



# 도이치모터스 (067990)

또 다시 분기 사상 최대 실적

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

**Buy** (유지)

목표주가(상향): 11,000원

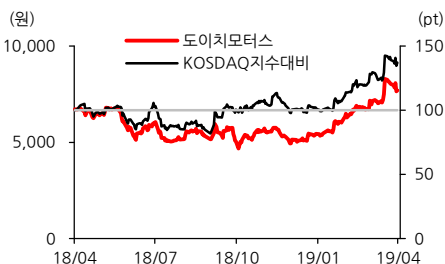
현재 주가(4/29)	7,790원
상승여력	▲41.2%
시가총액	2,046억원
발행주식수	26,263천주
52 주 최고가 / 최저가	8,290 / 4,680원
90 일 일평균 거래대금	26.68억원
외국인 지분율	16.5%
주주 구성	
권오수(외 1인)	29.2%
도이치모터스 자사주	3.8%
지엠비 케이엔티 제1호 사모투자합자회사	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	9.0	45.9	66.5	16.1
상대수익률(KOSDAQ)	6.0	40.3	47.3	31.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	950	1,058	1,171	1,137
영업이익	12	51	89	58
EBITDA	18	58	95	65
지배주주순이익	4	34	61	41
EPS	140	1,278	2,112	1,402
순차입금	197	137	17	-76
PER	40.8	4.0	3.7	5.6
PBR	1.0	0.8	0.9	0.8
EV/EBITDA	19.2	4.7	2.3	2.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	3.5	20.6	28.5	15.0

주가 추이



다시 한 번 실적 Level up이 기대되는 구간입니다.

1Q19 실적 Preview: 분기 사상 최대 영업이익

1Q19 연결 실적은 매출액 2,628억원(yoy-14%), 영업이익 230억원(yoy+134%), 당기순이익 186억원(yoy+133%)으로 분기 사상 최대 영업이익을 시현할 것으로 전망한다. 이는 BMW 신차 판매 감소로 인한 외형 축소에도 불구하고 ①AS부문의 양질적 성장, ②도이치오토월드 분양 실적 확대 등을 통한 큰 폭의 수익성 개선(OPM 8.7%, yoy+5.5%p)에 기인한다.

올해 큰 폭의 이익 증가세 전망

'19년 연결 실적은 매출액 1,170억원(yoy+11%), 영업이익 886억원(yoy+75%)으로 전망한다. ①도이치오토월드 공정률에 대한 추정치 상향(80%→90%), ②예상보다 빠르게 진행 중인 AS부문 실적 개선세, ③최근 포르쉐 판매 호조로 인한 도이치아우토 외형 성장 기대 등을 반영하여 실적 추정치를 상향했다(기존: 매출액 1,220억원, 영업이익 683억원).

기존 사업의 실적 개선세도 주목 필요

기존 사업의 실적 개선을 주목할 필요가 있다. 도이치오토월드를 제외한 영업이익은 '17년 133억원, '18년 246억원, '19년(E) 347억원으로 증가 중이다. ① AS부문 성장세 지속(UIO 증가 및 Infra 확충 효과 본격화), ②거점 지역 확대에 따른 포르쉐 판매 증가, ③도이치오토월드 운영·임대수익과 시너지 효과(도이치파이낸셜 등) 등을 감안 시 도이치오토월드 완공 후에도 400억원 이상 영업이익 창출이 가능할 전망이다.

목표주가 11,000원으로 상향 조정

도이치모터스에 대한 투자 의견 'Buy'를 유지한다. 목표주가는 11,000원으로 기존 대비 37.5% 상향 조정한다. 실적 추정치 상향과 최근 수치를 반영한 COE(자기자본 비용) 조정 등에 근거한다. 현재 동사 주가는 19F P/E 3.7x(전환사채 전환 고려)에 불과한 가운데 ①올해 매 분기 200억원 이상의 영업이익 시현 예상, ②기존 사업의 실적 개선세 지속 등을 고려 시 재차 Valuation 재평가가 기대된다.

