도이치모터스(067990)

Not Rated

아직 보여줄 것이 많다

딜러사에서 토탈 플랫폼사로 변화 중

도이치모터스는 BMW시리즈, MINI COOPER 등을 수입, 판매하는 BMW의 공식 딜러사이다. 신차 판매뿐만 아니라 중고차 판매 및 A/S 사업을 영위하고 있으며 자회사 도이치파이낸셜(할부, 리스), G-Car(온라인 플랫폼), 도이치PNS(부품 판매, 정비), DAFS(금융알선, 렌터카), 도이치아우토(Porsche 판매) 등을 통해 금융, 온라인, 부품 사업 등을 영위하고 있다. 이에 더해 자회사 도이치오토월드(2020년 완공)를 통해 단일 규모 세계 최대 자동차 매매단지를 운영할 예정으로 온·오프라인 플랫폼을 모두 갖춘 자동차 전문기업으로 거듭날 것으로 전망된다.

신차 부문: 실적 정상화와 함께 계절성 완화 기대

신차(BMW, MINI) 판매는 연결 매출액의 61.2%, 영업이익의 14.7%를 차지한다. 3분기 신차 판매는 전년동기대비 25.6% 감소했다. BMW 차량 화재에 따라 판매가 부진했고 4분기 X시리즈 및 내년 초 3시리즈 풀체인지를 앞두고 수요가 지연됐기 때문이다. 풀체인지 모델에 대한 대기수요와 함께 3시리즈 재고 소진도 예정되어 있어 4분기를 시작으로 신차 부문의 실적 개선이 예상된다. 이와 동시에 이익 변동성도 완화될 예정이다. 도이치모터스는 그동안 주력 세그먼트의 풀체인지 스케줄에 따라 실적 변동성이 컸다. 그러나 지난 5월 자회사를 통해 포르쉐 전시장을 인수했고 추가적으로 매장을 늘려나갈 예정이다. 브랜드 다각화를 통한 이익 변동성 완화가 신차 부문의 안정적인 성장에 기여하기 시작할 것으로 예상된다.

A/S 부문: 일회성 실적보다는 구조적 성장에 주목

3분기 A/S 부문의 매출액과 영업이익은 각각 301억(+42.1% YoY), 30억(흑자전환)을 기록했다. A/S 부문의 실적 비중은 전체 매출액과 영업이익 대비 각각 13.1%(+3.9%p YoY), 16.9%(+17.4%p YoY)로 상승했고 영업이익률도 9.9%(+10.0%p YoY)로 개선됐다. 지난해 신규 서비스 센터 확충과 함께 올해 BMW 리콜 사태로 가동률이 급등했기 때문이다. BMW 전사 리콜 대상은 16만대이고 현재 리콜 진행도는 70% 수준이며 2019년 1분기까지 완료할 예정이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2014A	535	(0)	0	13	NM	6	353.8	59.5	2.1	0.6	0.0
2015A	662	5	4	168	1,192.3	12	22.5	28.0	1.6	7.8	0.0
2016A	673	(2)	(2)	(65)	NM	4	NM	92.9	2.0	(2.7)	0.0
2017A	950	12	4	146	NM	18	39.2	24.3	1.0	3.5	0.0
2018F	1,091	50	29	1,129	673.6	60	4.5	6.8	0.8	18.4	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

Value	**Growth**	Turn around	Issue

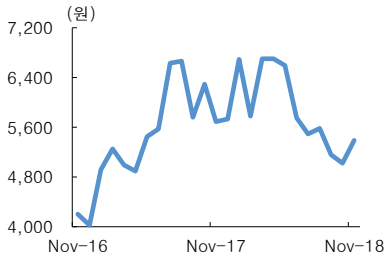
Stock Data

주가(11/5, 원)	5,390
시가총액(십억원)	142
자본금(십억원)	13
52주 최고/최저가(원)	7,200/4,680
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	1,550
외국인지분율(%)	4.6
유동주식비율(%)	63.3
주요주주(%) 권오수 외 2 인	32.8

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.5)	(20.0)	(12.9)
KOSDAQ 대비(%p)	8.0	(0.8)	(11.6)

주가추이



자료: WISEfn

윤철환
chyoon@truefriend.com

A/S 부문의 괄목한 만한 성장은 단기에 그치지 않을 것으로 전망한다. 리콜 정비로 인해 지연된 고마진 정비가 2019년까지 지속될 예정인 가운데, 신규 서비스 센터(미사, 성수)가 조기에 손익분기점을 돌파한 가운데 설비가동률이 상승했기 때문이다. 2019년에도 제주(2분기), 위례(미확정) 서비스 센터를 개장하여 A/S 사업을 확대할 예정이고 이와 동시에 수익성 높은 Full shop 비중을 늘려나갈 예정이다.

