



BUY (Maintain)

목표주가: 15,000원 (상향)

주가(05/31): 10,000원

시가총액: 2,804억원



Stock Data

| KOSDAQ (05/31) | | |
|----------------|---------|---------|
| 52주 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 |
| 지배주주지분순이익 | 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



기업코멘트

도이치모터스 (067990)

지속가능 실적의 레벨업



도이치모터스의 목표주가를 15,000원으로 기준 대비 95% 상향한다. 2Q20 운영 시작 예정인 오토월드의 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.

>>> 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.

>>> 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 온기 반영 및 추가 2개 매장 (수원, 창원)의 오픈을 통한 추가 성장이 예상된다.

>>> 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.

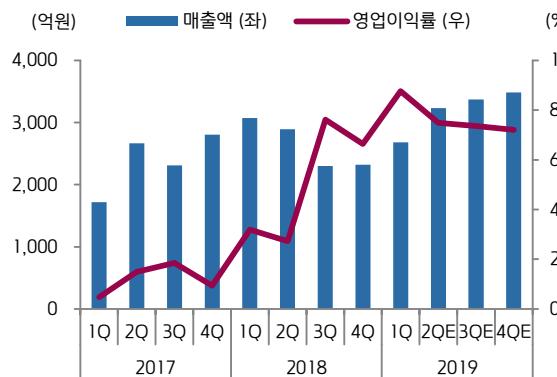
월 10,000대 수준으로 전망되는 오토월드 중고차 시장에서 도이치파이낸셜의 중고차 할부채권과 도이치PnS의 판매 전 성능검사, G-Car의 온라인 중고차 플랫폼 사업, 임대 및 운영수익을 감안하면 지속가능 실적의 레벨업이 전망된다. 분양수익의 1Q20 종료로 2020년 영업이익은 654억원 (-33% YoY)으로 감소가 예상되지만, 일회성인 분양수익을 제거한 영업이익은 2020년 504억 원 (+34% YoY), 오토월드가 온기 운영되기 시작하는 2021년 657억원 (+30% YoY)으로 딜러사업 대비 고수익성 사업 위주의 지속가능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

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) | (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% |

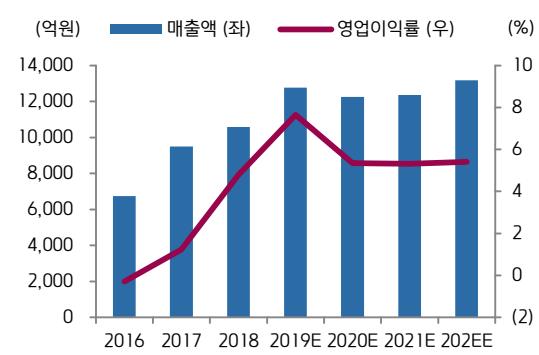
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



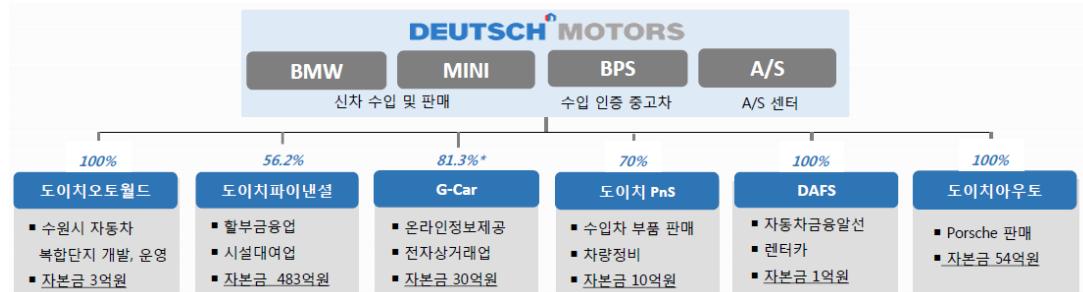
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



