



도이치모터스 (067990)

싼데 성장성도 있네

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 16,500원

현재 주가(5/30)	10,650원
상승여력	▲54.9%
시가총액	3,290억원
발행주식수	30,895천주
52 주 최고가 / 최저가	12,150 / 6,470원
90 일 일평균 거래대금	115.66억원
외국인 지분율	14.0%
주주 구성	
권오수 (외 3 인)	30.7%
자사주 (외 1 인)	3.2%
자사주 (외 1 인)	2.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.3	26.6	63.3	29.7
상대수익률(KOSDAQ)	-3.3	26.0	71.5	39.0

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,451	1,703	1,977	2,145
영업이익	45	56	71	74
EBITDA	75	88	102	105
지배주주순이익	15	35	44	49
EPS	492	1,175	1,541	1,714
순차입금	588	584	489	553
PER	15.1	6.5	6.9	6.2
PBR	0.8	0.7	0.9	0.8
EV/EBITDA	10.8	9.2	8.0	8.4
배당수익률	3.4	4.6	3.8	4.2
ROE	5.5	11.7	13.3	13.2

주가 추이



2Q에도 양호한 실적을 시현하며 이익 체력 제고가 재확인될 것으로 기대됩니다. 중고차 사업 등을 통해 성장성 또한 확대될 것으로 보입니다.

2Q22에도 양호한 실적 전망

2Q22 실적은 매출액 4,692억원(-5%, 이하 yoy), 영업이익 188억원(-6%), 지배지분 순이익 119억원(-22%)을 전망한다. YoY 기준으로는 감소하나(2Q21 EGR 리콜에 따른 A/S 부문 호실적 거저효과) 상당히 양호한 실적으로 판단한다. 2분기 연속 200억원에 육박하는 영업이익을 기록할 정도로 이익 체력이 제고됐기 때문이다(17~21년 오토월드 제외 연간 영업이익(억원): 133→246→311→368→503).

연간 실적은 가이던스 상회할 것

올해 실적은 매출액 1.98조원(+16%), 영업이익 706억원(+25%), 지배지분 순이익 441억원(+27%)으로 사측의 연간 가이던스(매출액 1.93조원, 영업이익 621억원→ 연결 제거 전)를 상회할 것으로 전망된다. 이는 ①신차(BMW, Porsche) 판매 호조와 수익성 개선→ 대기 수요, 제품 믹스 개선, ②2H22 A/S 부문 실적 개선 여지→ 리콜 수요, ③오토월드 시너지→ 도이치파이낸셜, PNS 등 실적 개선 등에 기인한다.

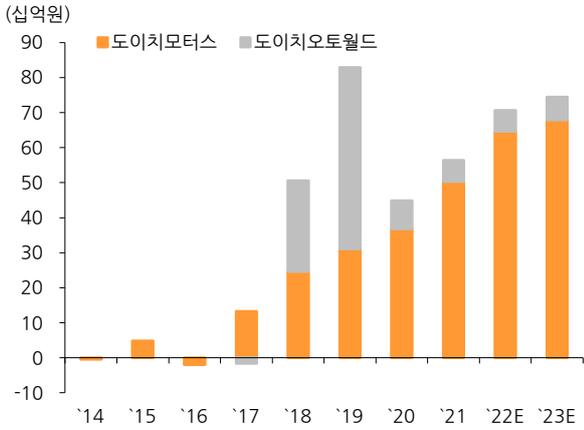
중고차 사업 본격화 등 新 성장 동력 확보를 위한 노력 지속

新 성장 동력 확보를 위한 노력도 지속 중이다. 특히 ①오토월드2 건립 계획→ 도이치파이낸셜 Captive 중고차 채권 확보 용이, PNS(정비) 등 성장 여지 확대, 임대 수익 증가, ②멀티 브랜드 확장 계획→ 구조적 외형 성장, 신차 사이클 상이에 따른 실적 변동성 축소, ③차량차 중고차 사업 본격화→ 2H22 직영(신차 영업소 통한 매입 중심)·중개(오토월드 매매 상사 등의 매물) 가능한 중고차 플랫폼 출시 등이 기대된다.

