

## Company Update

Analyst 박용희

02) 6915-5651

yhpkorea2005@ibks.com

## 매수 (유지)

목표주가 77,000원

현재가 (7/1) 41,700원

|               |            |
|---------------|------------|
| KOSPI (7/1)   | 2,106.70pt |
| 시가총액          | 531십억원     |
| 발행주식수         | 12,740천주   |
| 액면가           | 1,000원     |
| 52주 최고가       | 47,250원    |
| 최저가           | 26,500원    |
| 60일 일평균거래대금   | 2십억원       |
| 외국인 지분율       | 9.5%       |
| 배당수익률 (2020F) | 0.9%       |

|           |        |
|-----------|--------|
| 주주구성      |        |
| 경동원 외 1 인 | 51.52% |
| 국민연금공단    | 10.69% |

|      |    |      |     |
|------|----|------|-----|
| 주가상승 | 1M | 6M   | 12M |
| 상대기준 | 2% | -7%  | 0%  |
| 절대기준 | 5% | -11% | -1% |

|         | 현재     | 직전     | 변동 |
|---------|--------|--------|----|
| 투자의견    | 매수     | 매수     | -  |
| 목표주가    | 77,000 | 62,000 | ▲  |
| EPS(20) | 3,849  | 2,916  | ▲  |
| EPS(21) | 4,958  | 3,740  | ▲  |

### 경동나비엔 주가추이



본 조서분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 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)

## 나비엔, 이젠 다시 날아 갈 때다!

### 2Q20 Preview: 매출 +11.3% YoY, 영업이익 +47.2% YoY 전망

2Q20 동사의 매출은 1,781억원(+11.3% YoY, -2.8% QoQ), 영업이익 110억원(OPM 6.2%, +47.2% YoY, -11.7% QoQ)으로 전망한다. 국내 매출은 610억원(+7.6% YoY), 해외 매출은 1,171억원(+13.3% YoY)으로 전망한다. 국내는 올해 4월 2일자로 시행된 콘텐츠의무화 법안 효력 개시로 평균판매단가 상승에 따라 7.6% YoY 성장 전망했고, 해외는 신규아이템 장착에 따른 북미 매출 증가 및 유통망 정비로 인한 중국 향 매출 증가로 13.3% YoY 성장 전망했다. 영업이익은 1) 매출성장에 따른 영업레버리지, 2) 단가인상에 따른 마진 개선, 3) 판매비 통제에 따른 비용 개선 영향으로 110억원으로 전년동기대비 47.2% 성장할 전망이다. 결론적으로 IBKS 기준 20년/21년 순이익 추정치를 각각 32.4%, 31.3% 상향 조정한다.

### 영업레버리지, 이제는 때가 되었다!

실적 개선을 기대하는 이유는 매출 성장 지속 속에, 매출원가율 개선/판매비 부담 완화로 마진 개선이 본격화 되는 구간이기 때문이다. 구체적으로 살펴보면 1) 국내는 콘텐츠 의무화(20년 4월 시행)로 평균판매단가 상승 및 콘텐츠관련 광고비 집행 축소로 마진 개선, 2) 온수매트에 이어 청정환기시스템출시에 따른 추가 매출 발생, 3) 북미 시장 일반 온수기 시장 진입에 따른 매출 증가율 확대 및 AS 충당금 부담 감소로 인한 마진 개선, 4) 중국 시장 진출을 위한 유통망 재정비로 인한 매출 성장 가시화 및 메이가이치 재개 가능성이 커질 것으로 판단되기 때문이다.

### 투자의견 매수 유지, 목표주가 7.7만원으로 상향 조정

동사에 대한 투자의견을 매수로 유지하고, 목표주가는 77,000원으로 상향하여 제시한다. 목표주가는 12MF IBKS 추정 EPS 3,849원에 Target Multiple 20.0(x)를 적용했다. 지난 4분기 이후 실적 개선세가 뚜렷했고, 점검결과 중기적으로 실적 개선세가 뚜렷해진다는 판단으로 기대감을 반영하고자 한다.

| (단위:십억원,배) | 2018  | 2019  | 2020F | 2021F | 2022F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액        | 727   | 774   | 868   | 991   | 1,150 |
| 영업이익       | 41    | 45    | 61    | 79    | 103   |
| 세전이익       | 34    | 48    | 66    | 84    | 109   |
| 지배주주순이익    | 25    | 28    | 49    | 63    | 81    |
| EPS(원)     | 1,943 | 2,186 | 3,849 | 4,958 | 6,397 |
| 증가율(%)     | -6.3  | 12.5  | 76.0  | 28.8  | 29.0  |
| 영업이익률(%)   | 5.6   | 5.8   | 7.0   | 8.0   | 9.0   |
| 순이익률(%)    | 3.4   | 3.6   | 5.6   | 6.4   | 7.0   |
| ROE(%)     | 9.2   | 9.6   | 15.1  | 16.8  | 18.4  |
| PER        | 21.4  | 21.3  | 10.8  | 8.4   | 6.5   |
| PBR        | 1.9   | 2.0   | 1.5   | 1.3   | 1.1   |
| EV/EBITDA  | 10.4  | 9.3   | 7.2   | 5.6   | 4.0   |

자료: Company data, IBK투자증권 예상

## Valuation 및 투자 의견

### 투자의견 매수 유지 및 목표주가 77,000원으로 상향 제시

동사에 대한 투자의견을 매수로 유지하고, 목표주가는 77,000원으로 상향하여 제시한다. 목표주가는 12MF IBKS 추정 EPS 3,849원에 Target Multiple 20.0(x)를 적용하여 산출했다. 지난 4분기 이후 실적 개선세가 뚜렷했지만, 실적 변동성이 커서 지켜 보고 있었다. 하지만, 점검결과 중기적으로 실적 개선세가 뚜렷해진다는 판단으로 기대감을 반영하고자 한다.

