

도이치모터스(067990)

Not rated

턴어라운드를 향한 질주

Value	Growth	Turn around	Issue
-------	--------	-------------	-------

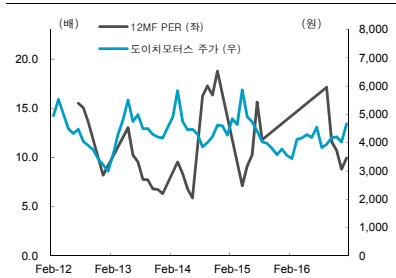
Stock Data

KOSPI(1/13)	2,077
주가(1/13)	4,665
시가총액(십억원)	123
발행주식수(백만)	26
52주 최고/최저가(원)	4,745/3,270
일평균거래대금(6개월, 백만원)	473
유동주식비율/외국인지분율(%)	63.3/0.9
주요주주(%)	권오수 외 2인 32.8
	타이코2013사모투자전문회사 8.9

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	16.9	17.4	37.0
상대주가(%p)	14.9	13.8	28.6

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

플체인지로 돌아온 BMW의 베스트 셀러

2017년 신차 판매가 빠르게 늘어날 전망이다. 2017년 3월 BMW의 베스트 셀러 모델인 5 시리즈가 6년만에 플체인지되어 돌아왔기 때문이다. 도이치모터스의 신차 판매 매출은 전체 매출의 80%를 차지한다. 신차의 80%가 BMW 차량이고(MINI 20%) 이 중 5 시리즈 비중은 35~45%로 추정된다. 2016년 신차 판매가 신차 라인업 부재로 큰 폭으로 감소했으나, 신형 5시리즈에 의해 빠르게 턴어라운드할 것이다. ASP(Average Selling Price)도 상승할 전망이다. 구형 모델은 공격적 프로모션으로 ASP가 낮았는데 신차는 프로모션이 제한적인 만큼 ASP가 상승한다. 경쟁 환경도 우호적이다. Mercedes-Benz의 점유율이 빠르게 상승하고 있지만, 폭스바겐게이트로 Audi의 점유율이 크게 하락했다.

대형 A/S 센터 오픈으로 고수익성 매출 증가

고수익의 A/S 매출도 증가할 것이다. 성수동 통합 A/S 센터가 2017년 5월 오픈한다. A/S 작업대가 현재 145개 (일반 108개, 판금/도장 37개)에서 195개(일반 141개, 판금/도장 54개)로 34.5% 늘어난다. 특히 일반 수리 대비 수익성이 좋은 판금/도장 작업대 수가 기존 대비 45.9% 증가한다. A/S 매출은 2010년에서 2015년까지 연평균 30.9% 증가했다. BMW의 수입자동차 점유율은 2011년 22.2%(vs. 2009년 15.8%)로 정점을 찍었다. 5년이 지난 만큼 A/S 수요가 예년보다 증가할 것이다. A/S 신청 시 약 1주 이상의 대기가 필요한 초과수요 상태인 만큼 향후 A/S 매출 증가세가 가속화될 것이다.

미래에셋캐피탈의 증자 참여로 이자 스프레드 확대

주요 자회사인 도이치파이낸셜은 이자 스프레드 확대로 흑자 전환할 전망이다. 도이치파이낸셜 실적은 자본금 한계와 높은 조달 금리로 장기적으로 부진했다. 그러나 2017년부터 영업환경이 개선될 것이다. 미래에셋캐피탈이 제3자 배정 유상증자에 참여해 자본금 300억원을 확보했다. 이번 증자를 통해 5~6% 수준의 높은 조달 금리가 큰 폭으로 낮아진 것으로 보인다. 또한 도이치모터스의 수원 증고차 복합단지가 2018년 말 오픈 예정인데다 인증 증고차 사업(BPS, BMW Premium Selection)이 확대되고 있다. 대출금리가 8~11%로 높은 증고차 대출 비중이 상승할 것이다.