도이치오토월드: 빙산의 일각에 불과한 분양사업

2020년 상반기 완공 예정인 수원 자동차 매매단지는 총 공사비 약 3,500억원의 대규모 신사업이다. 완공시 단일 규모 세계 최대 자동차 매매단지(지하 6층 지상 4층)이며 현재 굴토작업을 마무리하고 골조작업을 시작한 상태이다. 3분기말 기준으로 공정률은 15%에 이르며 연말까지는 30%에 이를 것으로 추정된다. 골조작업 개시에 따라 공정률 인식 속도가 기존보다 빨라져 2020년 완공 전까지는 분양수익이 영업이익 내에서 압도적인 비중을 차지할 전망이다. 매매단지 완공 이전에는 공정률에 따라 분양수익을 인식하고 완공 이후에는 임대 수익과 운영 수익이 창출되는 구조이다. 완공 이후에는 연간 120억 가량의 수익이 안정적으로 창출되어 과거와 달리 이익 안정성이 강화될 것으로 예상한다.

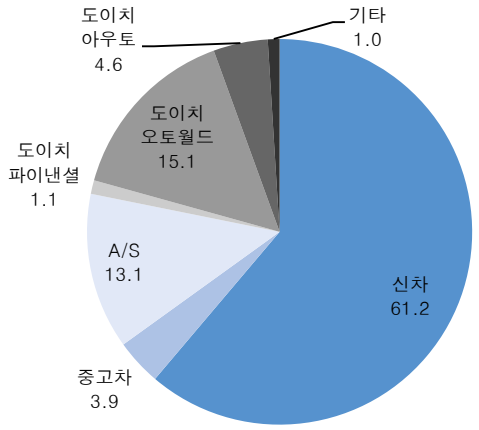
도이치파이낸셜: 전사 시너지의 핵심

도이치오토월드의 핵심은 완공 전 일회성 분양수익보다는 완공 후 도이치파이낸셜과의 시너지 효과 증폭에 있다. 도이치오토월드는 약 12,000대의 차량을 전시할 수 있으며 연간 기준으로는 약 140,000대를 전시할 수 있을 것으로 예상된다. 완공 이후 중고차 채권이 연간 5,000억원 가량 유지되는 시점에는 임대 및 운영 수익과는 별도로 연간 150억~200억원의 수익을 창출할 것으로 추산된다. 도이치오토월드 내에 전시된 차량을 자사 온라인 플랫폼(G-car)을 통해 판매 할 수 있어 허위매물을 효과적으로 차단할 수 있다. 기존 온라인 중고차 판매 플랫폼대비 매물 신뢰성이 높을 것으로 예상되어 중고차 사업의 성공과 이에 따른 리레이팅 가능성이 높다고 판단된다.

실적 및 향후 전망

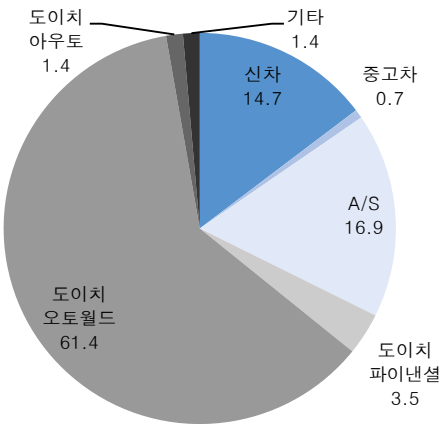
연결기준 2018년 예상 매출액과 영업이익은 각각 1조 910억원(+14.8% YoY)과 500억원(+327.8% YoY)이다. 신차 부문의 수익성이 일부 개선되는 가운데 A/S 부문의 성장이 이어지고 자회사 도이치오토월드의 공정률이 30%에 이를 것으로 가정했다. 최근 주가에는 리콜 사태에 따른 신차 판매에 대한 과도한 우려와 분양수익에 편중된 수익구조로 인한 이익 영속성에 대한 의구심이 반영되어 있다. 도이치모터스는 오토월드의 완공 이후 신차, 중고차, A/S, 파이낸셜, 브랜드 유니버스 등 영위하고 있는 모든 분야에서 시너지를 통한 비약적인 발전이 가능할 뿐만 아니라 안정적인 이익을 창출하여 이익 변동성도 급감할 것으로 예상된다. 일회성 수익에 대한 의구심보다는 지속될 성장성과 밸류에이션 메리트를 동시에 고려할 시점이라고 판단한다.