[표1] 도이치모터스 RIM(잔여이익모델) Valuation

(단위: 십억 원, %, 원)

	2019E	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Net income	62	41	31	33	34	37	39	39	41	42
Book Value	252	293	317	344	372	401	432	463	496	529
F.ROE	28.5	15.0	10.1	10.1	9.6	9.5	9.3	8.8	8.5	8.2
Spread(F.ROE-COE)	21.0	7.4	2.6	2.5	2.0	2.0	1.7	1.2	0.9	0.6
Residual income	53	22	8	9	8	8	7	6	4	3
COE	7.6									
Risk Free	1.8									국고채(3년) 1Q19 평균 금리
Risk Premium	8.0									
Beta	0.7									수정 베타 사용 (adj. Beta=2/3*β+1/3)
PV of Residual income	103									
PV of Terminal value	41									
Current Book value	180									
Equity value	324									
Total number of stocks	29,064									전환사채 물량 포함 주식 수
Fair Price	11,138									
<b>12M Target Price</b>	<b>11,000</b>									

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 도이치모터스 실적 추이와 전망

(단위: 십억 원)

	2017	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
<b>매출액</b>	<b>950</b>	<b>1,058</b>	<b>1,171</b>	<b>1,137</b>	<b>307</b>	<b>289</b>	<b>230</b>	<b>232</b>	<b>263</b>	<b>290</b>	<b>297</b>	<b>321</b>
yoy	41%	11%	11%	-3%	79%	8%	-1%	-17%	-14%	0%	29%	38%
도이치모터스	933	904	814	891	285	266	180	173	177	204	208	226
도이치파이낸셜	11	11	13	13	3	3	3	3	3	3	3	3
도이치오토월드	-	104	242	118	16	9	35	43	69	58	58	58
기타	6	40	101	114	3	11	13	13	13	25	29	34
<b>영업이익</b>	<b>12</b>	<b>51</b>	<b>89</b>	<b>58</b>	<b>10</b>	<b>8</b>	<b>18</b>	<b>15</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>23</b>	<b>21</b>
yoy	흑전	332%	75%	-34%	1,100%	98%	309%	486%	134%	175%	29%	38%
영업이익률	1.2%	4.8%	7.6%	5.1%	3.2%	2.7%	7.6%	6.6%	8.7%	7.5%	7.6%	6.6%
도이치모터스	12	20	24	21	6	6	6	2	6	6	6	6
도이치파이낸셜	2	3	4	4	1	1	1	1	1	1	1	1
도이치오토월드	-2	26	54	26	3	1	11	11	15	13	14	12
기타	-1	2	7	8	0	0	0	2	1	2	2	2
<b>세전이익</b>	<b>6</b>	<b>44</b>	<b>84</b>	<b>56</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>21</b>	<b>20</b>	<b>21</b>	<b>21</b>
<b>당기순이익</b>	<b>4</b>	<b>35</b>	<b>65</b>	<b>43</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>19</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>17</b>
yoy	흑전	715%	86%	-34%	1,216%	103%	330%	흑전	133%	235%	38%	47%
순이익률	0.4%	3.3%	5.5%	3.8%	2.6%	1.4%	4.7%	5.1%	7.1%	4.7%	5.0%	5.4%
지배지분	4	34	62	41	8	4	11	11	17	13	14	17
비지배지분	1	1	3	2	0	0	0	0	1	1	1	1

