

The new RED Collection

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



안녕하세요. IBK투자증권 박용희 연구위원입니다.

2020년 주식시장은 상당히 어려운 한 해입니다.

코로나19로 인한 극심한 변동성 장세로 투자자들은 1분기에는 자신감을 상실했고, 2분기부터는 극도의 수익률 게임이 진행되고 있습니다.

IBK투자증권은 달라진 환경 속에서 기관 및 개인투자자들에게 확실한 수익을 주고자 The new RED Collection을 론칭합니다.

The new RED Collection은 종목에 대한 철저한 Bottom-up 분석을 통해 중장기 주가 상승이 가능한 종목을 발굴하여, 추천 드리는 엄선된 자료입니다.

IBK투자증권은 향후 또 다른 The new RED Collection으로 찾아 뵙겠습니다.

감사합니다.

건설/전자재 박용희

02) 6915-5651

yhpkorea2005@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 100,000원
현재가 (9/7) 57,500원

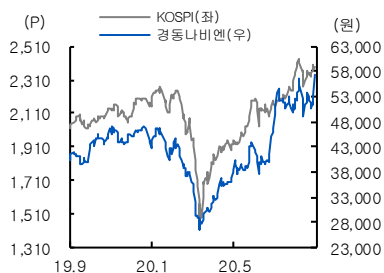
KOSPI (9/7) 2,384.22pt
시가총액 733십억원
발행주식수 13,605천주
액면가 1,000원
52주 최고가 57,500원
최저가 26,500원
60일 일평균거래대금 5십억원
외국인 지분율 10.9%
배당수익률 (2020F) 0.7%

주주구성
경동원 외 1 인 51.52%
국민연금공단 11.43%

	1M	6M	12M
주가상승률			
상대기준	7%	31%	18%
절대기준	9%	53%	40%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	100,000	100,000	-
EPS(20)	4,354	4,354	-
EPS(21)	5,097	5,097	-

경동나비엔 주가추이



경동나비엔 (009450)

경동나비엔, 그린라이트가 켜지다!

글로벌 PEER/그린뉴딜 관련주대비 상대적 저평가, 주가 재평가 기대

지난 3개분기 동사의 실적은 시장기대치대비 상회했으나, 주가의 퍼포먼스는 상대적으로 부진했다. 이유는 1)지난 3년간 주가 Band의 상단에서 매물 출회, 2)유통물량 부족에 따른 거래 부진 영향이 컸다. 하지만 최근 동사를 둘러싼 흐름을 살펴보면, 1)친환경 기기 수요 증대에 따른 실적 개선세, 2)그린뉴딜 정책으로 인한 PEER의 밸류에이션 상향, 3)대주주의 친 주주정책 가시화로 인해 상대적 저평가 이유가 사라졌다. 결론적으로, 실적 개선 및 PEER 주가 상승에 따른 동사 주가의 재평가가 빠르게 진행될 전망이다.

연료전지/스털링엔진 기반 m-CHP 기술은 국내 최고

최근 시장에서는 연료전지에 대한 관심이 높아 지고 있다. 친환경 비즈니스 부각 및 전기차의 Penetration이 빨라지며, 연료전지 채용 Application에 대한 관심이 높아지고 있다. 연료전지를 활용한 Product 중, 가장 현실성이 높은 제품이 보일러다. 연료전지 Application 중 Stationary(고정형, SOFC 방식 채용) 형태의 기기에 대한 관심도 증가하고 있다. 동사는 Two-track으로 SOFC 연료전지 사업을 진행했다. 1)지난 2011년 국책과제 업체로 지정되어 연구 했고, 2)영국의 상장 기업인 CERES Power와 기술 제휴를 맺으며 실증 연구중에 있다. 가정용 연료전지의 상용화는 발전용 연료전지보다 시간이 필요하다. 하지만, 정부의 그린뉴딜이 구체화 된다면 생각보다 빠르게 진행될 가능성이 높아 관심이 필요하다.

중국시장 회복, 곧 글로벌 No1의 퍼즐을 맞출 것

올해 중국은 가스 공급 문제를 어느정도 해결할 전망이다. 결론적으로, 당사는 중국 가스보일러 시장이 2020년 하반기부터 본격적으로 턴어라운드 할 것으로 전망한다. 또한, 2021년에는 가스보일러 시장은 600만대 규모로 메이가이치가 탄력을 받았던 2017년 550만대 규모를 넘어설 것으로 추정한다. 2H20 중국 매출액은 401억원을 기록하면서 +38.8% YoY 증가할 전망이며, 2021년 629억원으로 +30.0% YoY 증가를 기대한다.

(단위:십억원,배)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	727	774	885	1,026	1,192
영업이익	41	45	71	92	119
세전이익	34	48	72	92	119
지배주주순이익	25	28	56	69	90
EPS(원)	1,943	2,186	4,354	5,097	6,583
증가율(%)	-6.3	12.5	99.1	17.1	29.2
영업이익률(%)	5.6	5.8	8.0	9.0	10.0
순이익률(%)	3.4	3.6	6.3	6.7	7.6
ROE(%)	9.2	9.6	17.2	18.0	19.5
PER	21.4	21.3	13.2	11.3	8.7
PBR	1.9	2.0	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	10.4	9.3	8.3	6.4	4.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

Investment Summary

글로벌 PEER 및 그린뉴딜 관련주 대비 상대적 저평가, 주가 재평가 기대

지난 3개분기 동사의 실적은 시장기대치대비 상회했으나, 주가의 퍼포먼스는 상대적으로 부진했다. 이유는 1)지난 3년간 주가 Band의 상단에서 매물 출회, 2)유통물량 부족에 따른 거래 부진 영향이 컸다. 하지만 최근 동사를 둘러싼 흐름을 살펴보면, 1)친환경 기기 수요 증대에 따른 실적 개선세, 2)그린뉴딜 정책으로 인한 PEER의 밸류이션 상승, 3)대주주의 친 주주정책 가시화로 인해 상대적 저평가 이유가 사라졌다. 결론적으로 실적 개선 및 PEER 주가 상승에 따른 동사 주가의 재평가가 빠르게 진행될 전망이다.

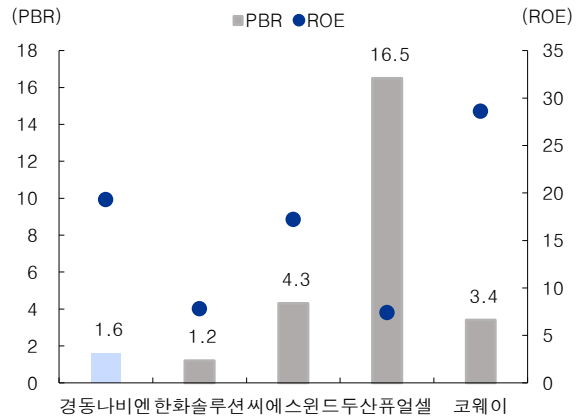
연료전지/스털링엔진 기반 m-CHP 기술은 국내 최고

최근 시장에서는 연료전지에 대한 관심이 높아 지고 있다. 친환경 비즈니스 부각 및 전기차의 Penetration이 빨라지며, 연료전지 채용 Application에 대한 관심이 높아지고 있다. 전기차와 마찬가지로 연료전지의 사용은 레저로 시작 되고 있다. 하지만 그 확산에 대한 고민은 이제 시작 되었다는 판단이다. 연료전지를 활용한 Product 중, 가장 현실성이 높은 제품이 보일러다. 연료전지 Application 중 Stationary(고정형, SOFC 방식채용) 형태의 기기에 대한 관심도 증가하고 있다. 동사는 Two-track으로 SOFC 연료전지 사업을 진행했다. 1)지난 2011년 국책과제 업체로 지정되어 연구 했고, 2)영국의 상장 기업인 CERES Power와 기술 제휴를 맺으며 실증 연구중에 있다. 가정용 연료전지의 상용화는 발전용 연료전지보다 시간이 필요하다. 하지만, 정부의 그린뉴딜이 구체화 된다면 생각보다 빠르게 진행될 가능성이 높아 관심이 필요하다.

중국시장 회복, 곧 글로벌 No1의 퍼즐을 맞출 것

중국은 러시아 천연가스 수입 확대를 추진하고 있다. 지난해 12월부터 중국과 러시아 동부노선인 실라시비리(Sila Sibiri) 가스관을 통해 연간 최대 38bcm 규모의 천연가스 공급이 시작됐다. 최근 이 가스관을 44bcm 규모로 확대할 것을 논의 중이다. 또한 30bcm 규모의 서부노선(Sila Sibiri 2)의 착공도 시작되었다. 38bcm 규모의 러시아 PNG는 현재 중국이 수입하는 PNG 총 규모의 80%에 달하는 엄청난 규모다. 올해 중국은 가스 수급 문제를 어느정도 해결할 전망이다. 결론적으로 당사는 중국 가스보일러 시장이 2020년 하반기부터 본격적으로 턴어라운드할 것으로 전망한다. 2021년에는 600만대 규모로 메이가이치가 탄력을 받았던 2017년 550만대 규모를 넘어설 것으로 추정한다. 이유는 1)가스 가격이 하락하면서 LNG 수입이 증가할 전망이며, 2)30bcm 규모의 중앙아시아 Lind D(PNG)가 완성되었고, 3)38bcm 규모의 ‘파워오브시베리아’(PNG)가 완성되면서 가스 수급 문제가 해결될 것으로 예상하기 때문이다. 이로 인해 베이징, 톈진, 허베이 등 중국 대도시 지역에서 국내 보일러사로는 유일하게 메이가이치 사업에 공식 거래업체로 참여하고 있는 경동나비엔의 수혜가 예상된다. 동사는 중국 베이징에 50만대 규모의 공장 증설을 완료하면서 총 250만대 캐파를 완성했다. 2H20 중국 매출액은 401억원을 기록하면서 38.8% YoY 증가할 전망이며, 2021년 629억원으로 30.0% YoY 증가를 기대한다.

그림 1. 국내 그린뉴딜 관련주 중 저평가



자료: 블룸버그, IBK투자증권

그림 2. 글로벌 PEER대비 저평가

Company	PBR	ROE (%)
경동나비엔	1.6	20
RINNAI	1.4	10
FUJITSU	0.6	15

자료: 블룸버그, IBK투자증권

그림 3. 경동나비엔, 연료전지 CHP

자료: 블로그, IBK투자증권

그림 4. 경동나비엔, 스텔링 엔진 m-CHP

자료: 블로그, IBK투자증권

그림 5. 중국, 18년 부진을 딛고 턴어라운드

Year	China Market Size (Billion Yuan)	YoY Growth (%)
11년	120	60.8
12년	180	17.6
13년	220	2.1
14년	250	13.6
15년	280	12.0
16년	320	14.3
17년	550	72.2
18년	155.6	-45.2
19년	450	8.2
20년	480	6.7
21년	650	35.4

자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 6. 중국, 2020년 하반기부터 메이가이치 착공으로 성장

Quarter	China Market Size (Billion Yuan)	YoY Growth (%)
1Q15	40	87
2Q15	60	54
3Q15	80	14
4Q15	100	10
1Q16	120	13
2Q16	140	5
3Q16	160	235
4Q16	180	312
1Q17	200	71
2Q17	220	2
3Q17	240	56
4Q17	260	64
1Q18	280	19
2Q18	300	42
3Q18	320	45
4Q18	340	7
1Q19	360	63
2Q19	380	43
3Q19	400	5
4Q19	420	74

자료: 경동나비엔, IBK투자증권

IBKS RESEARCH | 5

I. 경동나비엔, 그린라이트가 켜지다

글로벌 PEER 및 그린뉴딜 관련주 대비 상대적 저평가, 주가 재평가 기대

동사에 대한 투자 의견을 매수, 목표주가는 100,000원을 유지한다. 목표주가는 12MF IBKS 추정 EPS 4,683원에 Target Multiple 20.0(x)를 적용했다. Target Multiple 20 배는 글로벌 PEER의 평균이다.

지난 3개분기 동사의 실적은 시장기대치대비 상회했으나, 주가의 퍼포먼스는 상대적으로 부진했다. 이유는 1)지난 3년간 주가 Band의 상단에서 매물 출회, 2)유통물량 부족에 따른 거래 부진 영향이 컸다.

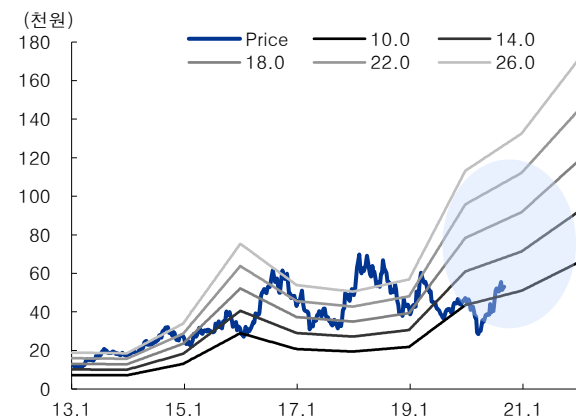
하지만 최근 동사를 둘러싼 흐름을 살펴보면, 1)친환경 기기 수요 증대에 따른 실적 개선, 2)그린뉴딜 정책으로 인한 PEER의 밸류에이션 상향, 3)대주주의 친 주주정책 가시화로 인해 상대적 저평가 이유가 사라졌다. 실적 개선 및 국내외 PEER의 주가 상승에 따라 동사 주가의 재평가가 빠르게 진행될 전망이다.

