

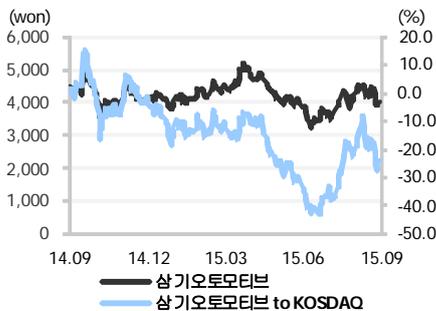
Bookook Research Center
김경덕 (02)368-9524
Line21c@bookook.co.kr

Buy (유지)

목표주가 **5,200원**

현재가 (원)	4,150
액면가 (원)	100
자본금 (억원)	31
시가총액 (억원)	1,279
상장주식수 (만주)	3,083
외국인보유비중 (%)	4.3
60일 평균거래량 (주)	351,740
52주 최고/최저 (원)	5,440
주요주주	김치환 37.35 %

Stock Performance



삼기오토모티브(122350)

하반기 볼륨 신차 DCT적용 확대 수혜

- 3분기 예상실적 매출액 694억원(yoy +23.5%), 영업이익 56억원(yoy +36.6%) 추정
- 신차 DCT적용모델 확대로 2017년까지 DCT매출비중이 10%이상 증가 전망
- 고정비감소 및 원가절감을 통해 올해도 8%대 영업이익률 가능할 것으로 판단

각국의 연비 및 환경 규제 강화에 따른 DCT변속기의 부각

글로벌 각국의 연비 및 환경규제로 인해 DCT(Dual Clutch Transmission)장착은 확산 추세. 현재까지 친환경/고연비 시대에 미션기술 대안으로 DCT 부각. 따라서 향후 글로벌 추세에 따른 동사의 DCT 부문 매출비중 확대 예상. 또한 DCT제품은 엔진부품대비 고마진 제품이어서 판매확대시 수익성 개선도 가능할 전망.

하반기 볼륨 신차 DCT적용 확대에 따른 외형성장률과 매출처 다변화

현대, 기아차는 최근 볼륨 신차 포스바겐 사태와 관련 DCT 채용대수를 향후 빠르게 증가시켜 강화되는 환경 및 배기가스 규제에 대응할 것으로 예상. 특히, 상반기 신형 투싼에 이어 하반기 볼륨모델 신형 아반떼, 스포티지, K5 등에 DCT장착 확대에 외형성장률 기대. 또한, 지난해 포스바겐 1차벤더 선정으로 품질 및 기술력 검증이 완료된 상태여서 향후 중국법인을 통한 중국로컬 및 타OE 매출처 다변화 가능성 기대.

자회사 원료 재처리 공정 추가로 원가절감 및 신규매출원 확보 성공

지난해 4분기부터 알루미늄의 합금 재고분에 대한 외부 판매를 시작하며 하나의 제품군으로 매출 인식 개시. 이에 따라 매분기 약 100억원대 신규매출인식이 가능할 전망. 또한 원자재 자체조달 및 창고비용감소로 원가절감효과와 품질경쟁력 확보.

결산월	매출액	영업이익	세전이익	지배주주순이익	EPS	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE
12 월	(억원)	(억원)	(억원)	(억원)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)
2012	1,875	181	137	108	416	5.9	5.4	1.2	22.6
2013	2,042	170	143	119	389	9.2	5.9	1.5	17.2
2014	2,439	196	164	142	462	8.8	6.4	1.4	17.4
2015E	2,725	222	198	166	537	7.5	5.3	1.2	17.3
2016E	3,077	255	228	189	614	6.5	4.8	1.0	17.0

현대차그룹을 통한 외형성장 확보와
폭스바겐으로부터 기술경쟁력 검증 확인

6단 AT를 통한 성장의 발판마련,
7단 DCT로 외형과 수익성 가속화

알루미늄 다이캐스팅 자동차 부품 국내 선두업체

1978년 설립된 동사는 알루미늄 다이캐스팅 공법을 통해 자동차 엔진 및 변속기용 알루미늄 부품 생산, 판매를 영위하고 있다. 주요 고객사로는 현대차, 기아차, 쌍용차, GM HOLDEN, 마그나, 폭스바겐 등이며 2015년 상반기 기준 고객사별 매출 비중은 현대차그룹이 79%, GM그룹 3.7%, 쌍용차 1.1%, 폭스바겐 0.3%, 기타 15%로 포지셔닝중이다. 제품별 매출 비중은 엔진 33%, 변속기 55%, 합금 13%이며 꾸준하게 마진이 우수한 변속기 부문이 엔진부문 매출을 상회하고 있다.

