2019년 5월 31일
기업분석

도이치모터스 (067990)

실적이 정답이었다

▶Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

Buy (유지)

목표주가(상향): 14,000원

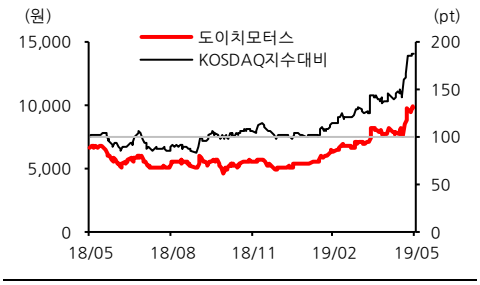
현재 주가(5/30)	9,730원
상승여력	▲43.9%
시가총액	2,728억원
발행주식수	28,037천주
52 주 최고가 / 최저가	9,910 / 4,680원
90 일 일평균 거래대금	56.78억원
외국인 지분율	20.3%
주주 구성	
권오수(외 2 인)	29.2%
도이치모터스 자사주	3.8%
지엠비 케이앤티 제 1 호	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	24.3	54.7	76.9	51.6
상대수익률(KOSDAQ)	32.9	60.4	77.8	72.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	950	1,058	1,175	1,126
영업이익	12	51	93	61
EBITDA	18	58	101	69
지배주주순이익	4	34	63	43
EPS	140	1,278	2,156	1,488
순차입금	197	137	29	21
PER	40.8	4.0	4.5	6.5
PBR	1.0	0.8	1.1	0.9
EV/EBITDA	19.2	4.7	3.0	4.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	3.5	20.6	28.7	15.5

주가 추이



다시 한 번 실적 Level up 이 기대되는 구간입니다.

투자의견 'Buy', 목표주가 14,000원으로 상향

도이치모터스에 대한 투자의견 'Buy'를 유지한다. ①'19~'20년 상반기 약 150억원 내외의 도이치오토월드 분양 관련 이익 유지, ②자동차 판매 대비 高 부가가치를 지닌 사업(A/S, 금융, 임대, O2O 서비스) 성장에 따른 본격적 사업구조 변화 시작으로 기존 사업의 실적 개선세 등으로 통해 기업가치 상승이 기대되기 때문이다.

목표주가는 14,000원으로 기존 대비 27% 상향 조정한다. 신차 부문의 실적 추정치 상향과 도이치오토월드 완공 이후 중장기 시너지 등을 반영했다. 해당 목표주가는 19F Implied P/E 6.6x이다. 대외 불확실성에도 올해 매 분기 200억원 이상 영업이익 시현을 통해 높은 이익 증가세가 예상된다는 점에서 부담없는 수준으로 판단한다.

도이치오토월드 완공 이후에도 성장 요인 풍부

기존 사업(도이치모터스 별도) 내 성장 모멘텀은 A/S부문이다. ①高 수익성인 Full Shop(판금·도장 가능) 위주로 구성된 미사 및 성수 신규 A/S 센터 풀가동, ②지속적인 신규 A/S 센터 오픈('19년 제주/원주), ③도이치오토월드 완공 이후 시너지, ④리콜 작업 이후 인지도 제고 등을 통해 안정적 성장을 지속하며 전사 수익성 개선에 기여할 전망이다.

A/S 외 중장기 성장 요인도 풍부하다. 오토월드 완공 이후 ①도이치파이낸셜('18년 OPM 27%) 중고차 금융 사업 본격화, ②온라인 광고 및 탁송 사업을 통한 G-car 성장, ③안정적인 임대·운영 수익(연 120억원 예상) 등 시너지 효과가 기대되된다. 신차부문도 추가 브랜드 인수를 통해 멀티 브랜드 딜러로 성장하며 BMW 의존도가 낮아질 전망이다.

