



BUY (Maintain)

목표주가: 15,000원 (유지)

주가(03/16): 5,280원

시가총액: 1,480억원



Stock Data

KOSDAQ (3/16)		504.51pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	12,800원	5,280원
등락률	-58.8%	0.0%
주가수익률	절대	상대
1M	-39.5%	-17.4%
6M	-26.9%	-7.4%
1Y	-22.4%	15.2%

Company Data

발행주식수	28,037천주
일평균 거래량(3M)	746천주
외국인 지분율	3.8%
배당수익률(2022E)	6.49%
BPS(2022E)	12,041원
주요 주주	권오수 외 2 인
	32.8%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2018A	2019P	2020F	2021F	2022F
매출액	10,583	12,112	13,327	13,989	14,738
영업이익	506	831	567	652	710
세전이익	442	744	475	582	648
순이익	347	549	369	452	503
자배순이익	336	541	366	448	499
EPS(원)	1,278	1,930	1,305	1,599	1,779
증감률 (%, YoY)	810.0	51.1	-32.4	22.6	11.2
PER(배)	4.0	4.0	4.2	3.5	3.1
PBR(배)	0.75	0.92	0.59	0.52	0.46
영업이익률 (%)	4.8	6.9	4.3	4.7	4.8

Price Trend



기업코멘트

도이치모터스 (067990)

물러설 수 없는 주가



목표주가 15,000원 유지. 1) 도이치오토월드 일회성 분양수익을 제거한 2020년 영업 이익 49% 성장 전망, 2) 그 성장의 기반이 중고차 중심의 도이치오토월드 운영 시작에 따른 Captive 비즈니스라는 점, 3) 지속 가능한 이익 기반으로 20년 결산부터 배당 시작 기대, 4) 최근의 주가 급락은 정치권 노이즈 및 COVID-19 등 펀더멘털과 무관하다고 판단하기 때문. 2Q20 오토월드 운영 시작에 따른 펀더멘털 레벨업 시작을 감안하면, 주가의 추가 하락은 투자 매력도를 높이는 요소가 될 것으로 판단

>>> 4Q19 영업이익 127억원 (-47% QoQ) 기록

도이치모터스의 4Q19 연결실적은 매출액 3,400억원 (+5% QoQ), 영업이익 127억원 (-47% QoQ)을 기록했다. BMW 리콜 영향 안정화, 테크니컬 캠페인 종료에 따른 X시리즈 판매 정상화 및 7시리즈 페이스리프트 모델 출시 효과 등에 의한 신차 판매 증가로 외형성장에 성공했지만, 건설중인 수원 도이치오토월드 설계변경 (인테리어, 내장재 고급화 등) 등으로 90억원 수준의 일회성 비용이 반영되며 영업이익은 기대치를 하회한 것으로 추정된다.

>>> 1Q20 영업이익 155억원 (+22% QoQ) 예상

도이치모터스의 1Q20 연결실적은 매출액 3,256억원 (-4% QoQ), 영업이익 155억원 (+22% QoQ)으로 예상된다. COVID-19 영향으로 A/S 매출액은 전분기대비 하락할 것으로 예상되나, BMW 리콜 영향 안정화 및 신규 모델 출시 효과로 신차 판매의 회복세가 QoQ 매출 하락을 방어할 것으로 판단한다. 도이치오토월드 공정은 COVID-19 및 설계변경 영향으로 정식 오픈은 6월로 예상되지만, 중고차 매매 등의 운영은 4월부터 시작될 것으로 전망한다.

>>> 펀더멘털 레벨업에 집중해야 할 때

도이치모터스에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 15,000원을 유지한다.

목표주가와 현재주가의 큰 괴리에도 불구하고 의견을 유지하는 이유는,

- 2020년 연결 영업이익은 567억원 (-32% YoY)으로 역성장 하지만, 2019년 519억원 수준의 도이치오토월드 일회성 분양이익이 반영되었다는 점을 감안하면, 분양이익 제거 후 기준 영업이익이 49% 성장할 것으로 전망하고,
- 그 성장의 기반이 기존 사업구조인 신차 중심이 아닌 중고차 중심의 도이치오토월드 운영 시작에 따른 도이치파이낸셜의 할부채권, G-Car의 온라인 수수료 비즈니스 및 택송 서비스, 도이치PnS의 성능검사, 상가의 임대수익 등 지속 가능한 Captive 비즈니스 모델이 될 것이라는 점,
- 지속 가능한 이익을 기반으로 2020년 결산부터 배당 정책을 시작할 가능성이 높다는 점 (언론보도에 따르면 배당성향 20% 수준),
- 최근의 주가 급락은 정치권 노이즈 및 COVID-19 등 펀더멘털과 무관한 요소들이 겹친 영향이라고 판단하기 때문이다.