[그림 1] 매출액 구성(3Q18)



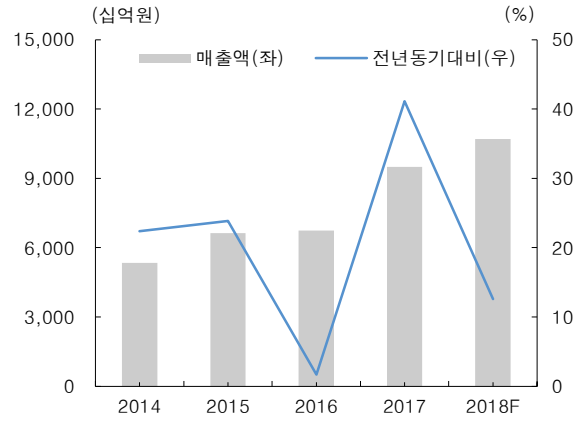
자료: 도이치모터스, 한국투자증권

[그림 2] 영업이익 구성(3Q18)



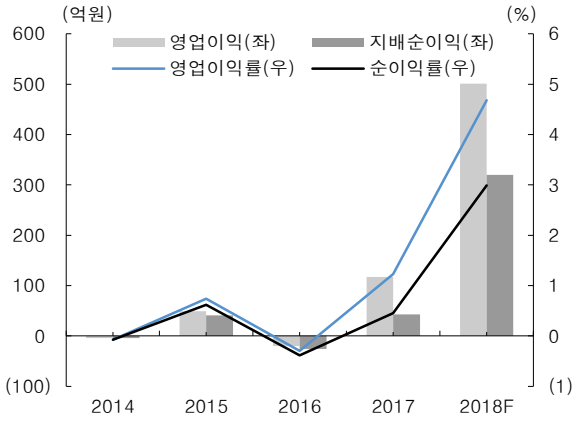
자료: 도이치모터스, 한국투자증권

[그림 3] 매출액 추이



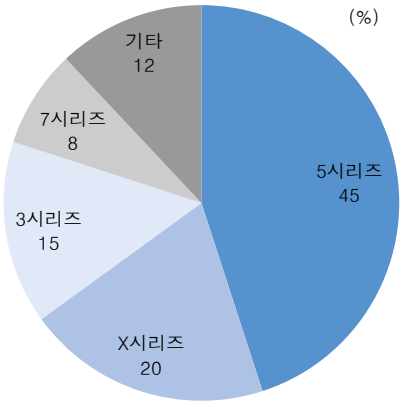
자료: 도이치모터스, 한국투자증권

[그림 4] 영업이익 추이



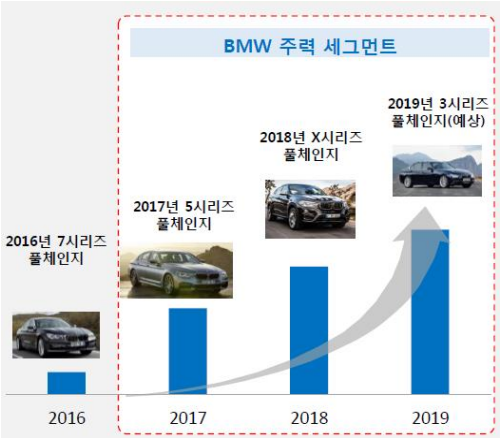
자료: 도이치모터스, 한국투자증권

[그림 5] 모델별 매출 비중(2018)