올해 큰 폭의 실적 개선 예상

'19년 연결 실적은 매출액 1.18조원(yoy+11%), 영업이익 928억원(yoy+83%)을 기록하며 큰 폭의 실적 개선이 예상된다. 이는 ①큰 폭의 도이치오토월드 분양 수익 인식(올해 추가 공정률 63%), ②신차 부문의 양호한 수익성, ③Infra 확충 효과에 따른 AS부문 실적 개선, ④포르쉐 판매 호조 및 거점 확대로 인한 도이치아우토 성장에 기인한다.

[표30] 목표주가 산출 내역 (단위: 십억원, %, 원)

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Net income	63	42	41	43	44	46	48	49	50	52
Book Value	258	301	338	376	416	457	495	534	575	616
F.ROE	28.6	14.9	12.8	12.0	11.2	10.4	10.0	9.5	9.1	8.7
Spread(F.ROE-COE)	21.1	7.4	5.3	4.5	3.6	2.9	2.5	2.0	1.5	1.2
Residual income	54	22	18	17	15	13	13	10	9	7
COE	7.5									
Risk Free	1.8									올해 이후 국고채(3년) 평균 금리
Risk Premium	8.0									
Beta	0.7									수정 베타 사용 (adj. Beta=2/3*βi+1/3)
PV of Residual income	138									
PV of Terminal value	96									
Current Book value	180									
Equity value	414									
Total number of stocks	29,064									전환사채 물량 포함 주식 수
Fair Price	14,232									`19F Implied PER 6.6x, Implied PBR 1.6x
12M Target Price	14,000									

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표31] 연간 및 분기별 실적 추이와 전망 (단위: 십억원)

	2017	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	950	1,058	1,175	1,126	307	289	230	232	268	286	301	319
yoy	41%	11%	11%	-4%	79%	8%	-1%	-17%	-13%	-1%	31%	38%
도이치모터스	933	904	833	931	285	266	180	173	184	204	216	229
도이치파이낸셜	11	11	13	14	3	3	3	3	3	3	3	3
도이치오토월드	-	104	240	63	16	9	35	43	64	59	59	59
도이치아우토	-	30	84	108	-	8	11	12	17	19	22	26
기타/연결조정	6	9	5	9	3	3	2	1	1	1	1	2
영업이익	12	51	93	61	10	8	18	15	23	23	24	22
yoy	흑전	332%	83%	-35%	1100%	98%	309%	486%	140%	196%	37%	43%
영업이익률	1.2%	4.8%	7.9%	5.4%	3.2%	2.7%	7.6%	6.6%	8.8%	8.1%	7.9%	6.9%
도이치모터스	12	20	30	29	6	6	6	2	8	8	7	7
도이치파이낸셜	2	3	4	4	1	1	1	1	1	1	1	1
도이치오토월드	-2	26	56	19	3	1	11	11	15	14	15	12
도이치아우토	0	2	3	6	0	0	0	1	0	1	1	1
기타/연결조정	-1	1	0	2	0	0	0	1	-1	0	0	1
세전이익	6	44	84	58	9	6	15	14	22	21	22	20
당기순이익	4	35	63	44	8	4	11	12	16	15	15	17
yoy	흑전	715%	82%	-30%	1216%	103%	330%	흑전	103%	279%	36%	43%
순이익률	0.4%	3.3%	5.4%	3.9%	2.6%	1.4%	4.7%	5.1%	6.0%	5.4%	4.9%	5.3%
지배지분	4	34	63	43	8	4	11	11	16	15	14	17
비지배지문	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0