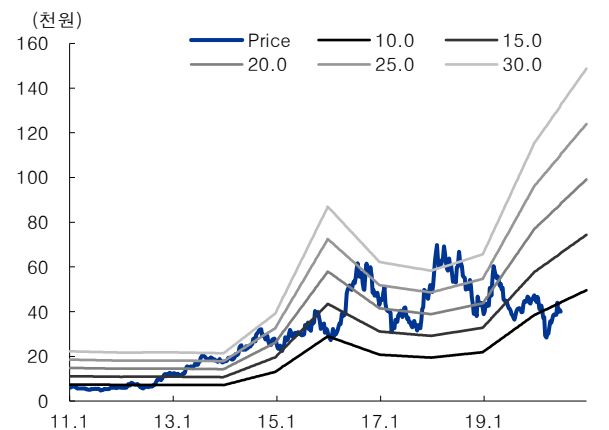
실적 개선을 기대하는 이유는 매출 성장 지속 속에, 매출원가율 개선/판관비 부담 완화로 마진 개선이 본격화 되는 구간이기 때문이다. 구체적으로 살펴보면 1) 국내는 콘텐츠 의무화(20년 4월 시행)로 평균판매단가 상승 및 콘텐츠관련 광고비 집행 축소로 마진 개선, 2) 온수매트에 이어 청정환기시스템출시에 따른 추가 매출 발생, 3) 북미 시장 일반 온수기 시장 진입에 따른 매출 증가율 확대 및 AS 충당금 부담 감소로 인한 마진 개선, 4) 중국 시장 진출을 위한 유통망 재정비로 인한 매출 성장 가시화 및 메이가이치 재개 가능성이 커질 것으로 판단되기 때문이다.

표 1. 경동나비엔, Valuation Table

| 구분        | (원)    | 비고             |
|-----------|--------|----------------|
| 2020년 EPS | 3,849  |                |
| 타겟 PER(배) | 20.0   | Global Peer 평균 |
| 주당가치      | 76,980 |                |
| 목표주가      | 77,000 |                |
| 현재주가      | 41,550 | 6월 30일 주가      |
| 상승여력(%)   | 85.3   |                |

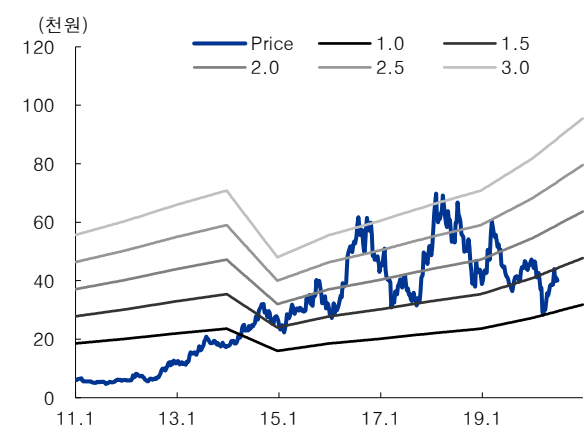
자료: IBK투자증권

그림 1. 경동나비엔, 12M FWD PER Band



자료: IBK투자증권

그림 2. 경동나비엔, 12M FWD PBR Band



자료: IBK투자증권

## 2Q20 Preview: 매출 +11.3%, 영업이익 +47.2% YoY 전망

### 2분기 매출 1,781억원(+11.3% YoY), 영업이익 110억원(+47.2% YoY)

2Q20 동사의 매출은 1,781억원(+11.3% YoY, -2.8% QoQ), 영업이익 110억원(OPM 6.2%, +47.2.0 YoY, -11.7% QoQ)으로 전망한다. 국내 매출은 610억원(+7.6% YoY), 해외 매출은 1,171억원(+13.3% YoY) 전망한다. 국내는 올해 4월 2일자로 시행된 콘텐츠 상의무화 법안 효력 개시로 평균판매단가 상승에 따라 7.6% YoY 성장 전망했고, 해외는 신규아이템 장착에 따른 북미 매출 증가 및 유통망 정비로 인한 중국향 매출 증가로 13.3% YoY 성장 전망했다. 영업이익은 1) 매출성장에 따른 영업레버리지, 2) 단가 인상에 따른 마진 개선, 3) 판관비 통제에 따른 비용 개선 영향으로 110억원으로 전년 동기대비 47.2% 성장할 전망이다. 결론적으로 IBKS 기준 20년/21년 순이익 추정치를 각각 32.4%, 31.3% 상향 조정한다.

표 2. 경동나비엔, 2Q Preview

|       | 1Q19  | 2Q19  | 3Q19  | 4Q19  | 1Q20  | 2Q21(E) | YoY   | QoQ    | 컨센서스(B) | Difference (A/B) |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|--------|---------|------------------|
| 매출액   | 1,650 | 1,601 | 1,820 | 2,672 | 1,832 | 1,781   | 11.3% | -2.8%  | 1,781   | 0.0%             |
| 영업이익  | 79    | 75    | 93    | 202   | 125   | 110     | 47.2% | -11.7% | 110     | 0.0%             |
| 세전이익  | 123   | 94    | 111   | 156   | 128   | 120     | 28.1% | -5.9%  |         |                  |
| 순이익   | 30    | 73    | 92    | 144   | 91    | 90      | 23.7% | -0.8%  |         |                  |
| 영업이익률 | 4.8%  | 4.7%  | 5.1%  | 7.6%  | 6.8%  | 6.2%    |       |        |         |                  |
| 세전이익률 | 7.5%  | 5.9%  | 6.1%  | 5.8%  | 7.0%  | 6.8%    |       |        |         |                  |
| 순이익률  | 1.8%  | 4.6%  | 5.1%  | 5.4%  | 5.0%  | 5.1%    |       |        |         |                  |

자료: IBK투자증권

표 3. 경동나비엔, 실적 추정치 변경내역

|      | 변경전   |        |        | 변경후   |        |        | Differences |        |       |
|------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------------|--------|-------|
|      | 2019년 | 2020년E | 2021년E | 2019년 | 2020년E | 2021년E | 2019년       | 2020년E | 2021년 |
| 매출액  | 774   | 869    | 992    | 774   | 868    | 991    | 0           | -0.1   | -0.1  |
| 영업이익 | 45    | 52     | 65     | 45    | 61     | 79     | 0           | 17.3   | 21.5  |
| 순이익  | 28    | 37     | 48     | 28    | 49     | 63     | 0           | 32.4   | 31.3  |

자료: IBK투자증권

## 영업레버리지, 이제는 때가 되었다

이익률 측면에서, 동사의 실적이 가장 좋았던 시점은 2016년 1분기였다. 매출 1,320억원, 원가율 62.8%(GPM 37.2%), 판관비율 25.2%, 영업이익 160억원(OPM 12%)이었다. 이 시점은 평택 서탄 공장 자동화로 보일러/온수기 매출 상승에 따른 영업레버리지가 본격화되던 시점이었다.