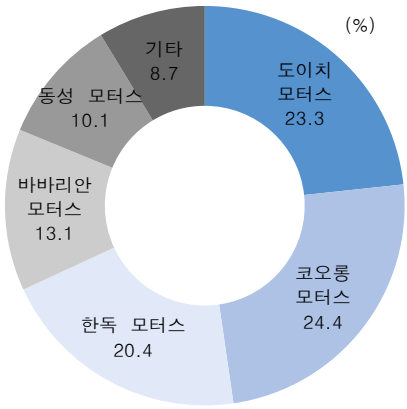
자료: 도이치모터스, 한국투자증권

[그림 6] BMW그룹 풀체인지 스케쥴



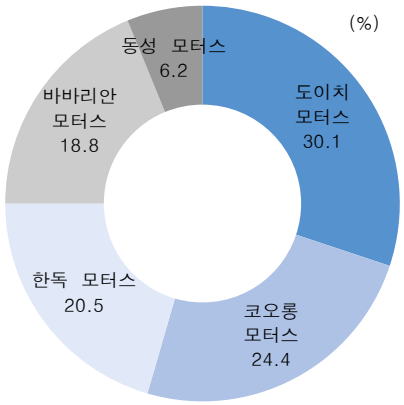
자료: 도이치모터스, 한국투자증권

[그림 7] 수입차 딜러사 국내 시장 점유율(2017)



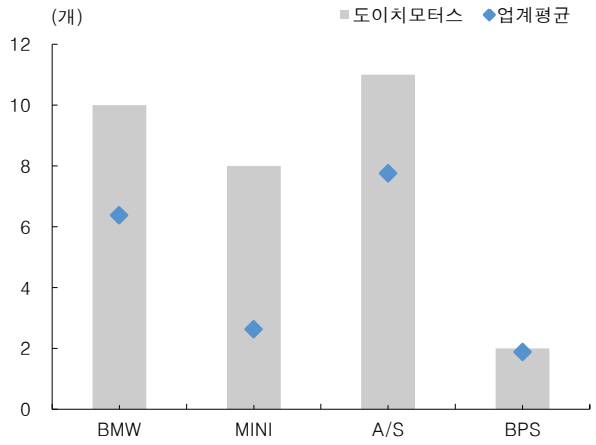
자료: 도이치모터스, 한국투자증권

[그림 8] 수입차 딜러사 서울/경기 점유율(2017)



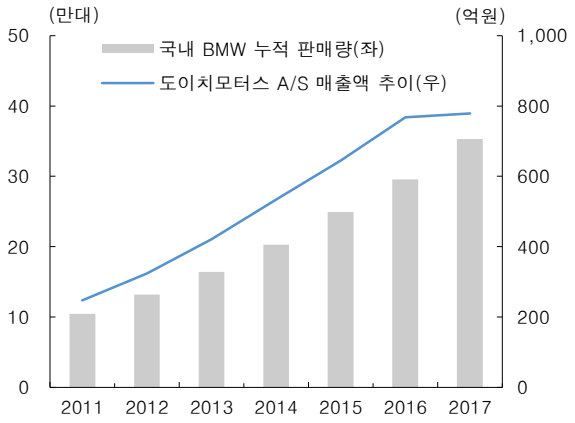
자료: 도이치모터스, 한국투자증권

[그림 9] 사업 부문별 매장수(2017)



