



도이치모터스 (067990)

재(再) 시동

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 13,000원

현재 주가(4/27)	8,350원
상승여력	▲55.7%
시가총액	2,474억원
발행주식수	29,624천주
52 주 최고가 / 최저가	8,640 / 5,362원
90 일 일평균 거래대금	73.48억원
외국인 지분율	5.0%

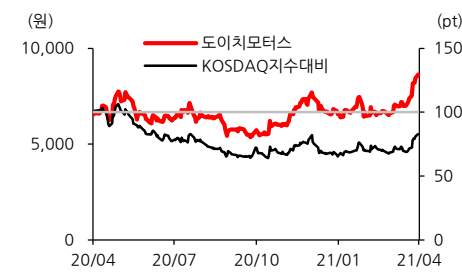
주주 구성	
권오수 (외 3 인)	32.0%
자사주 (외 1 인)	3.7%
자사주 (외 1 인)	2.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	25.9	26.1	45.8	27.5
상대수익률(KOSDAQ)	19.2	22.6	15.6	-30.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,209	1,451	1,737	1,960
영업이익	83	45	50	62
EBITDA	103	75	84	94
지배주주순이익	56	15	26	39
EPS	2,006	510	869	1,308
순차입금	224	458	371	333
PER	3.8	14.5	9.6	6.4
PBR	0.9	0.8	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.3	9.0	7.4	6.1
배당수익률	0.0	3.3	3.0	3.6
ROE	26.2	5.5	9.5	14.3

주가 추이



확연한 이익 체력 제고 부각 가능성, 멀티 브랜드 딜러 및 도이치오토월드 확대 전략 가시화 등을 통해 Valuation 재평가가 기대됩니다.

양호한 1Q21 실적 결과

1Q21 실적은 매출액 4,403억원(+30% 이하 yoy), 영업이익 107억원(-23%), 지배지분 순이익 77억원(-17%)을 기록했다. 분양 관련 이익(2Q20까지 인식) 제외 시 영업이익이 전년 동기 대비 58% 증가한 양호한 결과이다. BMW/포르쉐 판매 호조, 도이치오토월드 임대 수익 발생 때문이다. 다만 BMW 신차 부문 일부 원가율 상승과 新 사업(지카, PNS, 디에이오 등) 관련 비용 등이 수익성 제한 요인으로 작용했다.

올해부터 분기 100억원대 경상적 영업이익 시현

올해부터 100억원대의 경상적 분기 영업이익 시현이 가능할 것으로 예상된다. ①수입차 시장 성장 재개에 따른 BMW/포르쉐 판매 증가, ②도이치파이낸셜 실적 개선 지속(Captive 채권 확보를 통한 중고차 할부금융 성장), ③도이치오토월드 임대 수익 발생 등 때문이다. 이에 따라 '21년 실적은 매출액 1,74조원(+20%), 영업이익 498억원(+11%), 지배지분 순이익 257억원(+76%)으로 전년 대비 개선을 전망한다.

주가 반등 추세 이어질 듯

주가의 반등 추세가 이어질 가능성이 커 보인다. 이는 ①주식 시장 실적 장세 진입 시 확연한 이익 체력 제고 부각 가능성(경상적 영업이익: '17년 117억원, '18년 246억원, '19년 311억원, '20년 368억원, '21년E 498억원), ②멀티 브랜드 딜러 및 도이치오토월드 확대 전략 가시화 기대, ③도이치오토월드 시너지 효과를 통한 高 부가가치 사업(중고차 할부금융, 온라인 플랫폼, 부품 판매 및 정비) 성장성 등 때문이다.

투자의견 'Buy' 유지, 목표주가 13,000원으로 상향 조정

투자의견 'Buy'를 유지한다. ①도이치오토월드(오프라인 플랫폼)와의 시너지 효과를 통한 高 부가가치 사업 성장과 멀티 브랜드 딜러 전략 강화를 통한 경상적 이익 증가, ②도이치오토월드 확대 계획(중고차 단지 네트워크 구축), ③지속적인 주주 친화 정책 기대 등을 고려 시 기업가치 제고가 기대되기 때문이다. 목표주가는 실적 추정치 변경을 반영하여 13,000원으로 상향 조정한다(Implied P/E: 21F 15x, 22F 10x).

