

Company Update

Analyst 박 용 희

02) 6915-5651

yhpkorea2005@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 73,000원

현재가 (5/13) 46,300원

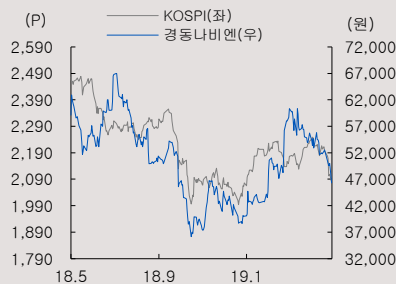
KOSPI (5/13)	2,079.01pt
시가총액	590십억원
발행주식수	12,740천주
액면가	1,000원
52주 최고가	67,000원
최저가	36,150원
60일 일평균거래대금	10십억원
외국인 지분율	10.5%
배당수익률 (2019F)	0.5%

주주구성	
경동원 외 1 인	51.52%
국민연금	6.12%

추가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-11%	23%	-9%
절대기준	-17%	23%	-23%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	73,000	65,000	▲
EPS(19)	2,914	3,250	▼
EPS(20)	4,295	4,410	▼

경동나비엔 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

경동나비엔 (009450)

이제부터 본 게임. 실망하면, 지는거다!

1Q19 Review: 마지막 부진. 2분기부터 대폭 개선 기대

1Q19 동사의 매출은 1,650억원(+0.6% YoY, -34.3% QoQ), 영업이익 79억원(OPM 4.8%, -35.0 YoY, -46.1% QoQ)으로 시장 컨센서스(매출 1,675억원, 영업이익 115억원)를 큰 폭으로 하회했다. 시장 컨센서스대비 1)매출 부진이유는 1분기 온화한 날씨 영향으로 국내 B2C 교체 수요가 저조했기 때문이다. 2)영업이익이 부진했던 이유는 i)마진이 상대적으로 높은 B2C교체수요 감소로 인한 비우호적인 매출 믹스, ii)제조인원 감소에도 불구하고, 전년동기대비 본사인력 기저효과로 인한 인건비 증가로 판관비율 악화 때문이다. 반면, 세전이익은 우호적인 환율 효과로 시장 컨센서스를 충족했다. 하지만, 법인세 추징 약 70억원의 일회성 요인이 반영되며, 순이익은 저조했다.

2분기부터는 환율, 신규아이템 출시, 메이가이치 및 콘텐츠 의무화 기대

2분기부터는 큰 폭의 실적 개선을 기대한다. 첫번째 이유는 환율이다. 원달러 환율은 전년동기대비 10% 절하된 상태로 거래되고 있다. 북미향 매출이 전체 매출의 42%에 달하는 동사에게는 우호적인 환경이다. 2분기에는 공기청정시스템(TAC, Total Air Care) 출시를 앞두고 있다. 본격적으로 올해 2분기말부터 마케팅을 할 전망 계획이고, 하반기에는 북미향 일반 온수기 출시가 기대된다. 올해 1분기부터 메이가이치는 점진적으로 재개된 것으로 보인다. 하반기에는 러시아에서 PNG 형태로 가스를 도입할 예정이기 때문에 내년부터는 본격적으로 메이가이치 재개에 대한 기대감을 가져도 충분할 것이다. 지난 3월 미세먼지관련 특대책이 나오며, 콘텐츠싱 보일러 의무화가 통과되었다. 결론적으로 내년 3월부터는 수도권 중심으로 보일러 교체 시 콘텐츠싱 보일러로 교체해야만 한다. 콘텐츠싱 보일러의 평균 ASP가 일반보일러대비 50% 비싸기 때문에, 산술적으로 보일러 시장은 30~50% 내외의 성장이 10년에 걸쳐 이루어질 것이다.

투자의견 매수 유지. 목표주가는 7.3만원으로 상향 제시

동사는 지속적으로 올해 실적을 1)상저하고형 실적, 2)하반기 신규 시장 진출로 인한 큰 폭의 매출 성장이라고 주장했다. 1분기는 미세먼지 테마로 인해 기대감으로 주가는 앞서 갔고, 시장 눈높이가 높아지며 1분기 어닝쇼크를 시현했다. 하지만, 실적 성장은 2분기부터 재개될 것이다. 실망을 하기엔 주가가 너무 낮은 수준이다. 추가적인 조정 시에는 적극적인 매수로 대응하기를 추천한다.

