



# 도이치모터스 (067990)

이번 실적은 짚이다

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

**Buy (유지)**

목표주가(상향): 15,000원

현재 주가(7/26)	8,590원
상승여력	▲74.6%
시가총액	2,545억원
발행주식수	29,624천주
52 주 최고가 / 최저가	8,940 / 5,362원
90 일 일평균 거래대금	61.77억원
외국인 지분율	3.9%

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	2.3	-0.6	30.7	37.9
상대수익률(KOSDAQ)	-1.2	-2.3	25.4	6.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,209	1,451	1,923	2,036
영업이익	83	45	68	74
EBITDA	103	75	102	106
지배주주순이익	56	15	45	49
EPS	2,006	510	1,518	1,655
순차입금	224	458	388	316
PER	3.8	14.5	5.7	5.2
PBR	0.9	0.8	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.3	9.0	6.3	5.4
배당수익률	-	3.3	2.9	3.5
ROE	26.2	5.5	16.1	16.6

주가 추이



2Q21 예상을 상회하는 양호한 실적을 시현했습니다. 이익 체력 제고가 다시 한 번 확인된 만큼 기업가치가 제고될 것으로 기대됩니다.

2Q21 실적 Review: 경상적 영업이익 200억원 돌파

2Q21 연결 실적은 매출액 4,930억원(+41% 이하 yoy), 영업이익 207억원(+2%), 지배지분 순이익 154억원(흑자전환)을 기록했다. 영업이익이 시장 기대치(123억원)를 크게 상회한 양호한 실적이다. 일회성 요인 없이 전기 대비 영업이익이 90% 증가했다는 점에서 그 의미가 크다 (이익 체력↑). 이 같은 실적 호조는 ①BMW/포르쉐 판매 호조, ② A/S 사업 실적 개선(EGR 리콜) 등에 기인했다.

2H21 이익 모멘텀 기대

2H21에도 ①신차 부문 실적 호조: (a) BMW/포르쉐 판매 증가세 지속(수입차 수요↑), (b) 인센티브 축소, (c) 제품 Mix 개선(SUV 판매 비중↑)와 ②A/S 사업 실적 개선(EGR 리콜), ③도이치오토월드 임대 수익 증가 등으로 큰 폭의 영업이익 증가가 가능해 보인다(3Q +103%, 4Q +849%). 이에 '21년 연결 실적은 매출액 1.92조원(+33%), 영업이익 679억원(+51%), 지배지분 순이익 454억원(+211%)을 전망한다.

도이치오토월드 단지 내 중고차 판매 호조

도이치오토월드 단지의 중고차 판매가 호조를 보이고 있다. 현재 월 평균 판매량은 10,000대로 ①단지 내 중고차 전시 대수(약 10,000대) 대비 100%, ②단지 내 보유 대수(약 15,000대) 대비 67%라는 높은 회전율을 기록하고 있다. 수원시 전체 중고차 판매 대수(약 21,000대)의 48% 수준이다. 지역 내 랜드마크로 자리잡으며 연속착륙할 것으로 보여 도이치오토월드 發 시너지 효과가 점차 커질 것으로 기대된다.

투자의견 'Buy' 유지, 목표주가 15,000원으로 상향

투자의견 'Buy'를 유지한다. ①확인된 이익 체력 제고, ②도이치오토월드(오프라인 플랫폼)와의 시너지 효과를 통한 高 부가가치 사업 성장과 멀티 브랜드 딜러 전략 강화를 통한 경상적 이익 증가, ③도이치오토월드 확대 계획(중고차 단지 네트워크 구축) 등을 고려 시 기업가치 제고 여지가 크기 때문이다. 목표주가는 실적 추정치 변경을 반영해 기존 13,000원→15,000원으로 상향 조정한다(21F Implied P/E 11.3x).

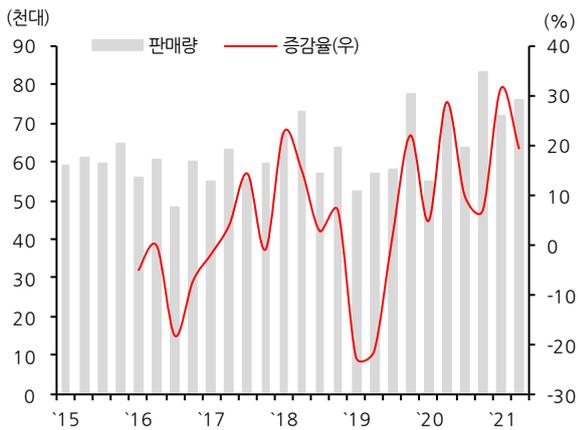
[표1] 도이치모터스 연간 및 분기별 실적 추이와 전망

(단위: 십억 원)