실적 전망

- 올해 실적은 매출액 1.74조원(+20%), 영업이익 498억원(+11%) 전망
 - ▷ 수입차 시장 성장 재개(포르쉐 관련 영업이익 '20년 81억원→'21년E 144억원)
 - ▷ 도이치파이낸셜 실적 개선세 지속(영업이익: '20년 49억원→'21년E 79억원)
 - ▷ 도이치오토월드 임대 수익 발생(영업이익 50억원)
- 100억원대 경상적 분기 영업이익 예상(2Q 119억원→3Q 140억원→4Q 132억원)

[표1] 도이치모터스 연간 및 분기별 실적 추이와 전망

(단위: 십억 원)

	2019	2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	1,209	1,451	1,737	1,960	339	349	374	389	440	430	441	426
yoy	14.2%	20.1%	19.7%	12.8%	26.4%	24.8%	15.8%	15.1%	29.9%	23.1%	17.9%	9.6%
도이치모터스	897	1,164	1,392	1,553	233	282	326	324	344	348	358	342
도이치파이낸셜	12	18	28	40	3	4	5	5	6	6	7	8
도이치오토월드	238	66	25	25	67	-6	2	3	7	6	6	6
도이치아우토	59	182	272	297	30	63	36	52	79	65	64	64
기타/연결조정	2	21	21	45	6	6	5	4	4	6	5	6
영업이익	83	45	50	62	14	20	9	2	11	12	14	13
yoy	63.8%	-45.9%	11.0%	24.8%	-40.9%	-12.8%	-63.1%	-84.3%	-23.1%	-41.5%	60.4%	577.4%
영업이익률	6.9%	3.1%	2.9%	3.2%	4.1%	5.8%	2.3%	0.5%	2.4%	2.8%	3.2%	3.1%
도이치모터스	29	26	25	32	5	6	10	4	5	6	8	6
도이치파이낸셜	3	5	8	11	1	1	2	1	1	2	2	2
도이치오토월드	52	8	7	8	7	9	-3	-5	2	2	2	2
도이치아우토	0	8	14	13	2	4	0	2	4	3	3	3
기타/연결조정	-1	-2	-4	-2	-1	0	-1	-1	-2	-1	-1	-1
당기순이익	56	15	27	42	9	0	4	2	7	6	7	8
yoy	62.4%	-73.1%	76.8%	55.5%	-42.4%	적자전환	-75.8%	-69.9%	-27.4%	흑자전환	76.9%	231.8%
순이익률	4.7%	1.0%	1.5%	2.1%	2.8%	-0.1%	1.0%	0.6%	1.5%	1.3%	1.5%	1.8%

자료: 도이치모터스, 한화투자증권 리서치센터

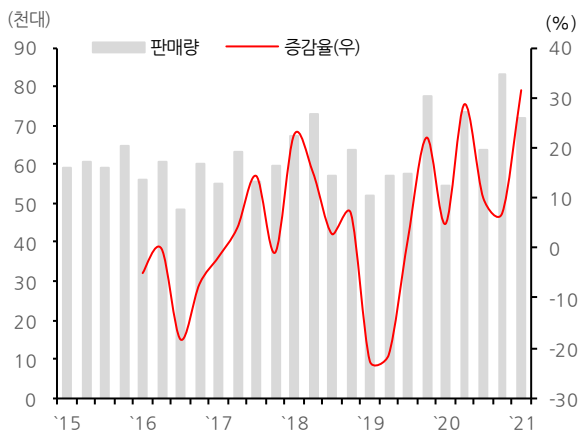
[표2] 도이치모터스 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억 원)

	변경 전		변경 후		차이	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022
매출액	1,722	1,885	1,737	1,960	0.9%	4.0%
영업이익	47	54	50	62	5.7%	15.6%
순이익	27	35	27	42	0.3%	18.3%