동사는 기존 엔진부품을 주로 생산해왔으나 2009년 현대자동차로부터 6단AT 수주를 시작으로 변속기 매출이 엔진 매출을 상회하며 급성장했다. 특히 지난해 현대차 그룹의 '연비향상 로드맵' 발표 이후 DCT부품 수주에 성공하며 성장을 가속화하고 있다. 향후 변속기 부문을 중심으로 한 매출 성장이 지속될 전망이다며 변속기부문을 특화한 전략을 전개중이다. 게다가 향후 폭스바겐 중국향 매출도 기대되어 추가적인 외형성장이 가능할 전망이다. 지난해 동사는 독일 폭스바겐의 본사 카셀공장에서부터 품질과 기술력을 인정 받아 국내에서는 처음으로 1차 벤더로 선정되며 주목받았다. 비록 폭스바겐향 매출은 아직까지 시제품 성격의 납품이나 2017년도 400억원~500억원 수준으로 점진적인 증가가 예상되고 장기적으로 동사의 폭스바겐향 매출 비중은 약 10%대를 차지할 전망이다.

[표 1] 변속기 용어정의

변속기 용어	설명
MT(Manual Transmission)	수동 조작 변속기
AT(Automatic Transmission)	자동 변속기
CVT(Continuously Variable Transmission)	무단 변속기
DCT(Dual Clutch Transmission)/DSG(Direct Shift Gearbox)	듀얼클러치 변속기

자료: 부국증권

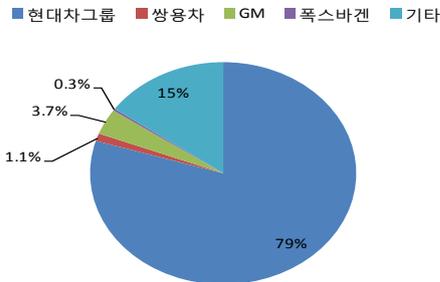
투자포인트 및 Valuation

목표주가 : 5,200원
투자의견 : Buy(유지)

당사는 동사에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 5,200원을 제시하며 커버리지를 재개한다. 동사의 투자 포인트는 다음과 같다. 1) 현대차그룹의 볼룸 신차 모델 DCT장착 확대로 외형성장 예상 2) 폭스바겐의 1차벤더 선정에 따른 기술 경쟁력 검증으로 해외 매출처 다변화 3) 자회사 재처리 시설가동으로 알루미늄합금부문 신규매출 온기반영 및 원가절감 기대등이다.

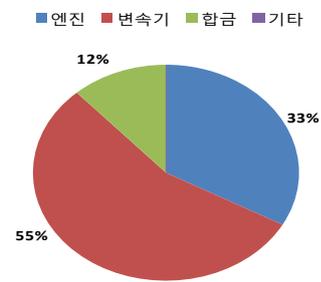
목표주가 5,200원은 12Fwd EPS 적용시 PER 8.7배 수준이다. 이는 동종업계 Peer의 평균 PER대비 할증된 수준이며 현대차그룹 및 글로벌 완성차 업체들의 7단 DCT 적용모델확대를 통한 외형성장 및 수익성 개선 요인을 고려할 때 적정하다는 판단이다. 아울러 폭스바겐을 통해 검증된 기술력으로 중국법인 역시 매출처가 다변화될 가능성이 높고 경쟁업체 대비 상대적으로 높은 영업이익률이 다년간 꾸준히 유지되고 있기 때문에 추가상승여력은 충분하다고 판단된다.