	2019	2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E
<b>매출액</b>	1,209	1,451	1,923	2,036	339	349	374	389	441	493	487	503
yoy	14.2%	20.1%	32.5%	5.9%	26.4%	24.8%	15.8%	15.1%	30.1%	41.1%	30.0%	29.4%
도이치모터스	897	1,164	1,519	1,616	233	282	326	324	344	394	388	394
도이치파이낸셜	12	18	28	40	3	4	5	5	6	7	7	8
도이치오토월드	238	66	23	23	67	-6	2	3	7	4	6	6
도이치아우토	59	182	332	312	30	63	36	52	79	85	80	87
기타/연결조정	2	21	21	45	6	6	5	4	5	4	5	7
<b>영업이익</b>	83	45	68	74	14	20	9	2	11	21	18	19
yoy	63.8%	-45.9%	51.3%	8.4%	-40.9%	-12.8%	-63.1%	-84.3%	-21.5%	2.3%	102.5%	848.7%
영업이익률	6.9%	3.1%	3.5%	3.6%	4.1%	5.8%	2.3%	0.5%	2.5%	4.2%	3.6%	3.7%
도이치모터스	29	26	42	40	5	6	10	4	5	15	12	11
도이치파이낸셜	3	5	7	11	1	1	2	1	1	1	2	2
도이치오토월드	52	8	6	8	7	9	-3	-5	2	1	1	2
도이치아우토	0	8	19	18	2	4	0	2	4	5	5	5
기타/연결조정	-1	-2	-6	-4	-1	0	-1	-1	-1	-1	-2	-2
<b>지배주주순이익</b>	56	15	45	49	9	0	3	3	6	15	11	12
yoy	66.9%	-74.0%	211.3%	8.5%	-41.8%	적자전환	-81.8%	-64.9%	-31.6%	흑자전환	293.1%	343.5%
순이익률(지배)	4.6%	1.0%	2.4%	2.4%	2.7%	-0.1%	0.8%	0.7%	1.4%	3.1%	2.3%	2.5%

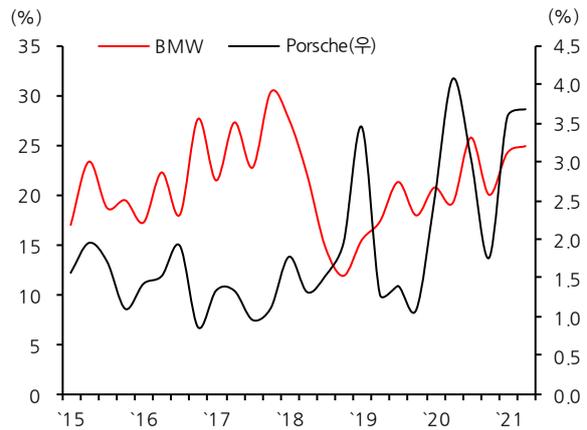
자료: 도이치모터스, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 수입차 판매량과 증가율 추이



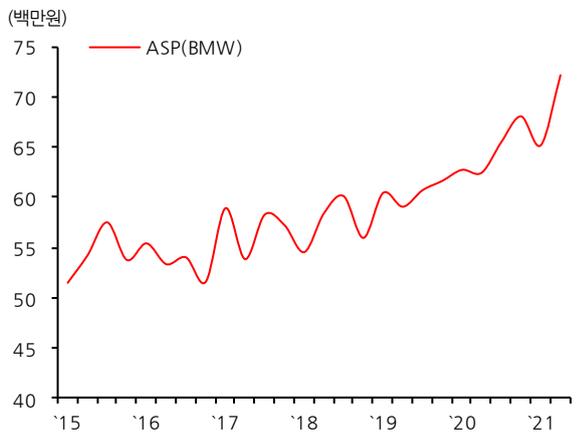
자료: KAIDA, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 수입차 시장 내 BMW와 포르쉐 점유율 추이



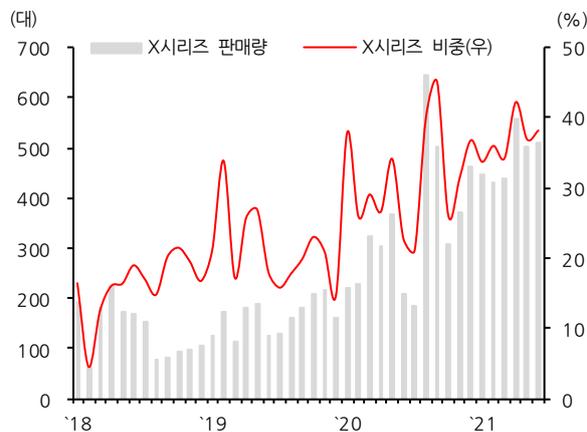
자료: KAIDA, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 도이치모터스 BMW ASP 추이



