강자로 부상, 시장 성장의 수혜

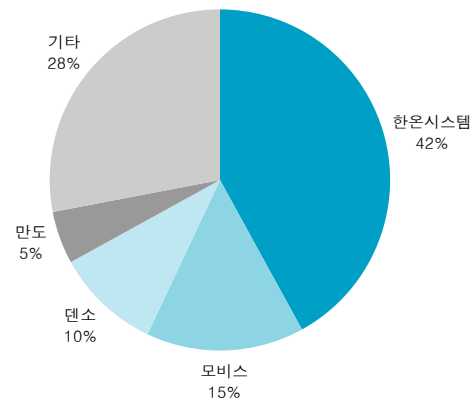
우리산업은 빠르게 성장하는 글로벌 PTC 히터 시장에 힘입어 관련 매출이 급증할 전망이다. 현재 다수의 글로벌 자동차업체에 PTC 히터를 납품하고 있으며, 이중 3곳(북미 전기차, 현대기아차, 피아트)에는 전기차용 PTC 히터를 납품하고 있다. 수주 측면에서도 신생 전기차 업체를 비롯해 다수의 업체들에게서 전기차 및 친환경차용 PTC 히터 주문을 확보한 상태로 파악된다. 이에 힘입어 글로벌 PTC 시장의 팽창에도 불구하고 점유율이 2016년 10.3%에서 2019년 11%로 안정적으로 상승할 전망이다.

[그림 42] 제품별 매출비중(2016)



자료: 우리산업, 한국투자증권

[그림 43] 고객별 매출비중(2016)

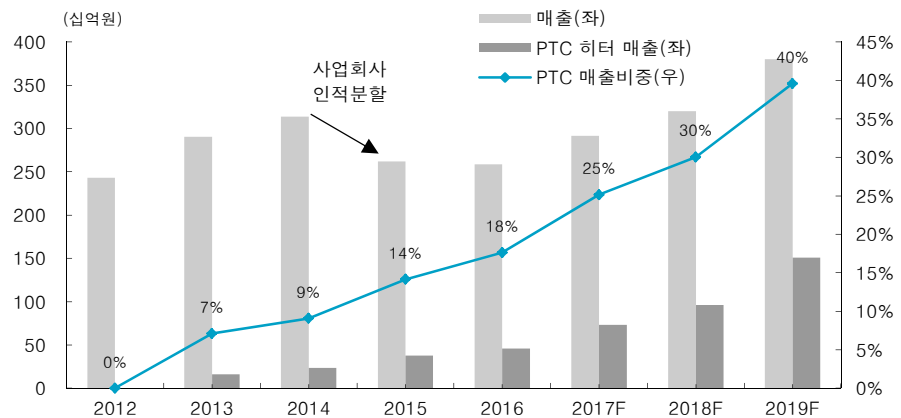


자료: 우리산업, 한국투자증권

전기차용 PTC 비중이 2016년 30%에서 2019년 49%로 상승하며 매출, 수익성 개선

전기차 시장 확대 및 고객사 다변화에 따라 PTC 물량 내 전기차향 비중이 2016년 30%에서 2019년 49%로 상승한다. 전기차용 고전압 PTC 히터는 단가가 30만원에 달해, 만원에 불과한 디젤용 저전압 PTC 히터보다 월등히 높다. 이에 따라 PTC 히터의 매출이 2016년 460억원에서 2019년 1,507억원으로 증가하고, 매출 내 비중도 2016년 18%에서 2019년 40%로 가파르게 상승할 전망이다. 수익성 또한 전기차용이 높기 때문에 영업이익률도 같은 기간 6.2%에서 7%로 상승한다.

[그림 44] PTC 히터



자료: 우리산업, 한국투자증권

## 중국 전기차 수혜주로 진화

북미보다 중국 전기차 수혜주  
제휴 통한 현지생산 필수적

우리산업은 그 동안 북미 전기차 업체에 납품하는 중소형 부품주로서 각광을 받아왔다. 그러나 트럼프 대통령 취임 이후 북미 전기차 시장에 대한 기대가 낮아지면서 전반적인 전기차 밸류체인이 소외를 받아왔다. 우리는 중국의 공격적인 친환경차 정책이 2018년부터 본격화 되면서 전기차 밸류체인이 다시 한번 각광을 받을 것으로 전망한다. 중국 전기차 시장 성장에 따른 동반수혜를 누리기 위해서는 현지업체와의 제휴를 통한 고객확대가 필수적이다.