[그림 1] 고객사별 매출 비중(2015년 상반기)



자료: 삼기오토모티브, 부국증권

[그림 2] 제품별 매출 비중(2015년 상반기)



자료: 삼기오토모티브, 부국증권

[그림 3] 현대자동차 7단 DCT



자료: 삼기오토모티브

[그림 4] 변속기 부품 현황



자료: 삼기오토모티브

3분기 및 연간 실적 Preview

2015년 3분기 실적

매출액 694억원(yoy +23.5%)

영업이익 56억원(yoy +36.6%) 전망

2015년 연결기준 실적

매출액 2,725억원(yoy +11.7%)

영업이익 222억원(yoy +13.3%) 전망

동사의 3분기 매출액과 영업이익은 각각 694억원(yoy +23.5%), 56억원(yoy +36.6%)으로 추정된다. 통상적으로 3분기는 비수기이지만 상반기 매출비중이 높은 현대차, 기아차 판매부진에도 불구하고 3월 출시된 신형 투싼의 DCT장착 등으로 안정적인 성장을 시현했다. 하반기에는 완성차 볼륨 신차의 출시가 다수 예정되어 있어 DCT장착의 확대 추세가 이어질 것으로 보여 하반기로 갈수록 동사의 외형 성장이 부각될 것으로 기대된다.

결과적으로 2015년 예상실적은 매출액과 영업이익이 각각 2,725억원(yoy +11.7%), 222억원(yoy +13.3%)으로 추정된다. 1) 하반기 현대차 그룹의 볼륨 신차 출시에 따른 DCT장착 확대가 예상되며 2) 중국 '산동삼기법인'의 현대차, 기아차향 매출 증가와 아직까지 보급율이 낮은 중국 AT 시장의 업사이드 존재 3)자회사 에코미션 합병을 통한 자체 조달 원자재 수급에 따른 원가절감 등을 통해 의미있는 외형 성장을 지속 할 것으로 예상된다.

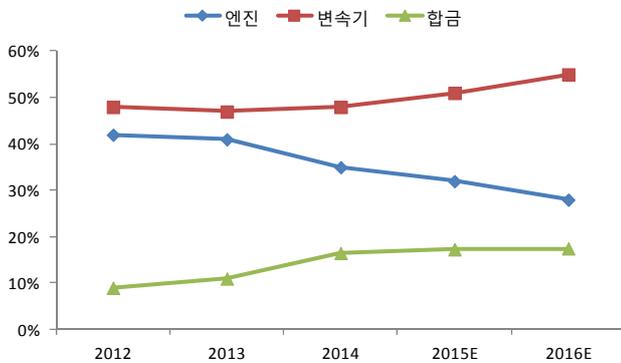
[표 2] 2015년 분기실적 전망

(단위: 억원)

	1Q	2Q	3QE	4QE	2015E
매출액	640	670	694	721	2,725
영업이익	47	58	56	61	222
세전이익	46	48	50	54	198
지배주주순이익	40	36	43	47	166

자료: 부국증권 추정

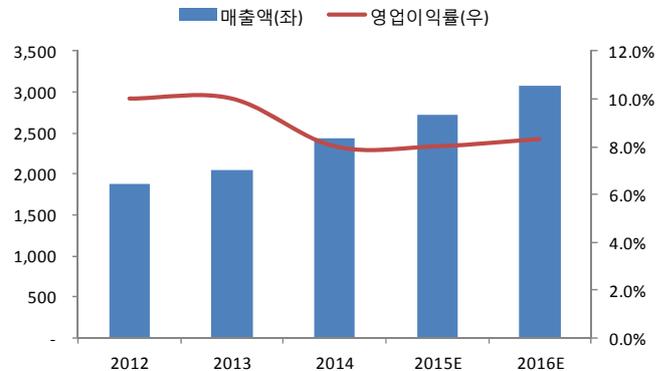
[그림 5] 제품별 매출비중 추이



자료: 삼기오토모티브, 부국증권 추정

[그림 6] 연간 매출액 및 영업이익률 전망

(단위: 억원)



