

Company Update

Analyst 박용희

02) 6915-5651

yhpkorea2005@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 100,000원

현재가 (8/12) 54,300원

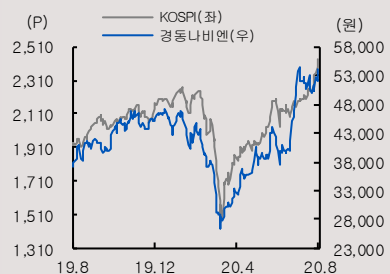
KOSPI (8/12)	2,432.35pt
시가총액	692십억원
발행주식수	12,740천주
액면가	1,000원
52주 최고가	54,500원
최저가	26,500원
60일 일평균거래대금	4십억원
외국인 지분율	10.2%
배당수익률 (2020F)	0.9%

주주구성	
경동원 외 1 인	51.52%
국민연금공단	11.43%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-6%	12%	16%
절대기준	6%	22%	46%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	100,000	77,000	▲
EPS(20)	4,416	3,849	▲
EPS(21)	5,478	4,958	▲

경동나비엔 주가추이



본 조식분석자료는 당사 리서치본부에서 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)

나혼자 레벨업. 그린뉴딜의 실제 수혜자

2Q20 Review: 나혼자 레벨업

2Q20 동사의 매출은 1,688억원(+5.4% YoY, -7.9% QoQ), 영업이익 137억원(OPM 8.1%, +82.8% YoY, +9.7% QoQ)으로 발표했다. 영업이익률이 전년동기대비 3.4%p 개선됐다. 당사추정치 기준 국내는 두자릿수 성장을 보였고, 해외는 미국 선방, 중국/유럽이 부진했을 것으로 추정한다. (사업보고서 미발표)

1)국내는 콘텐츠의무화 법안 발효 영향으로 평균판매단가와 MS확대가 가속화 되고 있다. 언론기사를 참고하면, 콘텐츠의무화 법안 이후 기술 경쟁이 가능한 동사를 포함 귀뚜라미, 린나이 중심으로 과점화 되고 있다. 린나이는 애국마케팅 영향으로 상대적으로 양사 대비 부진한 것으로 보인다. 결론적으로 동사의 국내 성장과 시장점유율 확대는 당분간 지속될 전망이다.

2)북미는 한자릿수 성장한 것으로 보인다. 전분기 29.9% 성장한 것을 감안하면, 부진했다. 하지만, 미국내 1위 보일러/온수기 업체인 AOSmith가 북미지역에서 코로나 영향으로 8% 감소한 것을 감안하면 상대적 강세를 이어 갔다. 하반기는, 2분기이었던 물량을 감안하면 북미지역에서 상당히 큰 폭의 성장을 기대해 본다.

3)중국은 표면적으로는 부진했다. 하지만, 2분기 메이가이치 수주가 재개된 것으로 보인다. 중국 홍수 영향으로 2분기 미착공 됐으나, 하반기 본격 착공 시 큰 폭의 실적 개선을 기대한다. 결론적으로, 올해 상반기 부진했지만 연간으로는 중국의 매출 증가세를 확인할 수 있다.

3분기에는 매출 2,126억원(+16.8% YoY), 영업이익 170억원(+82.9% YoY)으로 추정한다. 3개분기 연속 어닝 서프라이즈로 2020년, 21년 순이익 추정치를 각각 +14.3%, +11.3% 상향 조정한다. 목표주가는 10만원으로 상향하고, 투자의견은 매수를 유지한다. 목표주가는 12M Forward EPS 추정치에 Target Multiple 20배를 적용했다.