표 1. 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	57,500	
상승여력(%)	73.9	

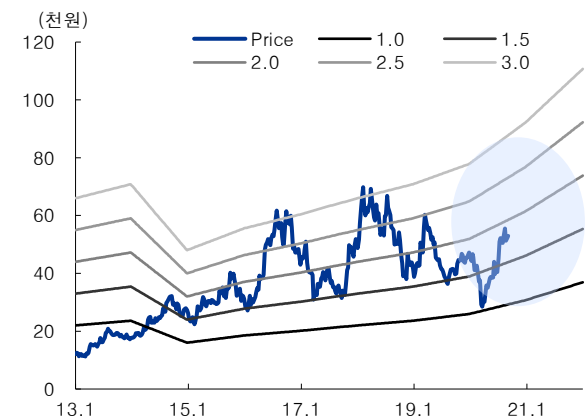
자료: IBK투자증권

그림 7. 경동나비엔, 주가 반등에도 불구하고 PER Band 하단에 위치



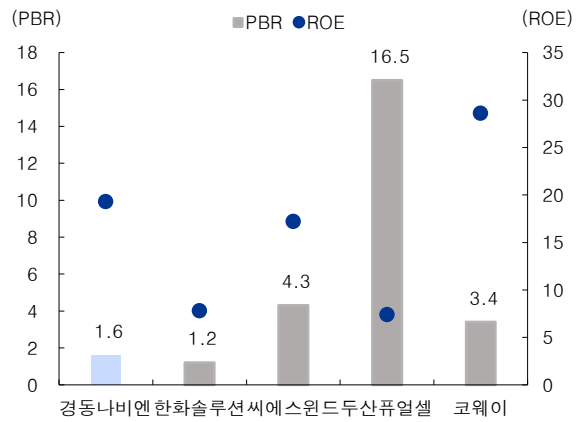
자료: WiseFN, IBK투자증권

그림 8. 경동나비엔, 주가 반등에도 불구하고 PBR Band 중단에 위치



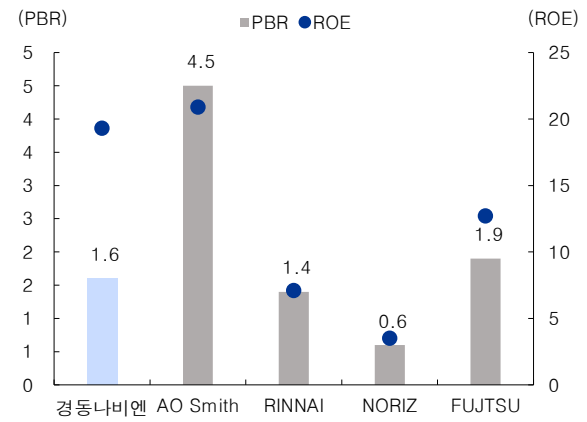
자료: WiseFN, IBK투자증권

그림 9. 국내 그린뉴딜 관련주중 저평가



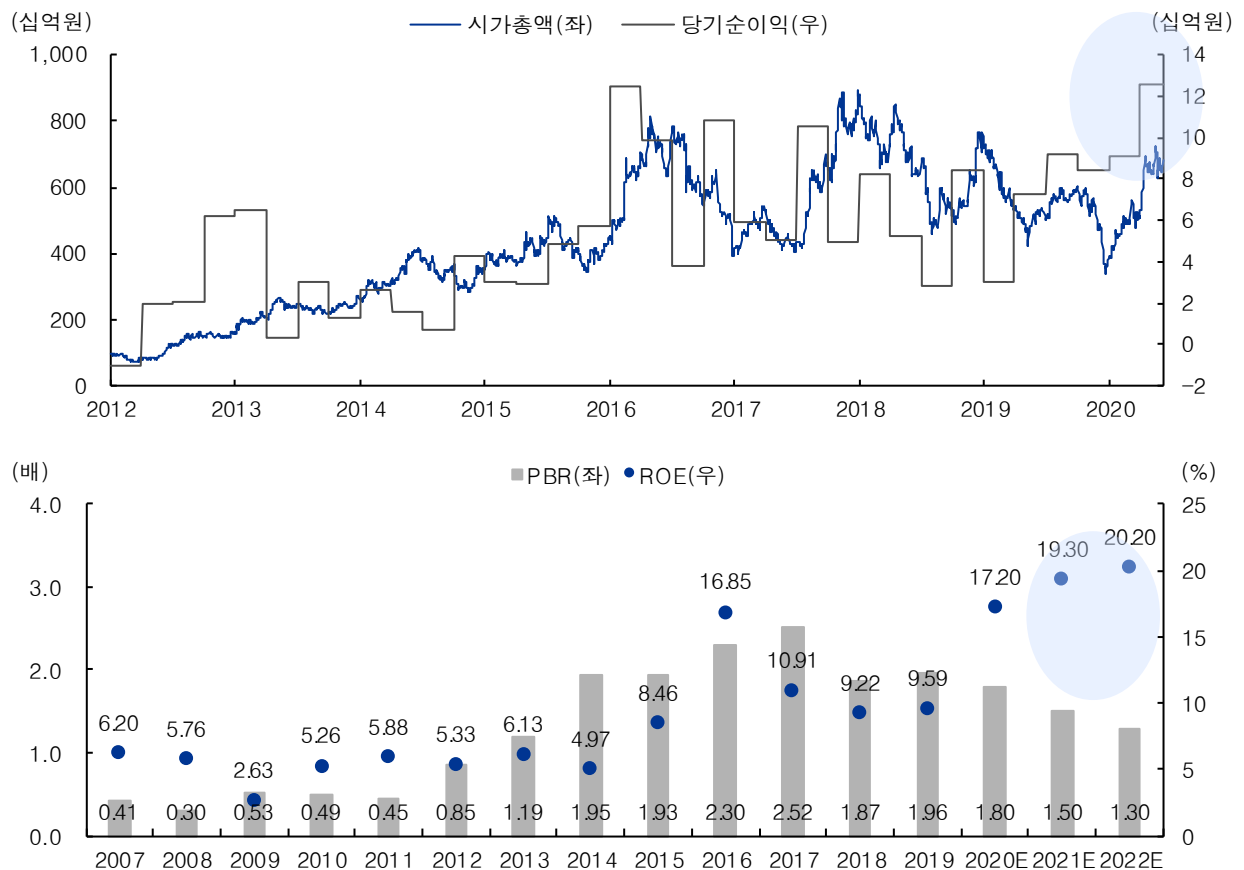
자료: 블룸버그, IBK투자증권

그림 10. 글로벌 PEER대비 저평가



자료: 블룸버그, IBK투자증권

그림 11. 경동나비엔 실적 현황 및 PBR/ROE 트렌드



자료: Fnguide, IBK투자증권

표 2. 경동나비엔 국내 Peer Valuation

		경동나비엔	한화솔루션	씨에스원드	두산퓨얼셀	코웨이
현재가	(현지통화)	53,000	48,500	118,500	45,650	79,400
시가총액	(십억원)	675	7,753	2,048	2,533	5,860
매출액	2018년	727	9,046	502	—	2,707
(십억원)	2019년	774	9,503	799	—	3,019
	2020년E	885	9,023	974	—	3,242
	2021년E	1,101	10,055	1,115	542	3,504
영업이익	2018년	41	354	33	—	520
(십억원)	2019년	45	378	60	—	458
	2020년E	71	581	88	—	584
	2021년E	99	692	106	34	622
OP Margin	2018년	5.6	3.9	6.5	—	19.2
(%)	2019년	5.8	4.0	7.5	—	15.2
	2020년E	8.0	6.4	9.0	—	18.0
	2021년E	9.0	6.9	9.5	6.3	17.7
순이익	2018년	25	187	6	—	350
(십억원)	2019년	28	-238	32	—	333
	2020년E	56	364	61	—	412
	2021년E	75	480	75	23	441
PER	2018년	21.2	17.8	73.0	—	15.3
(배)	2019년	21.1	N/A	18.4	—	20.2
	2020년E	12.0	20.9	33.7	—	14.2
	2021년E	9.0	15.7	27.3	161.3	13.3
ROE	2018년	9.2	3.1	2.0	—	33.8
(%)	2019년	9.6	-4.0	9.9	—	30.7
	2020년E	17.2	6.1	16.4	—	33.4
	2021년E	19.3	7.8	17.2	7.4	28.6
EPS	2018년	1,961	1,136	378	—	4,841
	2019년	2,207	-1,459	2,061	—	4,603
	2020년E	4,430	2,317	3,520	—	5,603
	2021년E	5,889	3,093	4,341	283	5,981
BPS	2018년	22,170	37,302	19,520	—	15,074
	2019년	23,829	35,438	22,013	—	14,931
	2020년E	27,799	37,403	23,181	—	19,249
	2021년E	33,341	40,198	27,252	2,768	23,481
PBR	2018년	1.9	0.5	1.4	—	4.9
(배)	2019년	2.0	0.5	1.7	—	6.2
	2020년E	1.9	1.3	5.1	—	4.1
	2021년E	1.6	1.2	4.3	16.5	3.4
EV/EBITDA	2018년	10.3	9.9	12.0	—	7.6
(배)	2019년	9.2	8.7	9.3	—	10.0
	2020년E	8.0	11.2	20.2	61.4	6.9
	2021년E	5.9	9.9	17.3	51.1	6.6

자료: 블룸버그, IBK투자증권

표 3. Global Peer Valuation

		경동나비엔	A.O. Smith	RINNAI	NORITZ	FUJITSU
현재가	(현지통화)	53,000	49	9,610	1,337	13,685
시가총액	(백만USD)	675	7,872	4,672	640	26,682
매출액	2018년	727	3,188	3,139	1,901	35,652
(백만USD)	2019년	774	2,993	3,132	1,912	35,487
	2020년E	885	2,765	3,095	1,723	34,950
	2021년E	1,101	2,944	3,261	1,755	36,025
영업이익	2018년	41	545	279	44	1,175
(백만USD)	2019년	45	465	317	25	1,945
	2020년E	71	389	295	—	1,966
	2021년E	99	471	345	44	2,290
OP Margin	2018년	5.6	17.37	9.46	3.13	4.45
(%)	2019년	5.8	17.10	8.87	2.29	3.29
	2020년E	8.0	15.54	10.11	1.29	5.48
	2021년E	9.0	14.08	9.52	—	5.63
순이익	2018년	25	444	185	52	943
(백만USD)	2019년	28	370	198	14	1,472
	2020년E	56	297	193	-50	1,499
	2021년E	75	364	225	35	1,711
PER	2018년	21.2	16.3	19.7	13.0	15.6
(배)	2019년	21.1	21.5	18.2	46.0	12.3
	2020년E	12.0	26.7	24.3	—	17.4
	2021년E	9.0	21.6	20.8	16.9	15.1
ROE	2018년	9.2	26.4	7.0	5.1	9.4
(%)	2019년	9.6	21.9	7.0	1.4	13.5
	2020년E	17.2	17.4	6.5	-4.9	12.2
	2021년E	19.3	20.9	7.1	3.5	12.7
EPS	2018년	1,961	2,58	3,59	1.09	4.62
	2019년	2,207	2,22	3,86	0.29	7.27
	2020년E	4,430	1,83	3,75	-1.07	7.42
	2021년E	5,889	2,25	4,37	0.75	8.53
BPS	2018년	22,170	9.0	52.5	21.0	50.4
	2019년	23,829	10.3	57.0	21.8	57.5
	2020년E	27,799	10.7	60.9	20.9	62.8
	2021년E	33,341	10.9	64.3	21.2	68.7
PBR	2018년	1.9	4.7	1.3	0.7	1.4
(배)	2019년	2.0	4.6	1.2	0.6	1.6
	2020년E	1.9	4.6	1.5	0.6	2.1
	2021년E	1.6	4.5	1.4	0.6	1.9
EV/EBITDA	2018년	10.3	12.5	6.2	3.8	5.9
(배)	2019년	9.2	13.4	5.3	4.6	5.9
	2020년E	8.0	16.1	8.1	5.9	7.9
	2021년E	5.9	13.5	7.3	4.0	7.4

자료: 블룸버그, IBK투자증권

Point 1. 그린뉴딜로 그린라이트가 켜지다

나비엔이란 사명은 Navigator of Energy and Environment의 축어

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 컨텐싱 보일러, 실내 공기 청정환기시스템 및 m-CHP 등 친환경 비즈니스이다. 결론적으로, 동사는 정부가 추진하는 그린뉴딜의 최대 수혜자이다. 정책적으로 컨텐싱의무화 법안을 통해, 저가형 보일러/온수기 시장에서 고가형 보일러/온수기 시장으로 전환되며 매출증가와 함께 마진 개선이 현실화 되고 있다. 동사는 지난 10년간 친환경 비즈니스에 상당히 많은 R&D 비용과 연구개발 인력을 채용하고 있다.

인건비의 경우 매출액에서 차지하는 비중이 11년 11.7%에서 19년 15.0%까지 상승했다. 인건비는 매출증가에 따른 고정비 성격의 투자와 미래 먹거리 확보를 위한 선제적으로 연구개발 인력 확충도 포함하고 있다. 또한 경상개발비의 경우는 영업이익의 30% 내외에 투자해 오고 있다. 중견기업으로서는 생각하기 힘든 투자다. 하지만, 정부의 그린뉴딜 정책으로 인해 그 과실은 올해부터 본격적으로 수확할 전망이다.

