



## BUY (Maintain)

목표주가: 15,000원 (상향)

주가(05/31): 10,000원

시가총액: 2,804억원

## 스몰캡

Analyst 한동희

02) 3787-5292

donghee.han@kiwoom.com

## Stock Data

KOSDAQ (05/31)		696.47pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	10,000원	4,680원
등락률	0.00%	113.68%
수익률	절대	상대
1M	27.7%	38.4%
6M	81.8%	81.6%
1Y	51.7%	91.7%

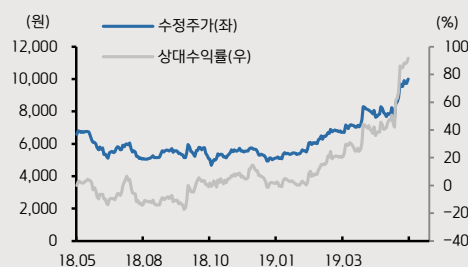
## Company Data

발행주식수	28,037천주
일평균 거래량(3M)	722천주
외국인 지분율	20.49%
배당수익률(19E)	0.0%
BPS(19E)	9,265원
주요 주주	권오수 외 2인 32.83%

## 투자지표

(억원, IFRS)	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	10,583	12,770	12,256	12,354
보고영업이익	506	976	654	657
핵심영업이익	506	976	654	657
세전이익	442	891	596	607
순이익	347	686	459	471
지배주주분순이익	336	678	451	465
EPS(원)	1,278	2,412	1,654	1,703
증감률(%YoY)	810.0	88.8	-31.4	3.0
PER(배)	4.0	4.1	6.0	5.9
PBR(배)	0.8	1.1	0.9	0.8
보고영업이익률(%)	4.8	7.6	5.3	5.3
핵심영업이익률(%)	4.8	7.6	5.3	5.3

## Price Trend



## 도이치모터스 (067990)

## 지속가능 실적의 레벨업



도이치모터스의 목표주가를 15,000원으로 기존 대비 95% 상향한다. 2Q20 운영 시작 예정인 오토월드와 월 중고차 10,000대 시장을 기반으로 도이치파이낸셜의 중고차 할부채권, 도이치PnS의 판매 전 성능검사, G-Car의 온라인 플랫폼, 운영 및 임대 수익 등 지속가능 실적의 구조적 레벨업이 예상되기 때문이다. BMW 판매량 역시 리콜 이후 신차 출시 등 점진적 회복이 예상돼, 모든 사업부문의 업사이드가 존재한다.

## &gt;&gt;&gt; 1Q19 영업이익 235억원 (+52% QoQ)의 호실적 기록

도이치모터스의 1Q19 연결실적은 매출액 2,682억원 (+16% QoQ), 영업이익 235억원 (+52% QoQ)의 호실적을 기록했다. BMW 리콜 영향에 따른 판매량 감소에도 불구하고 호실적을 기록한 배경은 1) 3시리즈 풀체인지 효과 등으로 전분기대비 수익성 회복에 성공 (-0.3%→2.2%)했으며, 상대적 고수익성의 판금, 도장 중심의 미사 및 성수센터 가동률 증가 및 Mini 리콜 물량 대응에 따른 AS 사업의 큰 폭 성장, 도이치오토월드 건설의 순조로운 진행에 따른 분양수익 인식 등이다. 1Q19 말 기준 건설 진행률은 42% 수준으로 추정된다.

## &gt;&gt;&gt; 2019년 영업이익 976억원 (+93% YoY) 전망

2019년 도이치모터스의 연결실적은 매출액 1조 2,770억원 (+21% YoY), 영업이익 976억원 (+93% YoY)으로 전망된다. 도이치오토월드의 연말기준 진행률은 92% 수준까지 상승할 것으로 예상되며, 신차판매 역시 3, X시리즈 등 신차효과에 따른 점진적 증가로 5시리즈 리콜 영향을 상쇄하며 우상향 할 것으로 전망된다. 2018년 5월 1개 매장으로 시작한 포르쉐 역시 2019년 온기반영 및 추가 2개 매장 (수원, 창원)의 오픈을 통한 추가 성장이 예상된다.

## &gt;&gt;&gt; 목표주가 상향. 오토월드 기반의 지속가능 실적 레벨업

도이치모터스의 목표주가를 15,000원으로 95% 상향 조정한다. 2Q20 운영 시작 예정인 도이치오토월드 기반의 플랫폼 비즈니스 시작과 포르쉐 등 멀티브랜드화에 따른 지속 가능한 구조적 레벨업이 예상되기 때문이다. Duration 3년을 가정해 오토월드에 의한 도이치파이낸셜의 중고차 할부채권 첫 만기가 돌아오는 2022년 BPS 14,513원에 PBR 1.0X 수준을 적용했다.