(단위:십억원,배)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	727	774	885	1,026	1,207
영업이익	41	45	71	92	121
세전이익	34	48	72	93	121
지배주주순이익	25	28	56	70	91
EPS(원)	1,943	2,186	4,416	5,478	7,117
증가율(%)	-6.3	12.5	102.0	24.1	29.9
영업이익률(%)	5.6	5.8	8.0	9.0	10.0
순이익률(%)	3.4	3.6	6.3	6.8	7.5
ROE(%)	9.2	9.6	17.2	18.0	19.6
PER	21.4	21.3	12.2	9.8	7.6
PBR	1.9	2.0	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	10.4	9.3	8.1	6.2	4.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그린뉴딜의 최대 수혜자 그리고 우리가 모르는 나비엔의 미래

동사는 정부가 추진하는 그린뉴딜의 최대 수혜자이다. 정책적으로 콘덴싱의무화 법안을 통해, 저가형 보일러/온수기 시장에서 고가형 보일러/온수기 시장으로 전환되며 매출증가와 함께 마진 개선이 현실화 되고 있다. 3분기에도 콘덴싱의무화로 인한 교체 수요가 기대되고, 최근 홍수로 인한 필수소비재인 보일러의 교체가 필요해지며 일회성 추가 매출도 기대된다.

표 1. 콘덴싱의무화에 따른 국내 보일러 시장 변화 전망

구분	시장	비고
연간보일러 시장	140	만대
경동나비엔 국내 보일러 매출	3,000	억원
경동나비엔 국내 M/S	35%	
연간 보일러 시장 규모	8,571	억원
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	
연간 보일러 시장 규모	11,999	2+3
콘덴싱 전환에 따른 보일러 시장 성장률	40.0%	100% 전환 가정 시
경동나비엔 국내 보일러 매출	3,800~4,200	억원

자료: IBK투자증권

동사는 온수매트(2015년)이후 신규 제품을 2개 론칭하고 B2B 영업을 강화하고 있다. 온수매트의 경우는 2018년 손익분기점을 돌파하고, 현재는 매출과 영업이익에 소폭 기여하고 있다. 나비엔이란 사명은 Navigator of Energy and Environment에서 가져왔다. 동사는 화석 연료 사용 절감을 통해 환경을 복원하는데 역점을 두고 사업을 진행해 오고 있다. 그래서 대부분의 사업이 친환경 콘덴싱 보일러, 실내 공기 청정환기 시스템 및 m-CHP 등 친환경 비즈니스이다.

첫번째 의미 있는 신규 아이템은 청정환기시스템(TAC, Total Air Care)이다. 동사는 2019년 상반기 청정환기시스템비즈니스를 본격적으로 론칭 하고, 1)초기에는 건설사 B2B 형태로 신규 아파트향 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, 현재 매출이 발생치 않은 B2B향 건설사 수주가 폭증하고 있어, 2021년 하반기부터 의미 있는 매출이 발생할 전망이다. B2C향 매출도 점진적으로 개선될 전망이다. 우리가 모르는 매출이 잠재되어 있다. 결론적으로 2021년 이후에는 신규 아이템에서 발생하는 매출을 우리는 경험할 것이다.

두번째 의미 있는 신규 아이템은 히터허브시스템(통합배관시스템)이다. 최근 경동나비엔은 한국지역난방공사와 현대B&C가 고양 삼송역 헤리엇 주상복합에서 지역난방 통합배관시스템의 에너지 절감 효과와 안전성에 대한 실증 사업을 진행키로 했다. 개별

난방의 강자인 동사가 지역난방 시장 진입을 앞두고 있다. 미세먼지 억제와 온실가스 감축을 위해 효율적인 에너지 활용이 필요한 시대적 상황에서 지역난방공사와 가스보일러 제조사가 시대적인 요구에 부합한 새로운 에너지 절약형 시스템을 개발 공급함으로써 주거 난방시장에서 새로운 시장 창출이 기대된다고 밝혔다. 아직은 시작단계이지만, 동사는 보일러/온수기 매출만큼의 시장 창출을 기대하고 있어 귀추가 주목된다.

또한 동사는 시장에서는 잘 알려지지 않았지만, 연료전지/스텔링 엔진을 활용한 m-CHP(Combined Heat and Power) 기술을 보유하고 있다. 최근 시장에서 각광받은 SOFC(고체산화물 연료전지) 국책 과제도 수행한 바가 있어, 향후 시장 개화 시 여러 모로 수혜가 가능할 전망이다.

당사는 2021년 동사의 매출과 영업이익을 각각 1조 260억원, 920억원으로 추정한다. 2013년 동사에 대한 커버리지를 개시한 이후 회사가 목표한 바를 묵묵히 이루어 옴을 목격하고 있다. 아마도 2021년에는 매출 2조원에 대한 목표를 세우고 보일러/온수기 매출 확대와 함께 신규 아이템에 대한 실적 가시성이 뚜렷해 질 전망이다. 지속적으로 관심을 가지고 지켜보자.