자료: 삼기오토모티브, 부국증권 추정

글로벌 각국의 연비 및 환경규제 강화에 따른 DCT장착 확산

연비 및 환경규제로 강화로 DCT장착은 필연적

현재 전세계가 탄소배출 절감 목표를 내세우며 유로6와 미국환경보호청(EPA)의 배기가스 규제 강화로 인한 문제는 자동차 업계 전반의 이슈로 부각 중이다. 이에 따라 각국의 연비 및 환경규제로 인해 DCT장착은 하나의 트렌드로 자리잡아 가고 있으며 최근 불거진 폭스바겐 배기가스 조작 사태 역시 그 맥락을 같이 한다. 지금까지 개발된 변속기의 종류는 AT, CVT, DCT등이 있는데 이중 친환경/고연비 시대에 적합한 미션기술로 DCT가 완성차 업체들의 주목을 받고 있다. 따라서 향후 DCT는 글로벌 완성차 업체들을 중심으로 수요가 꾸준히 증가될 가능성이 높으며 이에 따라 동사 역시 주요 수혜업체로 부각될 가능성이 높다고 판단된다.

DCT장착의 수혜주로 부각 전망

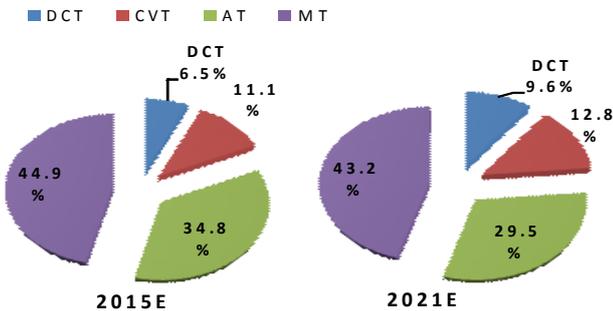
실제로 현대차그룹은 최근 불거진 폭스바겐 사태와 관련하여 신차모형을 중심으로 DCT 채용대수를 향후 빠르게 증가시키려는 움직임을 보이고 있다. 과거 현대차그룹은 2011년 벨로스터에 자체개발 6단 DCT를 장착한 이후 엑센트를 시작으로 벨로스터 등에 적용하며 평균연비 8.8%를 향상시킨 사례가 있는데 이번 사태를 계기로 볼륨 신차 모델중심의 7단 DCT변속기 적용에 박차를 가할 것으로 예상된다. 현재 현대차그룹은 현대다이모스를 통해 연40만대 분량 양산라인을 갖췄으며 향후에도 DCT모듈 생산라인은 증설될 가능성이 높아 동사의 아웃소싱 물량 증대

에 큰 보탬이 될 전망이다. 실제로 동사의 제품이 탑재된 모델인 신형 투싼은 현대차 전체 판매의 약 10%를 상회하는 첫 볼륨모델이고, 하반기에는 신형 K5와 스포티지, 아반떼 등에도 동사의 7단 DCT부품이 채용될 예정되어서 있어 당분간 동사의 DCT부품 매출증가는 지속될 전망이다. 따라서 동사는 현대차그룹 7단 DCT 관련 납품으로 매출액은 올해 현대다이모스항만 240억 원에 달할 것으로 예상된다.

지난해 폭스바겐사로부터 1차벤더로 선정 기술경쟁력 검증

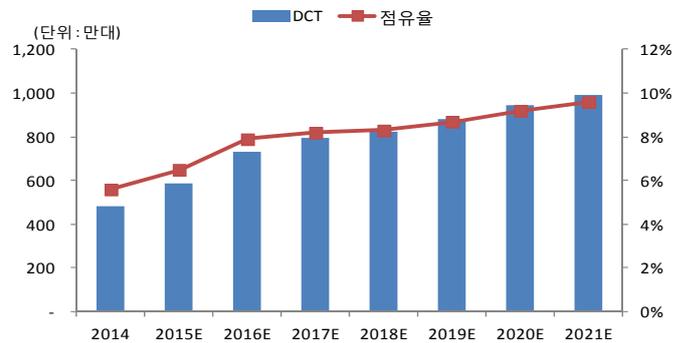
한편 작년에 1차벤더로 채택되면 시장의 주목을 받았던 폭스바겐 납품은 아직까지 약 50억 원으로 전체매출대비 차지하는 비중은 낮은 편이다. 비록 최근 폭스바겐사태로 인한 수주감소에 대한 우려가 상존하지만, 중장기 성장스토리는 여전히 유효한 것으로 판단된다. 폭스바겐향 매출은 2016년도 약 200억 원에 달할 것으로 예상하고 있으며 2017년도에는 약 400억 원~500억 원 매출이 발생 가능할 것으로 추정하고 있다. 폭스바겐 사태 영향은 제한적이라고 판단된다. 1) 1% 미만의 매출비중이며 아직까지 시제품 형태의 납품이 진행 중인 상황으로 파악되고 있다. 2) 폭스바겐을 통한 동사의 기술력에 대한 검증은 해외타사OE 확대 기대감으로 의미를 부여할 수 있겠다. 3) 현대차그룹의 반사이익 발생시 오히려 외형성장에 긍정적인 요인으로 작용할 전망이다.