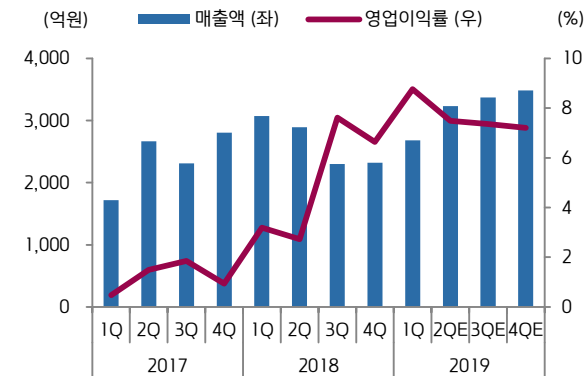
월 10,000대 수준으로 전망되는 오토월드 중고차 시장에서 도이치파이낸셜의 중고차 할부채권과 도이치PnS의 판매 전 성능검사, G-Car의 온라인 중고차 플랫폼 사업, 임대 및 운영수익을 감안하면 지속가능 실적의 레벨업이 전망된다. 분양수익의 1Q20 종료로 2020년 영업이익은 654억원 (-33% YoY)으로 감소가 예상되지만, 일회성인 분양수익을 제거한 영업이익은 2020년 504억원 (+34% YoY), 오토월드가 온기 운영되기 시작하는 2021년 657억원 (+30% YoY)으로 딜러사업 대비 고수익성 사업 위주의 지속가능 실적 성장에 주목한다. BMW 판매량 역시 리콜 이후 신차 출시 등으로 점진적 회복이 예상된다. BMW 판매량 역시 리콜 이후 신차 출시 등으로 점진적 회복이 예상된다. BMW 판매량 역시 리콜 이후 신차 출시 등으로 점진적 회복이 예상된다.

## 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

투자지표	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	3,072	2,891	2,299	2,321	2,682	3,231	3,370	3,487	10,583	12,770	12,256	12,354	13,175
증감율(%YoY)	79%	8%	-1%	-17%	-13%	12%	47%	50%	11%	21%	-4%	1%	7%
증감율(%QoQ)	9%	-6%	-20%	1%	16%	20%	4%	3%					
본사	2,853	2,657	1,804	1,724	1,835	2,280	2,367	2,418	9,038	8,901	9,340	9,977	10,617
BMW	2,146	1,962	1,096	877	1,057	1,465	1,600	1,582	6,080	5,704	5,990	6,469	6,986
Mini	280	295	312	320	274	318	288	325	1,207	1,206	1,266	1,393	1,462
BPS	196	146	89	107	109	122	123	120	539	473	544	561	606
AS	231	253	307	420	396	374	356	391	1,212	1,517	1,540	1,555	1,563
도이치파이낸셜	29	27	26	27	31	34	35	34	109	133	263	392	464
도이치오토월드	161	95	348	433	637	653	660	680	1,038	2,630	821	99	104
기타 자회사	40	120	128	153	196	270	314	363	441	1,143	1,879	1,921	2,028
연결조정	(11)	(7)	(8)	(17)	(17)	(6)	(6)	(7)	(43)	(37)	(46)	(35)	(38)
영업이익	98	79	175	154	235	242	248	251	506	976	654	657	712
증감율(%YoY)	1100%	98%	309%	486%	140%	207%	42%	63%	332%	93%	-33%	0%	9%
증감율(%QoQ)	273%	-20%	122%	-12%	52%	3%	3%	1%					
지배순이익	78	39	105	114	160	167	173	178	336	678	451	465	516
영업이익률(%)	3%	3%	8%	7%	9%	7%	7%	7%	5%	8%	5%	5%	5%
지배순이익률(%)	3%	1%	5%	5%	6%	5%	5%	5%	3%	5%	4%	4%	4%