실적 & Valuation

2017년에는 큰 폭의 흑자전환이 가능할 전망이다. 2017년 매출액과 영업이익은 각각 7,807억원(+15.0% YoY)과 125억원(흑자전환)으로 추정된다. 1) BMW의 베스트 셀러 5 시리즈 플체인지 출시, 2) 성수동 통합 A/S 센터 오픈, 3) 도이치파이낸셜의 흑자전환이 예상되기 때문이다. 최근 주가 상승에도 불구하고 2017년 PER은 9.6배 수준이다. 턴어라운드의 초입으로 2017년 실적 개선세가 아직 본격적으로 주가에 반영되지 않았다.

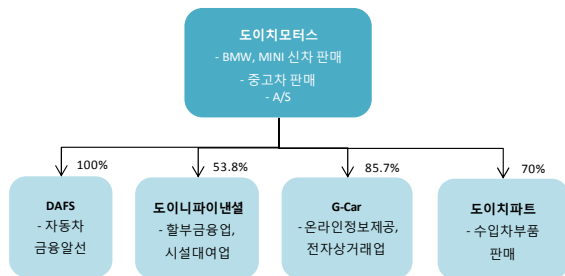
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2014A	535	(0)	0	13	NM	6	353.8	55.0	2.1	0.6	-
2015A	662	5	4	168	1,192.3	12	22.5	25.6	1.6	7.8	-
2016F	679	(5)	(3)	(121)	NM	3	NM	110.7	1.8	(5.6)	-
2017F	781	13	12	484	NM	21	9.6	17.2	1.7	20.6	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

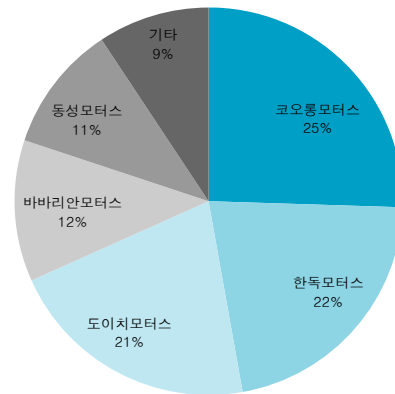
기업 개요 및 투자 포인트

도이치모터스는 BMW 차량을 국내에 판매하는 딜러 업체다. 2015년 점유율은 21.1%로 3위다. 연결 자회사로는 도이치파이낸셜(할부금융 및 시설대여), G-Car(온라인 서비스 및 전자상거래), DAFS(자동차 금융알선), 도이치파트(부품판매)가 있다. BMW 전시장 9개, BMW/MINI 서비스센터 11개, MINI 전시장 7개, BMW/MINI 인증 수입중고차 센터 2개 등을 보유하고 있다. 연결 기준 2015년 매출액 비중은 신차 판매 82.8%, 중고차(BPS) 4.1%, A/S 10%, 도이치파이낸셜 2.8%, 그리고 기타가 1.1%다. 투자포인트는 1) BMW의 베스트 셀러 5 시리즈 풀체인지 출시로 신차 판매량은 늘고 프로모션(매출 할인)이 줄어 외형성장이 커지고, 2) 도이치파이낸셜의 이자 스프레드 확대로 흑자전환이 예상되며, 3) 통합 A/S 센터 오픈으로 고수익의 A/S 매출이 늘어난다는 점이다.