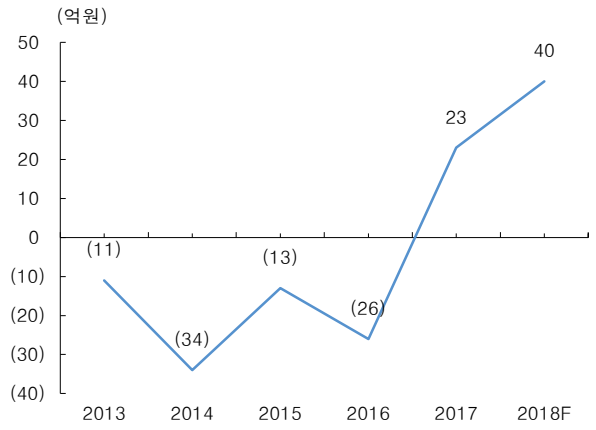
자료: 도이치모터스, 한국투자증권

[그림 10] 국내 BMW 판매량 및 도이치모터스 A/S 매출액 추이



자료: 도이치모터스, 한국투자증권

[그림 11] 도이치파이낸셜 영업이익 추이 및 전망



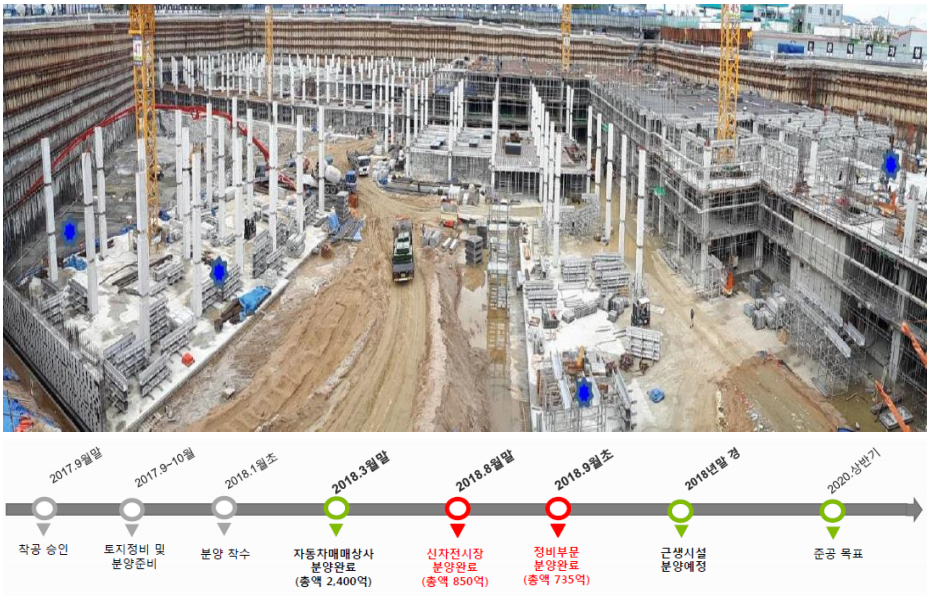
자료: 도이치모터스, 한국투자증권

[그림 12] 도이치오토월드 층별 구성

지붕	주차장		
4F	주차장		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	기계전기실		

자료: 도이치모터스, 한국투자증권

[그림 13] 도이치오토월드 공사 현장



주: 2018년 9월 30일, 공정률 약 15% 달성
자료: 도이치모터스, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

도이치모터스는 2002년에 설립되어 2009년에 코스닥에 상장한 BMW, MINI, Porsche 등의 수입차 딜러사. 신차 수입 및 판매, 수입 인증 중고차 판매, A/S 사업을 영위. 자회사로 도이치오토월드(100%), 도이치파이낸셜(56.2%), G-Car(81.3%), 도이치PnS(70.0%), DAFS(100%), 도이치아우토(100%) 등을 보유하고 있으며 할부 금융업, 차량 정비, 부품 판매, 렌터카 등의 사업을 영위. 2016년에 자회사 도이치오토월드를 설립하여 수원에 자동차 복합단지를 개발 중에 있으며 2020년 3월 완공 예정.

- 풀체인지 모델: 차의 외형과 기계적인 요소를 크게 변경하되 기존 차명을 그대로 사용하거나 일부를 수정한 모델
- 볼륨 모델: 가장 많이 팔리는 차종으로, 도이치모터스의 볼륨 모델은 BMW 5, X, 3, 7시리즈 등이 있음
- BPS(BMW premium service): BMW 인증 중고차 서비스
- Full shop: 단순히 부품을 교환하는 등의 일반정비를 비롯하여 판금 및 도장이 가능한 A/S 센터
- 리콜: 회사측이 제품의결함을 발견하여 보상해주는 소비자보호제도. 결함보상, 소환수리라고 함

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F
유동자산	95	129	190	186	217
현금성자산	32	41	57	52	40
매출채권및기타채권	29	31	39	56	50
재고자산	26	43	78	64	95
비유동자산	121	97	154	289	269
투자자산	17	8	8	10	11
유형자산	92	77	134	269	237
무형자산	5	6	5	6	10
자산총계	370	391	433	558	595
유동부채	191	249	269	255	254
매입채무및기타채무	12	14	26	14	53
단기차입금및단기사채	137	158	212	174	163
유동성장기부채	1	60	18	41	18
비유동부채	121	82	67	137	143
사채	13	0	10	0	0
장기차입금및금융부채	64	65	46	111	117
부채총계	312	331	337	392	397
지배주주지분	54	57	66	147	164
자본금	13	13	13	13	13
자본잉여금	38	38	47	47	47
기타자본	(19)	(21)	(20)	(18)	(18)
이익잉여금	24	29	27	30	58
비지배주주지분	3	4	31	19	34
자본총계	58	60	97	166	198