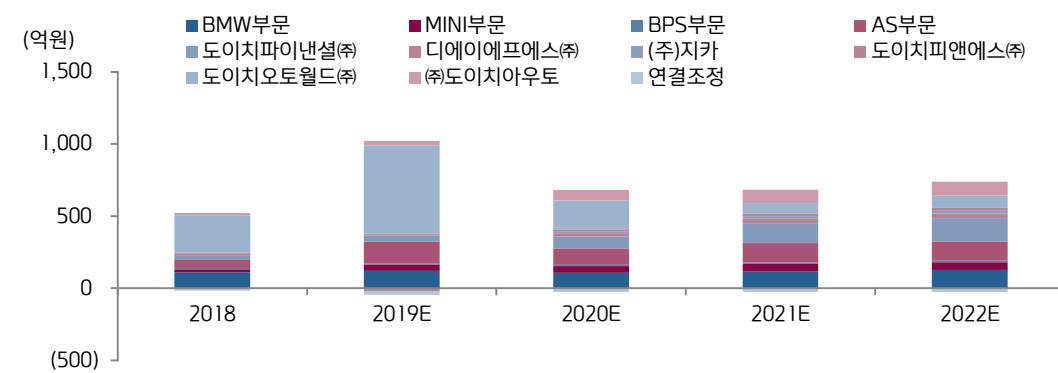
자료: 전자공시, 키움증권 추정

도이치모터스 주요 사업 및 지배구조



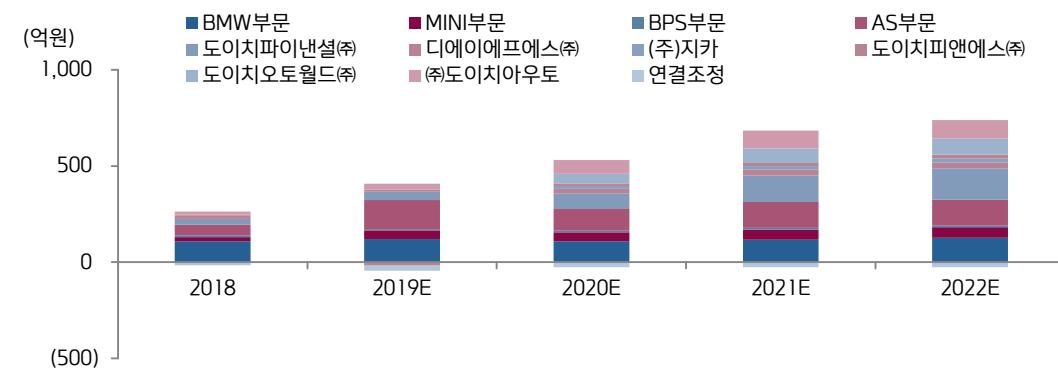
자료: 도이치모터스, 키움증권

도이치모터스 연간 영업이익 추이 및 전망 (분양수익 포함)



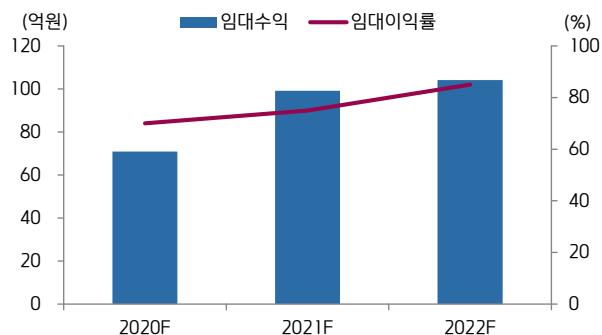
자료: 전자공시, 키움증권

도이치모터스 연간 영업이익 추이 및 전망 (분양수익 포함)