동사는 현실에 안주하지 않고 온수매트/청정환기시스템/연료전지 사업 등에 투자하기 위해 인력 및 연구개발비에 집중했다. 결론적으로 매출은 16년 이후 50% 성장했으나, 이익은 정체다.

하지만, 작년 4분기를 기점으로 달라진 모습을 보이고 있다. 2개 분기 연속 실적 성장을 보였고, 올해 1분기를 세심히 살펴보면, 영업레버리지가 본격화 되고 있다는 판단이다.

올해 1분기 판관비/판관비율은 창사이래 최고치를 기록했는데, 이는 작년 인센티브(약 40억원)를 올해 1분기에 반영한 영향 때문이다. 인센티브를 작년으로 적용하면 올해 1분기 영업이익률은 9%다. 2분기에도 개선된 마진율이 나온다면, 성수기로 진입하는 하반기에는 큰 폭의 이익 개선을 기대해 봐도 될 듯하다.

표 4. 경동나비엔, 인센티브 분기 변경에 따른 실적

|       | 변경전   |       |       |       |       | 변경후   |       |       |       |       |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|       | 1Q19  | 2Q19  | 3Q19  | 4Q19  | 1Q20  | 1Q19  | 2Q19  | 3Q19  | 4Q19  | 1Q20  |
| 매출    | 165.0 | 160.1 | 182.0 | 267.2 | 183.2 | 165.0 | 160.1 | 182.0 | 267.2 | 183.2 |
| 원가율   | 65.5  | 65.8  | 67.5  | 64.9  | 61.0  | 65.5  | 65.8  | 67.5  | 64.9  | 61.0  |
| 판관비   | 49.0  | 47.3  | 50.1  | 73.5  | 58.9  | 49.0  | 47.3  | 50.1  | 77.5  | 54.9  |
| 판관비율  | 29.7  | 29.5  | 27.5  | 27.5  | 32.1  | 29.7  | 29.5  | 27.5  | 29.0  | 30.0  |
| 영업이익  | 7.9   | 7.5   | 9.2   | 20.3  | 12.5  | 7.9   | 7.5   | 9.2   | 16.3  | 16.5  |
| 영업이익률 | 4.8   | 4.7   | 5.0   | 7.6   | 6.8   | 4.8   | 4.7   | 5.0   | 6.1   | 9.0   |

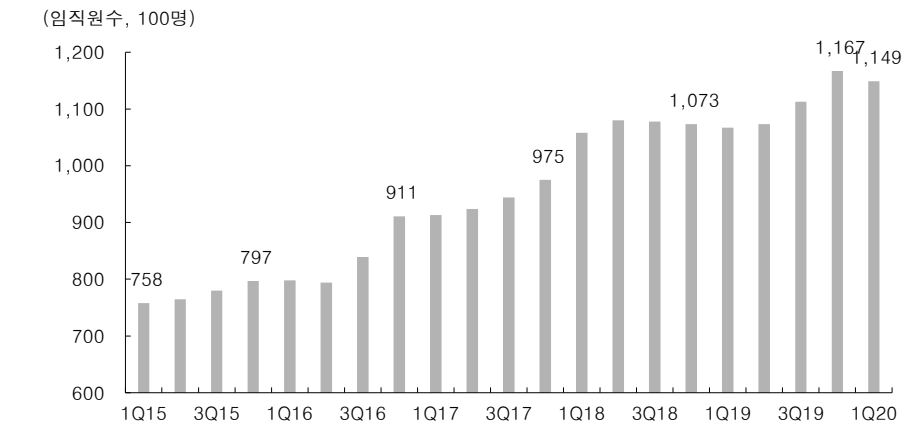
자료: IBK투자증권

표 5. 판관비 비교, 1Q19 VS 1Q20

| (억원)      |            | 전년동기대비     |           |              |
|-----------|------------|------------|-----------|--------------|
| 구분        | 1Q20       | 1Q19       | 금액        | 비율           |
| 급여        | 195        | 152        | 43        | 28.3%        |
| 퇴직급여      | 11         | 10         | 1         | 10.0%        |
| 복리후생비     | 26         | 24         | 2         | 8.3%         |
| 여비교통비     | 10         | 10         |           | 0.0%         |
| 세금과공과     | 13         | 12         | 1         | 8.3%         |
| 감가상각비     | 20         | 15         | 5         | 33.3%        |
| 수선비       | 10         | 9          | 1         | 11.1%        |
| 광고선전비     | 79         | 51         | 28        | 54.9%        |
| 지급수수료     | 32         | 29         | 3         | 10.3%        |
| A/S비      | 47         | 39         | 8         | 20.5%        |
| 판매비용      | 66         | 56         | 10        | 17.9%        |
| 경상개발비     | 22         | 24         | -2        | -8.3%        |
| 운반비       | 11         | 11         |           | 0.0%         |
| 무형자산상각비   | 4          | 3          | 1         | 33.3%        |
| 대손상각비     | 3          | 1          | 2         | 200.0%       |
| 기타        | 40         | 44         | -4        | -9.1%        |
| <b>합계</b> | <b>589</b> | <b>490</b> | <b>99</b> | <b>20.2%</b> |