〈표 27〉 중국의 전기차 크레딧 제도 정리

구분	탄소배출권 거래제도	신재생에너지 Credit 제도	
		연비 Credit	NEV Credit
공개일자	2016년 8월	2016년 9월	
주관부서	발전개혁위원회(NDRC)	공업정보화부(MIIT)	
정책 내용	전기차 생산비중 목표 제시 (구체적인 안 미공개)	평균 연비에 대한 규제 강화	전기차 생산비중에 대한 규제
평가 대상	모든 완성차 생산(수입) 기업	모든 승용차 생산(수입) 기업	연간 5만대 이상의 승용차 생산(수입)기업
평가 기준	-	2015년 정책 발표(GB27999)	Target NEV Mix : 8%(2018), 10%(2019), 20%(2020)
징계	벌금 부과	高 연비 모델 생산 중단	일부 가솔린 모델 생산 중단

주: 관계기업이라 함은 직접 혹은 간접적으로 상대방 기업의 지분 25%를 보유하고 있는 로컬 기업  
자료: NDRC, MIIT 한국투자증권

〈표 28〉 중국 NEV 크레딧 제도 하의 전기차 생산 전망

(단위:천대)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
일반 승용차(HEV포함)	20,829	23,970	25,168	26,427	27,748	29,136
EV+PEV	215	345				
Target Mix(%)				8%	10%	12%
Minimum 생산 credits				2,114	2,775	3,496
NEV Score를 2p로 가정	215	345	483	1,057	1,387	1,748
성장률(% YoY)		60.5	40.0	118.9	31.3	26.0
NEV Score를 3p로 가정	215	345	483	705	925	1,165
성장률(% YoY)		60.5	40.0	45.9	31.3	26.0
Total	21,044	24,315	25,651	27,132	28,673	30,301

자료: 한국투자증권

화공신고리전자와 JV 추진  
이를 통해 우리산업의 PTC  
제품을 중국 로컬 자동차  
업체들에게 납품

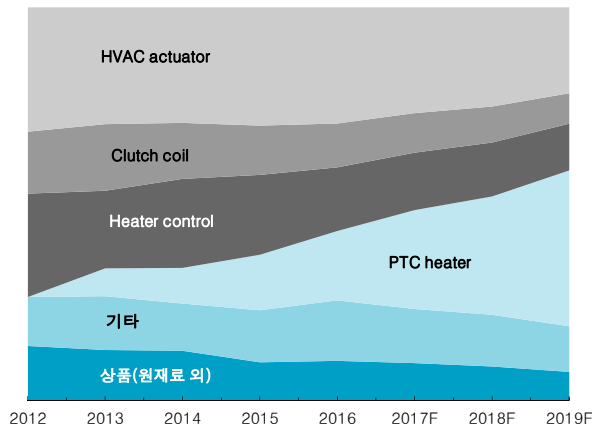
우리산업은 화공과기산업(華工科技產業, 000988.SZ)의 핵심자회사인 화공신고리전자(신까오리, 新高理)와 JV를 추진하고 있다. 화공과기는 북경기차, BYD 등 18개 로컬 자동차 업체들과 거래 중이다. 자회사 화공신고리는 우한(武漢)과 효감(孝感)에 공장을 보유 중이다. JV가 결성되면 효감 공장을 통해 우리산업의 PTC 제품을 중국 로컬 자동차 업체들에게 납품할 전망이다. JV 설립시점은 하반기로 예상되며 매출은 2019년부터 본격적으로 발생된다. 관련 내용을 2016년 7월 29일에 공시한 이후 호재 노출에 대한 심리가 확산된 가운데 중국에서 전기차 보조금 규제로 투자심리가 위축되며 주가가 기존 상승분을 대부분 반납한 바 있다. 그러나 중국 전기차 시장의 빠른 성장세가 재개되는 가운데 JV가 가시화되면서 우리산업의 높은 성장성이 다시 한번 주목을 받을 전망이다. 실적 측면에서도 우리의 추정치에는 중국 JV의 성장이 아직 미반영 되어 있어 JV의 구체적인 내용이 확정될 경우 실적 전망의 추가 상승 여력이 존재한다.