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	685	727	829	974	1,132
영업이익	48	41	56	73	96
세전이익	37	34	57	73	98
지배주주순이익	26	25	37	55	73
EPS(원)	2,074	1,943	2,914	4,295	5,751
증가율(%)	-28.4	-6.3	49.9	47.4	33.9
영업이익률(%)	7.0	5.6	6.8	7.5	8.5
순이익률(%)	3.9	3.4	4.5	5.6	6.5
ROE(%)	10.7	9.2	12.5	16.1	18.3
PER	24.7	21.4	15.9	10.8	8.1
PBR	2.5	1.9	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	10.6	10.4	8.5	6.0	4.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

1Q19 Review: 마지막 부진. 2분기부터 대폭 개선 기대

1Q19 동사의 매출은 1,650억원(+0.6% YoY, -34.3% QoQ), 영업이익 79억원(OPM 4.8%, -35.0 YoY, -46.1% QoQ)으로 시장 컨센서스(매출 1,675억원, 영업이익 115억원)를 큰 폭으로 하회했다. 지역별 매출액을 살펴보면, 1)국내 796억원(-8.0% YoY, -40.6% QoQ), 2)북미 708억원(+11.0% YoY, -18.4% QoQ), 3)유럽 등 71억원(-15.5% YoY, -53.0% QoQ), 4)중국 75억원(+41.5% YoY, -50.3% QoQ)였다.

시장 컨센서스대비 1)매출 부진이유는 1분기 온화한 날씨 영향으로 국내 B2C 교체 수요가 저조했기 때문이다. 2)영업이익이 부진했던 이유는 i)마진이 상대적으로 높은 B2C교체수요 감소로 인한 비우호적인 매출 믹스, ii)제조인원 감소에도 불구하고, 전년 동기대비 본사인력 기저효과로 인한 인건비 증가로 판관비율 악화 때문이다. 반면, 세전이익은 우호적인 환율 효과로 시장 컨센서스를 충족했다. 하지만, 법인세 추징 약 70억원의 일회성 요인이 반영되며, 순이익은 저조했다.

표 1. 경동나비엔, 분기별 실적 현황

(억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	YoY	QoQ
매출	1,640	1,519	1,597	2,511	1,650	0.6%	-34.3%
중국	53	120	102	151	75	41.5%	-50.3%
북미	638	660	672	868	708	11.0%	-18.4%
유럽등	84	125	196	151	71	-15.5%	-53.0%
국내	865	614	627	1,341	796	-8.0%	-40.6%
Proportion (%)	100%	100%	100%	100%	100%		
중국	3.2%	7.9%	6.4%	6.0%	4.5%		
북미	38.9%	43.4%	42.1%	34.6%	42.9%		
유럽등	5.1%	8.2%	12.3%	6.0%	4.3%		
국내	52.7%	40.4%	39.3%	53.4%	48.2%		
매출원가율(%)	64.6%	66.6%	65.7%	68.7%	65.5%		
판관비	459	447	470	639	490	6.8%	-23.3%
판관비율(%)	28.0%	29.4%	29.4%	25.4%	29.7%		
영업이익	122	61	77	147	79	-35.0%	-46.1%
영업이익률(%)	7.4%	4.0%	4.8%	5.9%	4.8%	-35.4%	-18.0%
영업외수익	-	10	-47	-26	44		
세전이익	122	71	30	121	123	0.8%	1.7%
법인세	39	19	2	36	93	138.5%	158.3%
순이익	83	52	28	85	30	-63.9%	-64.7%

자료: 경동나비엔, IBK투자증권

표 2. 경동나비엔 실적 VS 컨센서스 현황

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	YoY	QoQ	컨센서스(B)	Difference (A/B)
매출액	1,640	1,519	1,597	2,511	1,650	0.6%	-34.3%	1,675	-1.5%
영업이익	122	61	77	147	79	-35.0%	-46.1%	115	-31.1%
세전이익	122	71	30	121	123	0.8%	1.7%		
순이익	83	52	28	85	30	-63.9%	-64.7%		
영업이익률	7.4%	4.0%	4.8%	5.9%	4.8%				
세전이익률	7.4%	4.7%	1.9%	4.8%	7.5%				
순이익률	5.1%	3.4%	1.8%	3.4%	1.8%				