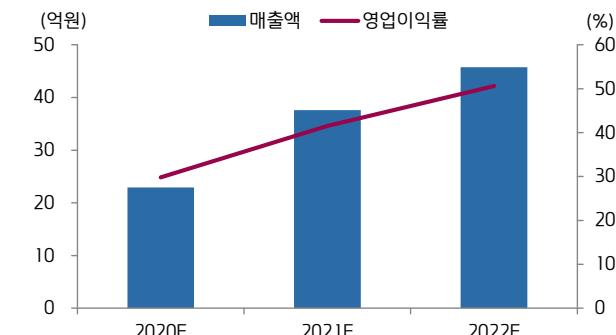
자료: 전자공시, 키움증권

도이치오토월드 임대수익 매출액, 영업이익률 전망



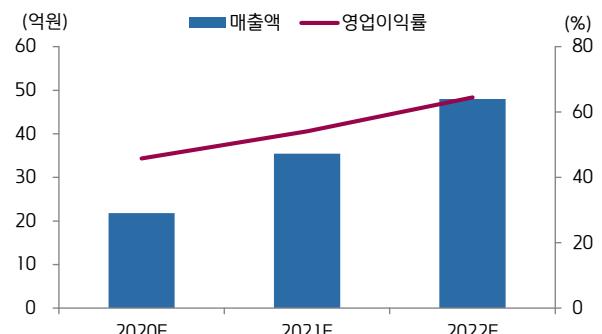
자료: 키움증권 추정

도이치오토월드 판금도장 매출액, 영업이익률 전망



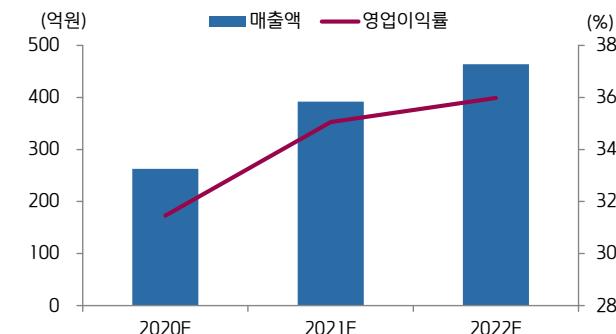
자료: 키움증권 추정

도이치오토월드 성능검사 매출액, 영업이익률 전망



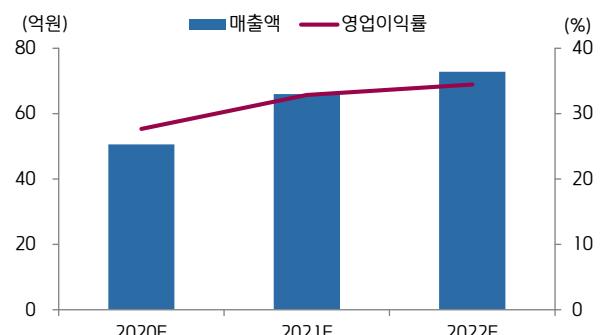
자료: 키움증권 추정

도이치파이낸셜 매출액, 이익률 전망 (기존+오토월드)



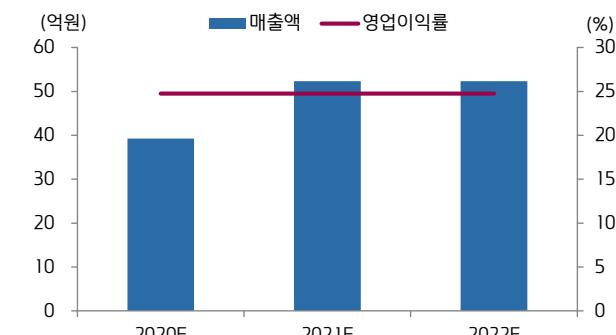
자료: 키움증권 추정

G-car 매출액, 영업이익률 전망



자료: 키움증권 추정

DAFS 매출액, 영업이익률 전망



자료: 키움증권 추정

2019년 신차 출시 예상 라인업

| 2019 | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|-----|---|-----|---|-----|--|---|---|
| X Range | | | | | | | | | | | |
| 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



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 |

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 |

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 |

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 |
| 투하자본이익률(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

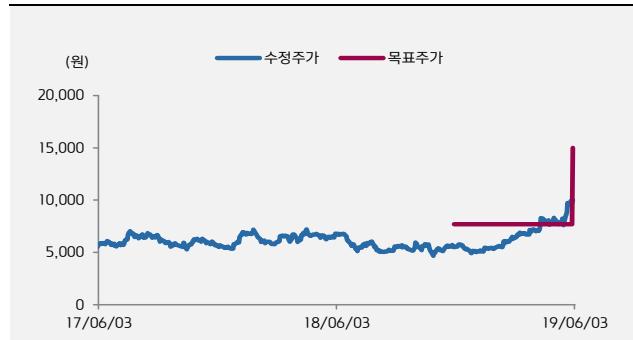
- 당사는 5월 31일 현재 '도이치모터스 (067990)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상 시점 | | | 평균 주가대비 | 최고 주가대비 |
|--------------------|------------|----------------|---------|------------|--------|-------|---------|---------|
| | | | | 6개월 | 6개월 | 6개월 | | |
| 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% |