자료: 도이치모터스, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	673	950	1,058	1,171	1,137
매출총이익	48	74	113	154	130
영업이익	-2	12	51	89	58
EBITDA	4	18	58	95	65
순이자손익	-3	-6	-8	-6	-3
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-2	6	44	84	56
당기순이익	-3	4	35	65	43
지배주주순이익	-2	4	34	61	41
<b>증가율(%)</b>					
매출액	1.7	41.1	11.4	10.6	-2.9
영업이익	적전	흑전	332.1	75.1	-34.4
EBITDA	-65.0	329.8	220.9	64.3	-32.3
순이익	적전	흑전	715.2	86.3	-33.6
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	7.1	7.8	10.7	13.1	11.4
영업이익률	-0.3	1.2	4.8	7.6	5.1
EBITDA 이익률	0.6	1.9	5.5	8.1	5.7
세전이익률	-0.3	0.6	4.2	7.2	5.0
순이익률	-0.4	0.4	3.3	5.5	3.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	6	-13	138	40	24
당기순이익	-3	4	35	65	43
자산상각비	6	6	7	7	7
운전자본증감	-5	-33	79	-1	17
매출채권 감소(증가)	-5	-8	-4	0	2
재고자산 감소(증가)	-36	16	103	13	17
매입채무 증가(감소)	6	-16	19	-15	-1
투자현금흐름	-52	-22	-63	18	-5
유형자산처분(취득)	-88	-38	-71	45	30
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	37	17	10	-27	-35
재무현금흐름	62	29	-58	-6	-30
차입금의 증가(감소)	22	31	-59	-15	-30
자본의 증가(감소)	40	0	0	9	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	18	23	63	42	6
(-)운전자본증감(감소)	35	8	12	1	-17
(-)설비투자	93	39	72	0	5
(+)자산매각	5	0	1	45	35
Free Cash Flow	-106	-23	-20	85	54
(-)기타투자	-29	26	-89	0	0
잉여현금	-76	-48	69	85	54
NOPLAT	-1	8	40	68	44
(+) Dep	6	6	7	7	7
(-)운전자본투자	35	8	12	1	-17
(-)Capex	93	39	72	0	5
OpFCF	-123	-32	-36	74	63

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	271	260	340	407	412
현금성자산	152	139	158	238	262
매출채권	38	55	58	58	56
재고자산	78	64	107	95	78
비유동자산	162	298	256	206	171
투자자산	15	14	18	20	22
유형자산	142	278	228	177	141
무형자산	5	6	9	9	8
<b>자산총계</b>	<b>433</b>	<b>558</b>	<b>596</b>	<b>613</b>	<b>583</b>
유동부채	269	255	228	198	167
매입채무	17	7	47	32	31
유동성이자부채	238	229	152	137	107
비유동부채	67	137	167	142	102
비유동이자부채	53	107	143	118	78
<b>부채총계</b>	<b>337</b>	<b>392</b>	<b>395</b>	<b>340</b>	<b>270</b>
자본금	13	13	13	14	14
자본잉여금	47	47	49	57	57
이익잉여금	27	30	74	136	176
자본조정	-22	56	44	44	44
자기주식	-5	-5	-5	-5	-5
<b>자본총계</b>	<b>97</b>	<b>166</b>	<b>201</b>	<b>272</b>	<b>313</b>

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
<b>주당지표</b>					
EPS	-62	140	1,278	2,112	1,402
BPS	2,496	5,582	6,837	8,632	10,034
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	667	888	2,383	1,441	215
ROA(%)	-0.4	0.7	5.8	10.2	6.8
ROE(%)	-2.7	3.5	20.6	28.5	15.0
ROIC(%)	-0.8	2.7	11.3	21.8	16.8
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	-	40.8	4.0	3.7	5.6
PBR	1.6	1.0	0.8	0.9	0.8
PSR	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
PCR	6.0	6.5	2.2	5.4	36.2
EV/EBITDA	58.0	19.2	4.7	2.3	2.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	347.7	235.9	196.5	125.1	86.2
Net debt/Equity	143.1	118.8	68.2	6.3	-24.4
Net debt/EBITDA	3,288.1	1,090.2	236.1	18.1	-118.2
유동비율	100.7	102.0	149.3	205.2	246.2
이자보상배율(배)	-	1.7	5.9	13.6	14.5
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	58.5	70.3	65.7	52.8	45.5
현금+투자자산	41.5	29.7	34.3	47.2	54.5
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	75.0	66.9	59.5	48.4	37.2
자기자본	25.0	33.1	40.5	51.6	62.8

[ Compliance Notice ]

(공표일: 2019년 4월 30일)

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

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 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.

[ 도이치모터스 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2018.10.30	2018.10.30	2019.02.13	2019.04.30	
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	
목표가격	김동하	8,000	8,000	11,000	

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.10.30	Buy	8,000	-24.28	3.63
2019.04.30	Buy	11,000		

[ 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: 2019년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.4%	12.6%	0.0%	100.0%