그림 1. 경동나비엔, 콘덴싱보일러

콘덴싱 가스보일러
NCB900

자료: IBK투자증권

그림 2. 경동나비엔, 히터허브시스템



자료: IBK투자증권

그림 3. 경동나비엔, 청정환기시스템

청정환기
나비엔 청정환기시스템 TAC550

자료: IBK투자증권

그림 4. 경동나비엔, 연료전지/스텔링 엔진 활용 m-CHP



자료: IBK투자증권

실적 및 Valuation

표 2. 경동나비엔, 2Q20 Review

(억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	YoY	QoQ
매출	1,650	1,601	1,820	2,672	1,832	1,688	5.4%	-7.9%
중국	75	97	148	141	28	68	-30.0%	142.5%
북미	708	811	770	1,036	920	868	7.0%	-5.7%
유럽 등	71	126	212	194	85	101	-20.0%	18.6%
국내	796	567	690	1,301	799	652	15.0%	-18.4%
비중(%)	100%	100%	100%	100%	100%	100%		
중국	4.5%	6.1%	8.1%	5.3%	1.5%	4.0%		
북미	42.9%	50.7%	42.3%	38.8%	50.2%	51.4%		
유럽 등	4.3%	7.9%	11.6%	7.3%	4.6%	6.0%		
국내	48.2%	35.4%	37.9%	48.7%	43.6%	38.6%		
매출원가율(%)	65.5%	65.8%	67.4%	64.9%	61.0%	60.8%		
판관비	490	473	500	735	589	524	10.9%	-11.0%
판관비율(%)	29.7%	29.5%	27.5%	27.5%	32.2%	31.1%		
영업이익	79	75	93	202	125	137	82.8%	9.7%
영업이익률(%)	4.8%	4.7%	5.1%	7.6%	6.8%	8.1%		
영업외수익	44	19	18	-46	3	-6		
세전이익	123	94	111	156	128	131	39.4%	2.3%
법인세	93	21	19	12	37	5		
순이익	30	73	92	144	91	126	72.6%	38.5%

주: 지역별 매출, 매출원가율, 판관비율은 당사 추정. 향후 사업보고서 발표 시 재수정 할 계획
 자료: IBK투자증권

표 3. 경동나비엔, 실적 vs 당사 추정치

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20(E)	YoY	QoQ	컨센서스(B)	Difference (A/B)
매출액	1,650	1,601	1,820	2,672	1,832	1,688	5.4%	-7.9%	1,781	-5.2%
영업이익	79	75	93	202	125	137	82.8%	9.7%	110	24.6%
세전이익	123	94	111	156	128	131	39.4%	2.3%		
순이익	30	73	92	144	91	126	72.6%	38.5%		
영업이익률	4.8%	4.7%	5.1%	7.6%	6.8%	8.1%				
세전이익률	7.5%	5.9%	6.1%	5.8%	7.0%	7.8%				
순이익률	1.8%	4.6%	5.1%	5.4%	5.0%	7.5%				

자료: IBK투자증권

표 4. 당사 실적 추정치 변경 내역

	변경전			변경후			Differences		
	2019년	2020년E	2021년E	2019년	2020년E	2021년E	2019년	2020년E	2021년E
매출액	774	868	991	774	885	1,026	0	2.0	3.5
영업이익	45	61	79	45	71	92	0	16.4	16.5
순이익	28	49	63	28	56	70	0	14.3	11.1