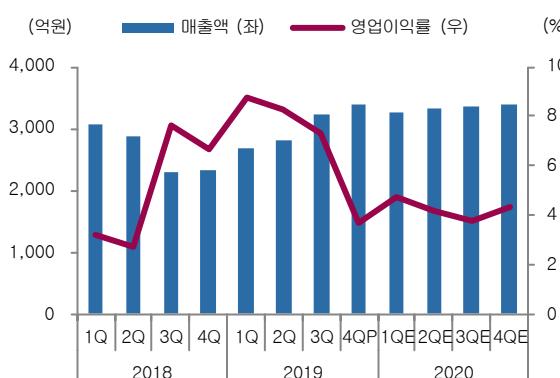
도이치오토월드의 2Q20 운영 시작에 따른 펀더멘털 레벨업 시작을 감안하면, 주가의 하락은 투자 매력도를 높이는 요소가 될 것으로 판단한다.

분기 및 연간 실적 추이 및 전망

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019P	2020E	2021E	2022E
매출액	2,682	2,798	3,232	3,400	3,256	3,312	3,360	3,399	10,583	12,112	13,327	14,112	14,865
YoY%	-13%	-3%	41%	47%	21%	18%	4%	0%	11%	14%	10%	5%	5%
QoQ %	16%	4%	16%	5%	-4%	2%	1%	1%	0%	0%	21%	0%	0%
본사	1,835	2,025	2,415	2,691	2,625	2,602	2,709	2,899	9,038	8,967	10,835	11,602	12,138
BMW	1,057	1,247	1,577	1,866	1,942	1,793	1,830	1,905	6,080	5,747	7,471	8,068	8,472
Mini	274	298	375	348	275	316	329	453	1,207	1,295	1,373	1,510	1,586
BPS	109	136	151	150	127	142	157	162	539	545	589	606	655
AS	396	344	312	328	281	351	393	379	1,212	1,380	1,403	1,418	1,426
도이치파이낸셜	31	30	31	32	31	39	56	85	109	124	210	354	441
도이치오토월드	637	616	625	504	250	140	21	40	1,038	2,383	451	99	104
기타 자회사	196	133	169	186	363	544	585	389	441	683	1,881	2,109	2,237
연결조정	(17)	(7)	(8)	(14)	(12)	(12)	(13)	(13)	(43)	(45)	(50)	(52)	(55)
영업이익	235	233	237	127	155	139	127	146	506	831	567	652	710
YoY%	140%	195%	35%	-18%	-34%	-41%	-46%	17%	332%	64%	-32%	15%	9%
QoQ %	52%	1%	2%	-47%	22%	-10%	-8%	17%	0%	0%	0%	0%	0%
자배순이익	160	164	155	60	100	89	78	94	336	540	361	444	495
영업이익률	9%	8%	7%	4%	5%	4%	4%	4%	5%	7%	4%	5%	5%
자배순이익률	6%	6%	5%	2%	3%	3%	2%	3%	3%	4%	3%	3%	3%

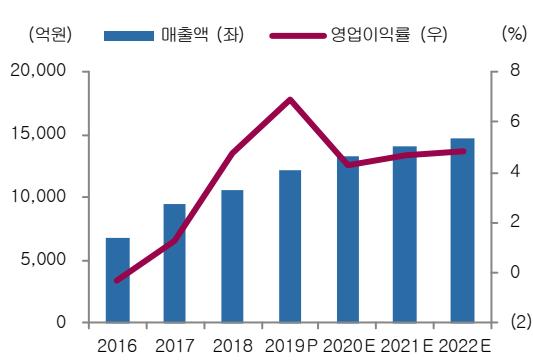
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