## PTC 외 사업부는 안정적 성장세 재개 전망

PTC 히터 외 기존 사업 –  
에이치백 액츄에이터, 클러치  
코일, 컨트롤헤드

PTC 히터 외 기존 사업은 3개 아이템이 핵심이다. 먼저 매출의 30%를 차지하는 에이치백 액츄에이터(HVAC actuator)가 있다. 이는 공조장치 내 Door Flap의 각도를 조정하여 차량 내 온도, 바람의 방향, 실내-외기 전환 등을 조절하는 역할을 수행한다. 두번째는 매출의 11%를 차지하는 클러치코일(Clutch Coil)이다. 이는 에어컨의 On/Off에 따라 Pulley(도르레)와 컴프레서 사이에서 클러치 역할을 수행해 컴프레서를 작동/정지 시키는 일종의 스위치다. 마지막으로 매출의 16%를 차지하는 컨트롤헤드(Control Head)가 있다. 이는 차량 히터/에어컨을 운전자가 원하는 환경으로 작동시키기 위한 조작버튼을 모아놓은 장치다.

[그림 45] 제품별 매출비중 추이



자료: 우리산업, 한국투자증권

[그림 46] 지역별 매출 비중(2016)



자료: 우리산업, 한국투자증권

## 기존사업은 안정적 성장 지속

3개 아이템 중에서는 HVAC actuator에 주목할 필요가 있다. 우리산업의 HVAC actuator는 존슨컨트롤스가 인수한 Saia-Burgess에 이어 글로벌 점유율 2위를 차지하고 있다. 최근 차량에는 공조시스템이 뒷좌석까지 장착되는 추세이기 때문에 차량 당 장착개수가 늘고 있다. 게다가 최근에는 보쉬, ZF-TRW 등 대형 경쟁사들이 자율주행에 집중하느라 HVAC actuator에 소홀한 틈을 타 우리산업의 수주가 늘고 있어 꾸준한 외형성장이 예상된다. 한편 클러치코일은 전기차로 갈수록 기계식에서 전동펌프식으로 대체될 전망이다. 컨트롤헤드 또한 경쟁이 심화되고 있다. PTC 히터의 고성장에도 불구하고 이 두 사업부의 수주감소로 인한 매출감소가 2016년 매출을 역성장시킨 주요요인이다. 그러나 컨트롤헤드는 경쟁사의 품질이슈로 인한 추가수주(두원공조-기아차 향)가 반영되면서 17년부터 매출이 다시 증가할 전망이다.

액츄에이터 기술을 기반으로  
다양한 전장부품을 판매/개발  
– 지능형전조등 시스템,  
전자식주차브레이크 등

한편 우리산업은 액츄에이터 기술을 기반으로 다양한 전장부품을 신규성장동력으로 삼고 있다. 우리산업은 지능형전조등 시스템(AFLS; Active Front Lighting, System)에 액츄에이터를 납품하고 있다. AFLS는 도로 여건에 따라 헤드램프를 움직여 운전자 시야를 확보해주는 장치로써 안전과 맞물려 최근 채택이 빠르게 늘고 있다. 여기에 전자식주차브레이크(EPB; Electric Parking Brake)에도 액츄에이터 납품을 늘리고 있다. EPB는 기존의 케이블 기반의 주차브레이크의 단점을 보완함으로써 이 역시 안전과 맞물려 최근 채택이 빠르게 늘고 있다.

〈표 29〉 주요 제품 라인업

제품명	사진	기능
기존제품		
HVAC Actuator		공조장치 내 Door Flap의 각도를 조정하여 차량 내 온도, 바람의 방향, 실내-외 기를 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		내연기관 자동차, 친환경차의 전원공급과 동시에 차량유입 공기를 직접 가열, 차량 내부 온도를 신속하게 예열시켜주는 메인/보조 난방 장치
AFLS Actuator (Head Lamp Leveling Device, HLLD)		야간 주행시 효과적인 시야확보를 위해 자동차 헤드램프의 상하좌우 각도 및 조광량을 자동으로 조절
Electrical Parking Brake (EPB)		정차 시 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

## 실적추정 및 밸류에이션

PTC 고성장으로 2019년까지  
연평균 21%의 순이익 증가

우리산업은 전기차 확산으로 PTC 히터 사업부가 고성장하면서 밸류에이션 상승과 이익성장을 동시에 달성할 전망이다. 매출확대와 수익성 개선에 힘입어 2019년까지 연평균 21%의 순이익 성장이 예상된다. 우리 추정치의 핵심가정은 PTC 히터의 가격상승과 물량증대다. PTC 히터의 평균가격이 전기차용 PTC 히터의 비중확대로 2016년 8.1만원에서 2019년 15만원으로 가파르게 상승할 전망이다. 물량 또한 2016년 56.6만개에서 2019년 100만개로 증가할 전망이다. 우리산업은 북미 전기차 업체 수요 증대에 대응하기 위해 PTC 히터 생산 설비를 100만개 체제로 국내에 이미 구축해 놓은 상태다.