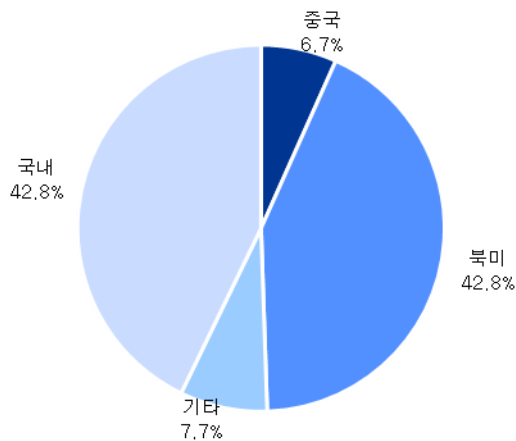
자료: 경동나비엔, IBK투자증권

2분기부터 큰 폭의 실적 개선. 이유는 1)환율

2분기부터는 큰 폭의 실적 개선을 기대한다. 첫번째 이유는 환율이다. 원달러 환율은 전년동기대비 10% 절하된 상태로 거래되고 있다. 북미향 매출이 전체 매출의 42%에 달하는 동사에게는 우호적인 환경이다. 원달러 환율이 1,150원~1,200원사이에 거래될 때, 동사의 GPM은 37%~39%였고, OPM은 12%까지 나왔다.

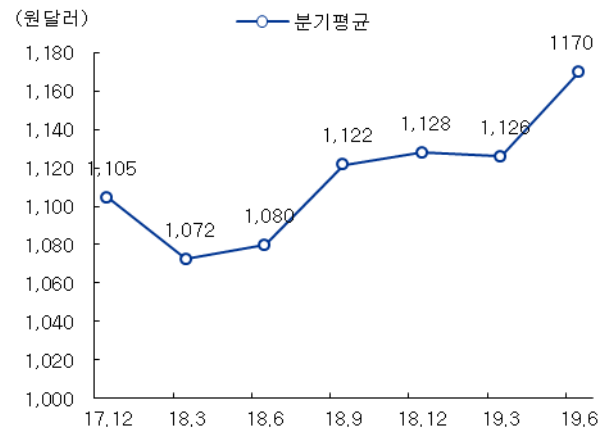
전일 원달러 환율이 1,180원 이상에서 거래되고 있는바, 2분기부터는 약 2~3%의 원가개선 효과가 발생할 전망이다. 1분기 실적으로 실망할 필요는 없다. 하반기에는 환율 효과와 신규아이템 출시 효과로 동사의 실적은 급등세로 접어들 전망이다.

그림 1. 2019년 기준 지역별 매출 Mix 전망



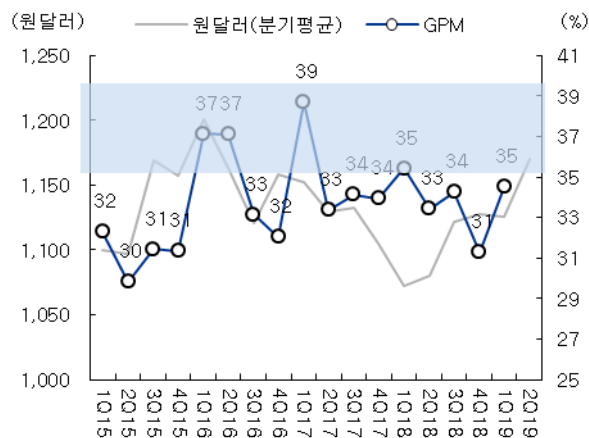
자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 2. 우호적인 원달러 영향으로 마진 개선 전망



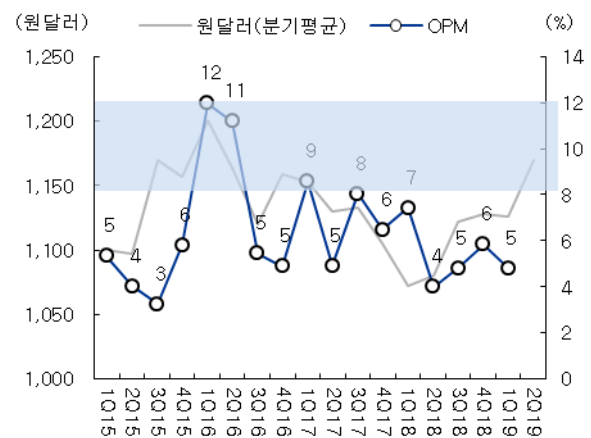
자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 3. 원달러와 GPM 상관관계