[그림 7] DCT장착 비중 확대 추이



자료: IHS, 부국증권

[그림 8] 글로벌 DCT장착 및 점유율 추이



자료: IHS, 부국증권

[그림 9] 하반기 현대차그룹 볼륨신차 DCT적용 대상 차량



ioniq



아반떼



K5



스포티지

자료: 현대차 기아차

중국법인을 통한 매출처 다변화와
현지 대응력 강화

중국법인의 매출처 다변화를 위한 수주영업확대

중국의 자동차시장은 아직까지 수동기어를 50% 채택중이지만 글로벌 트렌드에 따라 조만간 자동변속기 교체가 빠르게 진행될 것으로 전망된다. 동사는 이러한 트렌드 변화에 발맞춰 지난해 5월 중국 법인을 설립하여 현대/기아차 중국공장에 직접 대응하고 있다. 현재는 매출처가 중국 현대/기아차 법인에 한정되어 있지만 글로벌 완성차 및 중국로컬업체의 AT/7단 DCT수요 요구가 꾸준히 늘고 있기 때문에 빠른시일내에 실질적인 수주가 기대된다. 실제로 이미 동사는 중국 내 약 2~3개 주요 완성차 업체를 대상으로 수주영업을 활발히 진행하고 있기 때문에 향후 긍정적인 결과가 있을 것으로 기대된다.

원자재 직접 조달에 따른 원가절감과
합금부문 신규매출인식

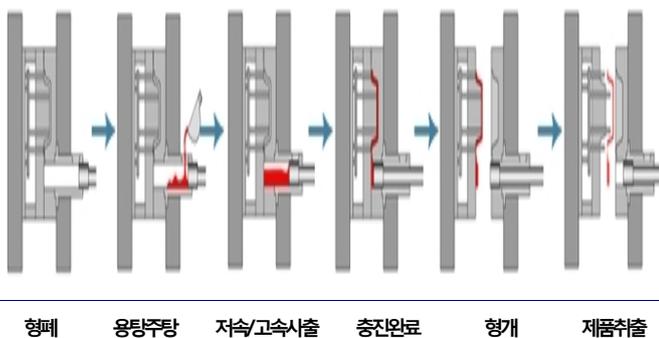
에코미션 합병에 따른 효율적인 원자재 납품 및 마진 개선

자동차산업은 경량화 추세 요구에 따라 알루미늄을 부품으로 하는 수요가 급증하고 있다. 특히 장치산업으로서 설비투자율과 기술력이 요구된다. 따라서 동사는 알루미늄 부품을 통한 엔진과 변속기 제조를 위해 평택공장에 이어 서산 공장의 자동화시스템을 구축했다. 이에따라 변속기 부품의 자동화로 일괄 대량 생산에 주력중이다.

한편, 원재료 사업부를 통한 알루미늄 다이캐스팅 제품의 일괄 공정을 구축하여 안정적으로 원재료를 조달하며 원가 절감으로 타사대비 안정적인 영업이익율을 유지하고 있다. 또한 원재료 공급방식을 기존에 알루미늄괴 형태에서 액상상태로 공급방식의 전환을 통해 용해 단계에서의 원가절감과 품질개선 역시 실현중이다.