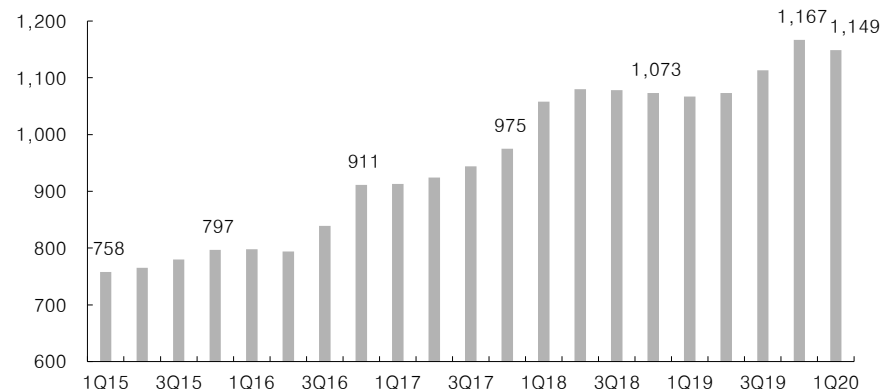
표 4. 경동나비엔, 연구개발(인건비, 경상개발비)에 중견기업으로서 생각할 수 없는 과감한 투자 중

	11년	12년	13년	14년	15년	16년	17년	18년	19년
매출	3,412	3,790	4,142	4,290	5,120	5,833	6,847	7,267	7,743
영업이익	124	139	198	135	242	458	478	408	448
인건비	399	474	522	557	682	754	937	1,083	1,164
인건비/매출액	11.7%	12.5%	12.6%	13.0%	13.3%	12.9%	13.7%	14.9%	15.0%
경상개발비	42	46	50	66	58	81	102	130	107
경상개발비/영업이익	33.7%	33.3%	25.5%	48.9%	23.9%	17.6%	21.5%	31.9%	23.9%

자료: WiseFN, IBK투자증권

그림 12. 경동나비엔, 임직원 수 15년말대비 370명, +46% 증가

(임직원 수, 100명)



자료: WiseFN, IBK투자증권

표 5. 한국판 그린뉴딜 정책

(한국판 뉴딜의 재정투자): 2025년까지 총 사업비 160조원(국비 114.1조원, 지방비 25.2조원, 민간 20.7조원) 수준 순차적 투입

뉴딜 재정투자 중 그린 뉴딜 총사업비 73.4조원(국비 42.7조원) 투자, 일자리 65.9만개 창출

- 기후변화 대응 강화, 친환경 경제 구현을 위해 녹색 인프라, 신재생에너지, 녹색산업 육성 등에 집중 투자
- **그린 뉴딜 3가지 과제: 1) 도시·공간·생활 인프라 녹색 전환, 2) 저탄소, 분산형 에너지 확산, 3) 녹색산업 혁신 생태계 구축**

1) 도시·공간·생활 인프라 녹색 전환

→ '25년까지 총사업비 30.1조원(국비 12.1조원) 투자와 일자리 38.7만개 창출

- **국민생활과 밀접한 공공시설 제로 에너지화**
 - (그린 리모델링) 공공 건물*에 신재생에너지 설비·고성능 단열재 등을 사용하여 친환경·에너지 고효율 건물 신축 및 리모델링
 - * 공공임대주택(22.5만호), 국·공립 어린이집(440개소), 문화시설(91,148개소) 등
 - (그린스마트 스쿨) 태양광·친환경 단열재 설치* 및 전체교실 WiFi 구축
 - * 재정투자(국비+교육교부금) 및 임대형 민자방식(BTL)을 병행하고, 국민참여 SOC 펀드 조성 등 통해 민자방식 사업확대 추진
- **국토, 해양, 도시의 녹색 생태계 회복**
 - (스마트 그린도시) 도시 기우, 환경 문제에 대한 종합진단을 통해 환경, ICT 기술 기반 맞춤형 환경개선 지원 (22년까지 25개 지역)
 - (도시숲) 미세먼지 저감 등을 위해 미세먼지 차단 숲(630ha), 생활밀착형 숲(216개소), 자연안심 그린숲*(370개소) 등 도심녹지 조성
 - * 학교 부근 어린이 보호 구역에 인도와 차도를 분리하는 숲
 - (생태계 복원) 자연 생태계 기능 회복을 위해 국립공원 16개소·도시공간 훼손지역 25개소·갯벌 4.5km² 복원
- **깨끗하고 안전한 물 관리체계 구축**
 - (스마트 상·하수도) 전국 광역상수도 및 지방상수도 대상 AI·ICT 기반의 수도물 공급 전과정 스마트 관리체계 구축과 지능형 하수처리장 및 스마트 관망관리를 통한 도시침수·악취관리 시범사업 추진
 - (먹는물 관리) 수질개선·누수방지 등을 위해 12개 광역상수도 정수장 고도화 및 노후상수도 개량

2) 저탄소·분산형 에너지 확산

→ '25년까지 총사업비 35.8조원(국비 24.3조원) 투자와 일자리 20.9만개 창출

- **에너지관리 효율화 지능형 스마트 그리드 구축**
 - (스마트 전력망) 전력수요 분산 및 에너지 절감을 위해 아파트 500만호 대상 AMI* 보급
 - * AMI(Advanced Metering Infrastructure): 양방향 통신이 가능한 지능형 전력계량기
 - (친환경 분산에너지) 전국 42개 도서지역 디젤엔진 발전기의 오염물질 배출량 감축을 위해 친환경 발전시스템 구축*
 - * 소형도서 재생에너지 전환(34개), 환경설비 구축(3개), 고효율 하이브리드 발전 설치(5개)
 - (전선 지중화) 학교 주변 통학로 등 지원 필요성이 높은 지역의 전선·통신선 공동지중화 추진 ('25년까지 총 2조원 투자)
- **신재생에너지 확산기반 구축 및 공정한 전환 지원**
 - (풍력) 대규모 해상풍력단지(고정식·부유식) 입지발굴을 위해 최대 13개 권역의 풍황 계속·타당성 조사 지원 및 배후·실증단지 단계적 구축
 - * 해상풍력터빈 테스트베드(경남 창원) 및 실증단지(전남 영광) 구축
 - (태양광) 주민참여형 이익공유사업 도입, 농촌·산단 용지지원 확대, 주택·상가 등 자가용 신재생설비 설치비 지원(20만 가구)
 - (공정전환) 석탄발전 등 사업축소가 예상되는 위기지역 대상 신재생에너지 업종전환* 지원
 - * 그린 모빌리티, 신재생에너지 디지털 관리, 해상풍력 설치 플랫폼 등
- **전기차·수소차 등 그린 모빌리티 보급 확대**
 - (전기차) 승용(택시 포함)·버스·화물 등 전기자동차 113만대(누적) 보급, 충전 인프라 확충(급속 충전기 1.5만대, 완속충전기 3.0만대(누적))
 - (수소차) 승용·버스·화물 등 수소차 20만대(누적) 보급·충전인프라 450대 설치 및 수소 생산기지* 등 수소 유통기반 구축
 - * 수요처 인근에서 수소를 생산하여 안정적으로 충전소 등에 공급하는 인프라
 - (노후차량) 노후경차의 LPG*·전기차 전환 및 조기폐차** 지원
 - * 화물 13.5만대, 통학차 8.8만대/ ** 경유차·건설기계 등 116만대, 농기계 3.2만대

3) 녹색산업 혁신 생태계 구축

→ '25년까지 총사업비 7.6조원(국비 6.3조원) 투자와 일자리 6.3만개 창출

- **녹색 선도 유망기업 육성 및 저탄소·녹색산업 조성**
 - (녹색기업) 환경·에너지 분야 123개 중소기업 대상 R&D·실증·사업화 지원 및 그린스타트업 타운* 1개소 조성('21년까지)
 - * 도시재생지구내 친환경·정주(교통, 주거 등) 인프라를 개선한 스타트업 밀집지역
 - (녹색산업) 5대 선도 분야(청정 대기, 생물 소재, 수열 에너지, 미래 폐자원, 자원 순환)의 기술개발·실증, 생산·판매
 - (스마트그린 산업) 에너지 발전·소비를 실시간 모니터링·제어하는 마이크로그리드 기반 스마트 에너지 플랫폼* 조성(10개소)
 - * ICT 기반 데이터 수집 및 에너지 흐름 시각화, 전력망 통합관제 센터 운영 등
 - (친환경 제조공정) 스마트 생태공장(100개소)·클린팩토리*(1,750개소)
- **R&D·금융 등 녹색혁신 기반 조성**
 - (온실가스 감축) 대규모 이산화탄소 포집·저장·활용 기술 통합실증·상용화 기본 구축(~'23년), CO₂로 화학원료 등 유용물질 생산 기술개발 지원(~'24년)
 - (미세먼지 대응) 동북아 협력을 통한 지역 맞춤형 통합관리 기술(~'24년), 미세먼지 사각지대인 군용차량, 농기계, 건설기계 등 관리 기술(~'22년) 등 개발 추진
 - (자원순환 촉진) 노후 전력기자재(~'24년), 특수차엔진·배기장치(~'23년) 등 재제조 기술, 회수금속 회수·활용 기술 개발
 - (녹색금융) 기업의 환경영향 방지 투자 등을 위한 용자 1.9조원 및 녹색기업 육성을 위해 2,150억원 규모의 민간 합동펀드 조성

자료: 기획재정부, IBK투자증권

Point 2. Navigator of Energy

연료전지/스털링엔진 기반 m-CHP 기술은 국내 최고

동사는 2014년 11월 12일 서울 삼성동 그랜드인터컨티넨탈 서울파르나스에서 테크놀로지 쇼케이스 행사를 갖고 난방과 온수 기능에 전기까지 생산 가능한 가정용 전기발전 보일러 ‘나비엔 하이브리젠SE’를 선보였다. 나비엔 하이브리젠은 유럽의 선진기술인 ‘스털링엔진 m-CHP (micro-combined heat & power)’을 적용한 신재생 에너지 보일러이다. 스털링엔진 발전기와 콘덴싱 보일러를 결합시킨 것이다. m-CHP는 연료전지, 가스내연기관, 스털링엔진 등을 이용해 가정에서 필요한 전기와 온수를 동시에 생산하는 가정용 초소형 열병합발전 시스템으로 현재 전기 요금 인상 및 에너지 소비 패턴 변화에 대응할 수 있을 전망이다. 이미 유럽 등 선진국에서는 차세대 녹색에너지 기기로 각광받으며, 네덜란드, 영국, 독일 등을 중심으로 보급되고 있다. 경동나비엔은 지난 2009년 산업부의 국책과제 ‘초소형 1kW급 스털링 열병합발전시스템 개발’ 총괄 주관 기업으로 선정돼 기술 국산화를 위해 노력한 결과, 몇몇 선진국에서만 독점하고 있던 기술수준에 근접, 네덜란드 등에서 필드테스트를 거쳐 2012년 9월 유럽 CE인증 취득했다.

최근 시장에서는 연료전지에 대한 관심이 높아 지고 있다. 친환경 비즈니스 부각 및 전기차의 Penetration이 빨라지며, 연료전지 채용 Application에 대한 관심이 높아지고 있다. 전기차와 마찬가지로 연료전지의 사용은 레저로 시작 되고 있다. 하지만 그 확산에 대한 고민은 이제 시작 되었다는 판단이다. 연료전지를 활용한 Product 중, 가장 현실성이 높은 제품이 보일러라는 판단이다.

연료전지 Application 중 Stationary(고정형, SOFC 방식채용) 형태의 기기에 대한 관심도 증가하고 있다. 동사는 Two-track으로 SOFC 연료전지 사업을 진행했다. 1) 지난 2011년 국책과제 업체로 지정되어 연구 했고, 2)영국의 상장 기업인 CERES Power와 기술 제휴를 맺으며 실증 연구중에 있다. 가정용 연료전지의 상용화는 발전용 연료전지보다 시간이 필요하다. 하지만, 정부의 그린뉴딜이 구체화 된다면 생각보다 빠르게 진행될 가능성이 높아 관심이 필요하다.

그림 13. 경동나비엔, 연료전지 CHP



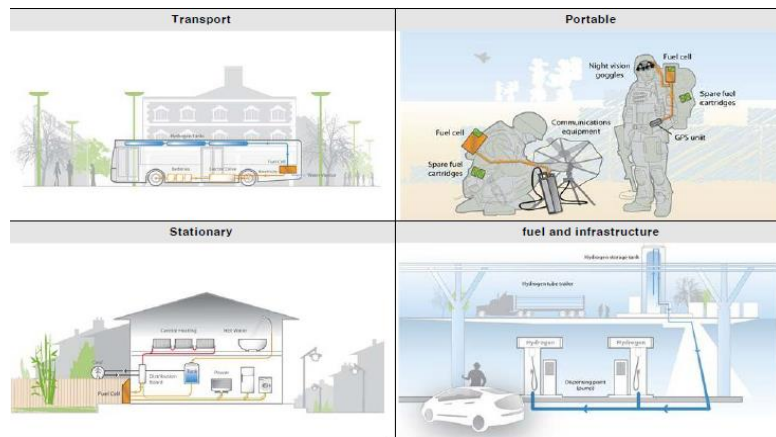
자료: 블로그, IBK투자증권

그림 14. 경동나비엔, 스털링 엔진 m-CHP



자료: 블로그, IBK투자증권

그림 15. Fuel Cell Use



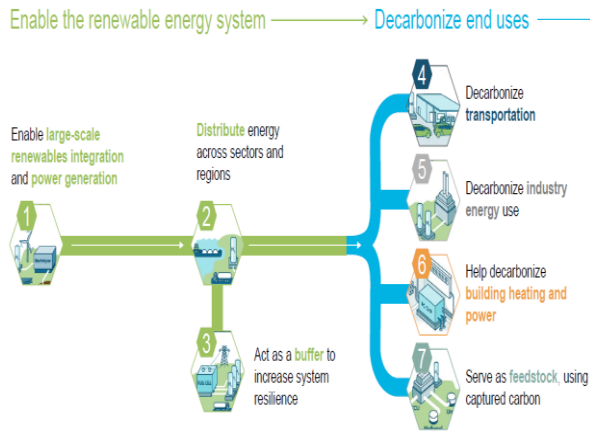
자료: Fuelcell-today, IBK투자증권

그림 16. Fuel Cell Type별 적용 분야

PEMFC(Proton exchange membrane fuel cell) 방식 The proton exchange membrane fuel cell (PEMFC, 고분자전해질) uses a water-based, acidic polymer membrane as its electrolyte, with platinum-based electrodes. Small Stationary 및 운송용에 주로 사용이 되고 있는 상황	DMFC(Direct Methanol fuel cell) 방식 The direct methanol fuel cell (DMFC, 메탄올) uses a polymer membrane as an electrolyte. However, the platinum-ruthenium catalyst on the DMFC anode is able to draw the hydrogen from liquid methanol. 모바일, 휴대용 충전기 및 지게차 용
SOFC(Solid oxide fuel cell) 방식 The Solid oxide fuel cells(SOFC, 고체산화물) use a solid ceramic electrolyte, such as zirconium oxide stabilised with yttrium oxide, instead of a liquid or membrane. 또한 Feed로 화석연료(Hydro-carbon)의 사용이 가능한 장점. 크고 작은 Stationary에 채용	AFC(Alkaline fuel cell) 방식 The Alkaline fuel cells (AFCs, 알카리) use an alkaline electrolyte such as potassium hydroxide in water and are generally fuelled with pure hydrogen. 우주선에 전기와 물을 공급하는 방식으로 주로 이용
MCFC(Molten carbonate fuel cell) 방식 The Molten carbonate fuel cells (MCFCs, 용융탄산염) use a molten carbonate salt suspended in a porous ceramic matrix as the electrolyte. Feed로 화석연료의 사용이 가능한 장점. 대형 발전 소용으로 채용	PAFC(Phosphoric acid fuel cell) 방식 The Phosphoric acid fuel cells (PAFCs) consist of an anode and a cathode made of a finely dispersed platinum catalyst on carbon and a silicon carbide structure that holds the phosphoric acid electrolyte. 발전소용으로 채용