〈표 30〉 우리산업 실적추정

(단위: 십억원)

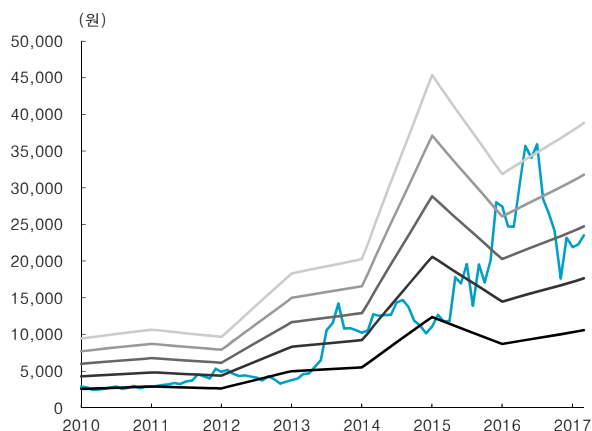
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출	62.1	63.4	64.2	69.1	68.8	73.0	75.7	78.2	262	259	296	332	396
영업이익	3.0	4.1	4.4	4.5	3.3	4.8	5.1	5.4	14	16	19	22	28
OPM	4.8%	6.5%	6.9%	6.5%	4.8%	6.5%	6.7%	6.9%	5.5%	6.2%	6.3%	6.8%	7.0%
세전이익	3.8	4.2	2.9	5.5	3.5	5.0	5.3	5.6	13	16	19	24	30
순이익	2.8	3.4	2.3	4.7	2.8	4.0	4.3	4.5	10	13	16	19	24
YoY 매출액	-4.7%	-2.4%	-1.5%	3.7%	10.7%	15.2%	17.9%	13.1%		-1%	14%	12%	19%
YoY 영업이익	-23.5%	16.2%	22.5%	22.1%	10.9%	15.9%	15.2%	20.3%		10%	16%	21%	23%
YoY 순이익	5%	-7%	-16%	19%	1%	18%	83%	-4%		28%	18%	22%	24%
<b>제품별 매출</b>													
HVAC 액츄에이터	19.4	19.4	19.4	18.7	19.5	20.0	20.0	19.5	80	77	79	83	87
Clutch coil	7.5	7.9	6.9	6.8	7.3	7.3	7.3	7.3	33	29	29	29	29
Heater control	11.5	10.9	9.0	10.8	10.4	11.7	11.7	11.7	54	42	46	47	48
PTC 히터	9.2	9.0	13.7	14.1	13.5	16.0	18.7	21.6	38	46	70	96	151
기타	9.7	8.6	10.0	11.7	11.0	11.0	11.0	11.0	35	40	44	48	53
상품	6.3	6.3	6.7	7.2	7.0	7.0	7.0	7.0	26	27	28	28	28
<b>매출비중</b>													
HVAC 액츄에이터	31%	31%	30%	27%	28%	27%	26%	25%	30%	30%	27%	25%	22%
Clutch coil	12%	13%	11%	10%	11%	10%	10%	9%	13%	11%	10%	9%	7%
Heater control	18%	18%	14%	16%	15%	16%	15%	15%	20%	16%	15%	14%	12%
PTC 히터	15%	14%	21%	20%	20%	22%	25%	28%	14%	18%	24%	29%	38%
기타	15%	14%	15%	17%	16%	15%	15%	14%	13%	15%	15%	15%	13%
상품	10%	10%	10%	10%	10%	10%	9%	9%	10%	10%	9%	8%	7%
<b>매출성장</b>													
HVAC 액츄에이터	1%	-6%	-6%	-3%	1%	3%	3%	4%	6%	-4%	3%	5%	4%
Heater control	-14%	-8%	-11%	-17%	-2%	-8%	6%	8%	-9%	-13%	1%	0%	0%
PTC heater	-20%	-23%	-32%	-11%	-9%	7%	30%	8%	-7%	-22%	8%	3%	3%
PTC 히터	28%	24%	51%	0%	46%	78%	37%	54%	61%	22%	52%	38%	57%
기타	11%	4%	22%	19%	13%	28%	9%	-6%	14%	14%	10%	10%	10%
상품	-11%	-3%	13%	10%	11%	11%	4%	-3%	-20%	2%	6%	0%	0%
<b>핵심가정</b>													
PTC 히터 ASP(원)	66,305	65,756	103,656	88,888	90,000	100,000	110,000	120,000	68,211	81,209	105,758	120,200	150,650
PTC 히터 물량(천개)	139	136	132	158	150	160	170	180	552	566	660	800	1,000