투자의견 'Buy', 목표주가 16,500원 제시

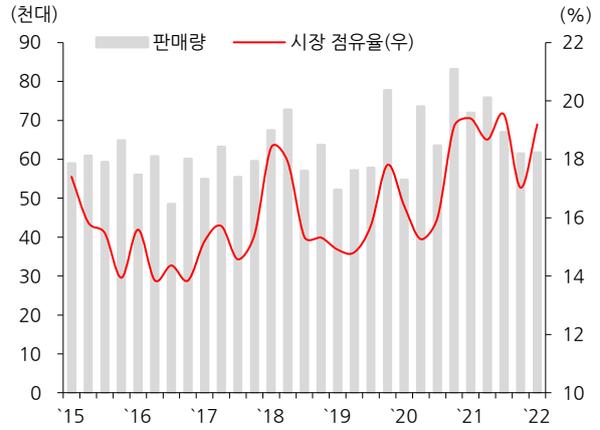
투자의견 'Buy'를 유지한다. ①확인된 신차 부문의 이익 체력 제고, ②오토월드와 시너지 효과를 통한 금융·플랫폼·정비 등 高 부가가치 사업 성장, ③멀티 브랜드 딜러 전략 강화, ④오토월드 네트워크 확대 계획, ⑤차량차를 통한 중고차 사업 본격화 등을 고려 시 아직 기업가치 제고 여지가 크기 때문이다. 목표주가는 실적 추정치 변경에 따라 상향 조정했다(15,000원→16,500원, Implied 22F P/E 12x로 KOSPI 수준).

[그림1] 연간 도이치모터스(ex 오토월드)와 오토월드 영업이익



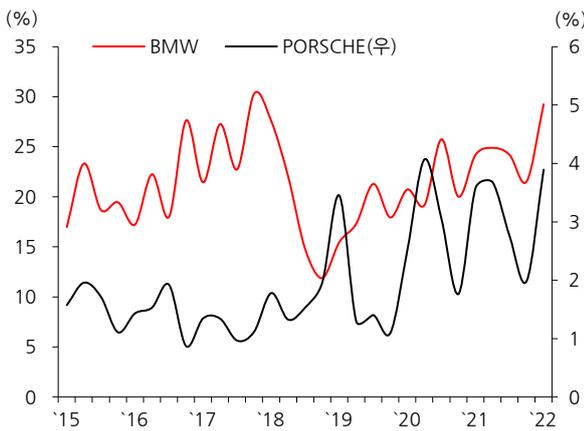
자료: 도이치모터스, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 분기별 수입차 판매와 시장 점유율



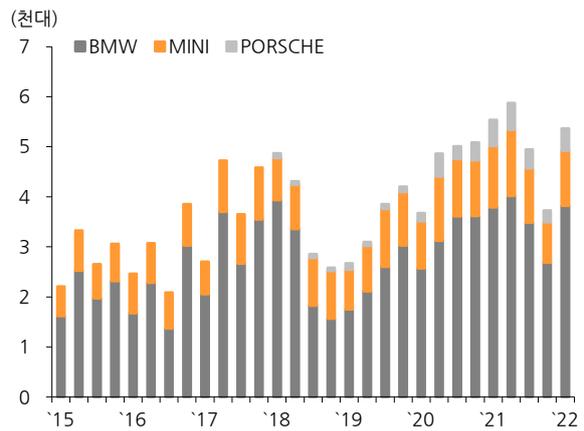
자료: 도이치모터스, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 분기별 BMW, PORSCHE 시장 점유율(수입차 시장 내)



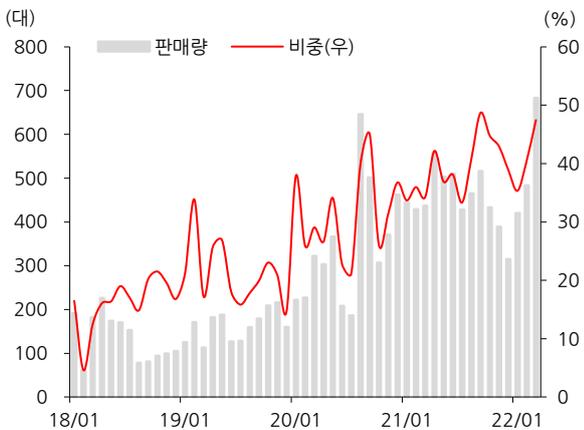
자료: 도이치모터스, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 분기별 도이치모터스 신차 판매량



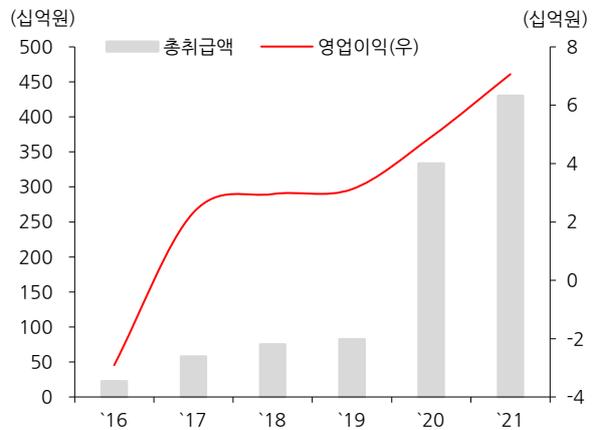
자료: 도이치모터스, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 월별 도이치모터스 X 시리즈 판매량과 비중