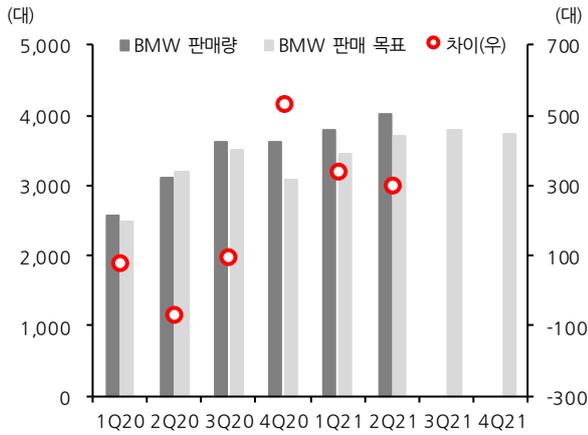
자료: 도이치모터스, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 도이치모터스 BMW X 시리즈 판매량 및 비중



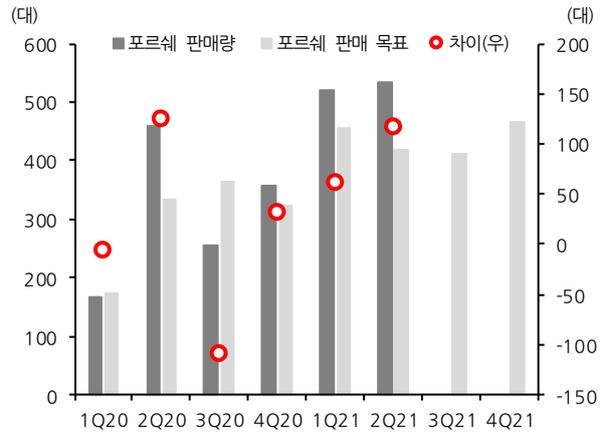
자료: 도이치모터스, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 도이치모터스 BMW 판매 목표와 실제 판매량 추이



자료: 도이치모터스, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 도이치모터스 포르쉐 판매 목표와 실제 판매량 추이



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	1,737	1,960	1,923	2,036	10.7%	3.9%
영업이익	50	62	68	74	36.3%	18.4%
지배주주순이익	26	39	45	49	76.4%	27.0%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] 도이치모터스 RIM(잔여이익모델) Valuation

(단위: 십억원, %, 원)

	2021E	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Net income	45	49	51	53	55	58	59	60	61	62
Book Value	272	303	343	383	424	465	506	548	590	634
F.ROE	17.0	17.1	15.9	14.5	13.6	13.0	12.1	11.3	10.6	10.2
Spread(F.ROE-COE)	8.1	8.2	6.9	5.6	4.7	4.0	3.2	2.4	1.7	1.2
Residual income	22	25	24	21	20	19	16	13	10	8
COE	8.9									
Risk Free	1.8									
Risk Premium	10.2									
Beta	0.7									
PV of Residual income	122									
PV of Terminal value	89									
Current Book value	300									
Equity value	511									
Total number of stocks	33,210									
Fair Price	15,376									
<b>12M Target Price</b>	<b>15,000</b>									

국고채(10년) 1년 평균  
수정 베타 사용 (adj. Beta=2/3\*β+1/3)  
전환사채 물량 포함 주식 수  
21F Implied PER 11.3x