자료: 한국투자증권

매수의견과 TP 36,000원으로  
분석 개시

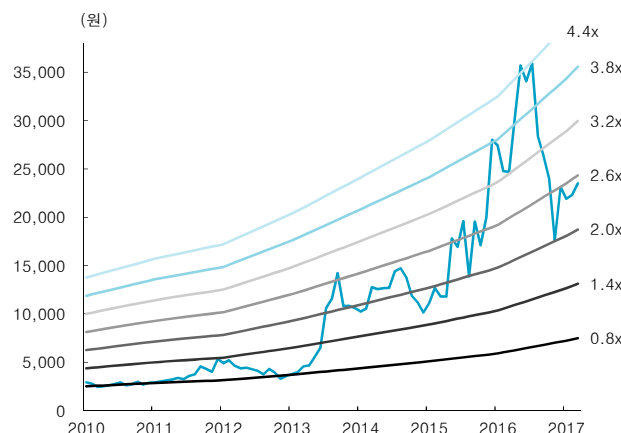
우리산업에 대해 매수의견과 목표주가 36,000원으로 분석을 개시한다. 목표주가는 12MF EPS에 목표 PER 20배를 적용해 산출했다(PEG 1배를 반영). 우리산업의 PER은 2015년 9월 폭스바겐의 배기가스 조작 스캔들 이후 전기차 확산에 대한 기대로 22배까지 높아졌으나, 이후 중국 JV 추진 발표 후 차익실현, 중국 전기차 보조금 축소, 자율주행으로 쏠린 투자자 관심 등의 이슈로 밸류에이션이 하락했다. 우리는 우리산업의 높은 성장성과 매력적인 제품/고객 포트폴리오를 감안 시 다시 20배 이상의 밸류에이션으로 회귀가 가능하다고 판단한다. 중국이 주도하는 전기차 바람에 투자하는 방법으로 우리산업을 추천한다.

[그림 47] PER 밴드(12MF)



자료: 한국투자증권

[그림 48] PBR 밴드(12MF)



자료: 한국투자증권

### 위험요인

**핵심 위험요인은 PTC 매출  
성장이 기대에 못 미칠 경우**

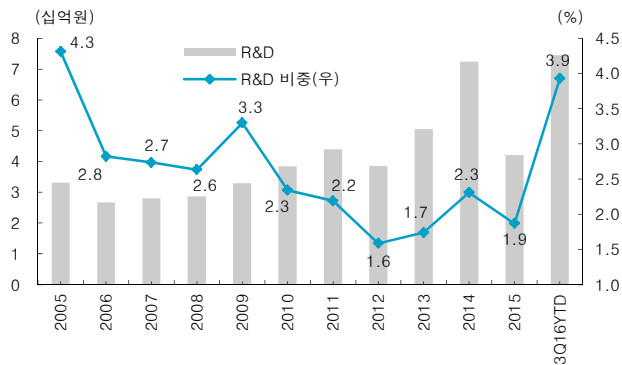
우리산업에 대한 우리의 긍정적인 관점의 가장 큰 위험요인은 PTC 매출 성장이 기대에 못 미칠 경우다. 이는 글로벌 전기차 시장이 부진하거나, PTC 시장의 성장이 예상보다 더디게 진행되거나, 우리산업이 중국 로컬 자동차업체 공략에 실패하거나, 신규 또는 기존 경쟁업체가 우리산업의 점유율을 심각하게 갉아 먹을 때 발생할 수 있다. 이 밖에 위험요인으로서는 PTC 히터의 빠른 범용화로 단가가 예상보다 빨리 하락하거나, 경쟁심화로 수익성이 급격히 훼손되는 경우 등이 있다. 한편 우리산업의 높은 부채비율(3Q16 자본대비 차입금 105.7%)도 위험요인으로 간주 될 수 있지만, 이익증가세가 가파르고 capex 지출금액이 크지 않기 때문에 부채상환 위험은 제한적이며, 오히려 ROE를 높이는 요인이다.