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 4. 원달러와 OPM 상관관계

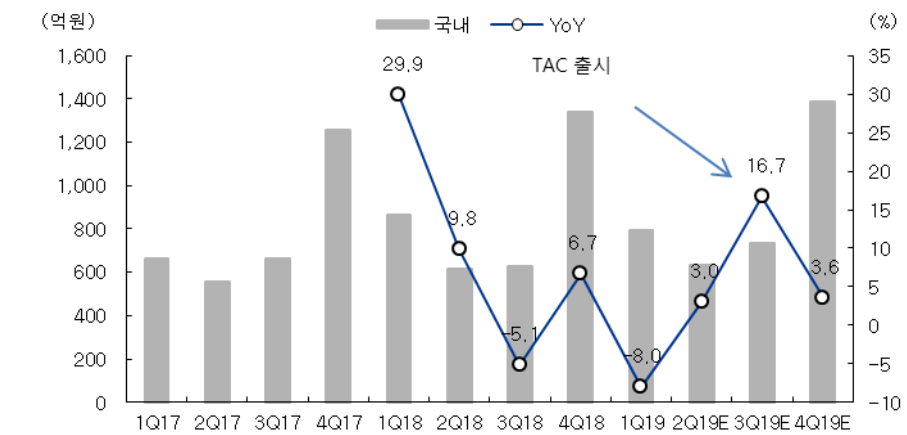


자료: 경동나비엔, IBK투자증권

2)신규아이템 출시. 2분기 TAC, 하반기 북미향 일반 온수기

2분기에는 공기청정시스템(TAC, Total Air Care) 출시를 앞두고 있다. 최근 포스코건설과 함께 신규 공급되는 아파트에 유료 선택 사항으로 공동 출시를 하고 있다. 본격적으로 올해 2분기말부터 마케팅을 할 전망 계획이고, 기사상으로는 중국 진출까지 염두한 비즈니스 모델인 것으로 보인다. 최근 미세먼지 등 관련 품목에 대한 보조금이 추가적으로 지원되고 있는바, 추가적인 국내 매출이 2분기부터 기대된다.

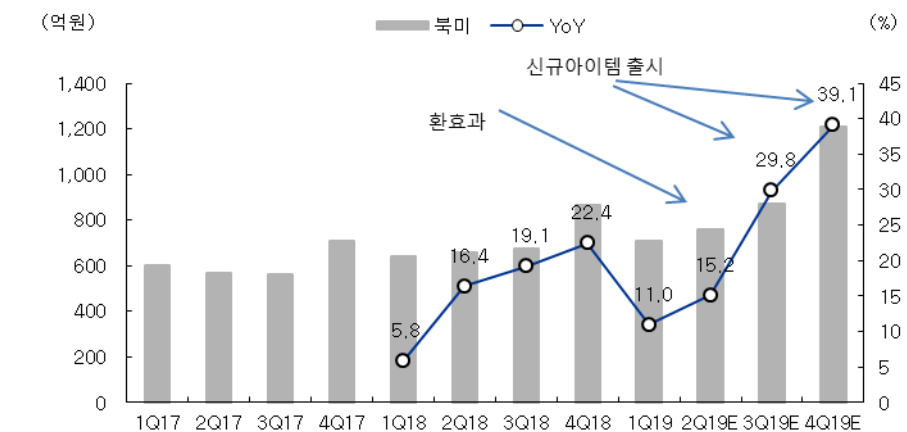
그림 5. 국내 TAC 출시 영향으로 매출 재 성장세 보일 전망



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

하반기에는 북미향 일반 온수기 출시가 기대된다. 동사는 북미에서 순간식 콘텐츠 온수기/보일러 시장의 압도적 1위 사업자이다. 신규 시장인 일반 온수기 시장 진입을 앞두고 있다. 우호적인 환율 등의 환경 속에 신규 시장 진입이 어렵지 않을 전망이다. 십수년간 높아진 인지도를 바탕으로 신규 시장 진입을 통해 추가적인 매출 성장이 가능할 전망이다.