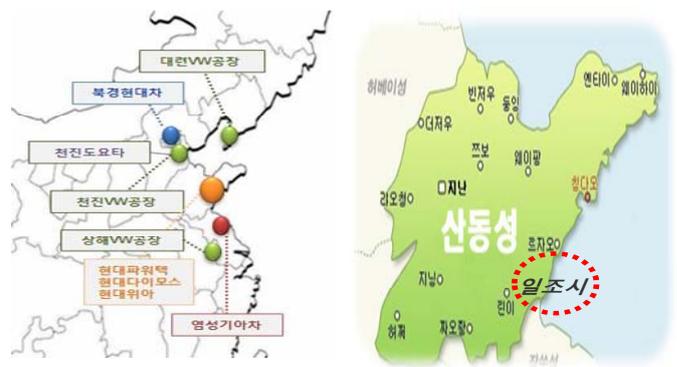
지난해 자회사로 보유했던 에코미션을 합병하며 고정비 부담을 완화했고 원재료인 알루미늄의 합금화를 통해 재고 처리에 효율화를 이룬것으로 파악된다. 이에 따라 2011년부터 동사 수요 알루미늄의 전량을 자체 공급하고 있으며 2012년 4분기부터는 알루미늄의 합금 재고분배에 대한 외부 판매를 시작하며 하나의 제품군으로 인식하기 시작했다. 올해 상반기까지 합금부문 매출액은 173억원으로 매분기 100억원대의 매출이 꾸준히 발생중이다.

[그림 10] 알루미늄다이캐스팅 공정절차



자료 : 삼기오토모티브

[그림 11] 중국 산둥 생산법인 현황



자료 : 삼기오토모티브

Compliance Note

투자의견 구분

Strong Buy (강력 매수)	향후 6개월간 현재가 대비 50% 이상의 주가상승이 예상되는 경우
Buy (매수)	향후 6개월간 현재가 대비 20%~50% 이내의 주가상승이 예상되는 경우
Hold (보유)	향후 6개월간 현재가 대비 -10~20% 이내의 등락이 예상되는 경우
Reduce (비중축소)	향후 6개월간 현재가 대비 10% 이상의 주가 하락이 예상되는 경우

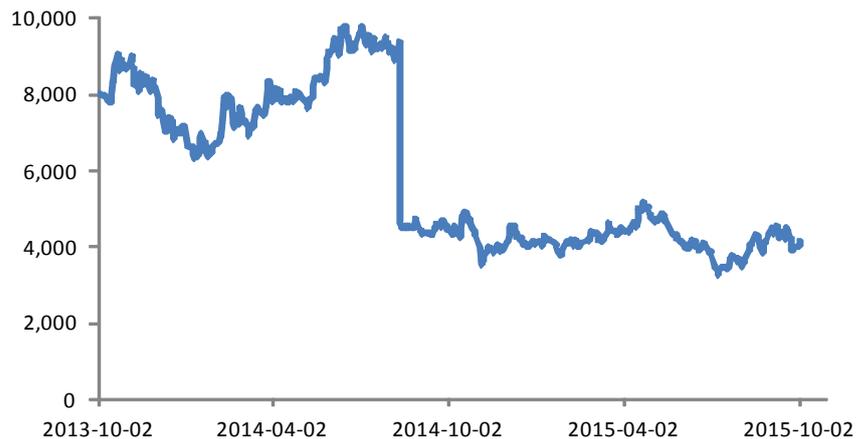
기업분석

Overweight (비중확대)	전반적인 산업의 투자비중 확대가 유효하다고 예상될 때
Neutral (중립)	전반적인 산업의 투자비중에 대한 중립이 유효하다고 예상될 때
Underweight (비중축소)	전반적인 산업의 투자비중 축소가 유효하다고 예상될 때

산업분석

2년간 투자의견 및 목표가격 변동 추이

일 자	투자의견	목표가격
2014. 03. 21	Buy	10,000원 담당자변경
2015. 10. 02	Buy	5,200원



- ❖ 본 자료는 2015년 10월 2일에 당사 홈페이지에 입력되었으며 그 이전에 기관투자자 및 특정인에게 제공된 사실이 없습니다.
 - ❖ 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
 - ❖ 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 본 자료 발간일 기준 지난 1년간 기업의 주권 최초 상장 과 관련하여 대표주관사로 참여한 적이 없습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.
 - ❖ 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 김경덕
- 본 조사자료의 목적은 고객의 투자를 유도에 있는 것이 아니라, 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보를 제공하는데 있습니다. 당사에서 제공하는 자료에는 당부서의 추정치가 포함되어 있으며, 이는 실적치와 오차가 발생할 수 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다.