## [Appendix]

## 기업소개

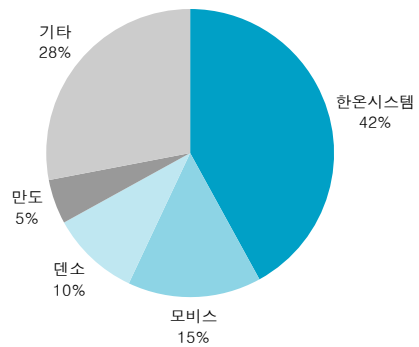
우리산업의 경쟁력은 연구개발을 통한 기술력확보에 있다. 1994년 6월 기술연구소 설립 이후 20년간 R&D에 집중 투자해 왔다. 2012년부터 설비 자동화가 본격화되면서(자동화율 36%), 이를 통한 인건비/경비 절감을 연구개발에 투자 중이다. 전체 종업원수 대비 연구개발 종업원수 비율은 30%에 달하며 16년 3분기 누적 기준 매출액대비 연구개발 비용은 3.9%이고, 향후 5%로 확대할 계획이다. 다양한 현지법인(중국 천진, 대련, 인도, 태국, 슬로바키아, 미국, 헝가리, 멕시코 등)을 운영해 글로벌네트워크 또한 구축하고 있다. 주요고객사로는 공조사업에서 한온시스템, DENSO, VALEO, BEHR, DELPHI, 두원공조 등이 있으며, 전장사업에서 현대모비스, 만도, 한온시스템, DENSO, VALEO 등이 있다. 이 밖에 2007년부터 친환경차 연구개발에 투자한 결과, 다양한 해외 친환경차 업체들을 고객사로 확보하고 있다.

[그림 49] R&amp;D 투자비 및 매출액 대비 비중



자료: 우리산업, 한국투자증권

[그림 50] 고객별 매출비중(2016)

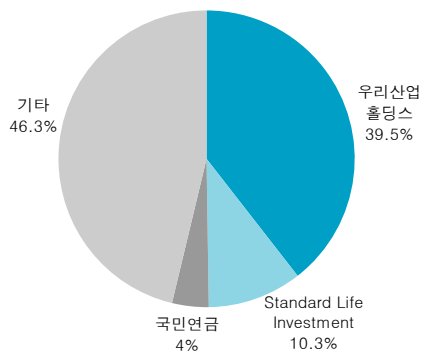


자료: 우리산업, 한국투자증권

## 인적분할

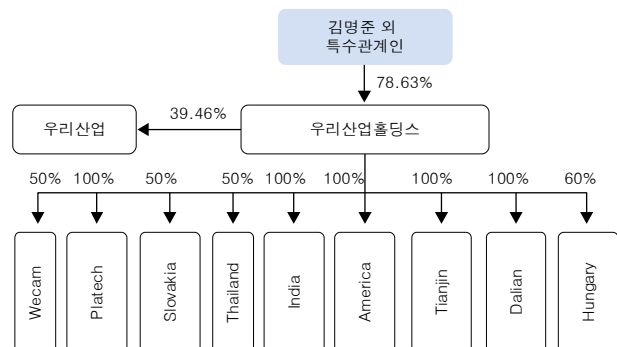
우리산업은 2015년 4월을 기점으로 존속법인인 지주회사(우리산업홀딩스, 072470)와 신설 법인인 사업회사(우리산업, 215360)로 인적분할 됐으며, 2015년 8월 지주회사가 사업회사 주식 39.46%를 주당 17,927원에 신주발행 방식으로 공개매수 함으로써 현재의 지배구조를 갖췄다. 지주회사는 해외법인들을 모두 자회사로 보유해 이들의 관리에 집중하고, 사업회사는 신제품 연구개발 및 판매를 전담하는 구조다. 사업회사 및 해외법인들은 지주회사에 브랜드로열티(매출의 0.2%)를 지불하며, 연구개발이 집중된 사업회사에 해외법인들은 기술로열티(순매출의 5%)를 지불한다.