그림 6. 북미시장 일반 온수기 시장 진출로 매출 큰 폭으로 성장



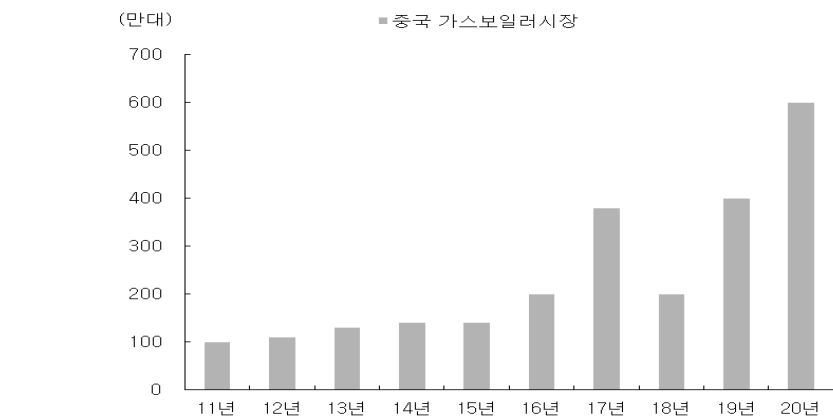
자료: 경동나비엔, IBK투자증권

3) 중국 메이가이치 재개는 하반기부터 가져보자

올해 1분기부터 메이가이치는 점진적으로 재개된 것으로 보인다. 동사의 1분기 중국 실적 중에 가장 우호적인 것은 중국향 매출이 전년동기대비 +41.5% 증가한 것이다. 물론 1분기는 비수기라 절대금액으로 미미한 증가였다.

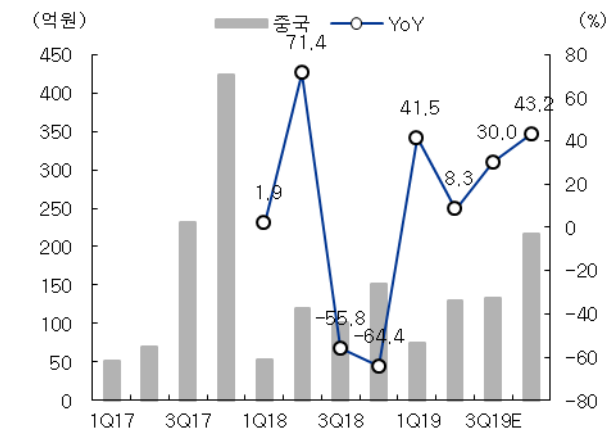
하지만, 시장 분위기로는 중규모 형태의 메이가이치가 재개된 것으로 보인다. 최근 미 중 무역분쟁이 악화되며, 다시 시계 제로 상황으로 전환되고 있어 메이가이치가 본격적으로 재개되었다고 판단 내리기는 힘들다. 하지만, 중국내 가스인프라는 시장 우려와는 달리 개발이 지속되고 있다. 또한, 하반기에는 러시아에서 PNG 형태로 가스를 도입할 예정이기 때문에 내년부터는 본격적으로 메이가이치 재개에 대한 기대감을 가져도 충분할 것이다. 당사는 올해 중국향 B2C사업 성장, 내년도에는 메이가이치 재개 기대감을 실적에 반영했다.