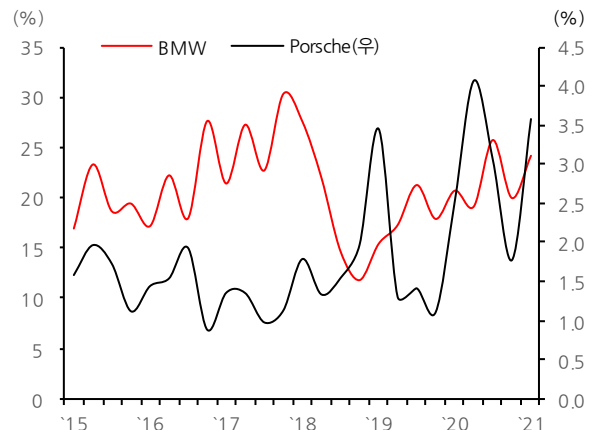
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 수입차 판매량과 증가율 추이



자료: KAIDA, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 수입차 시장 내 BMW와 포르쉐 점유율 추이

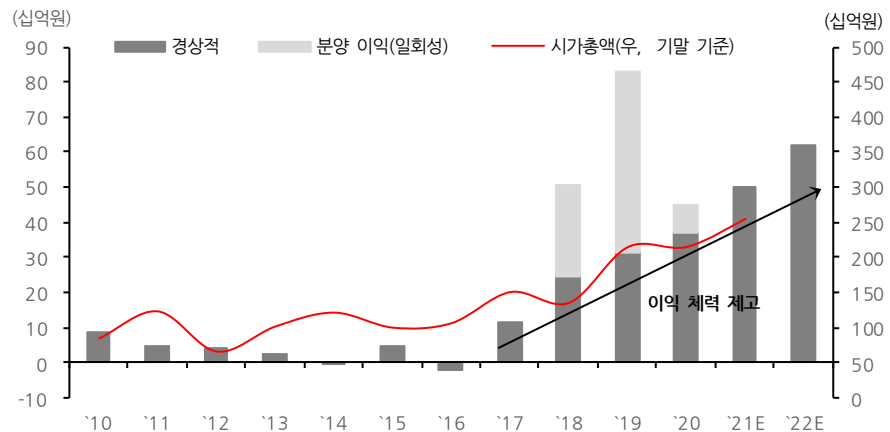


자료: KAIDA, 한화투자증권 리서치센터

관전 포인트

- 주식 시장 실적 장세 진입 시 확연한 이익 체력 제고 부각 가능성
 - ▷ '20년 분양 이익 감소로 인해 큰 폭 감익(減益) 시현
 - ▷ 경상적 이익은 '17년 이후 지속 증가하며 이익 체력 제고 중
 - ▷ 그러나 주가에는 충분히 반영되지 못해 향후 재평가 여지 크다고 판단
- 멀티 브랜드 딜러 및 도이치오토월드 확대 전략 가시화 기대
- 도이치오토월드 시너지 효과를 통한 高 부가가치 사업 성장성
 - ▷ 중고차 할부금융, 온라인 플랫폼(택송 및 중고차 광고), 부품 판매 및 정비

[그림3] 도이치모터스 영업이익 추이와 전망



자료: 도이치모터스, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 그룹 시너지



자료: 도이치모터스, 한화투자증권 리서치센터

목표주가

- 목표주가는 기존 10,000원에서 13,000원으로 30% 상향 조정
 - ▷ 실적 추정치 상향 반영
 - ▷ RIM Valuation을 통해 산출
 - ▷ 해당 목표주가의 Implied P/E는 '21F 15x, '22F 10x 수준
- 해외 유사기업들 및 국내 주식시장의 P/E와 비교 시 동사 Valuation 재평가 기대