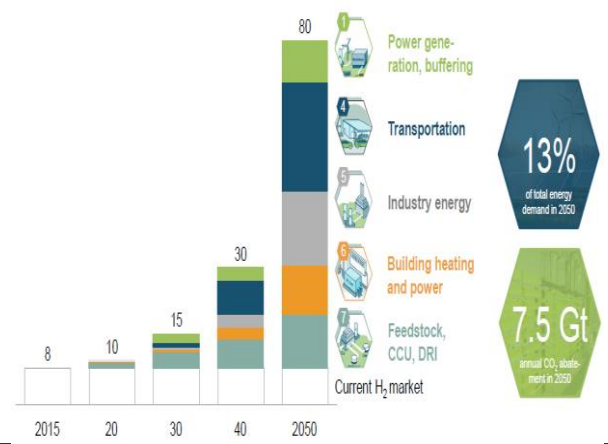
자료: Fuelcell-today, IBK투자증권

그림 17. 수소의 7가지 역할



자료: Hydrogen Council, IBK투자증권

그림 18. 2050년에는 수소가 에너지 수요의 13% 차지



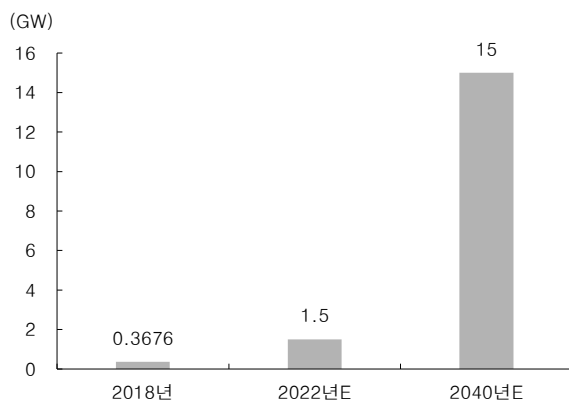
자료: Hydrogen Council, IBK투자증권

그림 19. 연료전지 종류(전해질 종류에 따른 분류)

구분	알카리 (AFC)	인산형 (PAFC)	용융탄산염형 (MCFC)	고체산화물형 (SOFC)	고분자전해질형 (PEMFC)	직접메탄올 (DMFC)
전해질	수산화칼슘	인산염	탄산염	세라믹	이온교환막	이온교환막
촉매	니켈	백금	Perovskites	니켈	백금	백금
동작온도 (°C)	120이하	250이하	700이하	1,200이하	100이하	100이하
	저온형	저온형	고온형	고온형	저온형	저온형
효율 (%) HHV	85	70	80	85	75	40
용도	우주발사체	중형건물	중·대형건물	소·중·대용량	가정·상업용	소형이동
	전원	(200kW)	(100kW~1MW)	발전(1kW~1MW)	(1~10kW)	(1kW 이하)
특징	-	CO 내구성 큼, 열병합대용 가능	발전효율 높음, 내부개질 가능, 열병합대용 가능	발전효율 높음, 내부개질 가능, 복합발전 가능	저온작동, 고출력 밀도	저온작동, 고출력 밀도
과제	전해질에서 누수현상 방지	재료부식, 인산유출	재료부식, 용융염위산	고온열화, 열파괴	고온운전 불가, 재료비/가공비 높음 (고가의 촉매 및 전해질), 낮은 효율	고온운전 불가, 재료비/가공비 높음, 메탄올 크로스오버 문제
국내기업		두산, 에스퓨어셀	포스코에너지	STX중공업, 미코, 경동나비엔	두산, 에스퓨어셀	프로파워

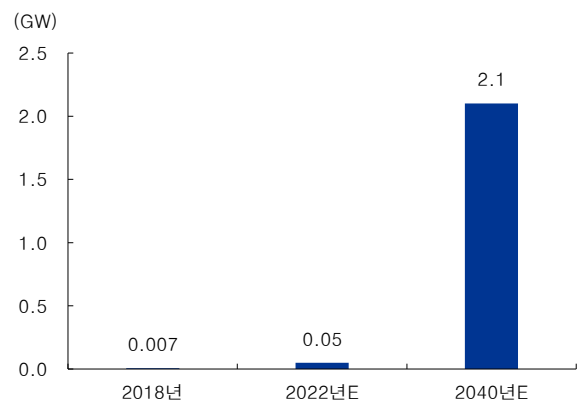
자료: 산업통상자원부, IBK투자증권

그림 20. 국내 발전용 연료전지 보급계획



자료: 산업통상자원부, IBK투자증권

그림 21. 국내 가정/건물용 연료전지 보급계획



자료: 산업통상자원부, IBK투자증권

Point 3. Navigator of Environment

친환경 신제품 줄줄이 대기 중

동사는 온수매트(2015년)이후 신규 제품을 2개 론칭하고 B2B 영업을 강화하고 있다. 온수매트의 경우는 2018년 손익분기점을 돌파하고, 현재는 매출과 영업이익에 소폭 기여하고 있다. 최근 임영웅을 광고 모델로 채택하여, 하반기 공격적인 마케팅으로 온수매트는 한단계 매출과 이익 신장이 기대된다.

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.

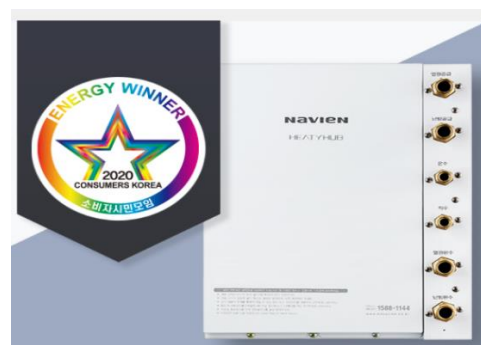
두번째 의미 있는 신규 아이템은 히티허브시스템(통합배관시스템)이다. 최근 경동나비엔은 한국지역난방공사와 현대B&C가 고양 삼송역 헤리엇 주상복합에서 지역난방 통합배관시스템의 에너지 절감 효과와 안전성에 대한 실증 사업을 진행키로 했다. 개별 난방의 강자인 동사가 지역난방 시장 진입을 앞두고 있다. 미세먼지 억제와 온실가스 감축을 위해 효율적인 에너지 활용이 필요한 시대적 상황에서 지역난방공사와 가스보일러 제조사가 시대적인 요구에 부합한 새로운 에너지 절약형 시스템을 개발 공급함으로써 주거 난방시장에서 새로운 시장 창출이 기대된다고 밝혔다. 아직은 시작단계이지만, 동사는 보일러/온수기 매출만큼의 시장 창출을 기대하고 있어 귀추가 주목된다.

그림 22. 경동나비엔, 청정환기시스템



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

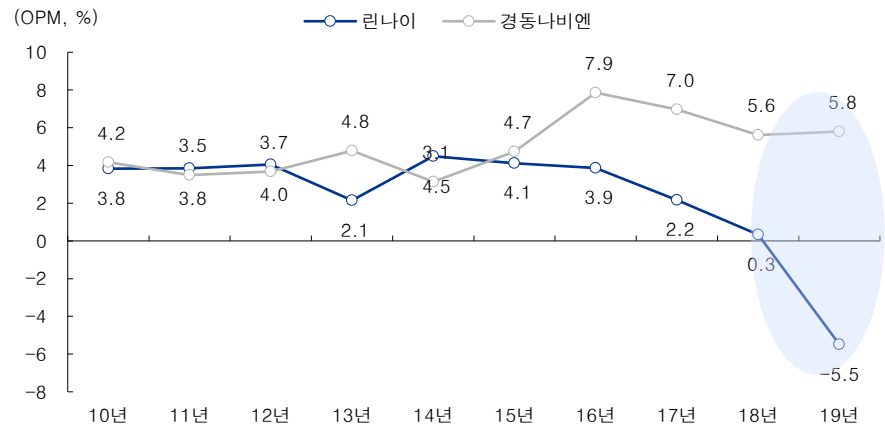
그림 23. 경동나비엔, 히티허브시스템



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

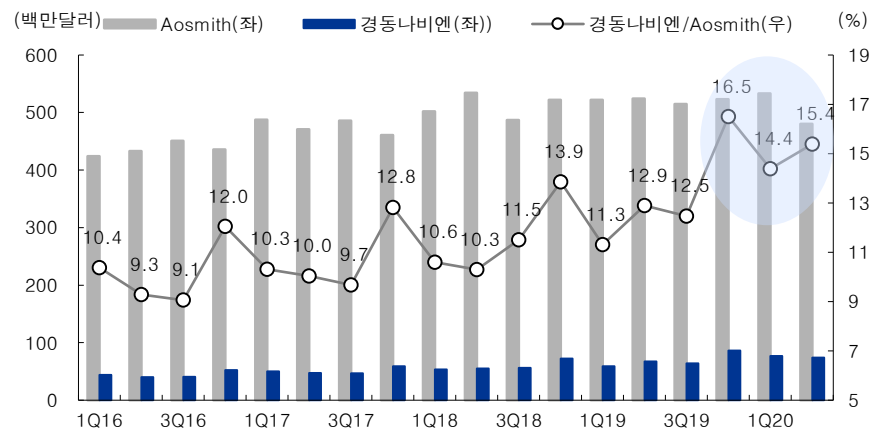
II. 국내외 현황_ 나 혼자만 레벨업

그림 24. 국내, 경쟁을 끝내다!



자료: WiseFN, IBK투자증권

그림 25. 미국, M/S를 확대 시키다!



자료: 블룸버그, IBK투자증권

표 6. 중국, 가스 인프라가 증가한다!

(bcm)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
총계	67	67	67	67	67	67	67	135	135
중양아시아	55	55	55	55	55	55	55	85	85
Line A	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Line B	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Line C	25	25	25	25	25	25	25	25	25
Line D	0	0	0	0	0	0	0	30	30
Myanmar	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Siberia1					0	0	0	38	38
Siberia2	(50BCM 건설 중)								

자료: 블룸버그, IBK투자증권

Point 1. 국내, 평균판매단가 상승과 시장 점유율 확대

콘덴싱 의무화에 따른 평균 판매단가 상승으로 마진 상승 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. 연간 보일러 시장은 140만대(금액기준 약 8,571억원)인데, 판매량 증가를 기대하기 어려운 성숙시장이다. 반면에, 대기관리권역의 대기환경개선 특별법에 의거 친환경보일러 의무화로 인한 판매단가 상승을 반영하면 산술적으로 40% 증가한 1.2조원 시장으로 확대될 것이다.

원가 혁신 및 물량 공세로 경쟁시를 압도하기 시작

친환경 콘덴싱 보일러로 시장이 재편된다면, 기술력의 우위에 있는 경동나비엔의 M/S는 추가적으로 상승 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. 올해 콘덴싱 전환의 원년이기에, 향후 하반기 실적 점검 이후 내년 및 내후년 실적 추정치 상향 요인으로 작용할 전망이다. 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.

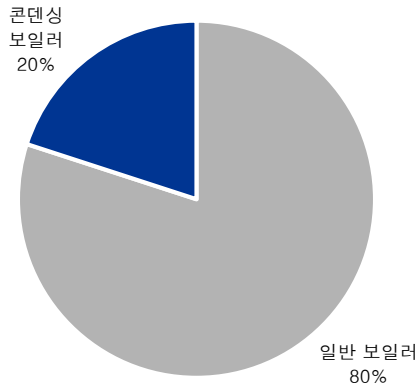
2014년 신공장 준공에 따른 원가 혁신으로 판관비율을 올리며, 물량 공세를 해왔다. 2019년 국내 3위 업체인 린나이의 경우 악화된 원가에 경쟁을 지속하며, 영업적자를 시현했다. 이제 국내 경쟁은 끝난 것으로 보인다. 동사의 시장 점유율이 예상보다 더 빨라질 가능성이 높아 보인다.

표 7. 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

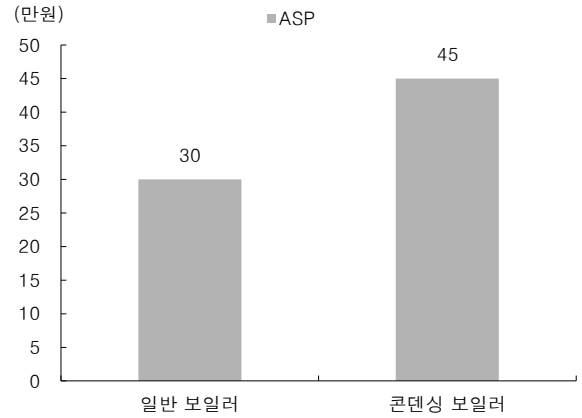
자료: 경동나비엔, 언론기사, IBK투자증권

그림 26. 콘덴싱 의무화로 고가형 보일러 시장으로 진입 전망



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 27. 향후 10년간 ASP는 점진적으로 상승할 전망



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 28. 지난 4월에 시행된 대기관리권역법



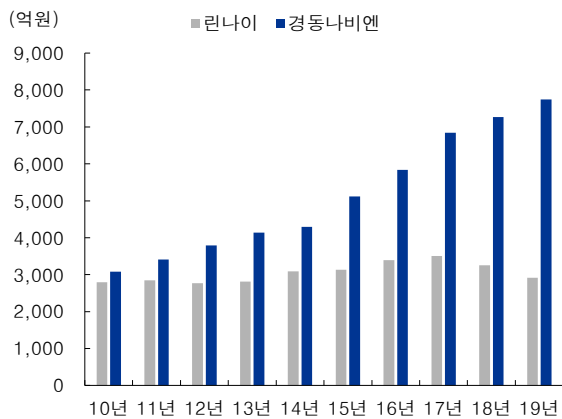
자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 29. 친환경 콘덴싱 보일러 설치 의무화