[그림 1] 주요 연결 자회사



[그림 2] BMW 딜러사 점유율



자료: 도이치모터스

자료: 도이치모터스

<표 1> BMW 딜러사 전시장 현황

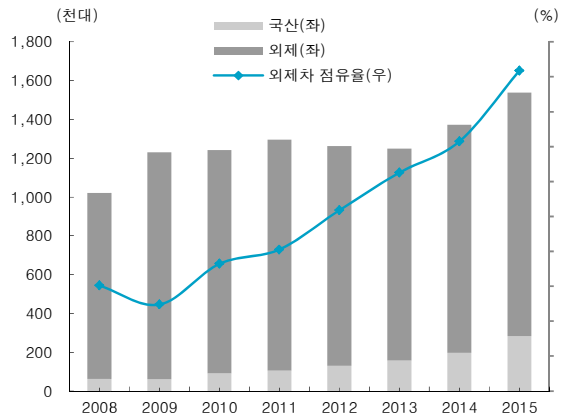
	BMW	MINI	A/S	BPS	분포지역
도이치모터스	9	7	11	2	수도권, 강원, 대전, 제주
코오롱모터스	10	4	17	6	전국
한독모터스	8	0	10	1	수도권
바바리안모터스	4	5	4	2	수도권
동성모터스	6	3	6	1	경상도
내셔널모터스	4	0	4	1	전라도
삼천리모터스	2	0	2	1	충청도
신호모터스	3	0	3	0	서울
합계	46	19	56	14	

주: BPS - BMW Premium Selection의 약자로 중고차 판매 매장
 자료: 도이치모터스

국내 자동차 산업의 외제차 현황 및 성격

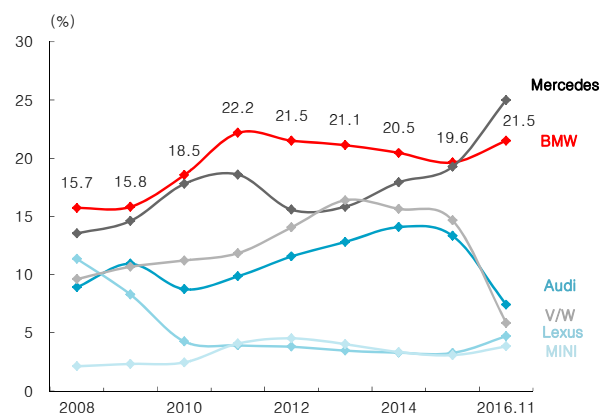
2015년 기준 자동차 판매량은 153.9만대로 전년 대비 12.1% 증가했다. 외제차가 43.8%, 국산차가 6.8% 증가했다. 외제차가 국산차보다 판매량 증가에 더 큰 영향을 미쳤다. 외제차 점유율은 2009년 5%에서 2015년 18.3%로 급격히 상승했다. 반면 2016년 외제차 판매는 부진했던 것으로 파악된다. 폭스바겐에서 시작된 디젤게이트 영향으로 폭스바겐 그룹(폭스바겐, 아우디, 포르쉐 등)의 판매 정지 영향이 컸기 때문이다. 다만 이는 일시적인 현상이라고 판단된다. 외제차 구매 고객의 연령대가 계속해서 낮아지며 외제차 수요 증가는 당분간 지속될 전망이다.

