



도이치모터스 (067990)

기회는 위기의 가면을 쓰고 온다

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

Not Rated

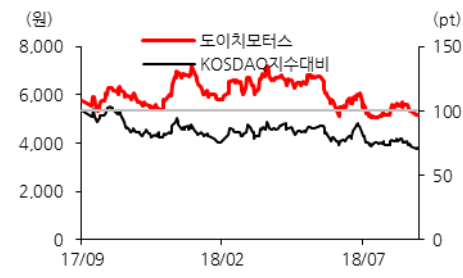
현재 주가(9/28)	5,160원
상승여력	-
시가총액	1,355억원
발행주식수	26,263천주
52 주 최고가 / 최저가	7,200 / 5,050원
90 일 일평균 거래대금	14.06억원
외국인 지분율	6.8%
주주 구성	
권오수(외 1인)	29.2%
도이치모터스 자사주	3.8%
지엠비 케이앤티 제 1 호	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.0	-9.0	-23.1	-12.2
상대수익률(KOSDAQ)	-3.0	-10.5	-19.7	-39.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018E	2019E
매출액	673	950	1,107	1,248
영업이익	-2	12	46	70
EBITDA	4	18	53	76
지배주주순이익	-2	4	29	46
EPS	-62	140	1,105	1,763
순차입금	138	197	169	129
PER	-64.6	36.8	4.7	2.9
PBR	1.6	0.9	0.8	0.6
EV/EBITDA	58.0	18.4	5.8	3.5
배당수익률	n/a	0.0	0.0	0.0
ROE	-2.7	3.5	18.0	23.3

주가 추이



BMW 화재 건에 따른 실적 우려는 당연히 보입니다. 그러나 실재는 하반기부터 도이치오토월드 분양사업, AS 부문 실적 개선 등으로 실적 개선 폭의 확대가 예상됩니다. 기회는 위기의 가면을 쓰고 옵니다.

신사업 성장이 기대되는 BMW 2위 딜러 업체

동사는 국내 BMW 2위 딜러 업체이다. 신차 수입 및 판매(BMW, Mini), BPS (수입 인증 중고차), AS 사업을 영위하고 있다. 주요 종속회사로 도이치파이낸셜(자동차 금융업), 도이치오토월드(수원 중고차 복합단지 개발·운영) 등이 있다. 1H18 부문별 매출액 비중(연결 기준)은 신차 판매 78%, BPS 8%, AS 6%, 도이치오토월드 4%, 기타 4%이다. 올해 시설·운영자금의 목적으로 150억원 규모의 CB를 발행했다.

2H18 신차 판매 부진에도 AS·분양사업을 통해 실적 개선

i. 도이치모터스: BMW 화재 여파로 2H18 신차 판매는 부진이 예상된다. 그러나 이익 측면에서는 일부 방어가 가능할 것으로 보인다. 리콜로 상대적으로 수익성이 양호한 AS 부문 매출 증가가 가능하기 때문이다. 또한 AS 부문의 수익성 개선도 기대된다. 지난해 성수통합·미사센터 오픈으로 고 수익성의 판금·도색 가능 Workbay 수가 큰 폭 증가했기 때문이다. 점차 경쟁사 이익률 수준에 근접할 것으로 예상된다.

ii. 도이치오토월드: 올해부터 총 사업비 5천억원(20% 자가소유) 규모의 분양사업을 진행에 따라 인식하고 있다. 현재 1차 분양(중고차 매매단지)은 마무리된 상황이다. 수익성 높은 2차 분양(상업시설) 성공 시 실적 개선 폭이 클 것으로 보인다. 2018~20년 간 총 900억원 이상의 영업이익 발생이 예상된다. 분양 이후에는 임대료 및 운영수익 등을 통해 연간 150억원 수준의 지속적 영업이익의 창출이 가능할 전망이다.

과거 아난티 사례처럼 결국 주가는 실적을 반영할 것

올해 매출액 1.1조원(yoy +17%), 영업이익 459억원(yoy +292%)으로 큰 폭 실적 개선이 예상된다. 현 주가 18F P/E 4.7x 수준에 불과하다. 분양 수익의 기여도가 커 Valuation 재평가에 박한 모습이다. 그러나 과거 아난티 사례처럼 결국 주가는 실적을 반영할 것으로 예상된다. 분양 이후에도 도이치오토월드의 수익 창출 지속, AS 부문 실적 개선, 도이치파이낸셜 성장 등 현 수준의 이익 유지는 가능할 것으로 보여진다.