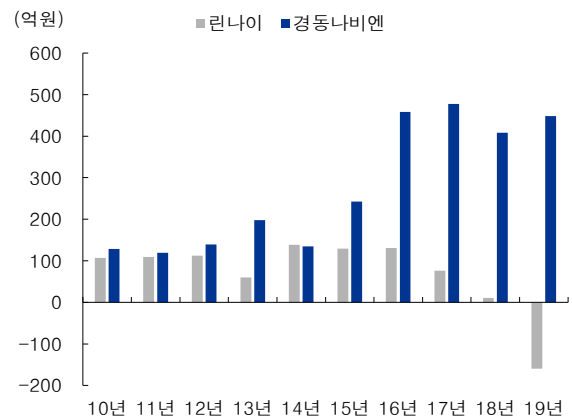
자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 30. 린나이 vs 경동나비엔, 매출 현황



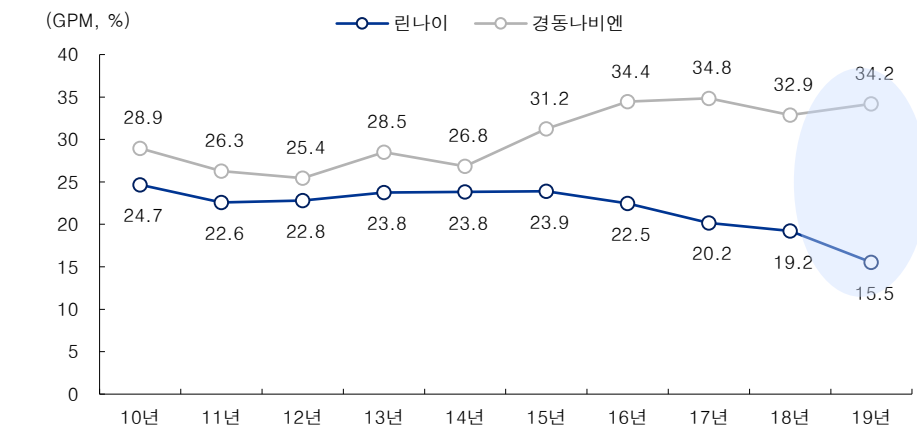
자료: WiseFN, IBK투자증권

그림 31. 린나이 vs 경동나비엔, 영업이익 현황



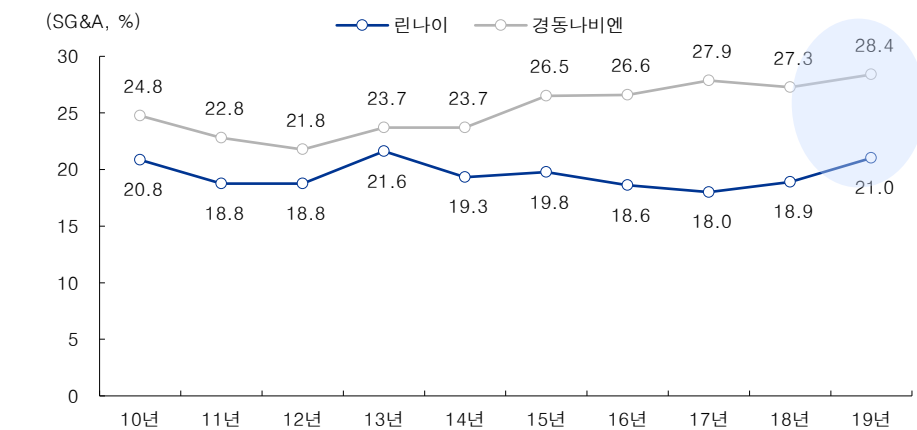
자료: WiseFN, IBK투자증권

그림 32. 경동나비엔, 원가 혁신으로 경쟁사를 압도하다!



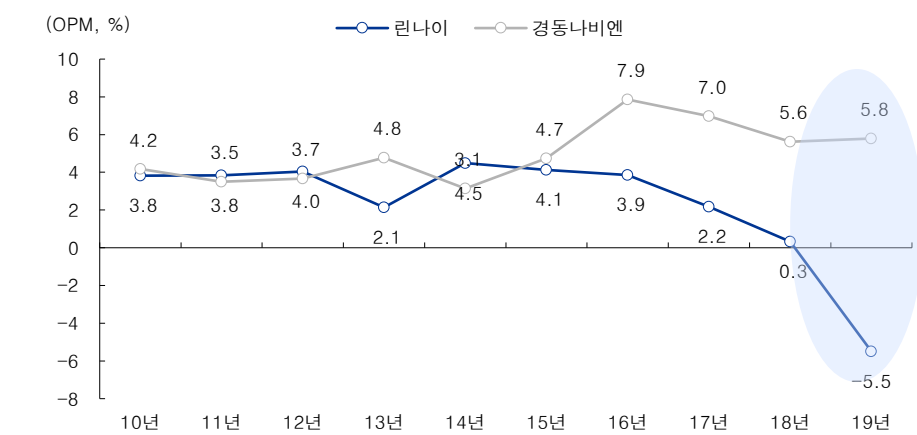
자료: WiseFN, IBK투자증권

그림 33. 경동나비엔, 물량 공세로 경쟁사를 압도하다!



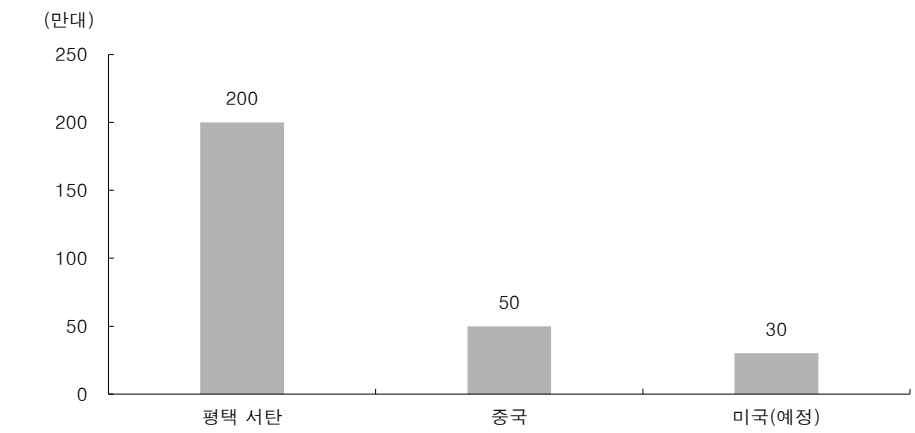
자료: WiseFN, IBK투자증권

그림 34. 경동나비엔, 원가 혁신과 물량 공세로 경쟁을 끝내다!



자료: WiseFN, IBK투자증권

그림 35. 경동나비엔, 글로벌 생산 Capacity 현황



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 36. 경동나비엔, 평택 서탄 공장



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 37. 서탄공장, 물류/검사 등 자동화 공장



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 38. 경동나비엔, 글로벌 네트워크. 생산시설이 1)평택 서탄, 2)중국, 3)미국(예정)이 될 전망



자료: IBK투자증권

Point 2. 북미, 이제는 Top-tier로 재평가 기대

북미 시장내 점유율이 확대 되고 있다

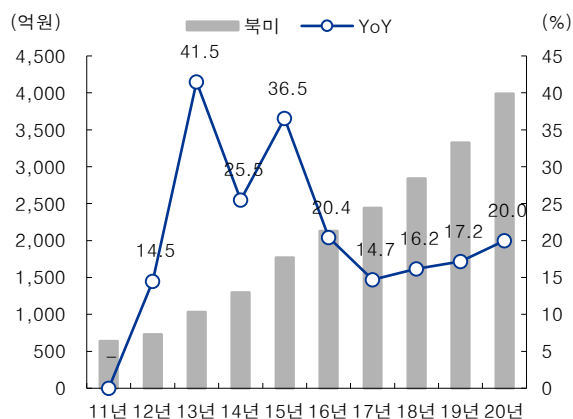
동사의 북미시장 지속 성장은 참으로 놀랍다. 2000년 중반 이후 시작된 북미 시장에서 십 수년 동안 CAGR 20%의 성장세를 보이고 있다. 필자는 오랫동안 동사를 커버해 왔고, 동사의 침투전략을 세심히 살폈다. 이유가 있는 성장이고, 이는 최소한 몇 년 동안 지속될 성장임을 확신한다.

동사는 단계별로 침투했는데 첫번째, 진입 초기에 A.O. Smith의 제후사로 갔으면 더 높은 성장세를 보였을 것이다. 하지만, 동사는 자체 브랜드 침투를 목표로 세웠고, 매년 두 자릿수 성장을 목표로 했다. 또한, 일시적으로 각광받고 끝나는 브랜드가 아닌 교체 사이클 때 다시 동사의 보일러/온수기가 채택되는 것까지 노린 전략이다. 그리고 미국에서 동사의 제품은 유통점과 설치업자를 통해 소비자에게 직접 판매되는 제품이기에 향후 재 채택될 때는 가격 인상도 가능한 점을 노린 것이다. 십 수년이 지난 지금은 재 채택되는 사례도 심심치 않게 발생하고 있다. 결과적으로 동사는 북미지역에서 확실히 자리 잡게 된 것이다.

두번째, 기술경쟁력을 바탕으로 가격경쟁력이 있는 니치마켓인 고가형 콘탱싱 순간식 온수기/보일러 시장 진입을 먼저 한 것이다. 확실하게 브랜드 이미지를 구축한다면, 일반형 순간식 온수기/보일러 시장도 용이하기에 이 시장에 먼저 진출했다. 올해부터는 동사는 일반형 순간식 온수기 시장 진입도 앞두고 있어, 추가적인 성장이 가능해 보인다.

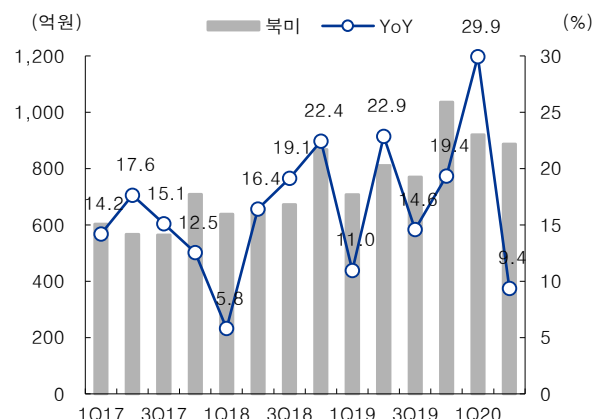
현재 북미 매출은 AOsmith의 15% 수준이다. AOsmith의 시장 점유율이 Residential /Commercial에서 40% 수준임을 감안하면 동사의 미국내 시장 점유율은 6% 수준까지 올라온 것이다. 신규 공장이 지어지는 2022년 이후에는 Underdog이 아닌 Top-tier로 평가 받아야 할 시점이다.

그림 39. 경동나비엔, 북미 연간 매출 전망



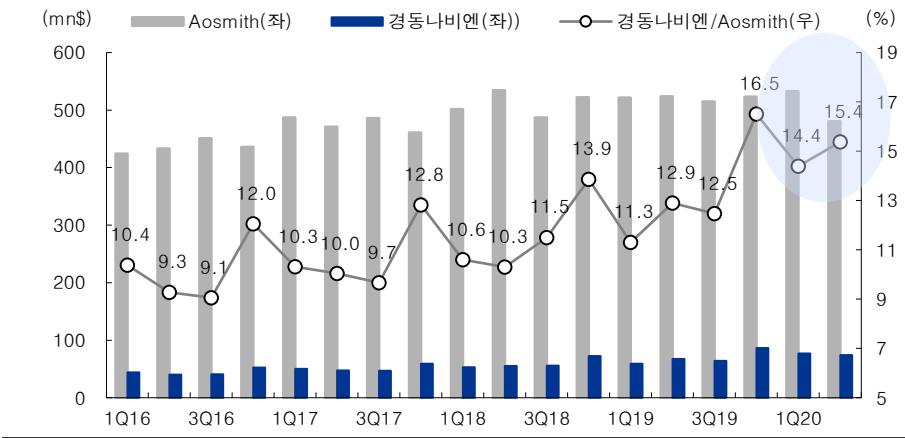
자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 40. 경동나비엔, 북미 분기 매출 현황



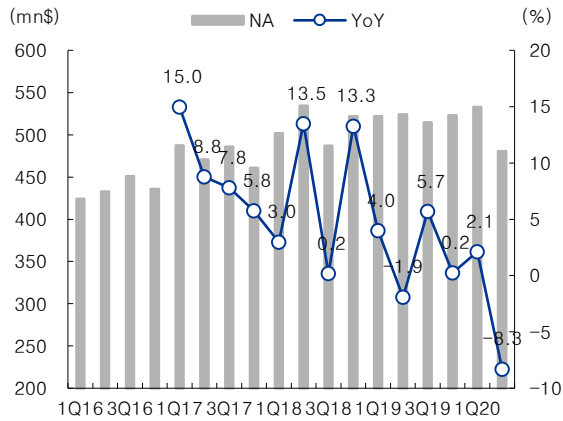
자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 41. 경동나비엔, AOsmith 북미 매출 비교, 경동나비엔의 점유율이 올라 가는 모습이 확인