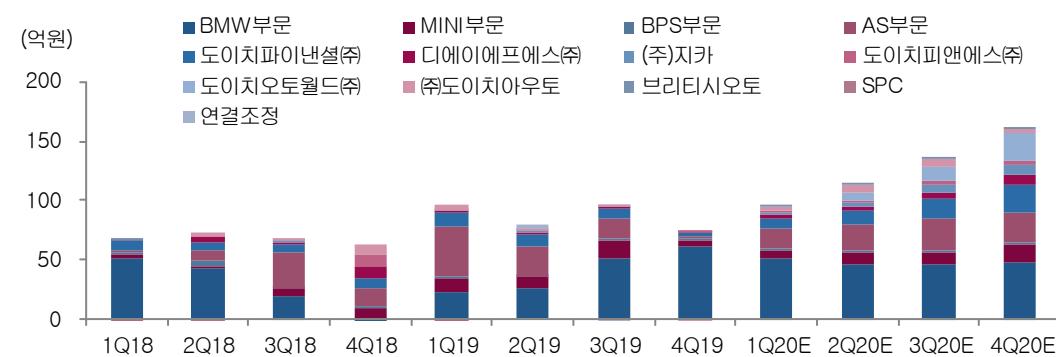
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



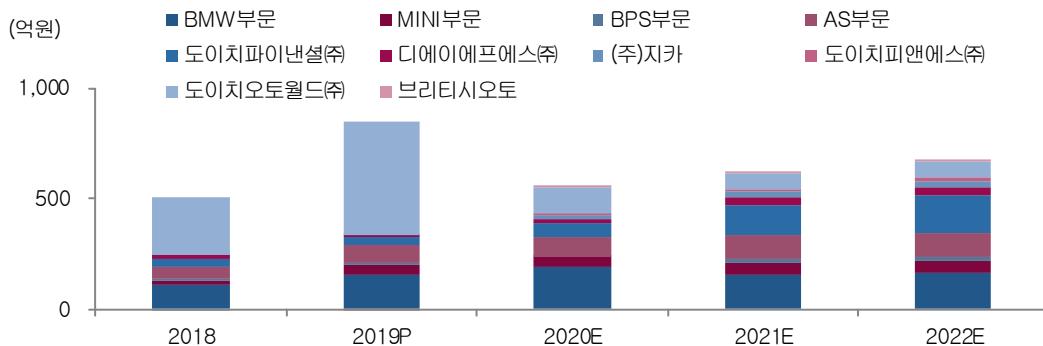
자료: 전자공시, 키움증권 추정

도이치모터스 분기 영업이익 추이 및 전망 (분양수익 제거)



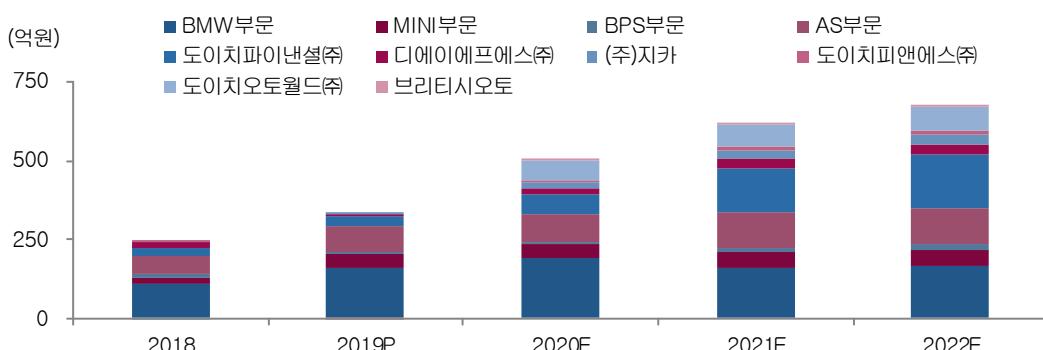
자료: 도이치모터스, 키움증권 추정

도이치모터스 분기 영업이익 추이 및 전망 (분양수익 포함)



자료: 전자공시, 키움증권 추정

도이치모터스 연간 영업이익 추이 및 전망 (분양수익 제거)



자료: 전자공시, 키움증권 추정

2020년 신차 출시 예상 라인업

	1분기	2분기	3분기	4분기
BMW	1 Series(Full) 2 Series(Full) M8(New)	X3(New) X5 M(New) X6 M(New)	3 Series(Full) X5(Full)	4 Series(Full) 5 Series(LCI) 6 Series(LCI)
MINI	Countryman (LCI)			
PORSCHE	Panamera Macan Cayenne	911(Full)		Taycan(New)
JAGUAR		XE(LCI)		F Face(LCI)
LAND ROVER	Discovery Sport(LCI)	Dipender(New)		