손익계산서

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F
매출액	535	662	673	950	1,091
매출원가	494	614	625	876	981
매출총이익	40	48	48	74	110
판매관리비	41	43	50	62	60
영업이익	(0)	5	(2)	12	50
금융수익	1	1	1	1	1
이자수익	0	1	1	1	1
금융비용	4	3	4	7	8
이자비용	4	3	4	7	8
기타영업외손익	3	3	3	1	1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	(1)	6	(2)	6	43
법인세비용	(0)	2	0	2	11
연결당기순이익	(0)	4	(3)	4	33
지배주주지분순이익	0	4	(2)	4	29
기타포괄이익	(0)	(0)	(1)	77	77
총포괄이익	(1)	4	(3)	81	110
지배주주지분포괄이익	(0)	4	(2)	81	95
EBITDA	6	12	4	18	60

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F
영업활동현금흐름	(103)	(3)	33	(4)	36
당기순이익	(0)	4	(3)	4	33
유형자산감가상각비	6	7	6	6	8
무형자산상각비	0	1	1	1	1
자산부채변동	(117)	(20)	23	(24)	(20)
기타	8	5	6	9	14
투자활동현금흐름	(12)	(2)	(89)	(42)	(14)
유형자산투자	(10)	(13)	(93)	(39)	(10)
유형자산매각	0	13	5	0	0
투자자산순증	5	(0)	1	(4)	(4)
무형자산순증	(2)	(1)	0	(0)	0
기타	(5)	(1)	(2)	1	0
재무활동현금흐름	141	14	71	41	(34)
자본의증가	8	0	40	0	0
차입금의순증	136	16	31	43	(29)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(3)	(2)	0	(2)	(5)
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	25	9	16	(5)	(12)

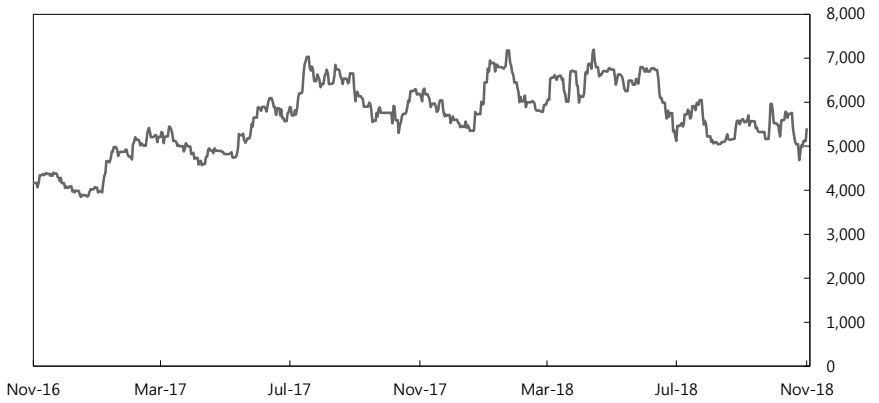
주: K-IFRS (연결) 기준

주요투자지표

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F
주당지표(원)					
EPS	13	168	(65)	146	1,129
BPS	2,199	2,342	2,683	5,769	6,431
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	22.4	23.8	1.7	41.1	14.8
영업이익증가율	NM	NM	NM	NM	328.5
순이익증가율	NM	1,289.5	NM	NM	673.7
EPS증가율	NM	1,192.3	NM	NM	673.6
EBITDA증가율	(1.5)	116.7	(65.0)	329.8	229.5
수익성(%)					
영업이익률	(0.1)	0.7	(0.3)	1.2	4.6
순이익률	0.1	0.7	(0.2)	0.4	2.6
EBITDA Margin	1.0	1.8	0.6	1.9	5.5
ROA	(0.1)	1.1	(0.6)	0.9	5.7
ROE	0.6	7.8	(2.7)	3.5	18.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	NM	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	209	238	223	275	243
차입금/자본총계비율(%)	427.6	485.6	303.5	204.5	156.6
Valuation(X)					
PER	353.8	22.5	NM	39.2	4.5
PBR	2.1	1.6	2.0	1.0	0.8
EV/EBITDA	59.5	28.0	92.9	24.3	6.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
도이치모터스 (067990)	2017.01.15	NR	-	-	-
	2018.01.15	1년경과		-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 11월 5일 현재 도이치모터스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.