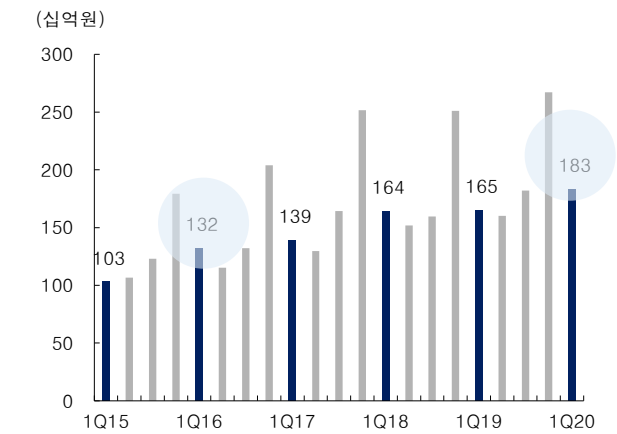
자료: IBK투자증권

그림 3. 경동나비엔, 임직원 수 15년말대비 370명, +46% 증가



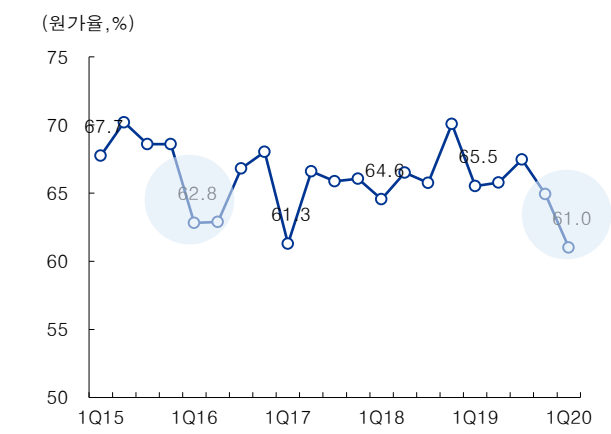
자료: IBK투자증권

그림 4. 경동나비엔, 분기별 매출액 추이



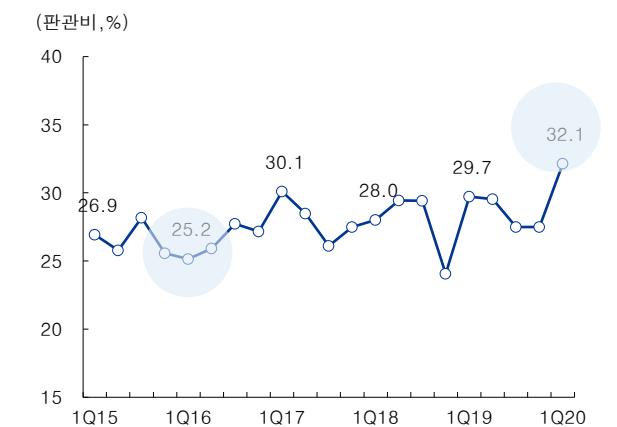
자료: IBK투자증권

그림 5. 경동나비엔, 분기별 매출원가율 추이



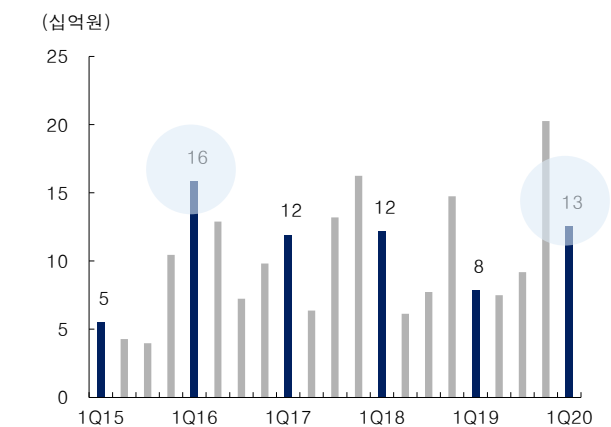
자료: IBK투자증권

그림 6. 경동나비엔, 분기별 판관비율 추이



자료: IBK투자증권

그림 7. 경동나비엔, 분기별 영업이익율 추이



자료: IBK투자증권

## Point 1. 콘덴싱 의무화로 국내 매출, 이익률 급신장 전망

### 평균 판매단가와 시장점유율 확대 기대

환경부는 올해 4월 미세먼지를 비롯해 온실가스 등 대기오염물질 저감을 위해 시행하는 ‘대기관리권역의 대기 환경개선에 대한 특별법’의 일환으로 친환경보일러 의무화를 시행했다. 대기관리권역 내에서 한국환경산업기술원의 인증을 받은 친환경 보일러(1종/2종)만 사용할 수 있다. 콘덴싱보일러의 경우 일반 제품보다 20~30만원 가량 비싸지만, 지자체의 보조금과 지속적인 전기사용료 절약으로 5년내 모든 비용이 상쇄될 것으로 예측된다.

콘덴싱보일러는 지난해 기준 전체 보일러 시장에서 보급률 20%수준에 그쳤다. 경동나비엔은 아시아 최초로 콘덴싱보일러를 개발 및 보급했다. 가장 빠르게 제품을 상용화한 만큼 콘덴싱보일러 시장에서의 인지도가 가장 높은 것으로 알려졌다. 점유율도 가장 앞선 상황이다. 동사의 지난해 기준 콘덴싱보일러 판매 비중은 44%로 추정된다. 연간보일러 시장(140만대)에서 35%가량을 차지 하고 있는 점으로 봤을 때 업계에서 가장 많은 판매량을 기록하고 있어 경쟁업체들보다 성장세에 가속도가 붙을 것으로 예상된다. 연간 보일러 시장은 140만대(금액기준 약 8,571억원)인데, 판매량 증가를 기대기 어려운 성숙시장이다. 반면에, 대기관리권역의 대기환경개선 특별법에 의거 친환경보일러 의무화로 인한 판매단가 상승을 반영하면 산술적으로 40% 증가한 1.2조원 시장으로 확대될 것이다.