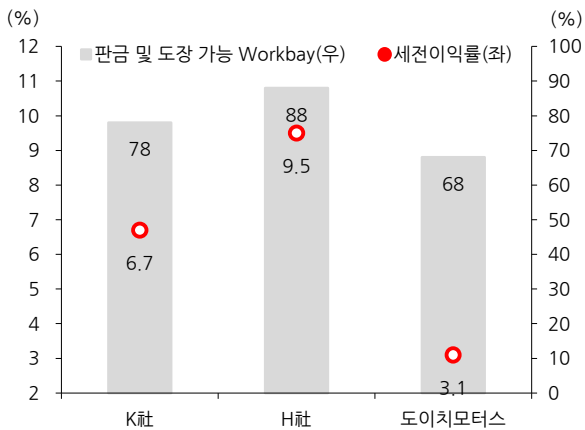
[표1] 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017	2018E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
매출액	662	673	950	1,107	172	267	231	281	307	289	238	273
도이치모터스	640	655	933	943	169	263	227	274	285	266	184	208
도이치파이낸셜	18	13	11	11	2	3	2	3	3	3	3	3
도이치오토월드	-	-	-	108	-	-	-	-	16	9	34	48
기타	4	6	6	44	0	1	2	4	3	11	16	14
영업이익	5	-2	12	46	1	4	4	3	10	8	14	14
도이치모터스	6	2	12	17	1	5	4	3	6	6	3	3
도이치파이낸셜	-1	-3	2	3	0	1	1	0	1	1	1	1
도이치오토월드	0	0	-2	25	0	-1	0	0	3	1	10	10
기타	0	-1	-1	1	0	-1	0	0	0	0	0	0
당기순이익	4	-3	4	30	1	2	3	-1	8	4	9	9

자료: 한화투자증권 리서치센터

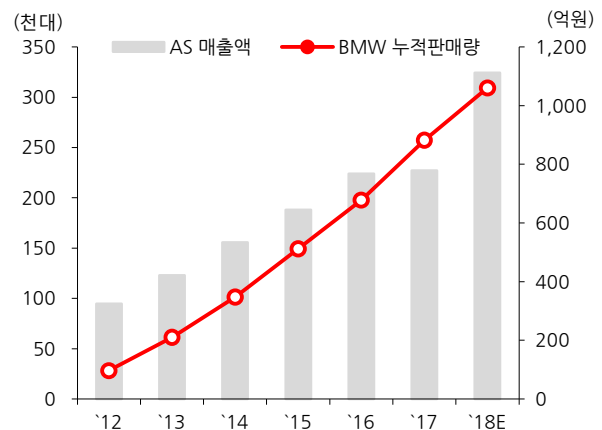
[그림1] AS 부문 수익성 개선 기대



주: Workbay 2018년, 세전이익률 2017년

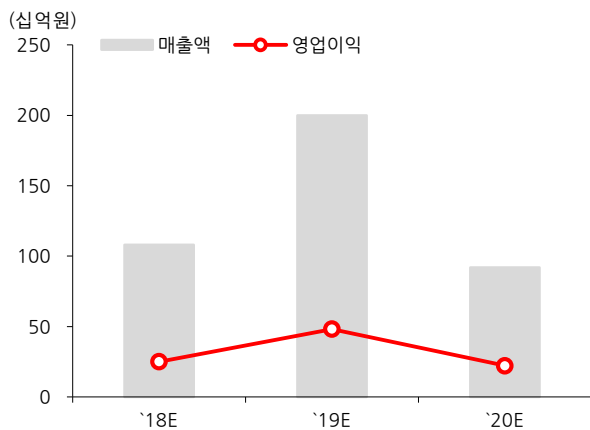
자료: 도이치모터스, 한화투자증권

[그림2] 동사 BMW 누적판매량과 AS 부문 매출액



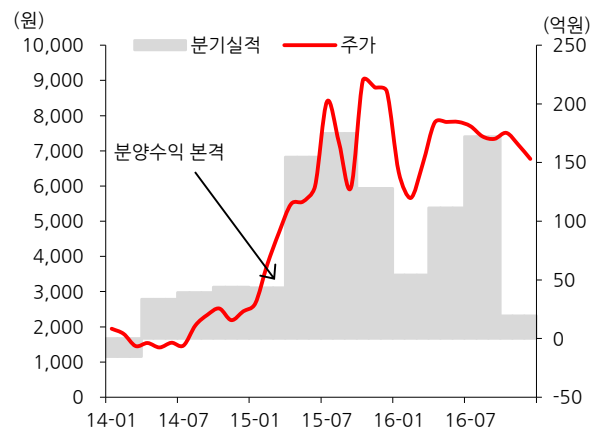
자료: 도이치모터스, 한화투자증권

[그림3] 도이치오토월드 매출액과 영업이익 전망



자료: 도이치모터스, 한화투자증권

[그림4] 아난티(구 에머슨퍼시픽) 사례 (분양 후 주가 상승)