자료: 도이치모터스, 키움증권

멀티브랜드화 지속 중



자료: 도이치모터스, 키움증권

수원 도이치오토월드 조감도 및 구조



지 봉	주차장	
	주차장	사무실
4F	매매상사 전시장	사무실
3F	매매상사 전시장	사무실
2F	매매상사 전시장	사무실
1F	신차전시장 판매시설	근린생활시설
B1	정비소	매매상사 전시장 근린생활시설
B2		매매상사 전시장
B3		매매상사 전시장
B4		매매상사 전시장
B5		매매상사 전시장
B6		기계전기설

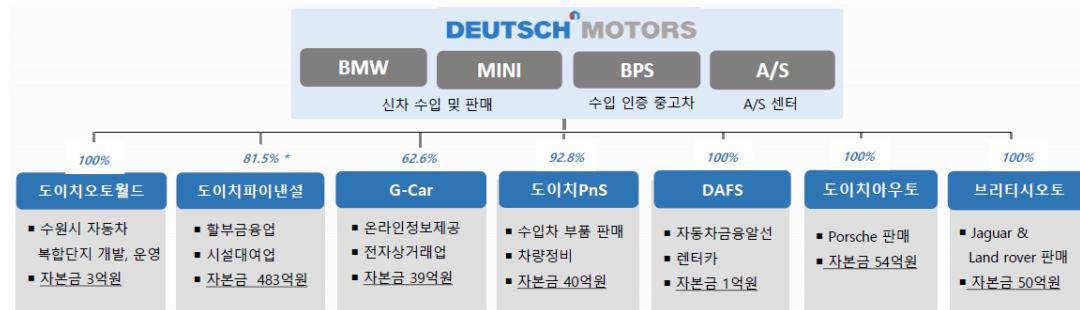
자료: 도이치모터스, 키움증권

도이치오토월드의 캡티브화에 따른 구조적 성장 구조



자료: 도이치모터스, 키움증권

도이치모터스 주요 사업 및 지배구조



자료: 도이치모터스, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019P	2020 E	2021E	2022E
매출액	10,583	12,112	13,327	13,989	14,738
매출원가	9,449	10,533	11,790	12,268	12,837
매출총이익	1,134	1,579	1,537	1,721	1,901
판관비	628	748	969	1,069	1,191
영업이익	506	831	567	652	710
EBITDA	581	958	814	967	1,033
영업외손익	-64	-87	-92	-70	-62
이자수익	6	1	0	0	11
이자비용	85	26	13	79	65
외환관련이익	0	0	0	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
증속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	15	-62	-79	9	-9
법인세차감전이익	442	744	475	582	648
법인세비용	95	195	106	130	145
계속사업순손익	347	549	369	452	503
당기순이익	347	549	369	452	503
지배주주순이익	336	541	366	448	499
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	11.4	14.4	10.0	5.0	5.4
영업이익 증감율	332.1	64.2	-31.7	14.9	9.0
EBITDA 증감율	220.9	64.9	-15.0	18.7	6.8
지배주주순이익 증감율	810.0	61.3	-32.4	22.6	11.2
EPS 증감율	810.0	51.1	-32.4	22.6	11.2
매출총이익율(%)	10.7	13.0	11.5	12.3	12.9
영업이익률(%)	4.8	6.9	4.3	4.7	4.8
EBITDA Margin(%)	5.5	7.9	6.1	6.9	7.0
지배주주순이익률(%)	3.2	4.5	2.7	3.2	3.4

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019 P	2020 E	2021E	2022E
유동자산	2,600	2,552	2,371	3,013	4,429
현금 및 현금성자산	687	690	379	907	2,222
단기금융자산	93	67	48	35	25
매출채권 및 기타채권	587	627	691	735	774
재고자산	1,073	985	1,051	1,123	1,183
기타유동자산	253	251	251	247	249
비유동자산	2,480	3,218	3,835	3,697	3,499
투자자산	126	128	130	133	135
유형자산	2,203	2,941	3,559	3,421	3,223
무형자산	94	87	81	76	72
기타비유동자산	58	62	66	67	70
자산총계	5,957	6,648	7,083	7,587	8,805
유동부채	2,279	2,411	2,551	2,695	2,834
매입채무 및 기타채무	467	557	664	790	909
단기금융부채	1,525	1,525	1,525	1,525	1,525
기타유동부채	287	329	362	380	400
비유동부채	1,670	1,675	1,680	1,682	1,685
장기금융부채	1,427	1,427	1,427	1,427	1,427
기타비유동부채	242	248	252	255	257
부채총계	3,948	4,086	4,231	4,377	4,519
자본지분	1,796	2,341	2,629	2,982	3,376
자본금	131	140	140	140	140
자본잉여금	487	487	487	487	487
기타자본	-182	-182	-182	-182	-182
기타포괄손익누계액	618	613	609	604	600
이익잉여금	742	1,283	1,575	1,933	2,331
비자매지분	213	221	224	227	231
자본총계	2,009	2,562	2,852	3,209	3,607