친환경 콘덴싱 보일러로 시장이 재편된다면, 기술력의 우위에 있는 경동나비엔의 M/S 는 추가적으로 상승할 것으로 전망된다. 이 경우 동사의 매출(일반보일러의 콘덴싱 전환을 100% 가정하면)은, 기존 3천억원 수준에서 3,900억원~4,200억원까지 수직 상승하고 마진율은 큰 폭으로 개선이 가능할 전망이다. 이는 추정치에서 아직까지 반영치 않았다. 올해 콘덴싱 전환의 원년이기에, 향후 하반기 실적 점점 이후 내년 및 내후년 실적 추정치 상향 요인으로 작용할 전망이다.

표 6. 콘덴싱의무화에 따른 국내 보일러 시장 변화 전망

| 구분                     | 시장                 | 비고           |
|------------------------|--------------------|--------------|
| 연간보일러 시장               | 140                | 만대           |
| <b>경동나비엔 국내 보일러 매출</b> | <b>3,000</b>       | <b>억원</b>    |
| 경동나비엔 국내 M/S           | 35%                |              |
| <b>연간 보일러 시장 규모</b>    | <b>8,571</b>       | <b>억원</b>    |
| 일반 보일러 비중              | 80%                |              |
| 콘덴싱 보일러 비중             | 20%                |              |
| 1. 일반 보일러 시장           | 6,857              | 억원           |
| 2. 콘덴싱 보일러 시장          | 1,714              | 억원           |
| 3. 일반 보일러 → 콘덴싱 전환     | 10,285             |              |
| <b>연간 보일러 시장 규모</b>    | <b>11,999</b>      | <b>2+3</b>   |
| 콘덴싱 전환에 따른 보일러 시장 성장률  | 40.0%              | 100% 전환 가정 시 |
| <b>경동나비엔 국내 보일러 매출</b> | <b>3,800~4,200</b> | <b>억원</b>    |

자료: IBK투자증권



그림 8. 경동나비엔, 국내 보일러 시장은 성숙기 시장

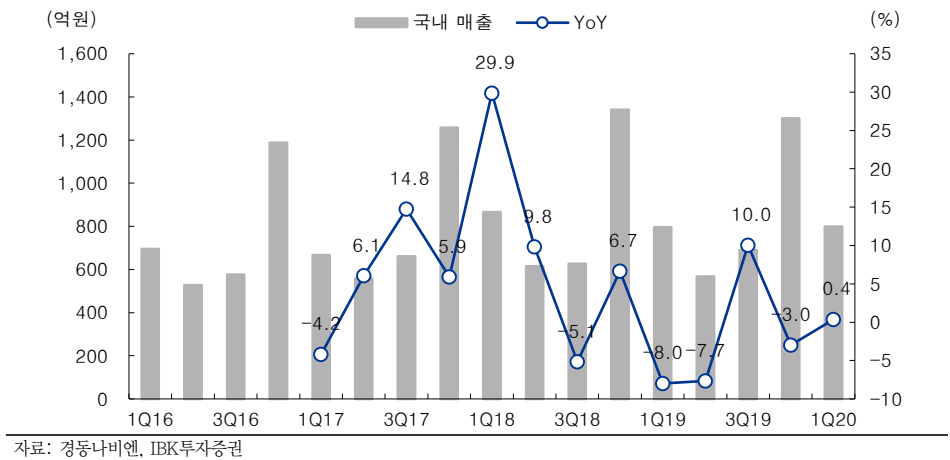


그림 9. 콘덴싱 의무화로 고가형 보일러 시장으로 진입 전망



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 10. 향후 10년간 ASP는 점진적으로 상승할 전망



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 11. 친환경 보일러 시장으로 전환은 사실 늦은 감이 있음



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

## 청정환기시스템, 예상보다 빠르게 시장 침투 중

나비엔이란 사명은 Navigator of Energy and Environment에서 가져 왔다. 동사는 화석 연료 사용 절감을 통해 환경을 복원하는데 역점을 두고 사업을 진행해 오고 있다. 그래서 대부분의 사업이 친환경 콘텐싱 보일러, 실내 공기 청정환기시스템 및 m-CHP 등 친환경 비즈니스이다. 동사는 2019년 상반기 청정환기시스템 비즈니스를 본격적으로 론칭 하고, 1) 초기에는 건설사 B2B 형태로 신규 아파트형 비즈니스로 접근했고, 2) 현재는 B2C 형태로 2006년 이후 건축된 건물로의 확대를 꾀하고 있다. 청정환기시스템은 비수기인 여름 시즌에 보일러를 대체하는 상품으로서의 역할을 할 정도로 중요한 품목으로 계획됐다. 물론 공기청정기 시장과 에어컨 시장에 맞서야 하는 제품이기에 경영 성과에 대한 부분은 시간이 필요해 보인다.

하지만, 2019년은 청정환기시스템 론칭 이후 매출 없는 마케팅 비용이 발생한 반면 지금은 B2B향 그리고 B2C향으로의 매출이 본격화 되고 있다. 결론적으로 동 제품 성과와 상관없이 동사의 전반적인 이익률은 청정환기시스템 매출화를 통해 작년대비 개선될 것임을 의미 한다. 개인적으로 동사의 청정환기시스템을 개발 초기 및 에너지박람회 등에서 선제적으로 경험할 수 있는 기회를 가졌는데, 상당히 매력적인 상품이다. 고도화된 마케팅만 수반된다면, 동사의 핵심 매출처로 자리 잡을 수 있어 꾸준한 모니터링이 필요해 보인다. 청정환기시스템에 앞서 론칭한 신규 아이템인 온수매트도 초기 론칭 1~2년간의 적자에서 2018년부터 손익분기점을 넘긴 것으로 파악되고, 2019년에 흑자 전환했다. 결론적으로, 유통망과 기술력이 있는 동사가 출시하는 신규 아이템에 긍정적인 전망이 필요해 보인다.