자료: 아난티, 한화투자증권

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	662	673	950	1,107	1,248
매출총이익	48	48	74	108	145
영업이익	5	-2	12	46	70
EBITDA	12	4	18	53	76
순이자손익	-3	-3	-6	-8	-8
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	6	-2	6	40	65
당기순이익	4	-3	4	30	47
지배주주순이익	4	-2	4	29	46
증가율(%)					
매출액	23.8	1.7	41.1	16.5	12.8
영업이익	흑전	적전	흑전	292.1	51.8
EBITDA	116.7	-65.0	329.8	191.3	44.9
순이익	흑전	적전	흑전	603.6	56.3
이익률(%)					
매출총이익률	7.2	7.1	7.8	9.8	11.6
영업이익률	0.7	-0.3	1.2	4.1	5.6
EBITDA 이익률	1.8	0.6	1.9	4.8	6.1
세전이익률	0.9	-0.3	0.6	3.6	5.2
순이익률	0.6	-0.4	0.4	2.7	3.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업현금흐름	-11	6	-13	44	35
당기순이익	4	-3	4	30	47
자산상각비	7	6	6	7	7
운전자본증감	-29	-5	-33	5	-6
매출채권 감소(증가)	-3	-5	-8	4	-3
재고자산 감소(증가)	-17	-36	16	-11	-5
매입채무 증가(감소)	1	6	-16	7	2
투자현금흐름	3	-52	-22	-11	-5
유형자산처분(취득)	1	-88	-38	-7	-5
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	-4	0
투자자산 감소(증가)	5	37	17	0	0
재무현금흐름	18	62	29	-25	-20
차입금의 증가(감소)	19	22	31	-25	-20
자본의 증가(감소)	0	40	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	22	18	23	39	41
(-)운전자본증감(감소)	16	35	8	-5	6
(-)설비투자	13	93	39	7	5
(+)자산매각	13	5	0	-4	0
Free Cash Flow	6	-106	-23	33	30
(-)기타투자	15	-29	26	0	0
잉여현금	-9	-76	-48	33	30
NOPLAT	3	-1	8	34	50
(+) Dep	7	6	6	7	7
(-)운전자본투자	16	35	8	-5	6
(-)Capex	13	93	39	7	5
OpFCF	-18	-123	-32	40	45

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	281	271	260	276	293
현금성자산	206	152	139	147	157
매출채권	30	38	55	52	55
재고자산	43	78	64	75	80
비유동자산	110	162	298	304	305
투자자산	15	15	14	17	19
유형자산	90	142	278	279	278
무형자산	6	5	6	9	8
자산총계	391	433	558	580	598
유동부채	249	269	255	243	224
매입채무	9	17	7	14	16
유동성이자부채	227	238	229	204	184
비유동부채	82	67	137	142	133
비유동이자부채	57	53	107	112	102
부채총계	331	337	392	385	357
자본금	13	13	13	13	13
자본잉여금	38	47	47	47	47
이익잉여금	29	27	30	59	105
자본조정	-23	-22	56	56	56
자기주식	-5	-5	-5	-5	-5
자본총계	60	97	166	195	241

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표					
EPS	164	-62	140	1,105	1,763
BPS	2,155	2,496	5,582	6,687	8,450
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	832	667	888	1,475	1,565
ROA(%)	1.1	-0.4	0.7	5.1	7.9
ROE(%)	7.8	-2.7	3.5	18.0	23.3
ROIC(%)	2.9	-0.8	2.7	9.5	13.7
Multiples(x, %)					
PER	22.9	-64.6	36.8	4.7	2.9
PBR	1.8	1.6	0.9	0.8	0.6
PSR	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
PCR	4.5	6.0	5.8	3.5	3.3
EV/EBITDA	14.7	58.0	18.4	5.8	3.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	550.6	347.7	235.9	197.3	147.9
Net debt/Equity	128.7	143.1	118.8	86.7	53.6
Net debt/EBITDA	644.0	3,288.1	1,090.2	320.9	169.5
유동비율	112.9	100.7	102.0	113.6	130.8
이자보상배율(배)	1.5	n/a	1.7	5.2	8.2
자산구조(%)					
투하자본	38.3	58.5	70.3	69.0	67.9
현금+투자자산	61.7	41.5	29.7	31.0	32.1
자본구조(%)					
차입금	82.5	75.0	66.9	61.8	54.2
자기자본	17.5	25.0	33.1	38.2	45.8

[Compliance Notice]

(공표일: 2018년 10월 1일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김동하)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2018년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	86.6%	13.4%	0.0%	100.0%