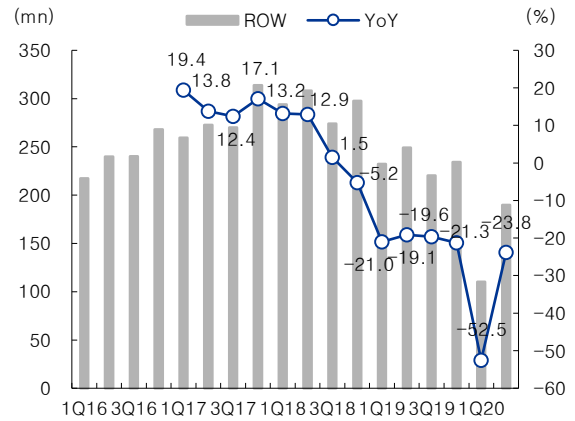
자료: 블룸버그, IBK투자증권

그림 42. AOsmith, 북미매출은 코로나19 영향 부진



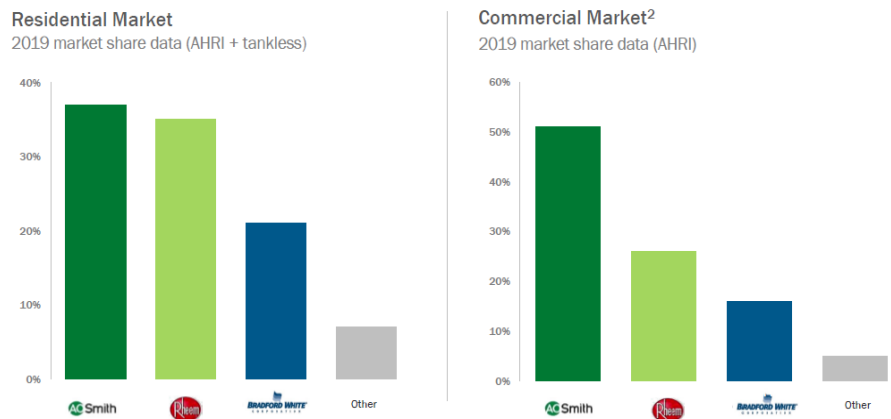
자료: AOsmith, IBK투자증권

그림 43. AOsmith, ROW 매출은 미중무역분쟁 때문에 부진



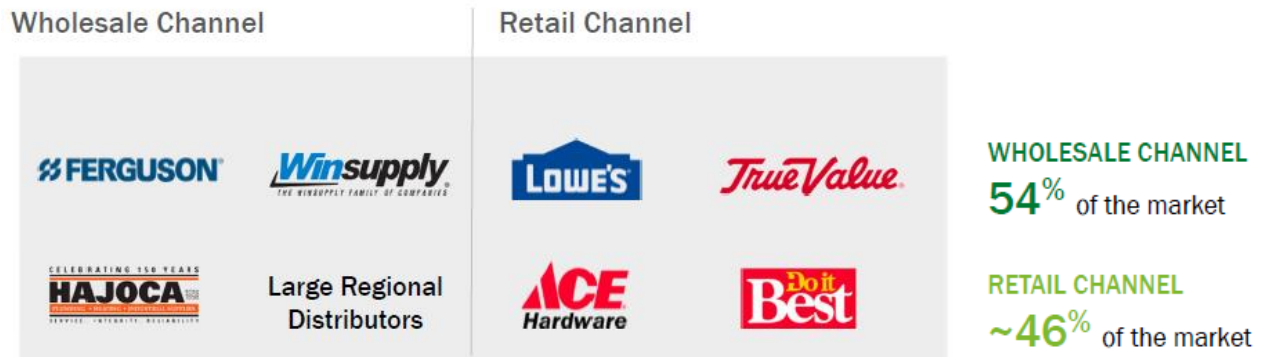
자료: AOsmith, IBK투자증권

그림 44. 북미 시장, 온수기 보일러 시장 점유율 현황



자료: AOsmith, IBK투자증권

그림 45. 북미지역, Wholesale/Retail Channel을 통해 판매



자료: AOsmith, IBK투자증권

그림 46. 북미 시장, 온수기/보일러 시장 규모

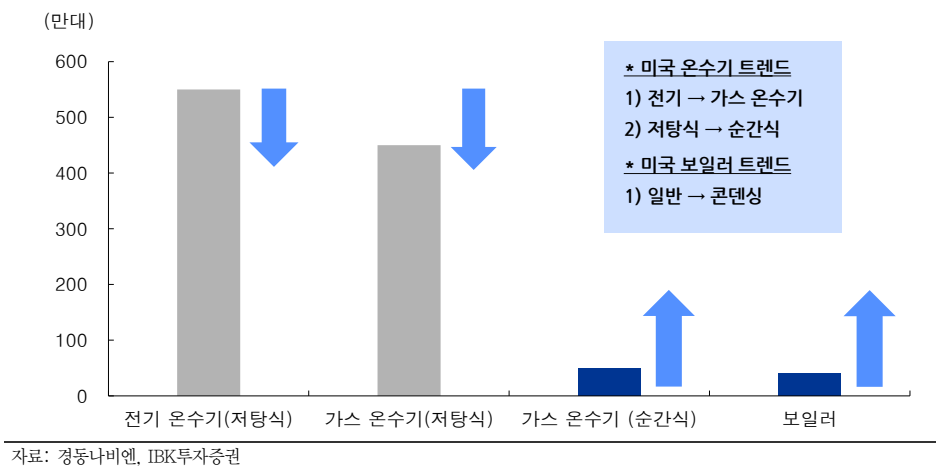
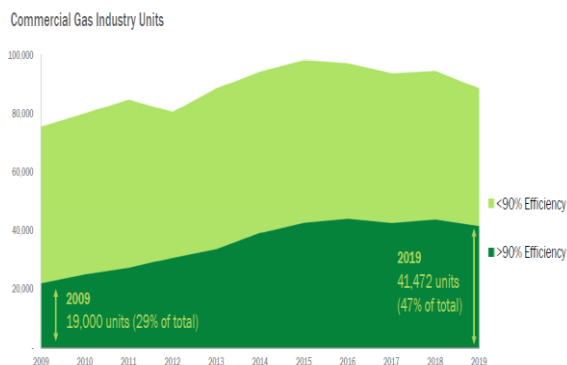
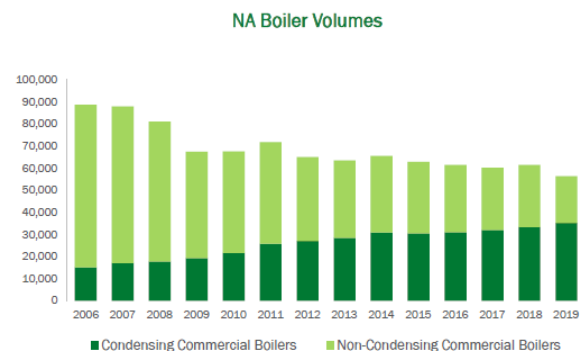


그림 47. 북미, 고효율 온수기 수요 지속 증가세



자료: AOsmith, IBK투자증권

그림 48. 북미, 콘덴싱 보일러 수요 지속 증가세



자료: AOsmith, IBK투자증권

Point 3. 중국, 때가 왔다

중국, 지금은 아픈 손가락

중국의 겨울철 난방은 석탄을 원료로 하는 라디에이터 방식의 중앙공급방식이 일반적이다. 이로 인해 겨울만 되면 난방용 석탄 소비로 인한 대기 오염이 심화된다. 현재 겨울철 석탄 난방으로 배출되는 가스량을 가솔린으로 계산하면 하루에 1억리터에 달한다, 석탄 난방으로 인한 오염 정도가 자동차의 5배 수준인 셈이다. 베이징시에서만 난방용 석탄 사용량이 연간 400만톤 수준에 달한다. 결국 중국 정부는 대기 질 개선을 위해 2017년 4분기 겨울철 친환경 난방 계획을 발표했다. 골자는 2+26 개 도시의 석탄 난방을 가스 난방으로 교체하여 친환경 난방 비중을 2016년 17%에서 2021년 70%까지 올리는 것이다.

2017~2018년 ‘탄가이치’를 실행했던 겨울철 천연가스 공급 부족으로 가정용 난방 공급이 수시로 중단되는 사태가 발생했다. 또한 공장이나 운수용 가스 공급도 제한되었다. 결국 중국 생태환경부는 2+26개 도시에 석탄 난방을 가스 난방으로 바꾸는 ‘탄가이치’를 아직 끝내지 못한 지역은 석탄 난방으로 대체해도 된다는 긴급 공문을 보냈다. 2018~2019년 중국은 미중 무역전쟁이 발발하면서 천연가스 공급 부족을 우려해 가정용 천연가스 소비에 제한을 두면서 메이가이치 사업을 강행하기 어려웠다. 그리고 2020년 대규모 홍수가 발생하면서 발주되었던 가스보일러의 미착공 사태가 일어났다.

표 8. 중국의 가스 수급

(bcm)	생산	총 수입	총 수요	PNG수입	LNG수입	수급
2013년	112.9	52.6	163.5	27.7	24.9	-2.0
2014년	123.4	59.2	180.7	31.8	27.4	-1.9
2015년	127.1	61.2	184.8	34.1	27.1	-3.5
2016년	136.8	74.7	208.0	38.6	36.1	-3.5
2017년	147.4	94.8	239.3	42.0	52.8	-2.9
2018년	158.4	125.1	280.1	50.5	74.6	-3.4
2019년	173.3	133.7	302.5	50.1	83.6	-4.5

자료: 블룸버그, IBK투자증권

하지만, 곧 글로벌 No1의 퍼즐을 맞출 것

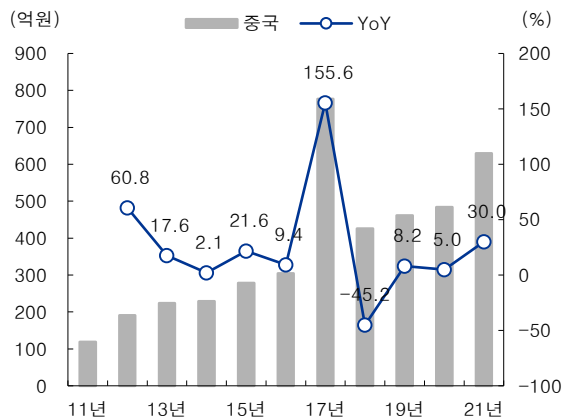
결국 중국 정부가 2017년 계획했던 겨울철 친환경 난방 계획은 지금까지 난항을 겪었다. 그러나 중국은 2020년 다시 한번 석탄개조사업에 속도를 내고 있는 것으로 판단한다. 최근 중국 언론 보도에 따르면 최북단에 위치한 흑룡강성이 석탄 통제에 나섰다. 겨울철 석탄 소비량의 1/8을 차지하는 난방용 석탄이 석탄 오염 물질 배출량의 60%를 차지했기 때문이다. 10스팀톤 미만의 석탄 보일러와 10~35스팀톤의 석탄 보일러를 제거하기로 했고, 35~65스팀톤 석탄 보일러를 개조할 계획을 밝혔다.

표 9. 중국, PNG 캐파는 2020년부터 증가

(bcm)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
총계	67	67	67	67	67	67	67	135	135
중양아시아	55	55	55	55	55	55	55	85	85
Line A	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Line B	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Line C	25	25	25	25	25	25	25	25	25
Line D	0	0	0	0	0	0	0	30	30
Myanmar	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Siberia1					0	0	0	38	38
Siberia2									

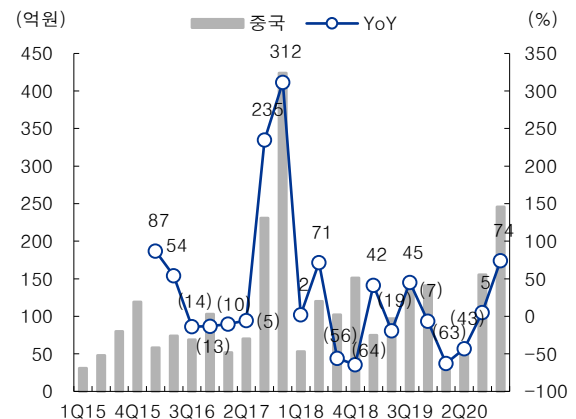
자료: 블룸버그, IBK투자증권

그림 49. 중국, 18년 부진을 딛고 점진적 회복 전망



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 50. 중국, 2020년 하반기부터 메이가이치 착공으로 성장



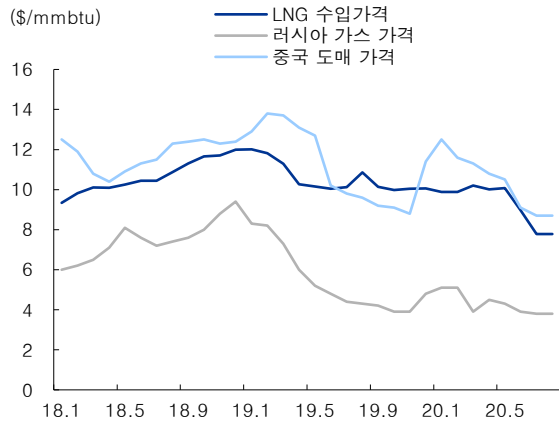
자료: 경동나비엔, IBK투자증권

중국은 러시아 천연가스 수입 확대를 추진하고 있다. 지난해 12월부터 중국과 러시아 동부노선인 실라시비리(Sila Sibiri) 가스관을 통해 연간 최대 38bcm 규모의 천연가스 공급이 시작됐다. 최근 이 가스관을 44bcm 규모로 확대할 것을 논의 중이다. 또한 30bcm 규모의 서부노선(Sila Sibiri 2)의 착공도 시작되었다. 38bcm 규모의 러시아 PNG는 현재 중국이 수입하는 PNG 총 규모의 80%에 달하는 엄청난 규모다. 올해 중국은 가스 수급 문제를 완벽하게 해결할 수 있다.

결론적으로 당사는 중국 가스보일러 시장이 2020년 하반기부터 본격 개화하면서 2021년에는 600만대 규모로 메이가이치가 탄력을 받았던 2017년 550만대 규모를 넘어설 것으로 추정한다. (1) 가스 가격이 하락하면서 LNG 수입이 증가할 전망이며, (2) 30bcm 규모의 중양아시아 Lind D(PNG)가 완성되었고, (3) 38bcm 규모의 ‘파워오브 시베리아’(PNG)가 완성되면서 가스 수급 문제가 해결될 것으로 예상하기 때문이다. 이로 인해 베이징, 톈진, 허베이 등 중국 대도시 지역에서 국내 보일러사로는 유일하게 메이가이치 사업에 공식 거래업체로 참여하고 있는 경동나비엔의 수혜가 예상된다.

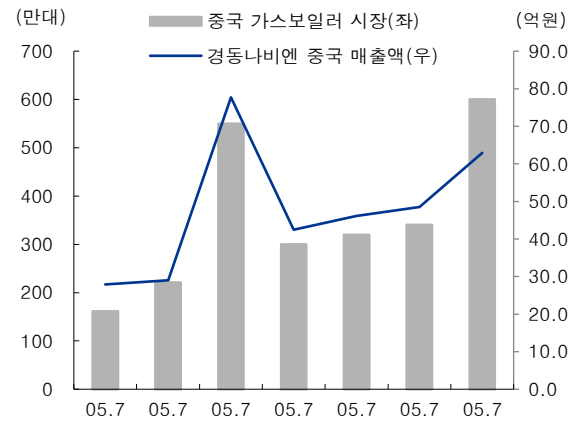
동사는 중국 베이징에 50만대 규모의 공장 증설을 완료하면서 총 250만대 캐파를 완성했다. 2H20 중국 매출액은 401억원을 기록하면서 +38.8% YoY 증가할 전망이며, 2021년 629억원으로 +30.0% YoY 증가를 기대한다.