지난 4월부터 본격적으로 프로모션 및 판매가 되고 있는 상황이다. 청정환기시스템은 기본적으로 공기청정기의 부족한 면을 메꾸는 제품이기에 최근 소비자들의 관심이 급증하고 있는 상황이다. 공기청정기와 마찬가지로 필터 교체 등 부품 매출이 추가적으로 발생하는 상품이기에, 향후 규모의 경제가 가능해 지는 시점에는 이익률이 점진적으로 확대가 가능한 상품이란 판단이다.

그림 12. 경동나비엔, 청정환기시스템



좌측부터 실외기, 에어 통콘트롤러, 에어 모니터

자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 13. 청정환기시스템, 4중 필터



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

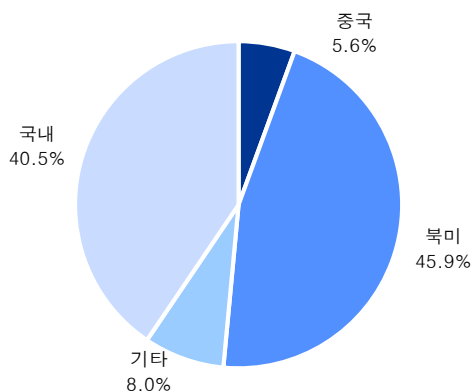


## Point 2. 북미는 신규 아이템 효과로 실적 성장을 담보하고,

2019년 하반기 동사는 북미향 순간식 일반 온수기를 출시 했다. 미국내 순간식 콘텐츠 온수기 시장 내 1위 업체인 동사가 순간식 일반 온수기 시장 진입으로 지난 4분기 이후 성장률이 큰 폭으로 증가하고 있다. 지난 1분기 북미 매출 증가율은 +29.9% YoY 달할 정도로 북미 내 호응이 큰 상황이다. 물론, 2분기에는 북미 코로나 사태로 인해 1분기 대비 성장률이 크지 않을 전망이다, 최근 무역협회 보일러/온수기 출하량 증가세를 감안하면 시장 우려보다는 선방한 것으로 보인다.

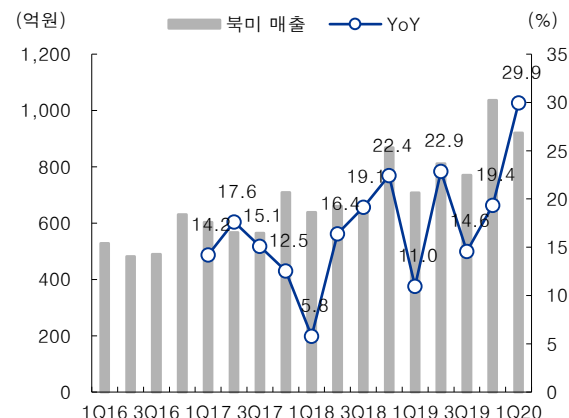
북미의 매출 비중은 전체 매출(IBKS 2020년 추정치)에서 45.9%로 국내 매출대비 큰 것으로 추정된다. 국내가 친환경보일러 시장으로 전환되며, 추가적인 매출과 이익 개선이 가시화 되고 있으나, 현재 기준 동사의 가장 큰 캐시카우는 북미 시장이다. 하반기에는 신규아이템(순간식 일반 온수기)의 적극적인 프로모션과 함께 북미 매출 성장 폭이 확대될 전망이다. 동사는 향후 북미지역에서 물류 창고 인수 및 공장 설립을 통해 2024년까지 현지화를 계획 중에 있다. 이를 통해, 로컬 브랜드로 자리 매김하길 기대해 본다.

그림 14. 국내 매출을 넘어선 북미 매출(2020년 기준)



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 15. 북미, 신규 아이템 효과



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

### Point 3. 중국은 현재 실망을 주나, 언제나 한방이 있다

중국향 비즈니스는 현재 실망감을 안겨주고 있다. 메이가이치(석탄발전 개조화사업)가 실행된 2017년 하반기 이후 대규모 발주를 받고 있지 못하고 있는 상황이다. 하지만, 중국내 가스인프라는 시장 우려와는 달리 개발이 지속되고 있다.

지난 하반기에 중국은 러시아에서 PNG 형태로 가스를 도입하고 있기 때문에 늦어도 올해 하반기부터는 메이가이치 재개에 대한 기대감을 가져도 충분하다. 또한, 카타르로부터 LNG 수입 확대로 조선 발주를 받은 점을 감안하면 석탄 발전에서 가스 발전으로의 전환은 시간의 문제일 뿐이다. 지난 1분기는 중국향 매출이 부진했다. 2분기에는 경제 재개로 인해 지연된 물량 증가 및 유통망 확대를 통해 큰 폭의 실적 개선이 기대된다.