자료: 도이치모터스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	673	950	1,058	1,175	1,126
매출총이익	48	74	113	160	132
영업이익	-2	12	51	93	61
EBITDA	4	18	58	101	69
순이자손익	-3	-6	-8	-9	-4
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-2	6	44	85	58
당기순이익	-3	4	35	63	45
지배주주순이익	-2	4	34	63	43
증가율(%)					
매출액	1.7	41.1	11.4	11.0	-4.2
영업이익	적전	흑전	332.1	83.4	-34.5
EBITDA	-65.0	329.8	220.9	73.2	-31.6
순이익	적전	흑전	715.2	82.6	-29.5
이익률(%)					
매출총이익률	7.1	7.8	10.7	13.6	11.7
영업이익률	-0.3	1.2	4.8	7.9	5.4
EBITDA 이익률	0.6	1.9	5.5	8.6	6.1
세전이익률	-0.3	0.6	4.2	7.2	5.2
순이익률	-0.4	0.4	3.3	5.4	4.0

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	271	260	340	436	378
현금성자산	152	139	158	261	210
매출채권	38	55	58	63	60
재고자산	78	64	107	95	91
비유동자산	162	298	256	340	351
투자자산	15	14	18	20	20
유형자산	142	278	228	311	323
무형자산	5	6	9	9	8
자산총계	433	558	596	776	729
유동부채	269	255	228	258	228
매입채무	17	7	47	30	28
유동성이자부채	238	229	152	139	129
비유동부채	67	137	167	239	179
비유동이자부채	53	107	143	151	101
부채총계	337	392	395	497	407
자본금	13	13	13	15	15
자본잉여금	47	47	49	62	62
이익잉여금	27	30	74	137	180
자본조정	-22	56	44	44	44
자기주식	-5	-5	-5	-5	-5
자본총계	97	166	201	279	322

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	6	-13	138	182	29
당기순이익	-3	4	35	63	45
자산상각비	6	6	7	8	8
운전자본증감	-5	-33	79	51	-14
매출채권 감소(증가)	-5	-8	-4	-5	3
재고자산 감소(증가)	-36	16	103	12	4
매입채무 증가(감소)	6	-16	19	-17	-1
투자현금흐름	-52	-22	-63	-90	-20
유형자산처분(취득)	-88	-38	-71	-90	-20
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	37	17	10	0	0
재무현금흐름	62	29	-58	11	-60
차입금의 증가(감소)	22	31	-59	-5	-60
자본의 증가(감소)	40	0	0	15	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	18	23	63	132	42
(-)운전자본증가(감소)	35	8	12	-51	14
(-)설비투자	93	39	72	90	20
(+)자산매각	5	0	1	0	0
Free Cash Flow	-106	-23	-20	92	9
(-)기타투자	-29	26	-89	0	0
잉여현금	-76	-48	69	92	9
NOPLAT	-1	8	40	70	47
(+) Dep	6	6	7	8	8
(-)운전자본투자	35	8	12	-51	14
(-)Capex	93	39	72	90	20
OpFCF	-123	-32	-36	38	21

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	-62	140	1,278	2,156	1,488
BPS	2,496	5,582	6,837	8,860	10,349
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	667	888	2,383	4,529	1,457
ROA(%)	-0.4	0.7	5.8	9.1	5.8
ROE(%)	-2.7	3.5	20.6	28.7	15.5
ROIC(%)	-0.8	2.7	11.3	21.5	14.3
Multiples(x,%)					
PER	-	40.8	4.0	4.5	6.5
PBR	1.6	1.0	0.8	1.1	0.9
PSR	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3
PCR	6.0	6.5	2.2	2.1	6.7
EV/EBITDA	58.0	19.2	4.7	3.0	4.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	347.7	235.9	196.5	178.2	126.3
Net debt/Equity	143.1	118.8	68.2	10.6	6.5
Net debt/EBITDA	3,288.1	1,090.2	236.1	29.3	30.3
유동비율	100.7	102.0	149.3	168.8	165.7
이자보상배율(배)	n/a	1.7	5.9	9.1	12.2
자산구조(%)					
투하자본	58.5	70.3	65.7	52.3	59.9
현금+투자자산	41.5	29.7	34.3	47.7	40.1
자본구조(%)					
차입금	75.0	66.9	59.5	51.0	41.7
자기자본	25.0	33.1	40.5	49.0	58.3

주: IFRS 연결 기준