[그림 51] 지분구조(2016)



자료: 우리산업, 한국투자증권

[그림 52] 지주사 포함 지배구조

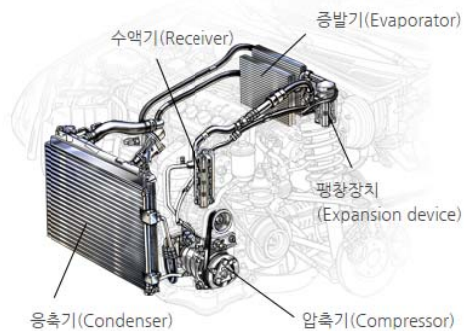


주: 위캠 - 플라스틱 도장 사업, 플라텍 - 플라스틱 사출 사업  
 자료: 우리산업, 한국투자증권

### 자동차 공조시스템의 원리<sup>7</sup>

자동차 공조시스템은 차량의 환기, 난방/냉방을 아우르는 시스템이다. 환기 측면에서는 차량 밖의 신선한 공기를 차량 안으로 유입하고, 차량 안의 공기를 ‘HVAC(Heating, Ventilation, Air Conditioning) 시스템’을 거쳐 다시 차량 밖으로 돌려 보내는 재순환 기능을 포함하고 있다. 여기에 쾌적한 온도를 맞추기 위한 냉난방 시스템이 포함된다. 공조시스템은 증발기(Evaporator), 압축기(Compressor), 응축기(Condenser), 수액기(Receiver) 및 팽창장치(Expansion device) 등으로 구성되어 있다.

[그림 53] 공조시스템의 구성



[그림 54] 공조시스템의 역할

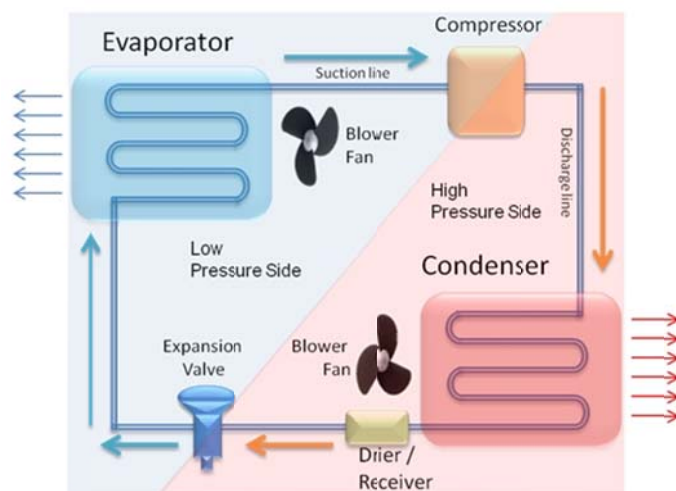


자료: 한국투자증권

자료: 한국투자증권

작동 원리를 보면 증발기의 주변 공기에서 나오는 열이 액체 냉매를 증발시켜 공기를 냉각시킨 후(차량 내 에어컨 가동), 압축기(컴프레서)가 냉매가스를 순환시키고 압축하여 압력을 증가시킴으로써 냉매가스를 가열한다. 다음으로 응축기(컨덴서)의 주변 공기가 가열된 고온의 냉매가스를 냉각시켜 액화 상태로 만들고, 냉각된 액체 냉매는 수액기로 모인다. 수액기는 적정량의 액체 냉매를 팽창장치로 보내고, 이는 다시 증발기를 통해 주변 열을 빼앗음으로써 반복 사이클을 형성한다.

[그림 55] 공조사이클



자료: EDN Network, 한국투자증권

<sup>7</sup> 한온시스템 홈페이지 자료를 참조했음

### 기업개요 및 용어해설

우리산업의 경쟁력은 연구개발을 통한 기술력확보에 있다. 1994년 6월 기술연구소 설립 이후 20년간 R&D에 집중 투자해 왔다. 2012년부터 설비 자동화가 본격화되면서(자동화율 36%), 이를 통한 인건비/경비 절감을 연구개발에 투자 중이다. 다양한 현지법인(중국 천진, 대련, 인도, 태국, 슬로바키아, 미국, 헝가리, 멕시코 등)을 운영해 글로벌 네트워크 또한 구축하고 있다.