[그림 3] 국산, 외제 차량 판매 추이



자료: 국토교통부

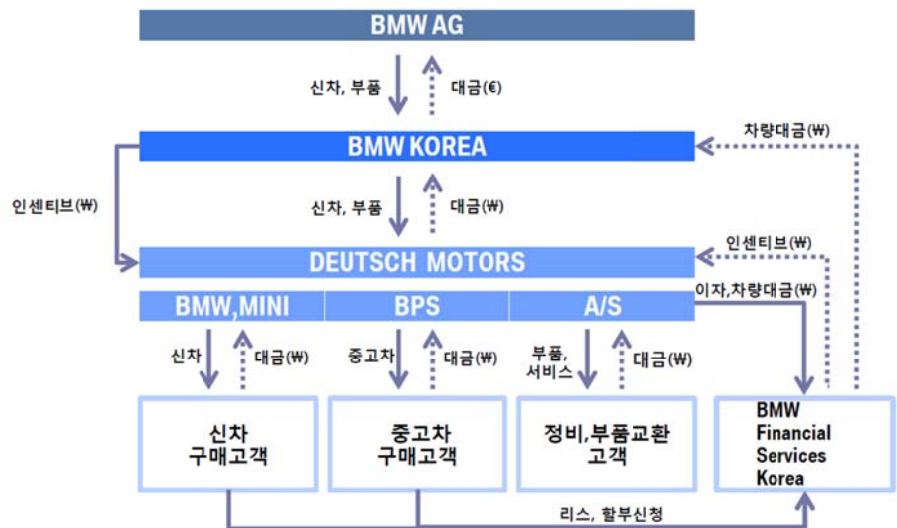
[그림 4] 주요 외제차 브랜드별 판매 점유율



자료: 한국수입자동차협회

BMW는 8개 딜러를 통해 국내에 차량을 판매하고 있다. 딜러사는 BMW Korea를 통해 원화로, BMW Korea는 BMW 본사로부터 유로화로 차량과 부품을 구매하는 구조다. 이에 딜러사들은 환율 변동에 따른 영향이 없다. 도이치모터스가 BMW Korea로부터 구매하는 차량과 부품 대금의 결제는 우선 BMW 파이낸셜이 지급하고, 이후 도이치모터스가 BMW 파이낸셜에 지급하는 구조다. 판매 지원금은 BMW Korea와 딜러사가 공동으로 부담하는데 이는 매출 할인으로 인식되어 비용에 미치는 영향은 없다.

[그림 5] 딜러사 대금결제 구조



자료: 도이치모터스

플체인지로 돌아온 BMW의 베스트 셀러

2017년 신차 판매가 빠르게 늘어날 전망이다. 2017년 3월 BMW의 베스트 셀러 모델인 5 시리즈가 6년만에 플체인지되어 돌아왔기 때문이다. 도이치모터스의 신차 판매 매출은 전체 매출의 80%를 차지한다. 신차의 80%가 BMW 차량이고(MINI 20%) 이 중 5 시리즈 비중은 35~45%로 추정된다. 2016년 신차 판매가 신차 라인업 부재로 큰 폭으로 감소했으나, 신형 5시리즈에 의해 빠르게 턴어라운드할 것이다. ASP도 상승할 전망이다. 구형 모델은 공격적 프로모션으로 ASP가 낮다. 2016년의 경우 5 시리즈 플체인지를 앞두고 공격적인 프로모션을 진행했다. 대당 1,000만원 전후의 지원이 있었던 것으로 파악된다. 그러나 신차는 프로모션이 제한적인 만큼 ASP가 상승한다. 경쟁 환경도 우호적이다. Mercedes-Benz의 점유율이 빠르게 상승하고 있지만, 폭스바겐게이트로 Audi의 점유율이 크게 하락했다.

[그림 6] BMW 5 시리즈 플체인지 모델



자료: 네이버 이미지

[그림 7] 스마트키에 디스플레이를 탑재해 연료 및 각종 서비스 안내



자료: 네이버 이미지

〈표 2〉 신형 5 시리즈 제원, 기능, 가격 정보

	단위	520d M Pack	520d xDrive M Pack	530i M Pack	530i xDrive M Pack	530d M Pack
가격	만원	6,630	7,120	6,990	7,340	8,790
실린더수/밸브수	개수	4/4	4/4	4/4	4/4	6/4
배기량	cc	1995	1995	1998	1998	2993
토크	kg.m/rpm	40.8	40.8	35.7	35.7	63.3
안전 최고속도	km/h	235	232	250	250	250
0-100km/h	초	7.5	7.6	6.2	6	5.7
휠 사이즈	인치	18	18	18	18	19

주요 기능

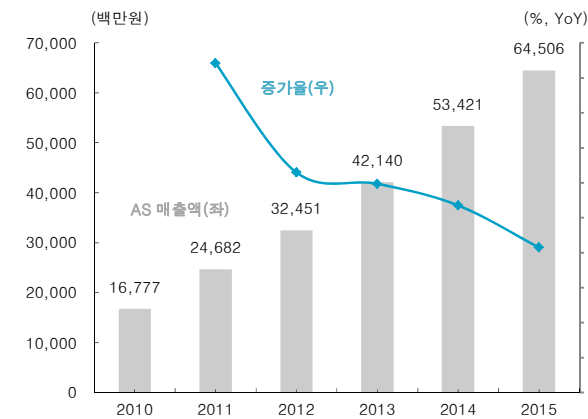
- 1) 드라이빙 어시스턴트 플러스
 - 충돌 회피 보조
 - ACC(Active Cruise Control)
 - 사각지대 경보
 - 차선 이탈 경보
 - 차선 유지 보조 및 액티브 측면 충돌 보호
 - 전, 후방 충돌 경보
 - 전, 후방 접근 알람
 - 자동 주차 보조 시스템
 - 인테그럴 액티브 스티어링
- 2) 디스플레이형 스마트키
 - 연료, 서비스 내역, 주행거리 등 디스플레이로 표시
 - 스마트키로 차량 일부 제어
- 3) 커넥티드카 드라이브
 - BMW 커넥티드 앱의 3D 뷰를 통해 차량 상태와 주변 상황 관찰
- 4) 어댑티브 모드
 - 운전자의 주행 특성에 맞추어 차량의 세팅이 자동으로 변경
- 5) 제스처 컨트롤
 - 손동작만으로 오디오 음량 조절, 수신 전화 거절/수신, 서라운드뷰 시야각 조절 등