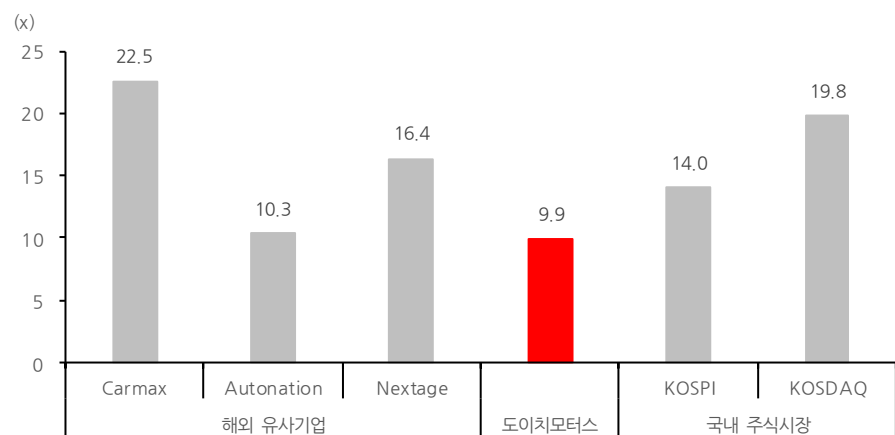
[표3] 도이치모터스 RIM(잔여이익모델) Valuation

(단위: 십억원, %, 원)

	2021E	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Net income	26	39	41	43	47	50	51	53	54	57
Book Value	272	303	335	368	403	439	475	512	550	590
F.ROE	9.6	13.5	12.9	12.3	12.3	11.8	11.2	10.7	10.3	10.0
Spread(F.ROE-COE)	0.6	4.5	3.9	3.3	3.3	2.8	2.2	1.7	1.2	1.0
Residual income	2	14	13	12	13	12	11	9	7	6
COE	9.0									
Risk Free	1.6	국고채(10년) 1년 평균								
Risk Premium	9.4									
Beta	0.8	수정 베타 사용 (adj. Beta=2/3*β+1/3)								
PV of Residual income	63									
PV of Terminal value	66									
Current Book value	300									
Equity value	429									
Total number of stocks	33,210	전환사채 물량 포함 주식 수								
Fair Price	12,923	'21F Implied PER 15.0x, Implied PBR 1.5x								
12M Target Price	13,000									

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] '21년 예상 PER 비교



주: 도이치모터스는 당사 추정치 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,058	1,209	1,451	1,737	1,960
매출총이익	113	158	149	170	190
영업이익	51	83	45	50	62
EBITDA	58	103	75	84	94
순이자손익	-8	-10	-17	-16	-16
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	44	74	18	35	54
당기순이익	35	56	15	27	42
지배주주순이익	34	56	15	26	39
증가율(%)					
매출액	11.4	14.2	20.1	19.7	12.8
영업이익	332.1	63.8	-45.9	11.0	24.7
EBITDA	220.9	77.9	-27.3	11.3	12.9
순이익	715.2	62.4	-73.1	78.8	53.7
이익률(%)					
매출총이익률	10.7	13.1	10.3	9.8	9.7
영업이익률	4.8	6.9	3.1	2.9	3.2
EBITDA 이익률	5.5	8.5	5.2	4.8	4.8
세전이익률	4.2	6.1	1.3	2.0	2.8
순이익률	3.3	4.7	1.0	1.6	2.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	144	35	15	110	60
당기순이익	35	56	15	27	42
자산상각비	7	20	30	34	32
운전자본증감	85	-52	-19	1	-4
매출채권 감소(증가)	-4	-119	121	-6	-3
재고자산 감소(증가)	103	59	-44	-3	-6
매입채무 증가(감소)	19	-1	-33	7	4
투자현금흐름	-75	-89	-90	-32	-27
유형자산처분(취득)	-71	-79	-28	-16	-15
무형자산 감소(증가)	0	-2	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	10	5	-20	-16	-12
재무현금흐름	-52	71	58	-57	-17
차입금의 증가(감소)	-59	78	50	-50	-10
자본의 증가(감소)	0	11	14	-7	-7
배당금의 지급	0	0	0	-7	-7
총현금흐름	63	105	63	109	64
(-)운전자본증가(감소)	12	23	-56	-1	4
(-)설비투자	72	80	31	16	15
(+)자산매각	1	-1	2	0	0
Free Cash Flow	-20	1	90	94	45
(-)기타투자	-83	43	116	0	0
잉여현금	63	-41	-26	94	45
NOPLAT	40	63	37	38	48
(+) Dep	7	20	30	34	32
(-)운전자본투자	12	23	-56	-1	4
(-)Capex	72	80	31	16	15
OpFCF	-36	-19	92	58	61