자료: 도이치모터스, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 연간 도이치파이낸셜 총 취급액과 영업이익



자료: 도이치모터스, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 도이치모터스 실적 추이와 전망

(단위: 십억원)

	2020	2021	2022E	2023E	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	1,451	1,703	1,977	2,145	441	493	413	356	466	469	478	482
yoy	20.1%	17.4%	16.1%	8.5%	30.1%	41.0%	10.5%	-8.3%	5.7%	-4.7%	15.6%	35.4%
도이치모터스	1,164	1,374	1,598	1,718	344	394	337	299	378	379	380	381
도이치파이낸셜	18	27	34	39	6	7	7	7	8	8	9	9
도이치오토월드	66	21	21	22	7	4	4	5	5	5	5	5
도이치아우토	182	268	285	317	79	85	61	43	74	74	71	66
기타/연결조정	21	14	40	50	5	3	4	2	1	3	14	22
영업이익	45	56	71	74	11	20	14	11	19	19	16	16
yoy	-45.9%	25.6%	25.3%	5.4%	-21.5%	-1.4%	61.0%	483.2%	78.5%	-5.8%	15.7%	40.8%
영업이익률	3.1%	3.3%	3.6%	3.5%	2.5%	4.1%	3.4%	3.2%	4.2%	4.0%	3.4%	3.3%
도이치모터스	26	37	52	47	5	14	10	8	12	13	13	14
도이치파이낸셜	5	7	10	12	1	1	2	2	2	2	3	2
도이치오토월드	8	6	6	7	2	1	1	2	3	1	1	1
도이치아우토	8	11	13	15	4	5	2	0	4	4	3	3
기타/연결조정	-2	-5	-10	-6	-1	-2	-1	-1	-1	-2	-4	-4
세전이익	18	46	60	67	9	19	10	9	16	16	13	14
당기순이익	15	37	46	52	6	14	8	9	12	12	10	11
yoy	-73.1%	142.2%	26.3%	12.0%	-30.8%	흑전	99.9%	272.1%	91.7%	-11.9%	37.6%	30.1%
순이익률	1.0%	2.2%	2.3%	2.4%	1.5%	2.9%	1.8%	2.4%	2.7%	2.6%	2.2%	2.3%
지배지분	15	35	44	49	6	15	8	5	12	12	10	10
비지배지분	1	2	2	3	0	-1	0	3	1	0	1	1

자료: 도이치모터스, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 도이치모터스 RIM(잔여이익모델) Valuation

(단위: 십억원, %, 원)

	2022E	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Net income	44	49	54	58	62	66	69	73	79	84
Book Value	347	386	427	472	517	565	613	664	720	778
F.ROE	13.3	13.3	13.2	12.9	12.6	12.2	11.7	11.5	11.4	11.2
Spread(F.ROE-COE)	3.8	3.8	3.7	3.4	3.0	2.6	2.2	1.9	1.9	1.7
Residual income	13	15	16	16	16	15	14	13	14	13
COE	9.5									
Risk Free	3.2									국고채(3년) 5월 평균 금리
Risk Premium	9.3									
Beta	0.7									1Yr, D 기준
PV of Residual income	91									
PV of Terminal value	136									
Current Book value	313									
Equity value	540									
Total number of stocks	32,982									전환사채 물량 포함 주식 수
Fair Price	16,375									'22F Implied PER 12x
12M Target Price	16,500									

자료: 도이치모터스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,209	1,451	1,703	1,977	2,145
매출총이익	158	149	168	191	203
영업이익	83	45	56	71	74
EBITDA	103	75	88	102	105
순이자손익	-10	-17	-17	-15	-15
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	74	18	46	60	68
당기순이익	56	15	37	46	52
지배주주순이익	56	15	35	44	49
증가율(%)					
매출액	14.2	20.1	17.4	16.1	8.5
영업이익	63.8	-45.9	25.6	25.3	5.5
EBITDA	77.9	-27.3	17.1	16.3	2.8
순이익	62.4	-73.1	142.2	26.5	12.3
이익률(%)					
매출총이익률	13.1	10.3	9.9	9.7	9.5
영업이익률	6.9	3.1	3.3	3.6	3.5
EBITDA 이익률	8.5	5.2	5.2	5.2	4.9
세전이익률	6.1	1.3	2.7	3.1	3.2
순이익률	4.7	1.0	2.2	2.3	2.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	35	15	48	170	-28
당기순이익	56	15	37	46	52
자산상각비	20	30	32	32	31
운전자본증감	-52	-19	-40	-12	-18
매출채권 감소(증가)	-139	52	-41	-31	-7
재고자산 감소(증가)	59	-44	18	-15	-6
매입채무 증가(감소)	-1	-33	5	9	16
투자현금흐름	-89	-68	-58	-79	-34
유형자산처분(취득)	-79	-28	-22	-30	-25
무형자산 감소(증가)	-2	-1	-2	-2	-1
투자자산 감소(증가)	-3	-21	-1	-12	-3
재무현금흐름	71	37	9	-28	-5
차입금의 증가(감소)	79	51	20	-20	0
자본의 증가(감소)	11	8	-1	-8	-5
배당금의 지급	0	0	-9	-10	-11
총현금흐름	105	63	85	182	-10
(-)운전자본증가(감소)	5	-50	-28	12	18
(-)설비투자	80	31	24	30	25
(+)자산매각	-1	2	0	-2	-1
Free Cash Flow	20	84	89	138	-54
(-)기타투자	53	87	100	35	5
잉여현금	-33	-3	-11	103	-59
NOPLAT	63	37	45	54	57
(+) Dep	20	30	32	32	31
(-)운전자본투자	5	-50	-28	12	18
(-)Capex	80	31	24	30	25
OpFCF	-1	86	80	44	45