자료: BMW KOREA, 언론보도

대형 A/S 센터 오픈으로 고수익성 매출 증가

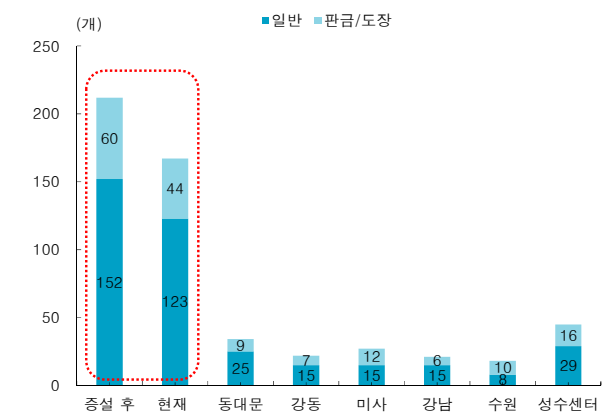
고수익의 A/S 매출도 증가할 것이다. 성수동 통합 A/S 센터가 2017년 5월 오픈한다. A/S 작업대가 현재 167개 (일반 123개, 판금/도장 44개)에서 224개(일반 164개, 판금/도장 60개)로 34.1% 늘어난다. 특히 일반 수리 대비 수익성이 좋은 판금/도장 작업대 수가 기존 대비 36.3% 증가한다. A/S 매출은 2010년에서 2015년까지 연평균 30.9% 증가했다. BMW의 수입자동차 점유율은 2011년 22.2%(vs. 2009년 15.8%)로 정점을 찍었다. 5년이 지난 만큼 A/S 수요가 예년보다 증가할 것이다. A/S 신청 시 약 1주 이상의 대기가 필요한 초과수요 상태인 만큼 향후 A/S 매출 증가세가 가속화될 것이다.