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	340	428	357	403	440
현금성자산	158	177	223	260	288
매출채권	58	183	61	67	70
재고자산	107	51	66	69	75
비유동자산	256	377	700	586	576
투자자산	31	64	306	209	216
유형자산	228	302	384	366	350
무형자산	9	11	11	11	10
자산총계	596	804	1,057	989	1,016
유동부채	228	429	480	541	577
매입채무	47	62	22	29	32
유동성이자부채	152	308	421	471	501
비유동부채	167	113	277	177	137
비유동이자부채	143	93	260	160	120
부채총계	395	542	757	717	713
자본금	13	14	15	15	15
자본잉여금	50	51	55	55	55
이익잉여금	74	161	184	202	233
자본조정	42	23	31	-16	-16
자기주식	-5	0	-6	-6	-6
자본총계	201	262	300	272	303

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	1,255	2,006	510	869	1,308
BPS	6,715	8,689	9,583	8,623	9,681
DPS	0	0	245	250	300
CFPS	2,340	3,771	2,207	3,681	2,160
ROA(%)	5.8	8.0	1.6	2.5	3.9
ROE(%)	20.6	26.2	5.5	9.5	14.3
ROIC(%)	11.3	15.3	6.0	5.5	7.5
Multiples(x, %)					
PER	4.0	3.8	14.5	9.6	6.4
PBR	0.8	0.9	0.8	1.0	0.9
PSR	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
PCR	2.2	2.0	3.4	2.3	3.9
EV/EBITDA	4.7	4.3	9.0	7.4	6.1
배당수익률	0.0	0.0	3.3	3.0	3.6
안정성(%)					
부채비율	196.5	206.9	252.3	264.2	235.5
Net debt/Equity	68.2	85.5	152.5	136.5	109.9
Net debt/EBITDA	236.1	216.8	609.0	443.3	352.6
유동비율	149.3	99.7	74.3	74.5	76.4
이자보상배율(배)	5.9	7.8	2.3	2.5	3.1
자산구조(%)					
투자자본	64.2	66.8	58.9	57.8	55.7
현금+투자자산	35.8	33.2	41.1	42.2	44.3
자본구조(%)					
차입금	59.5	60.5	69.4	69.9	67.2
자기자본	40.5	39.5	30.6	30.1	32.8

[Compliance Notice]

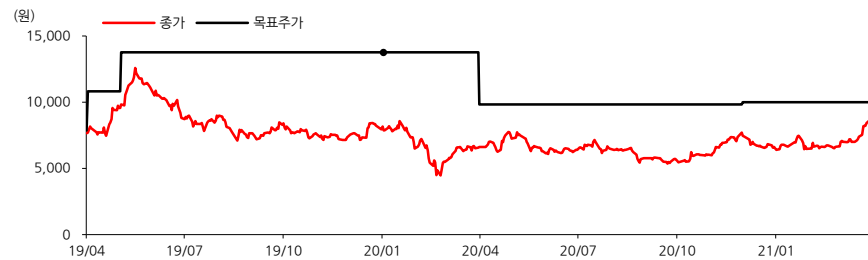
(공표일: 2021년 4월 28일)

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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[도이치모터스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.04.30	2019.05.16	2019.05.17	2019.05.31	2019.09.02	2020.01.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	11,000	11,000	11,000	14,000	14,000	14,000
일 시	2020.01.29	2020.04.28	2020.07.28	2020.10.29	2020.12.18	2021.02.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	14,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
일 시	2021.04.28					
투자의견	Buy					
목표가격	13,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.04.30	Buy	10,804	-22.47	-9.91
2019.05.31	Buy	13,750	-41.48	-8.57
2020.04.28	Buy	9,821	-32.95	-12.03
2021.04.28	Buy	13,000		

[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 추정치에 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: 2021년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%