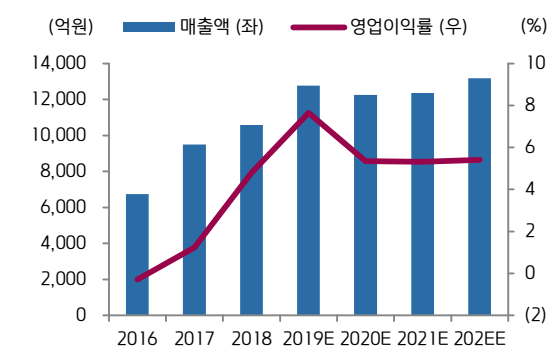
자료: 전자공시, 키움증권 추정

## 분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



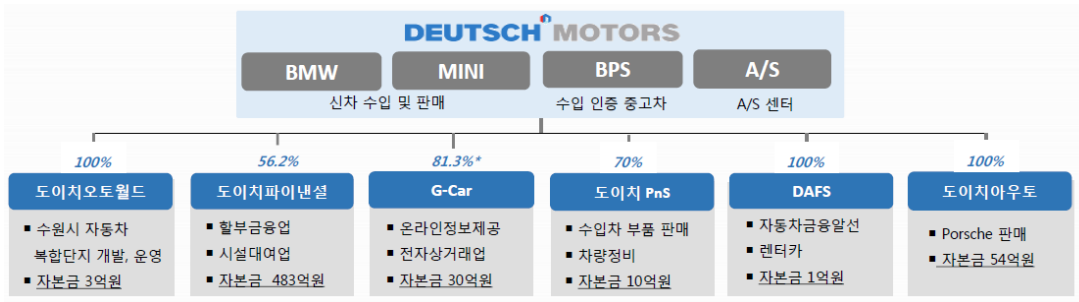
자료: 전자공시, 키움증권 추정

## 연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



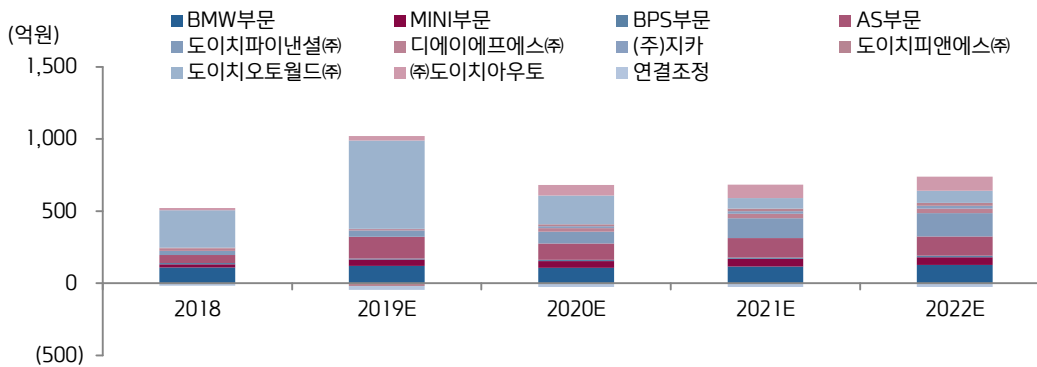
자료: 전자공시, 키움증권 추정

## 도이치모터스 주요 사업 및 지배구조



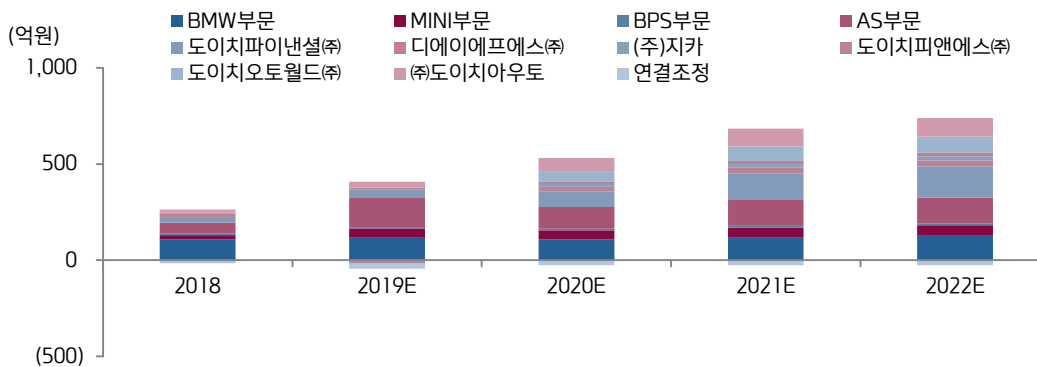
자료: 도이치모터스, 키움증권

## 도이치모터스 연간 영업이익 추이 및 전망 (분양수익 포함)



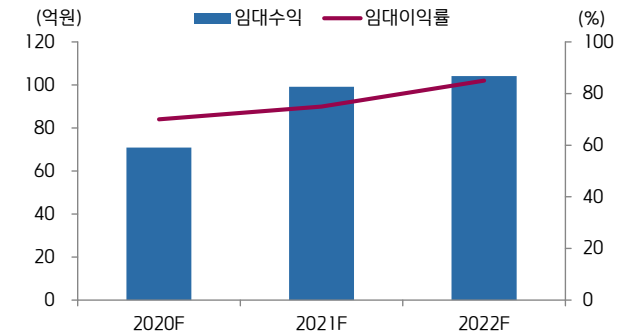