그림 51. 중국, 가스 가격 하락으로 LNG 수입 증가 기대



자료: 블룸버그, IBK투자증권

그림 52. 중국, 2021년 중국 가스보일러 시장 600만대 예상



자료: 블룸버그, IBK투자증권

III. 실적 전망_ 하반기, 폭풍 같은 성장

3Q20 매출과 영업이익 각각 +14.2%, +64.1 YoY 증가 기대

3Q20 동사의 매출은 2,079억원(+14.2% YoY, +23.2% QoQ), 영업이익 153억원(OPM 7.6%, +64.1% YoY, +11.4% QoQ)으로 전년대비 큰 폭의 성장세를 유지할 전망이다. 4분기에는 매출은 3,248억원(+21.6% YoY, +56.2% QoQ), 영업이익 293억원(OPM 9.0%, +45.3% YoY, +92.1% QoQ)으로 분기 사상최대 실적을 기록할 전망이다. 이유는 1)국내는 콘텐츠의무화 법안 발효 영향으로 평균판매단가와 MS확대가 가속화 되고 있고, 가수 임영웅 광고 효과로 온수매트 매출이 큰 폭으로 증가될 것으로 추정된다. 온수매트의 공격적인 광고 영향은 당사 실적추정치에 크게 반영치 않아 추가적인 실적 향상이 기대된다. 2)북미는 경제 재개에 따른 Pent up 물량이 회복 될 것으로 기대된다. 신규 아이템에 대한 공격적인 프로모션 영향으로 AOsmith 등 경쟁사대비 압도적인 성장이 기대된다. 3)중국은 하반기 메이가이치 재개에 따른 착공 물량이 반영되며, 해외 성장세를 이끌 전망이다. 상반기 매출은 부진했지만, 메이가이치 재개에 따른 신규수주 물량은 시장 기대치를 상회했다.

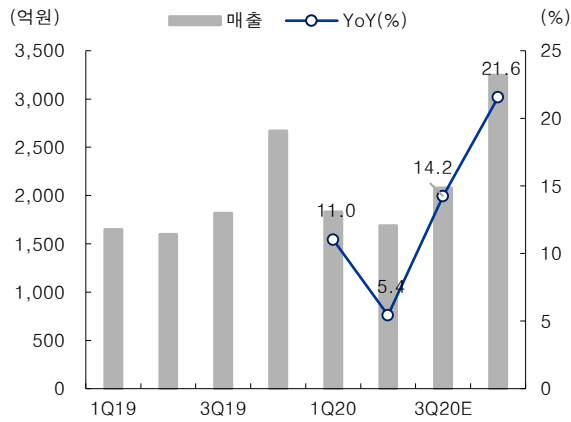
또한, 판관비율은 더 이상 상승하지 않을 전망이다. 이유는 1)인건비 상승률이 둔화되고 있고, 2)투자 회수기에 접어들며, 경상개발비가 감소하고 있기 때문이다. 결론적으로 영업이익률은 신규 아이템에 대한 투자 확대가 되기 전까지 상승할 전망이다.

표 10. 경동나비엔, 분기별 실적 전망

(억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E
매출	1,650	1,601	1,820	2,672	1,832	1,688	2,079	3,248
중국	75	97	148	141	28	55	155	246
북미	708	811	770	1,036	920	887	924	1,259
유럽 등	71	126	212	194	85	105	223	221
국내	796	567	690	1,301	799	641	777	1,523
Growth (%)	0.6%	5.4%	14.0%	6.4%	11.0%	5.4%	14.2%	21.6%
중국	41.5%	-19.2%	45.1%	-6.6%	-62.7%	-43.3%	5.0%	74.2%
북미	11.0%	22.9%	14.6%	19.4%	29.9%	9.4%	20.0%	21.5%
유럽 등	-15.5%	0.8%	8.2%	28.5%	19.7%	-16.7%	5.0%	13.7%
국내	-8.0%	-7.7%	10.0%	-3.0%	0.4%	13.1%	12.6%	17.0%
매출원가	1,081	1,053	1,227	1,735	1,118	1,038	1,268	1,972
매출원가율(%)	65.5%	65.8%	67.4%	64.9%	61.0%	61.5%	61.0%	60.7%
매출총이익	569	548	593	937	714	650	811	1,275
GPM(%)	34.5%	34.2%	32.6%	35.1%	39.0%	38.5%	39.0%	39.3%
판관비	490	473	500	735	589	513	658	982
판관비율(%)	29.7%	29.5%	27.5%	27.5%	32.2%	30.4%	31.7%	30.2%
영업이익	79	75	93	202	125	137	153	293
OPM(%)	4.8%	4.7%	5.1%	7.6%	6.8%	8.1%	7.3%	9.0%
영업외수익	44	19	18	-46	3	-6	10	3
세전이익	123	94	111	156	128	131	163	296
법인세	93	21	19	12	37	5	41	97
순이익	30	73	92	144	91	126	122	199

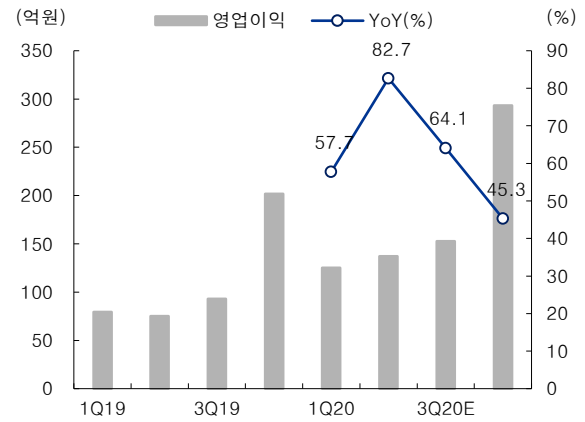
자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 53. 경동나비엔, 2H20 매출 +18.6% YoY



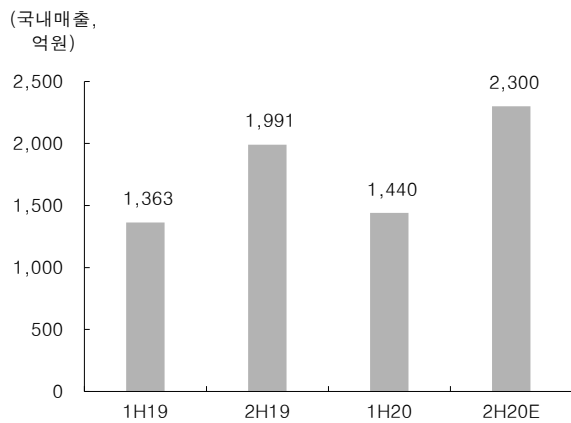
자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 54. 경동나비엔, 2H20 영업이익 +51.2% YoY



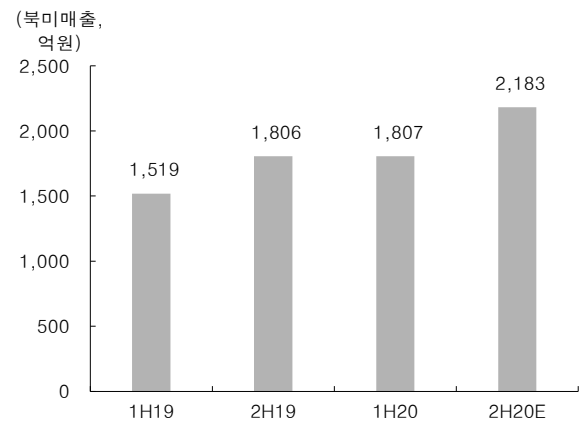
자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 55. 경동나비엔, 2H20 국내매출 +15.5% YoY



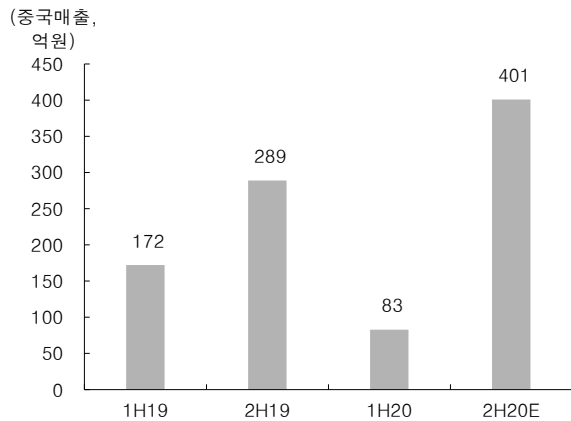
자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 56. 경동나비엔, 2H20 북미매출 +20.9% YoY



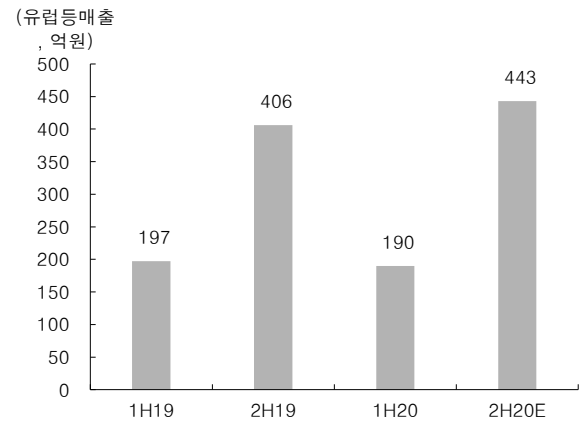
자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 57. 경동나비엔, 2H20 중국매출 +38.8% YoY



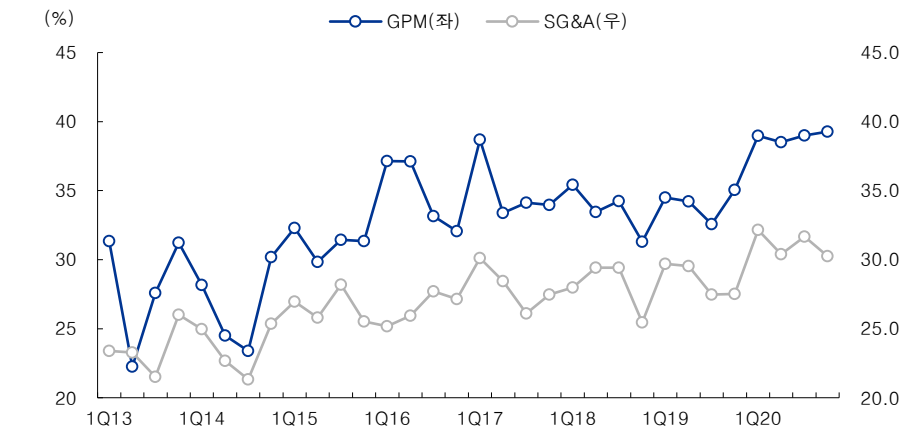
자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 58. 경동나비엔, 2H20 유럽 등매출 +9.2% YoY



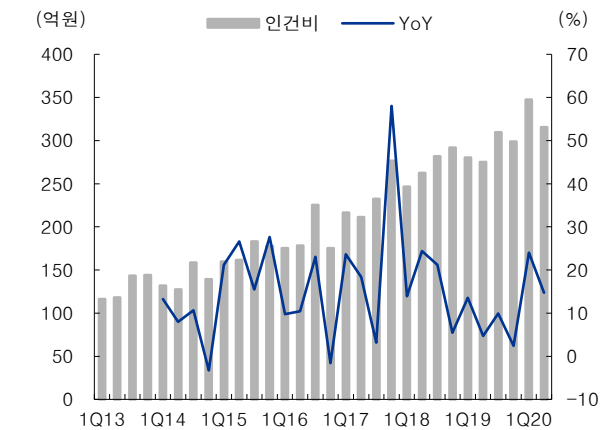
자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 59. GPM은 안정적으로 상승세를 유지하고, 판관비율은 당분간 하향 안정화될 전망이다.



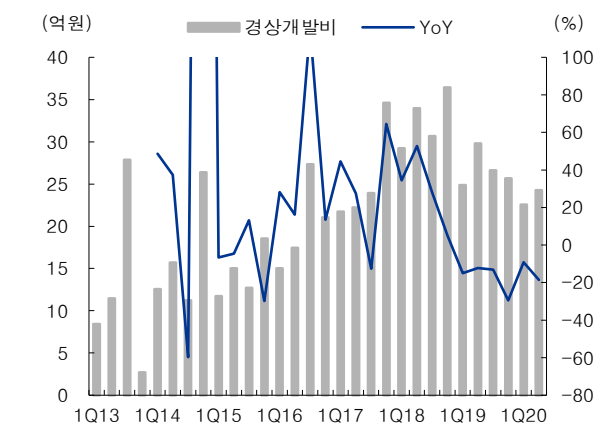
자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 60. 인건비 상승률이 둔화되고 있고,



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 61. 경상개발비 증가는 당분간 감소세를 유지할 전망이다.



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 62. 결론적으로, 영업이익률은 10%대로 내년까지 확대될 전망이다.