추정 재무제표

재무상태표

(단위: 억원)

	2013	2014	2015E	2016E
유동자산	467	568	799	1,023
현금 및 현금성자산	3	65	220	330
매출채권	265	272	307	385
재고자산	152	173	188	215
비유동자산	1,594	1,903	2,085	2,192
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1,558	1,867	2,017	2,100
무형자산	12	14	29	29
자산총계	2,061	2,471	2,884	3,215
유동부채	914	1,020	1,084	1,196
매입채무	99	87	101	123
단기금융부채	607	798	832	902
비유동부채	380	565	768	816
장기금융부채	356	520	722	771
기타비유동부채	11	1	1	1
부채총계	1,294	1,586	1,852	2,013
지배주주지분	749	886	1,032	1,202
자본금	15	31	31	31
자본잉여금	452	426	426	426
이익잉여금	340	458	603	771
비지배주주지분	17	0	0	0
자본총계	766	886	1,032	1,202

현금흐름표

(단위: 억원)

	2013	2014	2015E	2016E
영업활동으로 인한 현금흐름	254	355	394	427
당기순이익(손실)	126	142	166	189
비현금수익비용가감	255	280	345	351
유형자산감가상각비	184	200	268	285
무형자산상각비	0	0	0	0
영업활동으로 인한 자산 및	-108	-40	-91	-74
매출채권 감소(증가)	-91	-7	-34	-78
재고자산의(증가)감소	-42	-21	-15	-27
매입채무 감소(증가)	41	-58	10	37
투자활동으로 인한 현금흐름	-401	-600	-391	-363
유형자산처분(취득)	-420	-497	-341	-367
무형자산감소(증가)	0	-3	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-1	1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	150	307	170	46
장단기금융부채의 감소(증가)	182	352	49	-180
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금지급	-7	-10	-22	-21
현금의 증가	3	62	175	110
기초현금	0	3	65	240
기말현금	3	65	240	350

포괄손익계산서

(단위: 억원)

	2013	2014	2015E	2016E
매출액	2,042	2,439	2,725	3,077
매출원가	1,755	2,078	2,299	2,600
매출총이익	286	361	426	477
판매비와관리비	117	165	204	222
조정영업이익	170	196	222	255
기타수익	0	0	0	0
기타비용	0	0	0	0
영업이익	170	196	222	255
이자손익	-34	-37	-42	-47
외환손익	4	-5	-2	-2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	143	164	198	228
법인세비용	17	22	32	39
계속사업이익	126	142	166	189
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	126	142	166	189
지배주주	119	142	166	189
EBITDA	354	396	490	540
FCF	-164	-251	82	55
EBITDA 마진율(%)	17.4	16.2	18.0	17.5
영업이익률(%)	8.3	8.0	8.1	8.3
지배주주귀속 순이익률(%)	5.8	5.8	6.1	6.2

주요투자지표

(단위: 억원)

	2013	2014	2015E	2016E
P/E(x)	9.2	8.8	7.5	6.5
P/CF(x)	3.6	3.7	2.8	2.6
PBR(x)	1.5	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA(x)	5.9	6.4	5.3	4.8
EPS(원)	389	462	537	614
CFPS(원)	989	1,110	1,408	1,538
BPS(원)	2,399	2,826	3,357	3,929
DPS(원)	70	70	70	70
매출액증가율(%)	8.9	19.5	11.7	12.9
EBITDA 증가율(%)	24.1	11.8	23.8	10.1
조정영업이익증가율(%)	-5.9	15.5	13.0	15.1
지배주주순이익증가율(%)	10.0	19.3	16.3	14.4
EPS 증가율(%)	-6.7	18.9	16.2	14.4
매출채권회전율(회)	9.3	9.1	9.4	8.9
재고자산회전율(회)	15.5	15.0	15.1	15.3
ROA(%)	6.7	6.3	6.2	6.2
ROE(%)	17.2	17.4	17.3	17.0
부채비율(%)	168.9	179.0	179.5	167.4
순차입금/자기자본(%)	125.3	141.4	127.5	110.1
영업이익/이자비용(x)	5.0	5.2	5.1	5.0