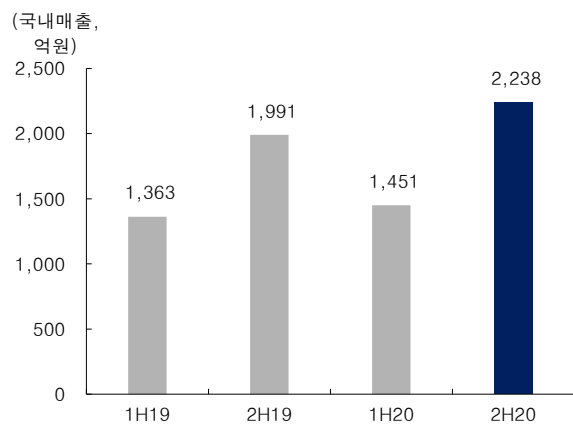
자료: IBK투자증권

표 5. 경동나비엔, Valuation Table

구분	(원)	비고
12MF EPS	4,863	Global PEER Valuation 준용
타겟 PER(배)	20.0	
주당가치	97,260	
목표주가	100,000	
현재주가	54,300	
상승여력(%)	84.2	

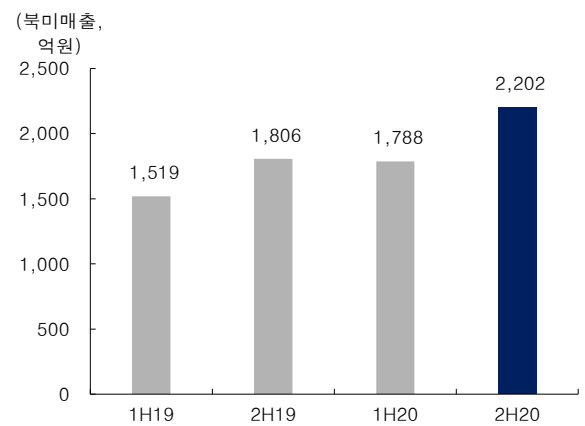
자료: IBK투자증권

그림 5. 경동나비엔, 2H20 국내매출 +12.4% YoY



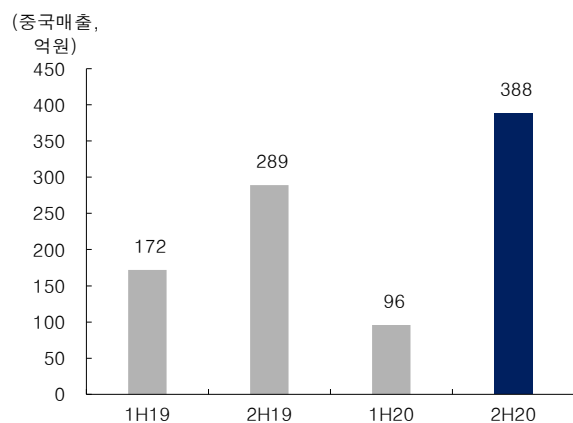
자료: IBK투자증권

그림 6. 경동나비엔, 2H20 북미매출 +21.9% YoY



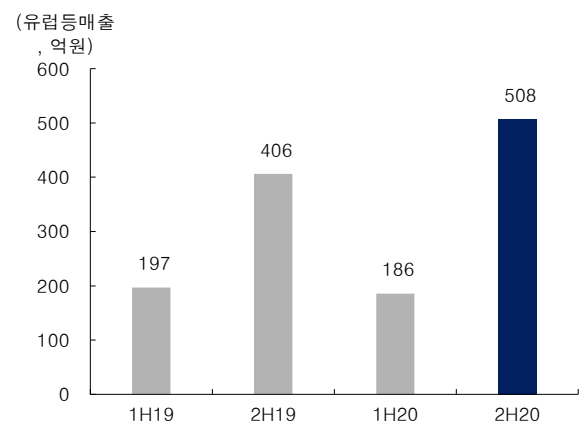
자료: IBK투자증권

그림 7. 경동나비엔, 2H20 중국매출 +34.3% YoY



자료: IBK투자증권

그림 8. 경동나비엔, 2H20 유럽 등매출 +25.0% YoY



자료: IBK투자증권

경동나비엔 (009450)