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

IV. APPENDIX_ 경동전자 합병이슈 분석

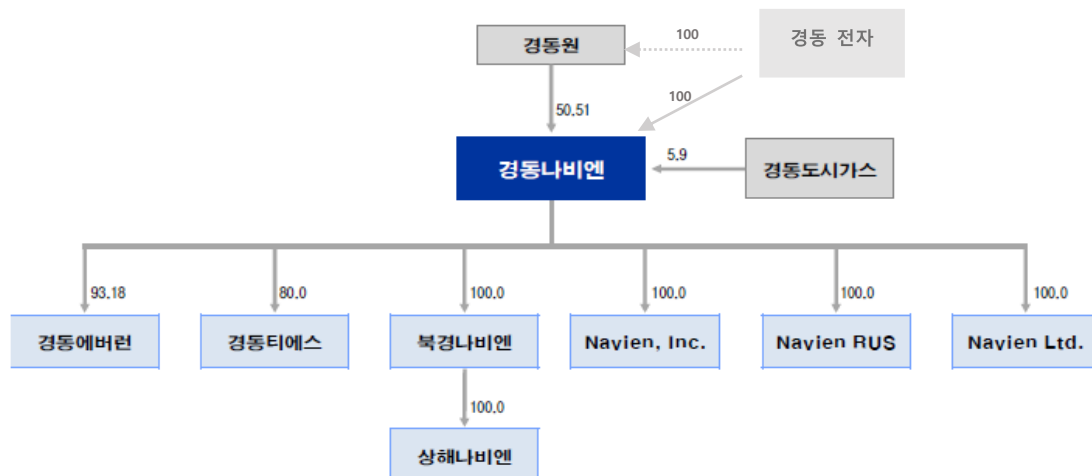
영업이익/순이익은 각각 7% 상승. 대주주 책임경영 강화 이벤트로 해석

지난 8월 14일 동사는 최대주주인 주식회사 경동원의 100% 자회사인 경동전자(보일러/온수기 콘트롤러 PBA 등 IOT 기반 네트워크 제조/연구 업체)를 865,220주(기업가치 474억원) 신주 발행(6.8%)을 통해 소규모 합병을 진행한다고 발표 했다. 19년 기준 경동전자의 매출은 829억원, 영업이익 59억원, 순이익 46억원이다. 결론적으로, 합병 후 내년 동사의 매출과 순이익은 각각 2%, 7.1% 상향되는 효과가 발생한다. 물론 신주 6.8% 추가 발행으로 EPS 상승 효과는 제한적이다. 하지만, 경동나비엔의 시장 Multiple이 15~20배에서 거래되고 있는바, 기업가치는 이번 합병을 통해 7% 수준의 상승 효과가 있다는 판단이다. (매출은 내부자거래 차감으로 기존 내용 수정. 또한 이익추정치는 합병 완료 후 재상향 조정으로 수정)

경동전자의 매출은 대부분 경동나비엔에서 발생했다. 정부의 내부자거래 규제 속에 양사간 소규모 합병은 지속적으로 검토된 것으로 판단된다. 경동전자가 최대주주의 100% 회사였던 관계로 동사의 이익 훼손에 대한 우려가 있었는데, 이번에 일시에 해소 되었다. 이번 소규모 합병을 통해 최대주주 주식회사 경동원의 지분은 합병 전 50.1%에서 합병 후 53.7%로 확대된다.

결론적으로, 대주주의 지분율 증가 이벤트로 해석해야 한다. 대주주의 지분 상승은 향후 주주 친화적 활동으로 연결 될 것으로 전망된다. 동사의 배당 정책은 매년 액면가의 10%씩 상향하는 수준이다. 최근 급증하는 이익을 감안하면 배당 성향에 대한 추가적 상향이 기대된다. 또한, 유통물량 부족으로 인한 거래량 부족을 감안하면 무상증자 등의 추가적인 주주 친화적 활동을 기대한다. 경영활동에 대한 평가는 대내외적으로 우수한 평가를 받고 있으나, 주주 친화적 스탠스가 부족하다는 평가가 일반 적임을 명심해야 한다.

그림 63. 경동나비엔, 경동원에서 경동전자 소규모 흡수합병



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

표 11. 경동나비엔, 경동전자 소규모 합병 주요 내용 정리

구분	내용
합병방법	주식회사 경동나비엔이 주식회사 경동전자 흡수합병을 발표
합병형태	소규모합병
합병목적	1) 사물인터넷 등 전자 기술 경쟁력 강화 및 4차 산업혁명 시대의 전자기업으로의 전환을 통한 기업경쟁력 강화 2) 효율적인 자원 배분을 통한 합병회사의 전반적인 비용 절감 및 재무구조 개선 기대
합병비율	경동나비엔 : 경동전자=1:2,1663521
합병가액	경동나비엔 54,785원 경동전자 118,503원
합병신주	865,220주 (6.8%)
기존 발행주식수	12,740,000주
합산 발행주식수	13,605,220주
합병계약일	2020년 08월 28일
합병기일	2020년 11월 01일
신주의 상장예정일	2020년 11월 17일

자료: 경동나비엔, IBK투자증권

표 12. 경동전자, 3개년 매출 및 이익 현황

	17년	18년	19년
매출	945	966	829
영업이익	134	93	59
순이익	111	67	46

자료: 경동나비엔, IBK투자증권

표 13. 최대주주 주식회사 경동원, 회사별 지분현황

	경동나비엔		경동전자	
	주식수	지분율(%)	주식수	지분율(%)
주식회사 경동원	6,434,205	50.5	400,000	100.0
손연호	129,262	1.0		
계	6,563,467	51.5	400,000	100.0

자료: 경동나비엔, IBK투자증권

표 14. 최대주주 주식회사 경동원, 합병후 존속법인 경동나비엔 지분 변화

	합병전		합병후	
	주식수	지분율(%)	주식수	지분율(%)
주식회사 경동원	6,434,205	50.5	7,299,425	53.7
손연호	129,262	1.0	129,262	1.0

자료: 경동나비엔, IBK투자증권

표 15. 경동나비엔, 경동전자 합병 반영 실적 추정치 변경 내역

	변경전			변경후			Differences		
	2019년	2020년E	2021년E	2019년	2020년E	2021년E	2019년	2020년E	2021년E
매출액	774	885	1,026	774	885	1,046	-	-	2.0
영업이익	45	71	92	45	71	99	-	-	7.6
순이익	28	56	70	28	56	75	-	-	7.1

자료: 경동나비엔, IBK투자증권

표 16. 경동나비엔 연혁

일자	내용
1978.03	경동기계(주) 설립
1979.08	평택 공장 준공 및 기계설비 완료
1979.10	국내 최초 콤팩트형 사각 기름보일러 '코로나 KDB-202' 출시
1987.10	국내 최초 FF (강제급배기) 기름보일러 출시
1988.02	네덜란드 네피트사와 콘덴싱보일러 기술 제휴
1988.06	아시아 최초 경동 콘덴싱 가스보일러 '터보' 출시
1989.05	국내 최초 FF (강제급배기) 가스보일러 출시
1990.04	중원공장 설립
1990.12	네덜란드 네피트사에 콘덴싱 열교환기 수출
1991.03	(주)경동보일러로 상호 변경
1991.08	벽걸이형 순간식 가스보일러 '심포니' 출시 국내 최초 스테인리스 벽걸이 FF 저장식 가스보일러 '하모니' 출시
1992.06	일본 타쿠마사와 흡수식 냉온수기 기술 제휴
1992.08	업계 최초 가스보일러 중국 수출
1992.11	업계 최초 백만불 수출의 탑 수상 (산업자원부)
1993.08	업계 최초 기업공개
1993.09	중국 법인 연변 경동보일러유한공사 설립
1995.03	중국법인 북경경동보일러유한공사(Beijing Kyungdong Heat Energy Equipment Co.,LTD) 설립
1996.11	업계 최초 천만불 수출의 탑 수상 (산업자원부)
1997.07	중국 안전품질마크인증 SQL 획득
1997.12	러시아 품질인증 GOST 획득 (러시아 표준위원회)
1998.02	한국형 콘덴싱 가스보일러 'KC' 출시 심야전기보일러 출시
1999.01	터키 인증 TSE 획득 (터키 규격협회)
1999.11	일반 가스보일러 'GOM' 출시
2000.05	카자흐스탄 투자합작법인 SATURN cjsc 설립
2000.06	송탄산업단지 내 제3공장 설립
2002.01	업계 최초 콘덴싱 가스보일러 미국 수출
2002.06	업계 최초 미국 ETL 인증 획득 (미국규격시험연구소)
2003.03	콘덴싱 가스보일러 'KCA' 출시
2004.07	일반 가스보일러, 유럽품질인증 CE 획득 (GASTEC)
2006.01	캐리어사와 냉방사업 협력 조인식
2006.03	미국 법인 나비엔 아메리카 (Navien America, INC) 설립
2006.09	(주)경동나비엔으로 상호 변경
2006.10	세계 최초 온수 중심 보일러 '나비엔 콘덴싱 on水' 출시
2006.11	환기시스템 사업 진출
2007.01	중국법인 상해나비엔(Shanghai Navien International Trade Co., Ltd) 설립
2007.04	콘덴싱 기름보일러, 유럽품질인증 CE 획득 (TÜV)
2008.02	업계 최초 순간식 가스온수기 '나비엔 콘덴싱98% 시리즈 CR/CC' 미국 수출 가스온수기 국제인증 CSA 획득 (캐나다표준협회)
2008.08	일반 가스보일러 'Ace III' 출시
2008.11	나비엔 콘덴싱 기름보일러 'LCB' 출시
2010.01	업계 최초 콘덴싱보일러 • 콘덴싱온수기 부문 ASME 인증 획득 (미국기계학회)
2014.02	러시아법인 설립
2014.04	북미 지역 순간식 콘덴싱 가스온수기 시장 및 콘덴싱 가스보일러 시장 점유율 1위 차지(BRG Building Solutions)
2014.11	영국법인 설립
2017.12	업계 최초 2억불 수출의 탑 수상 (산업자원부)
2018.01	북미 콘덴싱 누적 판매 100만대 돌파
2019.07	소비자 중심 경영 인증제도(CCM) 업계 최초 5회 연속 인증(공정거래위원회)

자료: 경동나비엔, IBK투자증권

경동나비엔 (009450)

포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	727	774	885	1,026	1,192
증가율(%)	6.1	6.5	14.3	15.9	16.2
매출원가	488	510	540	621	715
매출총이익	239	265	345	405	477
매출총이익률 (%)	32.9	34.2	39.0	39.5	40.0
판매비	198	220	274	313	358
판매비율(%)	27.2	28.4	31.0	30.5	30.0
영업이익	41	45	71	92	119
증가율(%)	-14.6	9.9	58.4	30.0	29.1
영업이익률(%)	5.6	5.8	8.0	9.0	10.0
순금융손익	-3	-4	-3	-4	-3
이자손익	-3	-4	-3	-4	-3
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-3	7	4	4	3
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	34	48	72	92	119
법인세	10	21	16	23	30
법인세율	29.4	43.8	22.2	25.0	25.2
계속사업이익	25	28	56	69	90
종단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	28	56	69	90
증가율(%)	-8.4	12.5	101.3	23.6	29.2
당기순이익률 (%)	3.4	3.6	6.3	6.7	7.6
지배주주당기순이익	25	28	56	69	90
기타포괄이익	-2	-4	0	0	0
총포괄이익	23	24	56	69	90
EBITDA	60	71	100	123	147
증가율(%)	-7.4	19.8	40.1	23.0	19.8
EBITDA마진율(%)	8.3	9.2	11.3	12.0	12.3

투자지표

(12월 결산)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,943	2,186	4,354	5,097	6,583
BPS	21,969	23,612	25,947	30,718	36,905
DPS	250	300	350	400	450
밸류에이션(배)					
PER	21.4	21.3	13.2	11.3	8.7
PBR	1.9	2.0	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	10.4	9.3	8.3	6.4	4.8
성장성지표(%)					
매출증가율	6.1	6.5	14.3	15.9	16.2
EPS증가율	-6.3	12.5	99.1	17.1	29.2
수익성지표(%)					
배당수익률	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
ROE	9.2	9.6	17.2	18.0	19.5
ROA	4.6	4.7	7.8	7.9	8.8
ROIC	8.2	8.2	15.1	16.8	21.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	108.3	102.6	132.2	124.2	120.5
순차입금 비율(%)	33.2	23.3	26.6	12.2	-4.6
이자보상배율(배)	11.3	11.1	18.4	19.3	29.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.5	8.2	7.0	6.1	6.2
재고자산회전율	5.6	5.4	6.2	6.6	7.1
총자산회전율	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	287	274	402	501	645
현금및현금성자산	26	21	36	90	182
유가증권	0	4	10	11	13
매출채권	94	95	157	177	209
재고자산	150	138	146	164	172
비유동자산	297	336	418	436	463
유형자산	249	279	331	341	354
무형자산	10	10	8	7	6
투자자산	11	10	9	9	9
자산총계	584	610	820	937	1,107
유동부채	275	270	395	443	522
매입채무및기타채무	77	93	98	110	129
단기차입금	98	65	98	110	129
유동성장기부채	4	6	8	8	8
비유동부채	28	39	71	76	84
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	18	24	19	19	19
부채총계	303	309	467	519	605
지배주주지분	280	301	353	418	502
자본금	13	13	13	13	13
자본잉여금	20	20	20	20	20
자본조정등	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	2	1	1	1	1
이익잉여금	247	268	320	385	469
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	280	301	353	418	502
비이자부채	184	214	326	366	433
총차입금	119	95	141	153	172
순차입금	93	70	94	51	-23

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-14	79	11	75	102
당기순이익	25	28	56	69	90
비현금성 비용 및 수익	44	65	42	31	28
유형자산감가상각비	18	25	28	30	27
무형자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본변동	-71	7	-73	-21	-13
매출채권등의 감소	-11	-6	-67	-19	-32
재고자산의 감소	-43	16	-8	-18	-8
매입채무등의 증가	-19	9	2	12	20
기타 영업현금흐름	-12	-21	-14	-4	-3
투자활동 현금흐름	-45	-51	-116	-56	-67
유형자산의 증가(CAPEX)	-45	-49	-58	-40	-40
유형자산의 감소	1	4	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	-2	-1	0	0
투자자산의 감소(증가)	1	-4	5	0	0
기타	0	0	-62	-16	-27
재무활동 현금흐름	56	-34	120	35	57
차입금의 증가(감소)	5	11	-3	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	51	-45	123	35	57
기타 및 조정	0	1	0	0	-1
현금의 증가	-3	-5	15	54	91
기초현금	29	26	21	36	90
기말현금	26	21	36	90	182

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 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당 사항 없음

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

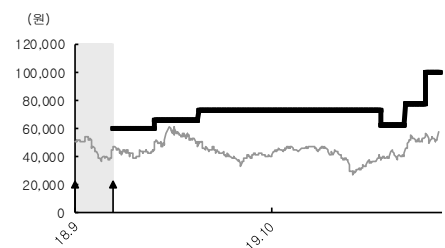
종목 투자 의견 (절대 수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대 수익률 기준)			
바중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

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 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	-47.47	-42.50					
	2020.09.08	매수	100,000							