자료: 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,058	1,209	1,451	1,923	2,036
매출총이익	113	158	149	183	196
영업이익	51	83	45	68	74
EBITDA	58	103	75	102	106
순이자손익	-8	-10	-17	-17	-17
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	44	74	18	58	66
당기순이익	35	56	15	46	52
지배주주순이익	34	56	15	45	49
<b>증가율(%)</b>					
매출액	11.4	14.2	20.1	32.5	5.9
영업이익	332.1	63.8	-45.9	51.4	8.7
EBITDA	220.9	77.9	-27.3	35.4	4.3
순이익	715.2	62.4	-73.1	202.8	12.4
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	10.7	13.1	10.3	9.5	9.6
영업이익률	4.8	6.9	3.1	3.5	3.6
EBITDA 이익률	5.5	8.5	5.2	5.3	5.2
세전이익률	4.2	6.1	1.3	3.0	3.2
순이익률	3.3	4.7	1.0	2.4	2.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	144	35	15	93	94
당기순이익	35	56	15	46	52
자산상각비	7	20	30	34	32
운전자분증감	85	-52	-19	-13	6
매출채권 감소(증가)	-4	-119	121	-24	6
재고자산 감소(증가)	103	59	-44	-8	-4
매입채무 증가(감소)	19	-1	-33	15	2
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	106	88
(-)운전자분증감(감소)	12	23	-56	13	-6
(-)설비투자	72	80	31	16	15
(+)자산매각	1	-1	2	0	0
Free Cash Flow	-20	1	90	77	79
(-)기타투자	-83	43	116	0	0
잉여현금	63	-41	-26	77	79
NOPLAT	40	63	37	54	58
(+) Dep	7	20	30	34	32
(-)운전자분투자	12	23	-56	13	-6
(-)Capex	72	80	31	16	15
OpFCF	-36	-19	92	59	81

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	340	428	357	408	468
현금성자산	158	177	223	243	305
매출채권	58	183	61	84	78
재고자산	107	51	66	74	78
비유동자산	256	377	700	608	584
투자자산	31	64	306	231	224
유형자산	228	302	384	366	350
무형자산	9	11	11	11	10
자산총계	596	804	1,057	1,016	1,052
유동부채	228	429	480	549	583
매입채무	47	62	22	37	39
유동성이자부채	152	308	421	471	501
비유동부채	167	113	277	177	137
비유동이자부채	143	93	260	160	120
부채총계	395	542	757	726	720
자본금	13	14	15	15	15
자본잉여금	50	51	55	55	55
이익잉여금	74	161	184	221	263
자본조정	42	23	31	-16	-16
자기주식	-5	0	-6	-6	-6
자본총계	201	262	300	291	332

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	1,255	2,006	510	1,518	1,655
BPS	6,715	8,689	9,583	9,272	10,677
DPS	0	0	245	250	300
CFPS	2,340	3,771	2,207	3,577	2,979
ROA(%)	5.8	8.0	1.6	4.3	4.7
ROE(%)	20.6	26.2	5.5	16.1	16.6
ROIC(%)	11.3	15.3	6.0	7.5	8.8
<b>Multiples(x, 배)</b>					
PER	4.0	3.8	14.5	5.7	5.2
PBR	0.8	0.9	0.8	0.9	0.8
PSR	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
PCR	2.2	2.0	3.4	2.4	2.9
EV/EBITDA	4.7	4.3	9.0	6.3	5.4
배당수익률	-	-	3.3	2.9	3.5
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	196.5	206.9	252.3	249.6	216.7
Net debt/Equity	68.2	85.5	152.5	133.4	95.1
Net debt/EBITDA	236.1	216.8	609.0	381.4	297.9
유동비율	149.3	99.7	74.3	74.4	80.3
이자보상배율(배)	5.9	7.8	2.3	3.4	3.7
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	64.2	66.8	58.9	58.8	55.0
현금+투자자산	35.8	33.2	41.1	41.2	45.0
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	59.5	60.5	69.4	68.5	65.1
자기자본	40.5	39.5	30.6	31.5	34.9

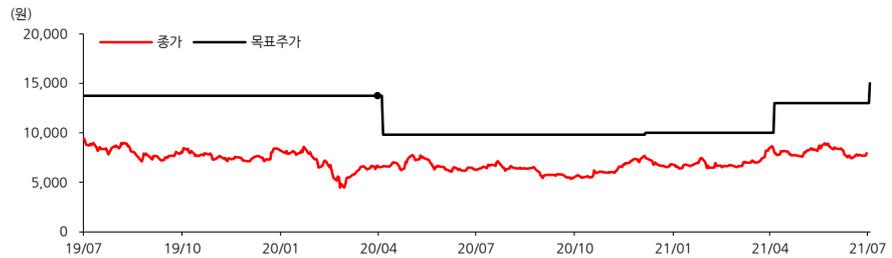
[ Compliance Notice ]

(공표일: 2021년 7월 27일)

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	2019.09.02	2020.01.21	2020.01.29	2020.04.28	2020.07.28	2020.10.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	14,000	14,000	14,000	10,000	10,000	10,000
일 시	2020.12.18	2021.02.26	2021.04.28	2021.06.17	2021.07.27	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	10,000	10,000	13,000	13,000	15,000	

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.04.28	Buy	9,821	-32.88	-12.03
2021.04.28	Buy	13,000	-37.88	-31.23
2021.07.27	Buy	15,000		

[ 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: 2021년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.1%	3.9%	0.0%	100.0%