[그림 8] A/S 매출액 추이



자료: 도이치모터스

[그림 9] 성수 통합 A/S 센터 오픈에 따른 초과수요 해소

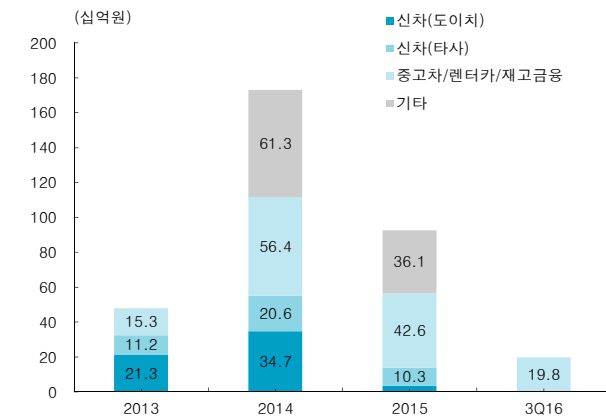


자료: 도이치모터스

미래에셋캐피탈의 증자 참여로 조달 금리 낮아져

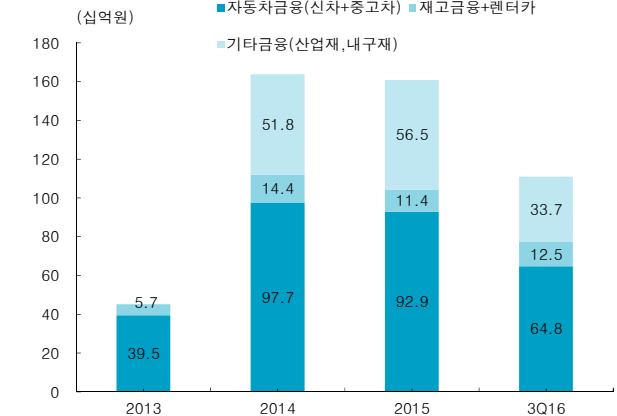
주요 자회사인 도이치파이낸셜은 이자 스프레드 확대로 흑자 전환할 전망이다. 도이치파이낸셜 실적은 자본금 한계와 높은 조달 금리로 장기적으로 부진했다. 그러나 2017년부터 영업환경이 개선될 것이다. 미래에셋캐피탈이 제3자 배정 유상증자에 참여해 자본금 300억원을 확보했다. 이번 증자를 통해 5~6% 수준의 높은 조달 금리가 큰 폭으로 낮아진 것으로 보인다.

[그림 10] 신규 대출 금액 추이



자료: 도이치모터스

[그림 11] 대출 자산 잔액 추이



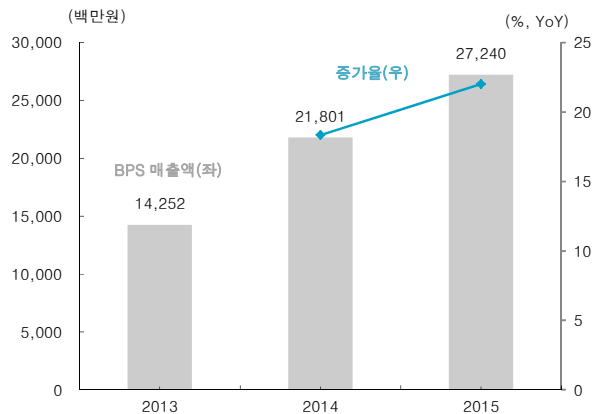
자료: 도이치모터스

중고차 사업으로 새로운 성장 동력 확보

중고차 시장에도 외제차 열풍이 불고 있다. 수요가 늘어나는 만큼 사기와 피해 금액도 늘고 있다. 외제차 딜러사들은 매입부터 판매까지 전 과정을 딜러사의 엄격한 기준에 따라 진행하는 공식 인증 중고차 사업을 시작했다. 가격은 일반 중고차 대비 비쌀 수 있지만 신뢰할 수 있는 만큼 소비자들의 수요가 커지고 있다. 현재 도이치모터스 또한 양재동과 가양동에 2개의 BMW/MINI 중고차 전시장을 운영 중이다(BPS). BPS 서비스 출시 이후 관련 매출은 고성장 중이다.

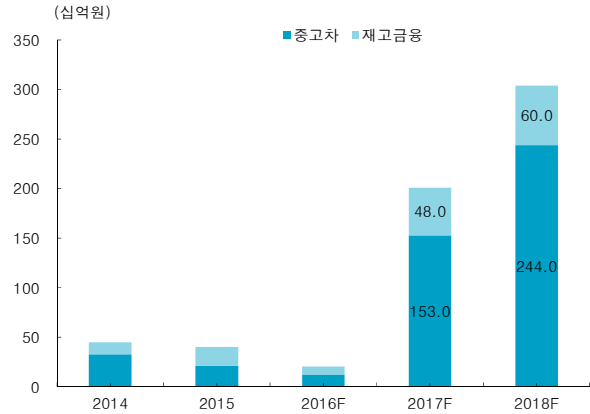
차기 성장 동력으로 수원에 약 400억원을 투자해 중고차 복합단지를 조성할 계획이다. 수원은 국내 중고차 판매의 42%를 차지한다. 2018년말에 오픈 할 예정인데 이에 따른 장기 성장 동력도 확보했다는 판단이다. 도이치모터스의 수원 중고차 복합단지와 인증 중고차 사업(BPS) 확대로 금리가 8~11%로 높은 중고차 대출 비중이 커지며 외형성장과 수익성 개선이 가능해 시너지가 커질 전망이다.