- HVAC(Heating, Ventilation, Air Conditioning) 시스템: 공기 재순환 및 냉난방 기능을 수행하는 시스템
- 클러치코일(Clutch Coil): 에어컨의 On/Off에 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. 차량에서는 전기저항을 이용해 공기를 가열해, 엔진이 뜨거워지기 전에 더욱 신속하게 난방을 제공. PTC 소자를 활용해 자동온도제어가 가능

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	171	126	165	189	212
현금성자산	11	6	8	9	10
매출채권및기타채권	65	60	78	90	101
재고자산	74	59	77	88	99
비유동자산	74	60	64	66	68
투자자산	4	1	1	1	1
유형자산	61	53	54	55	56
무형자산	7	6	8	9	10
자산총계	246	186	229	255	281
유동부채	132	117	141	152	158
매입채무및기타채무	60	55	72	82	92
단기차입금및단기사채	55	50	55	55	48
유동성장기부채	7	8	8	8	9
비유동부채	26	14	20	21	22
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	22	11	16	16	16
부채총계	158	131	162	173	180
지배주주지분	86	55	67	83	101
자본금	8	5	5	5	5
자본잉여금	18	40	40	40	40
기타자본	0	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	61	10	23	38	57
비지배주주지분	2	0	0	0	0
자본총계	88	55	67	83	101

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	25	28	2	10	17
당기순이익	14	10	13	16	19
유형자산감가상각비	7	5	5	5	5
무형자산상각비	1	1	2	2	2
자산부채변동	(4)	3	(19)	(13)	(9)
기타	7	9	1	0	0
투자활동현금흐름	(33)	(14)	(10)	(9)	(9)
유형자산투자	(16)	(13)	(6)	(6)	(6)
유형자산매각	3	1	0	0	0
투자자산순증	(18)	(2)	(0)	(0)	(0)
무형자산순증	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)
기타	0	2	(1)	0	0
재무활동현금흐름	14	(10)	10	(0)	(7)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	17	(8)	10	0	(7)
배당금지급	(1)	0	(0)	(0)	(0)
기타	(2)	(2)	0	0	0
기타현금흐름	(0)	0	0	0	0
현금의증가	5	4	2	1	1

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	314	197	259	296	332
매출원가	260	168	221	250	279
매출총이익	53	28	38	46	53
판매관리비	30	18	22	27	31
영업이익	23	11	16	19	22
금융수익	4	4	4	4	4
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	8	6	6	6	6
이자비용	3	2	2	2	2
기타영업외손익	(0)	4	2	3	3
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	18	13	16	19	24
법인세비용	4	3	3	4	5
연결당기순이익	14	10	13	16	19
지배주주지분순이익	14	10	13	16	19
기타포괄이익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
총포괄이익	14	10	13	16	19
지배주주지분포괄이익	14	10	13	16	19
EBITDA	31	17	22	25	29

## 주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	921	2,061	1,449	1,718	2,098
BPS	5,477	6,352	7,384	9,041	11,075
DPS	0	50	50	50	50
성장성(% YoY)					
매출증가율	8.1	(37.3)	31.6	14.2	12.3
영업이익증가율	29.9	(53.1)	47.8	16.0	21.1
순이익증가율	13.8	(27.0)	28.0	18.0	22.1
EPS증가율	10.6	123.8	(29.7)	18.6	22.1
EBITDA증가율	28.3	(45.7)	32.8	12.4	16.4
수익성(%)					
영업이익률	7.3	5.5	6.2	6.3	6.8
순이익률	4.5	5.3	5.1	5.3	5.7
EBITDA Margin	9.9	8.6	8.6	8.5	8.8
ROA	6.5	4.8	6.4	6.4	7.1
ROE	17.9	14.7	21.7	20.8	20.7
배당수익률	-	0.2	0.2	0.2	0.2
배당성향	0.0	4.5	3.4	2.9	2.4
안정성					
순차입금(십억원)	55	62	70	70	62
차입금/자본총계비율(%)	96.6	125.5	116.9	95.9	71.8
Valuation(X)					
PER	NM	NM	16.0	14.2	11.6
PBR	NM	NM	3.1	2.7	2.2
EV/EBITDA	1.8	18.7	12.8	11.7	9.8

#### ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 3월 15일 현재 한온시스템, S&T모티브, 우리산업, 엘앤에프, 에코프로, 피엔티 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 씨아이에스 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.
- 당사는 2017년 3월 15일 현재 씨아이에스 발행주식을 1%이상 보유하고 있습니다.

#### ■ 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 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※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.