자료: 전자공시, 키움증권

## 도이치모터스 연간 영업이익 추이 및 전망 (분양수익 포함)



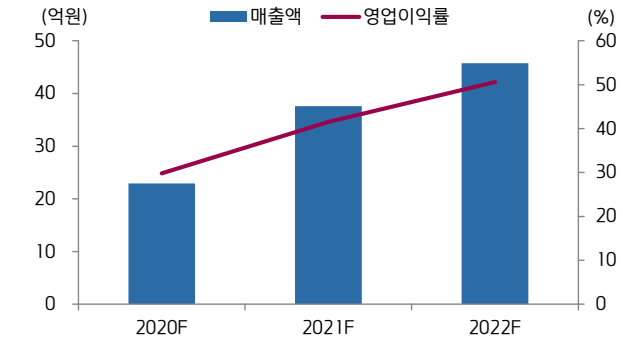
자료: 전자공시, 키움증권

도이치오토월드 임대수익 매출액, 영업이익률 전망



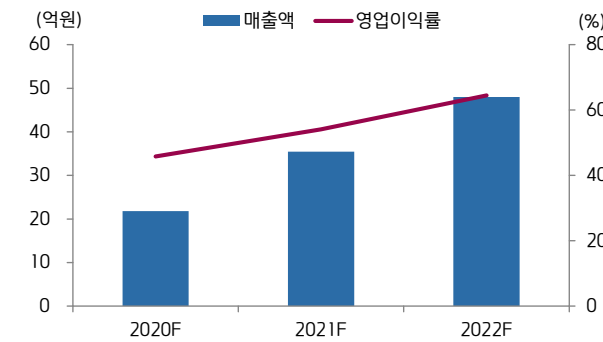
자료: 키움증권 추정

도이치오토월드 판금도장 매출액, 영업이익률 전망



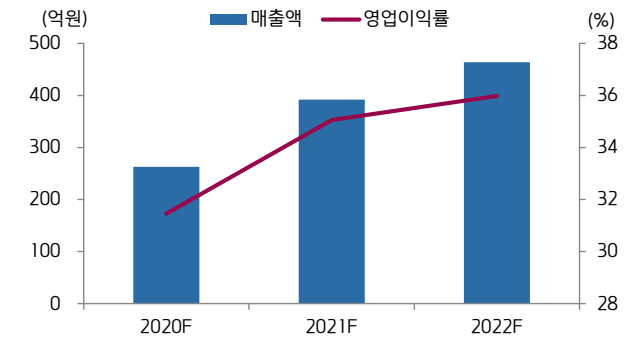
자료: 키움증권 추정

도이치오토월드 성능검사 매출액, 영업이익률 전망



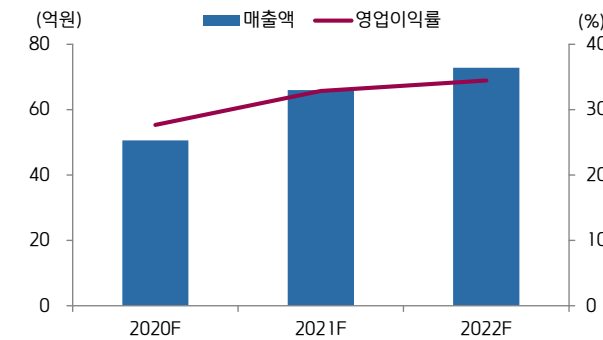
자료: 키움증권 추정

도이치파이낸셜 매출액, 이익률 전망 (기존+오토월드)