그림 16. 경동나비엔, 중국향 매출 현황

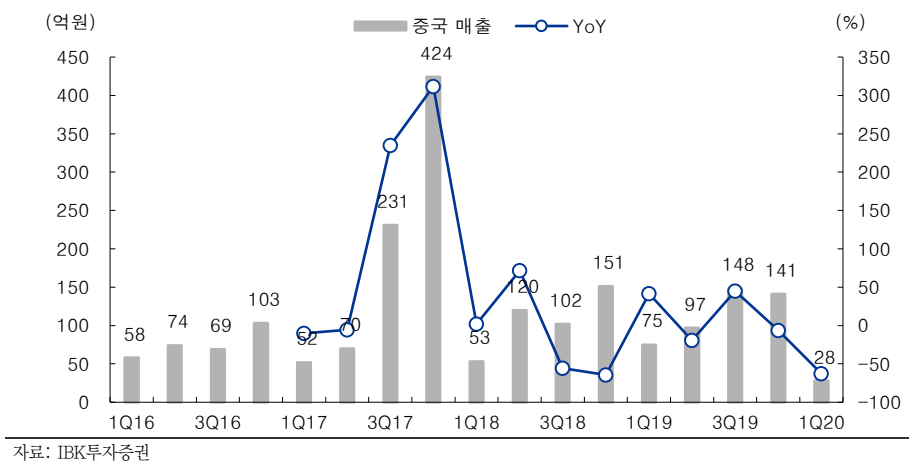
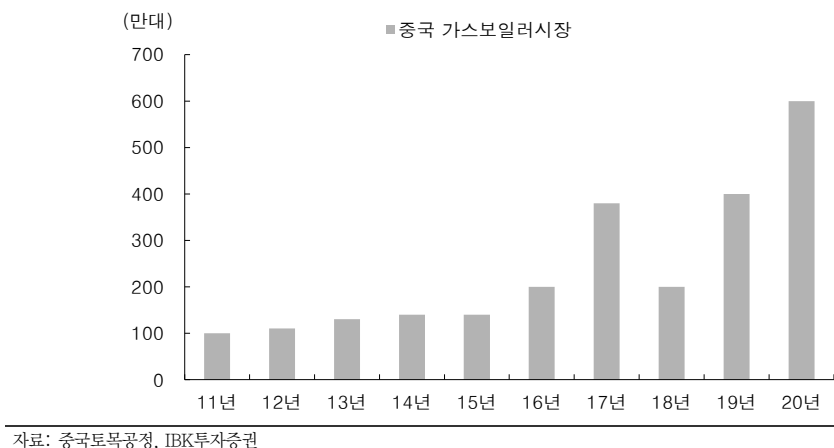


그림 17. 중국 가스보일러 시장, 하반기 메이가이치 기대. 늦어도 내년부터는 재개될 전망



## 경동나비엔 (009450)

## 포괄손익계산서

| (십억원)        | 2018  | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|--------------|-------|------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 727   | 774  | 868   | 991   | 1,150 |
| 증가율(%)       | 6.1   | 6.5  | 12.1  | 14.1  | 16.0  |
| 매출원가         | 488   | 510  | 538   | 610   | 702   |
| 매출총이익        | 239   | 265  | 330   | 381   | 448   |
| 매출총이익률 (%)   | 32.9  | 34.2 | 38.0  | 38.4  | 39.0  |
| 판매비          | 198   | 220  | 269   | 302   | 345   |
| 판매비율(%)      | 27.2  | 28.4 | 31.0  | 30.5  | 30.0  |
| 영업이익         | 41    | 45   | 61    | 79    | 103   |
| 증가율(%)       | -14.6 | 9.9  | 35.8  | 29.9  | 30.7  |
| 영업이익률(%)     | 5.6   | 5.8  | 7.0   | 8.0   | 9.0   |
| 순금융손익        | -3    | -4   | -3    | -3    | -3    |
| 이자손익         | -3    | -4   | -3    | -3    | -3    |
| 기타           | 0     | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 기타영업외손익      | -3    | 7    | 8     | 8     | 8     |
| 종속/관계기업손익    | 0     | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 세전이익         | 34    | 48   | 66    | 84    | 109   |
| 법인세          | 10    | 21   | 17    | 21    | 27    |
| 법인세율         | 29.4  | 43.8 | 25.8  | 25.0  | 24.8  |
| 계속사업이익       | 25    | 28   | 49    | 63    | 81    |
| 중단사업손익       | 0     | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익        | 25    | 28   | 49    | 63    | 81    |
| 증가율(%)       | -8.4  | 12.5 | 76.0  | 28.8  | 29.0  |
| 당기순이익률 (%)   | 3.4   | 3.6  | 5.6   | 6.4   | 7.0   |
| 지배주주당기순이익    | 25    | 28   | 49    | 63    | 81    |
| 기타포괄이익       | -2    | -4   | 1     | 0     | 0     |
| 총포괄이익        | 23    | 24   | 50    | 63    | 81    |
| EBITDA       | 60    | 71   | 87    | 102   | 123   |
| 증가율(%)       | -7.4  | 19.8 | 22.0  | 16.8  | 21.3  |
| EBITDA마진율(%) | 8.3   | 9.2  | 10.0  | 10.3  | 10.7  |

## 투자지표

| (12월 결산)   | 2018   | 2019   | 2020F  | 2021F  | 2022F  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)    |        |        |        |        |        |
| EPS        | 1,943  | 2,186  | 3,849  | 4,958  | 6,397  |
| BPS        | 21,969 | 23,612 | 27,218 | 31,829 | 37,829 |
| DPS        | 250    | 300    | 350    | 400    | 450    |
| 밸류에이션(배)   |        |        |        |        |        |
| PER        | 21.4   | 21.3   | 10.8   | 8.4    | 6.5    |
| PBR        | 1.9    | 2.0    | 1.5    | 1.3    | 1.1    |
| EV/EBITDA  | 10.4   | 9.3    | 7.2    | 5.6    | 4.0    |
| 성장성지표(%)   |        |        |        |        |        |
| 매출증가율      | 6.1    | 6.5    | 12.1   | 14.1   | 16.0   |
| EPS증가율     | -6.3   | 12.5   | 76.0   | 28.8   | 29.0   |
| 수익성지표(%)   |        |        |        |        |        |
| 배당수익률      | 0.6    | 0.6    | 0.9    | 1.0    | 1.1    |
| ROE        | 9.2    | 9.6    | 15.1   | 16.8   | 18.4   |
| ROA        | 4.6    | 4.7    | 6.6    | 6.7    | 7.4    |
| ROIC       | 8.2    | 8.2    | 13.2   | 15.6   | 20.2   |
| 안정성지표(%)   |        |        |        |        |        |
| 부채비율(%)    | 108.3  | 102.6  | 155.0  | 149.1  | 145.2  |
| 순차입금 비율(%) | 33.2   | 23.3   | 27.1   | 8.4    | -6.8   |
| 이자보상배율(배)  | 11.3   | 11.1   | 19.5   | 20.7   | 24.1   |
| 활동성지표(배)   |        |        |        |        |        |
| 매출채권회전율    | 8.5    | 8.2    | 7.3    | 6.5    | 6.5    |
| 재고자산회전율    | 5.6    | 5.4    | 4.4    | 3.6    | 3.6    |
| 총자산회전율     | 1.3    | 1.3    | 1.2    | 1.0    | 1.0    |