포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	727	774	885	1,026	1,207
증가율(%)	6.1	6.5	14.3	15.9	17.6
매출원가	488	510	540	621	724
매출총이익	239	265	345	405	483
매출총이익률 (%)	32.9	34.2	39.0	39.5	40.0
판매비	198	220	274	313	362
판매비율(%)	27.2	28.4	31.0	30.5	30.0
영업이익	41	45	71	92	121
증가율(%)	-14.6	9.9	57.9	29.8	31.1
영업이익률(%)	5.6	5.8	8.0	9.0	10.0
순금융손익	-3	-4	-3	-3	-3
이자손익	-3	-4	-3	-3	-3
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-3	7	4	4	3
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	34	48	72	93	121
법인세	10	21	16	23	30
법인세율	29.4	43.8	22.2	24.7	24.8
계속사업이익	25	28	56	70	91
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	28	56	70	91
증가율(%)	-8.4	12.5	101.9	24.1	29.9
당기순이익률 (%)	3.4	3.6	6.3	6.8	7.5
지배주주당기순이익	25	28	56	70	91
기타포괄이익	-2	-4	1	0	0
총포괄이익	23	24	57	70	91
EBITDA	60	71	97	115	141
증가율(%)	-7.4	19.8	35.9	18.1	22.7
EBITDA마진율(%)	8.3	9.2	11.0	11.2	11.7

투자지표

(12월 결산)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,943	2,186	4,416	5,478	7,117
BPS	21,969	23,612	27,785	32,916	39,637
DPS	250	300	350	400	450
밸류에이션(배)					
PER	21.4	21.3	12.2	9.8	7.6
PBR	1.9	2.0	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	10.4	9.3	8.1	6.2	4.6
성장성지표(%)					
매출증가율	6.1	6.5	14.3	15.9	17.6
EPS증가율	-6.3	12.5	102.0	24.1	29.9
수익성지표(%)					
배당수익률	0.6	0.6	0.9	1.0	1.1
ROE	9.2	9.6	17.2	18.0	19.6
ROA	4.6	4.7	7.3	7.1	7.8
ROIC	8.2	8.2	15.0	16.9	21.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	108.3	102.6	160.3	151.7	149.2
순차입금 비율(%)	33.2	23.3	27.4	7.1	-7.7
이자보상배율(배)	11.3	11.1	22.6	23.5	27.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.5	8.2	7.1	6.3	6.4
재고자산회전율	5.6	5.4	4.3	3.5	3.5
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	584	733	944
현금및현금성자산	26	21	110	199	306
유가증권	0	4	10	11	13
매출채권	94	95	153	172	205
재고자산	150	138	276	312	372
비유동자산	297	336	338	323	315
유형자산	249	279	265	244	224
무형자산	10	10	9	7	6
투자자산	11	10	9	9	9
자산총계	584	610	922	1,056	1,259
유동부채	275	270	517	583	694
매입채무및기타채무	77	93	143	162	193
단기차입금	98	65	186	210	250
유동성장기부채	4	6	8	8	8
비유동부채	28	39	50	54	60
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	18	24	22	22	22
부채총계	303	309	568	636	754
지배주주지분	280	301	354	419	505
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	320	385	471
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	280	301	354	420	505
비이자부채	184	214	352	396	474
총차입금	119	95	216	240	280
순차입금	93	70	97	30	-39

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-14	79	-65	55	51
당기순이익	25	28	56	70	91
비현금성 비용 및 수익	44	65	33	21	20
유형자산감가상각비	18	25	25	21	19
무형자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본변동	-71	7	-148	-33	-56
매출채권등의 감소	-11	-6	-60	-20	-33
재고자산의 감소	-43	16	-137	-35	-60
매입채무등의 증가	-19	9	45	18	31
기타 영업현금흐름	-12	-21	-6	-3	-4
투자활동 현금흐름	-45	-51	-45	-13	-22
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	-43	-13	-22
재무활동 현금흐름	56	-34	199	46	78
차입금의 증가(감소)	5	11	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	51	-45	199	46	78
기타 및 조정	0	1	0	1	0
현금의 증가	-3	-5	89	89	107
기초현금	29	26	21	110	199
기말현금	26	21	110	199	306

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 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

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

해당 사항 없음

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

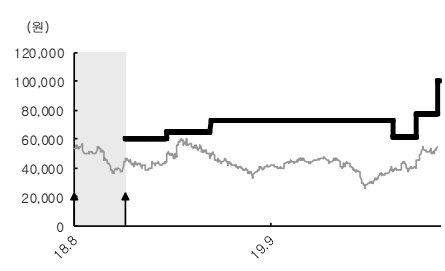
종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

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 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	-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	-33.36	-29.22					
	2020.08.13	매수	100,000							