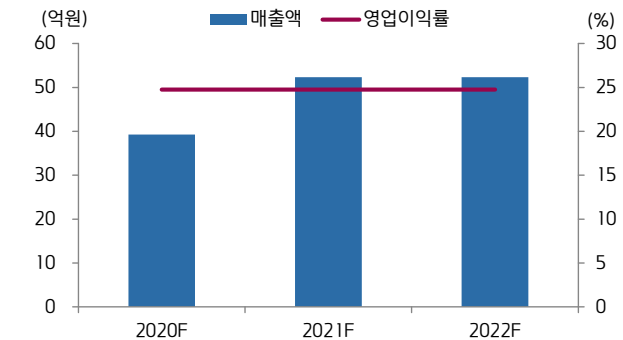
자료: 키움증권 추정

G-car 매출액, 영업이익률 전망



자료: 키움증권 추정

DAFS 매출액, 영업이익률 전망



자료: 키움증권 추정

## 2019년 신차 출시 예상 라인업

2019											
Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
1분기			2분기			3분기			4분기		
뉴 X5 / 뉴 3시리즈 (풀체인지)			뉴 X7 (신규)			7시리즈 (LCI)			뉴 X6 (풀체인지)		

자료: 도이치모터스, 키움증권

## 포르쉐를 통한 멀티브랜드화 및 2019년 추가 오픈 계획

**1 포르쉐 수원 (신규)**

- 서울 외각 센터 중 최대 규모 복합 전시장
- 신차, 인증 중고차, A/S센터를 갖춘 원스탑서비스 제공 가능
- 2019년 초 오픈 예정

**3 포르쉐 광주 (기존)**

- 쓰리피포터스 인수를 통해 즉시 영업 개시
- 도이치모터스의 네트워크를 통한 확장 전략 추진
- 2018년 5월 영업 시작

**2 포르쉐 창원 (신규)**

- 최초 경남권 네트워크
- 진주, 거제 등 경남 서부지역과 인접한 전략적 요충지
- 2019년 중순 오픈 예정

국내 포르쉐 총 판매량

- (2017년) 2,789대
- (2018년) 4,285대

자료: 도이치모터스, 키움증권

## 도이치오토월드 건설 현황 (4월 30일 기준 공정률 55.3%)



자료: 도이치모터스, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	10,583	12,770	12,256	12,354	13,175
매출원가	9,449	10,939	10,744	10,832	11,541
매출총이익	1,134	1,831	1,512	1,522	1,634
판매비및일반관리비	628	855	858	865	922
영업이익(보고)	506	976	654	657	712
영업이익(핵심)	506	976	654	657	712
영업외손익	-64	-85	-58	-51	-39
이자수익	6	8	9	10	10
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	0	0	0	0	0
이자비용	85	89	81	70	54
외환손실	0	3	4	0	0
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-1	-1	2	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-2	0	0	0	0
기타	17	0	15	10	5
법인세차감전이익	442	891	596	607	673
법인세비용	95	205	137	136	151
유효법인세율 (%)	21.5%	23.0%	23.0%	22.4%	22.4%
당기순이익	347	686	459	471	522
지배주주지분순이익(억원)	336	678	451	465	516
EBITDA	581	1,048	748	773	828
현금순이익(Cash Earnings)	421	758	553	586	639
수정당기순이익	349	687	458	471	522
증감율(% YoY)					
매출액	11.4	20.7	-4.0	0.8	6.6
영업이익(보고)	332.1	92.8	-32.9	0.4	8.3
영업이익(핵심)	332.1	-32.9	96.9	7.7	7.7
EBITDA	220.9	80.4	-28.6	3.2	7.2
지배주주지분 당기순이익	810.0	102.0	-33.4	3.0	10.9
EPS	810.0	88.8	-31.4	3.0	10.9
수정순이익	710.0	97.1	-33.3	2.7	10.9

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	1,377	596	603	576	557
당기순이익	347	686	459	471	522
감가상각비	68	66	89	111	113
무형자산상각비	7	6	5	4	4
외환손익	0	3	4	0	0
자산처분손익	2	1	-2	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	790	-217	51	-10	-82
기타	163	52	-4	0	0
투자활동현금흐름	-626	-1,091	-840	-231	-277
투자자산의 처분	93	-211	50	-9	-79
유형자산의 처분	7	0	0	0	0
유형자산의 취득	-715	-858	-858	-172	-120
무형자산의 처분	-1	0	0	0	0
기타	-9	-22	-31	-50	-78
재무활동현금흐름	-584	82	-7	16	44
단기차입금의 증가	-1,326	0	0	0	0
장기차입금의 증가	739	0	0	0	0
자본의 증가	5	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-2	82	-7	16	44
현금및현금성자산의순증가	166	-413	-244	361	324
기초현금및현금성자산	520	687	274	29	391
기말현금및현금성자산	687	274	29	391	715
Gross Cash Flow	587	814	552	586	639
Op Free Cash Flow	545	-252	-209	444	467