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	339	206	199	335	294
현금성자산	100	75	76	152	87
매출채권	184	62	56	87	94
재고자산	51	66	50	65	71
비유동자산	373	698	701	853	947
투자자산	64	305	486	638	736
유형자산	298	381	199	198	193
무형자산	11	11	16	17	17
자산총계	804	1,057	1,121	1,189	1,241
유동부채	429	480	480	609	664
매입채무	65	28	39	49	65
유동성이자부채	308	417	397	477	527
비유동부채	113	277	290	190	140
비유동이자부채	97	246	263	163	113
부채총계	542	757	769	799	804
자본금	14	15	15	15	15
자본잉여금	51	55	57	57	57
이익잉여금	161	184	212	246	283
자본조정	23	31	30	32	40
자기주식	0	-6	-7	-7	-7
자본총계	262	300	352	389	437

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	1,960	492	1,175	1,541	1,714
BPS	8,847	9,768	10,580	11,798	13,323
DPS	0	255	350	400	450
CFPS	3,684	2,128	2,883	6,149	-329
ROA(%)	8.0	1.6	3.2	3.8	4.0
ROE(%)	26.2	5.5	11.7	13.3	13.2
ROIC(%)	15.8	6.3	6.3	7.1	6.5
Multiples(x, %)					
PER	3.8	15.1	6.5	6.9	6.2
PBR	0.9	0.8	0.7	0.9	0.8
PSR	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1
PCR	2.0	3.5	2.6	1.7	-
EV/EBITDA	5.0	10.8	9.2	8.0	8.4
배당수익률	-	3.4	4.6	3.8	4.2
안정성(%)					
부채비율	206.9	252.3	218.7	205.1	184.1
Net debt/Equity	116.3	196.1	166.1	125.6	126.7
Net debt/EBITDA	294.9	782.9	664.2	478.2	525.9
유동비율	79.0	42.8	41.4	55.0	44.3
이자보상배율(배)	7.8	2.3	3.2	4.0	4.4
자산구조(%)					
투하자본	74.2	64.9	55.6	51.3	53.3
현금+투자자산	25.8	35.1	44.4	48.7	46.7
자본구조(%)					
차입금	60.7	68.9	65.3	62.2	59.5
자기자본	39.3	31.1	34.7	37.8	40.5

[Compliance Notice]

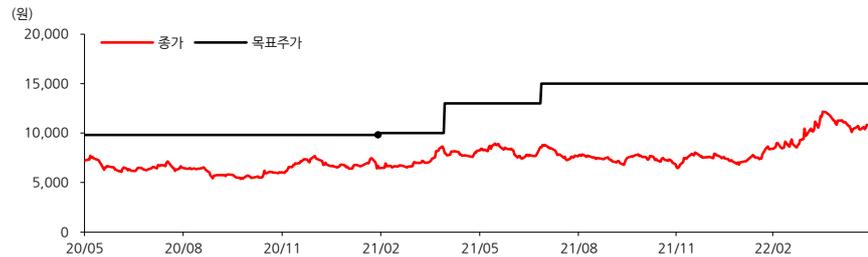
(공표일: 2022년 5월 30일)

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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[도이치모터스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2020.07.28	2020.10.29	2020.12.18	2021.02.26	2021.04.28	2021.06.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	10,000	10,000	10,000	10,000	13,000	13,000
일 시	2021.07.27	2021.10.27	2022.05.30			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	15,000	15,000	16,500			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.04.28	Buy	13,000	-37.82	-31.23
2021.07.27	Buy	15,000	-44.17	-19.00
2022.05.30	Buy	16,500		

[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: 2022년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.1%	4.9%	0.0%	100.0%