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019 P	2020 E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	1,438	804	505	736	813
당기순이익	347	549	369	452	503
비현금항목의 가감	279	314	333	491	488
유형자산감가상각비	68	119	241	310	318
무형자산감가상각비	7	7	6	5	4
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	204	187	86	176	166
영업활동자산부채증감	851	162	-77	3	21
매출채권및기타채권의감소	-45	-40	-64	-44	-39
재고자산의감소	1,032	88	-66	-73	-60
매입채무및기타채무의증가	190	90	107	126	119
기타	-326	24	-55	-6	2
기타현금흐름	-39	-220	-119	-209	-199
투자활동 현금흐름	-747	-881	-888	-208	-159
유형자산의 취득	-715	-858	-858	-172	-120
유형자산의 처분	7	0	0	0	0
무형자산의 순취득	-1	0	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-26	-2	-2	-2	-2
단기금융자산의감소(증가)	36	26	19	13	10
기타	-47	-47	-47	-47	-47
재무활동 현금흐름	-525	7	-1	-75	-92
차입금의 증가(감소)	-528	0	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증가	5	9	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	-74	-91
기타	-1	-1	-1	-1	-1
기타현금흐름	0	73	74	75	-188
현금 및 현금성자산의 순증가	166	3	-311	528	374
기초현금 및 현금성자산	520	687	690	379	907
기밀현금 및 현금성자산	687	690	379	907	1,281

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019 P	2020 E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	1,278	1,930	1,305	1,599	1,779
BPS	6,837	8,350	9,376	10,636	12,041
CFPS	2,383	3,075	2,503	3,362	3,534
DPS	0	0	263	323	358
주가배수(배)					
PER	4.0	4.0	4.2	3.5	3.1
PER(최고)	5.8				
PER(최저)	3.5				
PBR	0.75	0.92	0.59	0.52	0.46
PBR(최고)	1.07				
PBR(최저)	0.66				
PSR	0.13	0.18	0.12	0.11	0.11
PCFR	2.2	2.5	2.2	1.6	1.6
EV/EBITDA	6.4	4.8	5.3	3.9	2.4
주요비율(%)					
배당성향(%),보통주,현금)	0.0	0.0	20.0	20.0	20.0
배당수익률(%),보통주,현금)	0.0	0.0	4.8	5.9	6.5
ROA	6.0	8.7	5.4	6.2	6.1
ROE	20.6	26.2	14.7	16.0	15.7
ROIC	10.4	16.6	10.3	11.2	12.8
매출채권회전율	18.5	20.0	20.2	19.6	19.5
재고자산회전율	12.4	11.8	13.1	12.9	12.8
부채비율	196.5	159.5	148.3	136.4	125.3
순차입금비율	108.2	85.7	88.5	62.6	19.5
이자보상배율	5.9	32.0	42.7	8.2	10.9
총차입금	2,952	2,952	2,952	2,952	2,952
순차입금	2,173	2,196	2,525	2,010	705
NOPLAT	581	958	814	967	1,033
FCF	588	44	-248	651	775

자료: Quantwise, 키움증권

Compliance Notice

- 당사는 3월 16일 현재 '도이치모터스 (067990)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석자는 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.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가대비	최고 주가대비
도이치모터스 (067990)	2018/10/02	BUY (Initiate)	7,700원	6개월	-17.87	29.87
	2019/06/03	BUY(Maintain)	15,000원	6개월	-26.40	-14.67
	2019/07/23	BUY(Maintain)	15,000원	6개월	-34.84	-14.67
	2019/09/17	BUY(Maintain)	15,000원	6개월		
	2020/03/17	BUY(Maintain)	15,000원			

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기입	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 (2019/01/01~2019/12/31)

매수	증립	매도
97.33%	2.00%	0.67%