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
유동자산	3,402	3,550	3,174	3,560	4,095
현금및현금성자산	687	274	29	391	715
유동금융자산	895	1,080	1,036	1,044	1,114
매출채권및유동채권	587	708	679	685	730
재고자산	1,073	1,295	1,243	1,253	1,336
기타유동비금융자산	161	194	186	187	200
비유동자산	2,556	3,389	4,180	4,288	4,379
장기매출채권및기타비유동채권	0	0	0	0	0
투자자산	145	171	165	166	176
유형자산	2,278	3,070	3,840	3,901	3,908
무형자산	94	88	83	79	75
기타비유동자산	39	60	93	143	221
자산총계	5,957	6,939	7,354	7,848	8,475
유동부채	2,279	2,436	2,399	2,406	2,465
매입채무및기타유동채무	467	563	540	545	581
단기차입금	1,127	1,127	1,127	1,127	1,127
유동성장기차입금	394	394	394	394	394
기타유동부채	292	352	338	341	363
비유동부채	1,670	1,753	1,746	1,762	1,807
장기매입채무및비유동채무	10	12	12	12	13
사채및장기차입금	1,272	1,272	1,272	1,272	1,272
기타비유동부채	387	469	462	478	522
부채총계	3,948	4,189	4,144	4,168	4,272
자본금	131	136	136	136	136
주식발행초과금	375	425	425	425	425
이익잉여금	742	1,420	1,871	2,336	2,852
기타자본	548	548	548	548	548
자본총계	1,796	2,529	2,980	3,445	3,961
지분법적용자본총계	213	222	230	236	242
자본총계	2,009	2,750	3,210	3,680	4,203
순차입금	1,212	1,440	1,727	1,358	964
총차입금	2,793	2,793	2,793	2,793	2,793

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	1,278	2,412	1,654	1,703	1,890
BPS	6,837	9,265	10,920	12,623	14,513
주당EBITDA	2,211	3,727	2,742	2,831	3,034
CFPS	1,604	2,697	2,027	2,147	2,340
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	4.0	4.1	6.0	5.9	5.3
PBR	0.8	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.5	2.7	4.1	3.5	2.8
PCFR	3.2	3.7	4.9	4.7	4.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.8	7.6	5.3	5.3	5.4
영업이익률(핵심)	4.8	7.6	5.3	5.3	5.4
EBITDA margin	5.5	8.2	6.1	6.3	6.3
순이익률	3.3	5.4	3.7	3.8	4.0
자기자본이익률(ROE)	18.9	28.8	15.4	13.7	13.2
투자자본이익률(ROIC)	11.2	19.4	10.7	10.0	10.6
안정성(%)					
부채비율	196.5	152.3	129.1	113.2	101.6
순차입금비율	60.3	52.3	53.8	36.9	22.9
이자보상배율(배)	5.9	11.0	8.1	9.4	13.2
활동성(배)					
매출채권회전율	18.5	19.7	17.7	18.1	18.6
재고자산회전율	12.4	10.8	9.7	9.9	10.2
매입채무회전율	34.8	24.8	22.2	22.8	23.4

## Compliance Notice

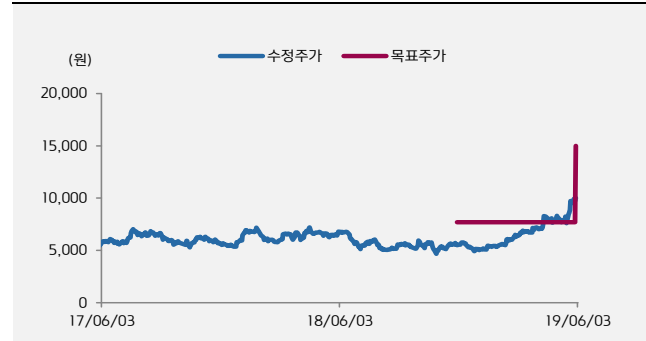
- 당사는 5월 31일 현재 '도이치모터스 (067990)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
도이치모터스 (067990)	2017/07/17	Not Rated	-	6개월		
	2018/10/02	BUY (Initiate)	7,700원	6개월	+19.87	-1.03
	2019/06/03	BUY(Maintain)	15,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%