그림 7. 중국 가스보일러 시장, 하반기 메이가이치 기대. 늦어도 내년부터는 재개될 전망



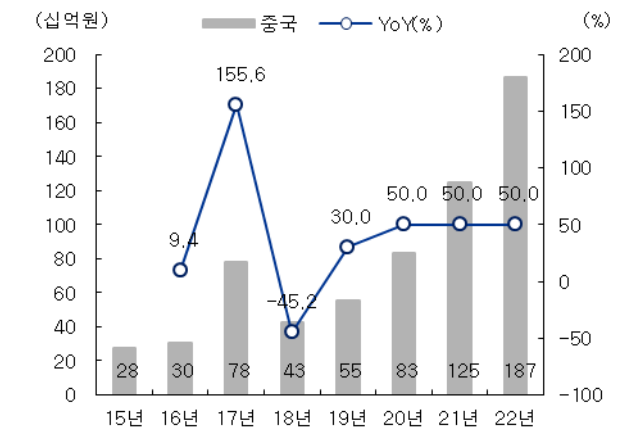
자료: 중국토목공정, IBK투자증권

그림 8. 중국지역, 분기별 매출 전망



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 9. 중국지역, 연간 매출 전망



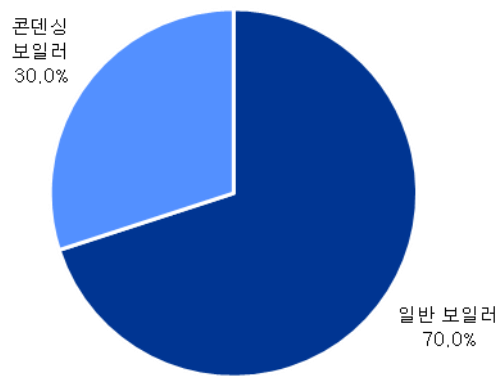
자료: 경동나비엔, IBK투자증권

4)콘덴싱은 내년 3월부터 의무화, ASP와 MS 동반 성장 기대

지난 3월 미세먼지관련 특단책이 나오며, 콘덴싱 보일러 의무화가 통과되었다. 결론적으로 내년 3월부터는 수도권 중심으로 보일러 교체 시 콘덴싱 보일러로 교체해야만 한다.

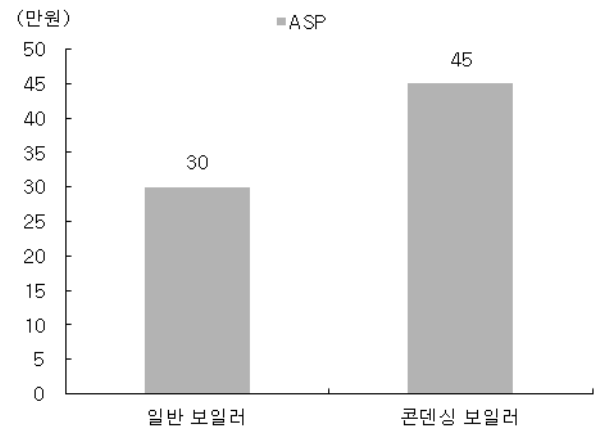
현재 콘덴싱보일러 비중은 약 30% 수준인데, 의무법안 통과로 10년내 90%수준까지 높아질 전망이다. 콘덴싱 보일러의 평균 ASP가 일반보일러대비 50% 비싸기 때문에, 산술적으로 보일러 시장은 30~50% 내외의 성장이 10년에 걸쳐 이루어질 것이다. 인플레이션까지 감안하면, 시장의 성장폭은 더 커질 전망이다. 동사는 경쟁사대비 콘덴싱에 대한 투자를 지속해 왔기 때문에, 이론적으로는 MS 확대도 기대된다.

그림 10. 콘덴싱 의무화로 고가형 보일러 시장으로 진입 전망



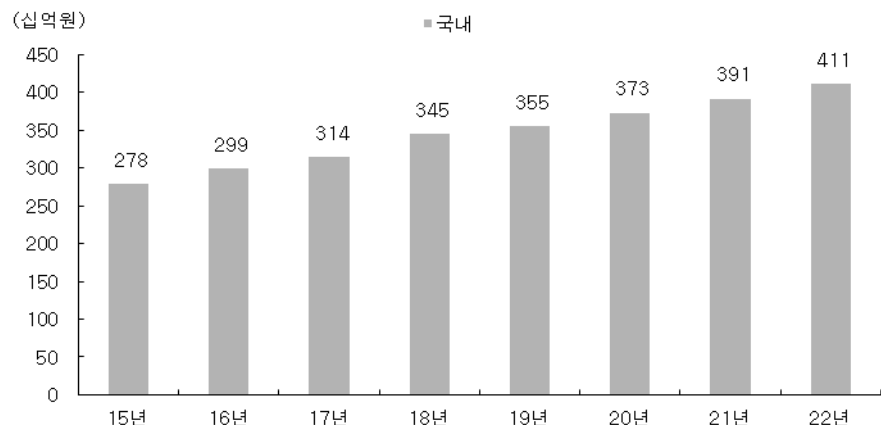
자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 11. 향후 10년간 ASP는 점진적으로 상승할 전망