[그림 12] BPS 매출 추이



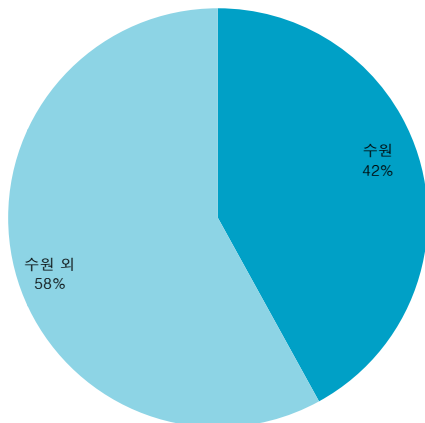
자료: 도이치모터스

[그림 13] 중고차 금융 취급 계획



자료: 도이치모터스

[그림 14] 중고차 거래 지역 비중



자료: 도이치모터스

[그림 15] 수원 중고차 복합단지 투시도

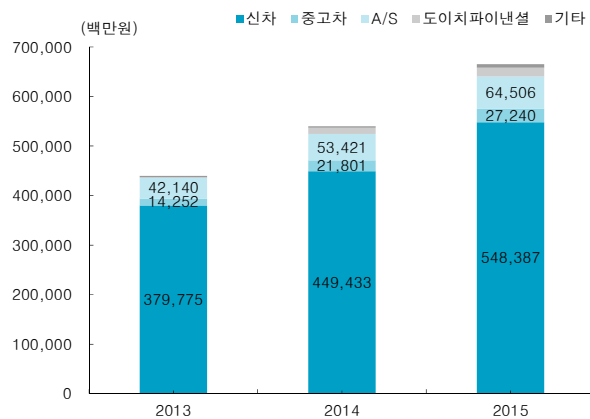


자료: 도이치모터스

실적 & Valuation

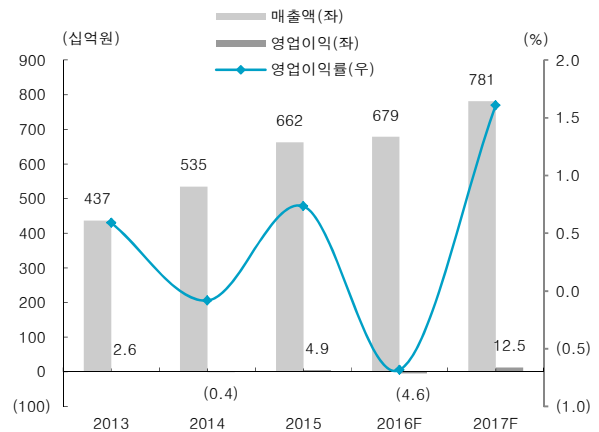
2017년에는 큰 폭의 흑자전환이 가능할 전망이다. 2017년 매출액과 영업이익은 각각 7,807억원(+15.0% YoY)과 125억원(흑자전환)으로 추정된다. 1) BMW의 베스트 셀러 5 시리즈 풀체인지 출시, 2) 성수동 통합 A/S 센터 오픈, 3) 도이치파이낸셜의 흑자전환이 예상되기 때문이다. 2016년까지 영업 적자가 지속되나 2017년 1분기부터 영업 상황이 회복세를 보일 전망이다. 신형 5시리즈 출시와 성수동 통합 A/S 센터 오픈으로 2분기부터는 실적 모멘텀이 커질 전망이다. 특히 신차 출시 후 물량 확보의 문제로 갈수록 판매량이 높아지는 모습을 보일 것으로 예상된다. 성수동 통합센터 A/S 매출도 3분기부터는 온기에 반영된다. 2017년부터 매분기 이익의 계단식 상승이 예상된다. 최근 주가 상승에도 불구하고 2017년 PER은 9.6배 수준이다. 턴어라운드의 초입으로 2017년 실적 개선세가 아직 본격적으로 주가에 반영되지 않았다.