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

## 재무상태표

| (십억원)     | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 유동자산      | 287  | 274  | 550   | 691   | 873   |
| 현금및현금성자산  | 26   | 21   | 102   | 185   | 282   |
| 유가증권      | 0    | 4    | 9     | 10    | 12    |
| 매출채권      | 94   | 95   | 144   | 163   | 190   |
| 재고자산      | 150  | 138  | 261   | 295   | 344   |
| 비유동자산     | 297  | 336  | 335   | 319   | 309   |
| 유형자산      | 249  | 279  | 265   | 244   | 224   |
| 무형자산      | 10   | 10   | 9     | 7     | 6     |
| 투자자산      | 11   | 10   | 9     | 9     | 9     |
| 자산총계      | 584  | 610  | 885   | 1,010 | 1,182 |
| 유동부채      | 275  | 270  | 489   | 552   | 643   |
| 매입채무및기타채무 | 77   | 93   | 135   | 153   | 178   |
| 단기차입금     | 98   | 65   | 176   | 199   | 232   |
| 유동성장기부채   | 4    | 6    | 8     | 8     | 8     |
| 비유동부채     | 28   | 39   | 49    | 52    | 57    |
| 사채        | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금     | 18   | 24   | 22    | 22    | 22    |
| 부채총계      | 303  | 309  | 538   | 605   | 700   |
| 지배주주지분    | 280  | 301  | 347   | 405   | 482   |
| 자본금       | 13   | 13   | 13    | 13    | 13    |
| 자본잉여금     | 20   | 20   | 20    | 20    | 20    |
| 자본조정등     | -1   | -1   | -1    | -1    | -1    |
| 기타포괄이익누계액 | 2    | 1    | 2     | 2     | 2     |
| 이익잉여금     | 247  | 268  | 313   | 372   | 448   |
| 비지배주주지분   | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계      | 280  | 301  | 347   | 406   | 482   |
| 비이자부채     | 184  | 214  | 332   | 376   | 438   |
| 총차입금      | 119  | 95   | 206   | 229   | 262   |
| 순차입금      | 93   | 70   | 94    | 34    | -33   |

## 현금흐름표

| (십억원)           | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름       | -14  | 79   | -62   | 46    | 48    |
| 당기순이익           | 25   | 28   | 49    | 63    | 81    |
| 비현금성 비용 및 수익    | 44   | 65   | 29    | 17    | 15    |
| 유형자산감가상각비       | 18   | 25   | 25    | 21    | 19    |
| 무형자산상각비         | 1    | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 운전자본변동          | -71  | 7    | -133  | -32   | -46   |
| 매출채권등의 감소       | -11  | -6   | -51   | -19   | -27   |
| 재고자산의 감소        | -43  | 16   | -122  | -34   | -49   |
| 매입채무등의 증가       | -19  | 9    | 37    | 18    | 25    |
| 기타 영업현금흐름       | -12  | -21  | -7    | -2    | -2    |
| 투자활동 현금흐름       | -45  | -51  | -40   | -13   | -18   |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -45  | -49  | -8    | 0     | 0     |
| 유형자산의 감소        | 1    | 4    | 0     | 0     | 0     |
| 무형자산의 감소(증가)    | -2   | -2   | 0     | 0     | 0     |
| 투자자산의 감소(증가)    | 1    | -4   | 6     | 0     | 0     |
| 기타              | 0    | 0    | -38   | -13   | -18   |
| 재무활동 현금흐름       | 56   | -34  | 183   | 49    | 68    |
| 차입금의 증가(감소)     | 5    | 11   | 0     | 0     | 0     |
| 자본의 증가          | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 기타              | 51   | -45  | 183   | 49    | 68    |
| 기타 및 조정         | 0    | 1    | 0     | 0     | 0     |
| 현금의 증가          | -3   | -5   | 81    | 82    | 98    |
| 기초현금            | 29   | 26   | 21    | 102   | 185   |
| 기말현금            | 26   | 21   | 102   | 185   | 282   |

### Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자자 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.  
 동자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

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

해당 사항 없음

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

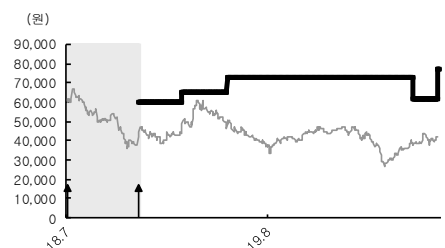
| 종목 투자의견 (절대수익률 기준) |                |               |           |
|--------------------|----------------|---------------|-----------|
| 적극매수 40% ~         | 매수 15% ~       | 중립 -15% ~ 15% | 매도 ~ -15% |
| 업종 투자의견 (상대수익률 기준) |                |               |           |
| 바중확대 +10% ~        | 중립 -10% ~ +10% | 비중축소 ~ -10%   |           |

투자등급 통계 (2019.07.01~2020.06.30)

| 투자등급 구분 | 건수  | 비율(%) |
|---------|-----|-------|
| 매수      | 133 | 86.9  |
| 중립      | 20  | 13.1  |
| 매도      | 0   | 0     |

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

| 경동나비엔                                                                               | 추천<br>일자   | 투자<br>의견 | 목표가<br>(원) | 과리율(%) |        | 추천<br>일자 | 투자<br>의견 | 목표가<br>(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     | -43.90 | -30.55 |          |          |            |        |       |
|                                                                                     | 2020.05.14 | 1년경과     | 73,000     |        |        |          |          |            |        |       |
|                                                                                     | 2020.05.15 | 매수       | 62,000     | -34.93 | -29.03 |          |          |            |        |       |
|                                                                                     | 2020.07.02 | 매수       | 77,000     |        |        |          |          |            |        |       |