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 12. 판매량을 증감을 제외하고, ASP 효과로 경동나비엔의 국내 매출은 CAGR 3~4% 증가 기대



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

Valuation 및 투자 의견

투자의견 매수 유지 및 목표주가 73,000원 상향 제시

동사에 대한 투자의견을 매수로 유지하고, 목표주가는 73,000원으로 상향하여 제시한다. 목표주가는 12MF IBKS 추정 EPS 3,634원에 Target Multiple 20.0(x)를 적용하여 산출했다. 1분기 실적부진에도 불구하고, 추정 기간 변경에 따른 목표주가 상향이다.

동사는 지속적으로 올해 실적을 1)상저하고형 실적, 2)하반기 신규 시장 진출로 인한 큰 폭의 매출 성장이라고 주장했다. 1분기는 미세먼지 테마로 인해 기대감으로 주가는 앞서 갔고, 시장 눈높이가 높아지며 1분기 어닝쇼크를 시현했다. 하지만, 실적 성장은 2분기부터 재개될 것이다. 실망을 하기엔 주가가 너무 낮은 수준이다.

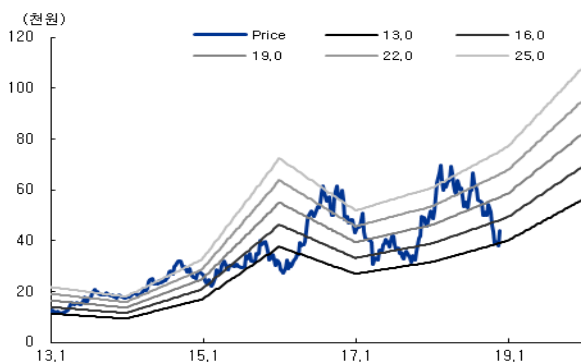
반대로, 이제부터는 1)환율 효과, 2)신규 아이템 출시, 3)메이커가치 재개, 4)콘텐츠의 무화로 인한 ASP 및 MS 상승 기대감을 가질 시점이다. 추가적인 조정 시에는 적극적인 매수로 대응하기를 추천한다.

표 3. 경동나비엔, 목표주가 산정내역

구분	(원)	비고
12MF EPS	3,634	
타겟 PER(배)	20.0	Global Peer 평균
주당가치	72,680	
목표주가	73,000	
현재주가	46,300	
상승여력(%)	57.7	

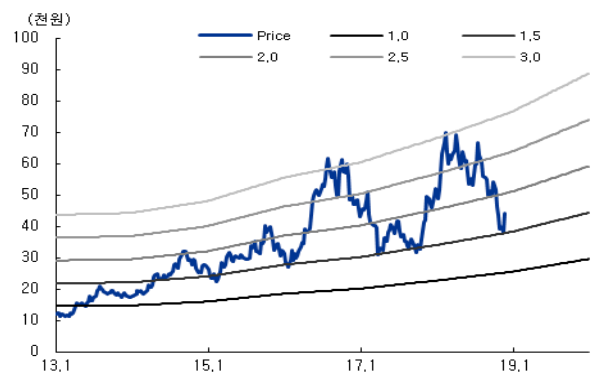
자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 13. 경동나비엔, 12M FWD PER Band



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 14. 경동나비엔, 12M FWD PBR Band



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	685	727	829	974	1,132
증가율(%)	17.4	6.1	14.1	17.5	16.2
매출원가	446	488	543	633	730
매출총이익	239	239	286	341	402
매출총이익률 (%)	34.8	32.9	34.5	35.0	35.5
판매비	191	198	230	268	306
판매비율(%)	27.9	27.3	27.7	27.5	27.0
영업이익	48	41	56	73	96
증가율(%)	4.2	-14.6	38.2	29.6	31.7
영업이익률(%)	7.0	5.6	6.8	7.5	8.5
순금융손익	-1	-3	-3	-1	2
이자손익	-1	-3	-3	-1	2
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-10	-3	4	1	-1
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	37	34	57	73	98
법인세	10	10	20	18	24
법인세율	26.1	28.1	35.4	25.0	25.0
계속사업이익	27	25	37	55	73
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	27	25	37	55	73
증가율(%)	-27.9	-8.4	49.9	47.4	33.9
당기순이익률 (%)	3.9	3.4	4.5	5.6	6.5
지배주주당기순이익	26	25	37	55	73
기타포괄이익	-3	-2	0	0	0
총포괄이익	24	23	37	55	73
EBITDA	64	60	73	88	110
증가율(%)	4.1	-7.4	23.0	20.5	24.6
EBITDA마진율(%)	9.4	8.2	8.8	9.1	9.7