[그림 16] 매출 breakdown 추이



자료: 도이치모터스

[그림 17] 연간 실적 추이와 전망



자료: 도이치모터스, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F
유동자산	95	129	125	143
현금성자산	32	41	31	35
매출채권및기타채권	29	31	34	39
재고자산	26	43	45	51
비유동자산	121	110	120	138
투자자산	17	8	9	10
유형자산	92	90	99	114
무형자산	5	6	6	7
자산총계	370	391	394	440
유동부채	191	249	254	277
매입채무및기타채무	12	14	17	20
단기차입금및단기사채	137	158	166	176
유동성장기부채	1	60	60	65
비유동부채	121	82	83	95
사채	13	0	0	15
장기차입금및금융부채	64	37	37	27
부채총계	312	331	337	372
지배주주지분	54	57	53	65
자본금	13	13	13	13
자본잉여금	38	38	38	38
기타자본	(19)	(21)	(21)	(21)
이익잉여금	24	29	26	38
비지배주주지분	3	4	4	3
자본총계	58	60	57	68

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F
영업활동현금흐름	(103)	(3)	(3)	23
당기순이익	(0)	4	(3)	12
유형자산감가상각비	6	7	7	8
무형자산상각비	0	1	1	1
자산부채변동	(117)	(20)	(9)	1
기타	8	5	1	1
투자활동현금흐름	(12)	(2)	(15)	(39)
유형자산투자	(10)	(13)	(16)	(23)
유형자산매각	0	13	0	0
투자자산순증	5	(0)	(0)	(2)
무형자산순증	(2)	(1)	(1)	(2)
기타	(5)	(1)	2	(12)
재무활동현금흐름	141	14	8	21
자본의증가	8	0	0	0
차입금의순증	136	16	8	20
배당금지급	0	0	0	0
기타	(3)	(2)	0	1
기타현금흐름	0	0	0	0
현금의증가	25	9	(11)	5

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F
매출액	535	662	679	781
매출원가	494	614	631	711
매출총이익	40	48	48	69
판매관리비	41	43	52	57
영업이익	(0)	5	(5)	13
금융수익	1	1	1	1
이자수익	0	0	0	0
금융비용	4	3	3	4
이자비용	4	3	3	4
기타영업외손익	3	3	3	4
관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	(1)	6	(4)	14
법인세비용	(0)	2	(1)	2
연결당기순이익	(0)	4	(3)	12
지배주주지분순이익	0	4	(3)	12
기타포괄이익	(0)	(0)	(0)	(0)
총포괄이익	(1)	4	(3)	11
지배주주지분포괄이익	(0)	4	(3)	12
EBITDA	6	12	3	21

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F
주당지표(원)				
EPS	13	168	(121)	484
BPS	2,199	2,342	2,214	2,669
DPS	0	0	0	0
성장성(% YoY)				
매출증가율	22.4	23.8	2.5	15.0
영업이익증가율	NM	NM	NM	NM
순이익증가율	NM	1,289.5	NM	NM
EPS증가율	NM	1,192.3	NM	NM
EBITDA증가율	(1.5)	116.7	(76.2)	628.5
수익성(%)				
영업이익률	(0.1)	0.7	(0.7)	1.6
순이익률	0.1	0.7	(0.5)	1.6
EBITDA Margin	1.0	1.8	0.4	2.7
ROA	(0.1)	1.1	(0.7)	2.8
ROE	0.6	7.8	(5.6)	20.6
배당수익률	-	-	-	-
배당성향	0.0	0.0	NM	0.0
안정성				
순차입금(십억원)	209	209	227	241
차입금/자본총계비율(%)	427.6	438.4	476.9	427.1
Valuation(X)				
PER	NM	22.5	NM	9.6
PBR	2.1	1.6	1.8	1.7
EV/EBITDA	NM	25.6	NM	17.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
도이치모터스(067990)	2015.02.17	NR	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 1월 15일 현재 도이치모터스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※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.