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,074	1,943	2,914	4,295	5,751
BPS	20,135	21,969	24,635	28,682	34,136
DPS	200	250	250	300	350
밸류에이션(배)					
PER	24.7	21.4	15.9	10.8	8.1
PBR	2.5	1.9	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	10.6	10.4	8.5	6.0	4.2
성장성지표(%)					
매출증가율	17.4	6.1	14.1	17.5	16.2
EPS증가율	-28.4	-6.3	49.9	47.4	33.9
수익성지표(%)					
배당수익률	0.4	0.6	0.5	0.6	0.8
ROE	10.7	9.2	12.5	16.1	18.3
ROA	5.8	4.6	6.1	8.1	9.3
ROIC	11.4	8.2	11.1	18.1	26.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	96.4	108.3	101.1	96.5	95.6
순차입금 비율(%)	12.3	33.2	10.2	-15.3	-28.3
이자보상배율(배)	30.3	11.3	13.4	25.0	32.9
활동성지표(배)					
매출채권회전율	10.8	8.5	9.0	10.1	10.2
재고자산회전율	6.8	5.6	5.0	5.5	6.1
총자산회전율	1.5	1.3	1.4	1.4	1.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	231	287	353	451	590
현금및현금성자산	29	26	50	146	226
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	77	94	91	102	121
재고자산	110	150	182	170	202
비유동자산	273	297	278	267	261
유형자산	222	249	233	219	206
무형자산	9	10	9	8	7
투자자산	15	11	13	15	18
자산총계	504	584	632	718	851
유동부채	220	275	287	321	381
매입채무및기타채무	92	77	106	119	141
단기차입금	39	98	61	68	81
유동성장기부채	4	4	4	4	4
비유동부채	27	28	30	32	35
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	18	18	18	18	18
부채총계	247	303	317	353	416
지배주주지분	257	280	314	365	435
자본금	13	13	13	13	13
자본잉여금	20	20	20	20	20
자본조정등	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	5	2	2	2	2
이익잉여금	220	247	280	332	402
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	257	280	314	366	435
비이자부채	187	184	235	263	314
총차입금	60	119	82	90	103
순차입금	32	93	32	-56	-123

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	20	-14	52	84	61
당기순이익	27	25	37	55	73
비현금성 비용 및 수익	35	44	16	15	12
유형자산감가상각비	15	18	16	14	13
무형자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본변동	-29	-71	2	15	-27
매출채권등의 감소	-39	-11	3	-11	-20
재고자산의 감소	-26	-43	-32	12	-33
매입채무등의 증가	15	-19	29	13	23
기타 영업현금흐름	-13	-12	-3	-1	2
투자활동 현금흐름	-40	-45	-12	-8	-14
유형자산의 증가(CAPEX)	-35	-45	0	0	0
유형자산의 감소	1	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	-2	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-4	1	5	-2	-3
기타	0	0	-18	-6	-12
재무활동 현금흐름	27	56	-16	19	34
차입금의 증가(감소)	-7	4	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	33	53	-16	19	34
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	6	-3	24	95	80
기초현금	22	29	26	50	146
기말현금	29	26	50	146	226

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당사항없음												

투자익전 안내 (투자기간 12개월)

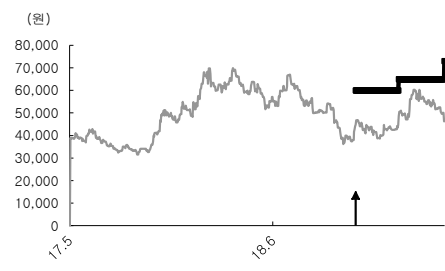
종목 투자익전 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자익전 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2018.04.01~2019.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	132	85.2
중립	23	14.8
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

경동나비엔 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2018.11.22	매수	60,000	-28.82	-22.08					
	2019.02.14	매수	65,000	-17.26	-7.23					
	2019.05.14	매수	73,000							