



Analyst 박용희
02) 6915-5651
yhpkorea2005@ibks.com

매수 (유지)		
목표주가		100,000원
현재가 (4/20)		54,800원
<hr/>		
KOSPI (4/20)	3,220.70pt	
시가총액	746십억원	
발행주식수	13,605천주	
액면가	1,000원	
52주 최고가	60,200원	
최저가	35,000원	
60일 일평균거래대금	4십억원	
외국인 지분율	10.4%	
배당수익률 (2021F)	0.8%	
<hr/>		
주주구성		
경동원 외 1 인	54.60%	
국민연금공단	7.18%	
<hr/>		
주가상승	1M	6M
상대기준	1%	-26%
절대기준	7%	1%
<hr/>		
투자의견	현재	직전
목표주가	매수	매수
EPS(21)	100,000	100,000
EPS(22)	5,564	4,754
	5,818	5,797
<hr/>		
경동나비엔 주가추이		

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 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 증권 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

IBKS 그린뉴딜 시리즈

경동나비엔 (009450)

박스권 돌파에 대한 자신감을 가져야 할 시기

1Q21 Preview: 서프라이즈가 기대된다!

1Q21 동사의 매출은 2,029억원(+10.8% YoY, -34.8% QoQ), 영업이익 164억원 (OPM 8.1%, +31.6% YoY, -8.6% QoQ)으로 전망한다. 이유는 1) 1분기는 전년대비 기온이 하락하며, 온수기/보일러에 대한 수요 급증, 2) 국내는 M/S 확대와 B2C A/S 수요 확대에 따른 매출과 이익의 질 개선, 3) 북미는 텍사스 한파 영향으로 온수기 수요 급증, 4) 중국과 유럽은 전년도 낮은 기저에 따른 매출 증가 때문이다. 1분기 실적은 전반적으로 수요 증가에 따른 매출 증가로 영업이익의 큰 폭 개선이 기대된다. 하지만, 수출기업으로서 물류비용 증가에 대한 우려는 상존한다. 2분기는 일회성 부동산 평가차익 약 250억원(장부가 85억원, 매도가 335억원)이 반영될 전망으로 올해 순이익은 큰 폭의 증가가 예상된다.

청정환기 시스템, 새로운 성장의 드라이버!

2015년 온수매트에 이어, 2019년 청정환기시스템을 런칭했다. 올해는 청정환기시스템에 키친플러스(후드)를 추가하여 출시했다. 건설사를 포함한 B2B 중심으로 관심이 커지고 있다는 후문이다. 4월 20일에는 나비엔메이트(동사 B2C 사이트)에서 라이브 방송으로 판매를 개시할 전망이다. 동사는 생활환경기업으로 보일러/온수기 제조회사를 탈피코자 노력 중에 있다. IBKS 추정으로 기타부문 매출은 2020년 8%(약 700억원)에서 2025년 15% 수준(약 2,540억원)까지 확대될 전망이다.

Global Peer와의 비교. 현저한 저평가 상태

동사의 글로벌 Peer는 미국의 AO smith, 일본의 Rinnai다. 동사의 매출액과 영업이익은 각각 AO Smith의 28.9%, 29.5% 수준이다. 하지만, 시가총액은 5.7% 수준으로 현저한 저평가 상태다. 저평가라고 주장하는 이유는 미국에서의 성장률이 AO Smith 보다 현재 성장률이 크기 때문이다. 현재의 저평가는 외국인이 보기에 지속 가능해 보이지 않는다.

(단위:십억원, 배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	774	873	1,010	1,169	1,360
영업이익	45	67	86	105	129
세전이익	48	52	109	106	131
지배주주순이익	28	42	76	79	98
EPS(원)	2,186	3,232	5,564	5,818	7,226
증가율(%)	12.5	47.8	72.2	4.6	24.2
영업이익률(%)	5.8	7.7	8.5	9.0	9.5
순이익률(%)	3.6	4.8	7.5	6.8	7.2
ROE(%)	9.6	12.8	19.7	17.4	18.2
PER	21.3	16.1	9.9	9.4	7.6
PBR	2.0	2.0	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	9.3	7.9	6.4	5.0	3.7

자료: Company data, IBK 투자증권 예상

1분기 실적은 서프라이즈를 예상

표 1. 경동나비엔, 1Q21 Preview

(억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	YoY	QoQ
매출	1,832	1,688	2,103	3,111	2,029	10.8%	-34.8%
중국	28	55	117	282			
북미	920	887	973	1,140			
유럽등	85	105	254	187			
국내	799	641	759	1,502			
매출원가	1,118	1,038	1,306	1,968	1,239	10.9%	-37.0%
매출원가율(%)	61.0%	61.5%	62.1%	63.3%	61.1%		
매출총이익	714	650	797	1,143	790	10.6%	-30.9%
GPM(%)	39.0%	38.5%	37.9%	36.7%	38.9%		
판관비	589	513	568	963	625	6.2%	-35.1%
판관비율(%)	32.2%	30.4%	27.0%	31.0%	30.8%		
영업이익	125	137	229	180	164	31.6%	-8.6%
OPM(%)	6.8%	8.1%	10.9%	5.8%	8.1%		
영업외수익	3	-6	-102	-42	10	233.3%	-123.8%
세전이익	128	131	127	138	174	36.3%	26.4%
법인세	37	5	40	25	44	17.9%	74.5%
순이익	91	126	87	113	131	43.8%	15.8%

자료: IBK투자증권

표 2. 경동나비엔, 기존 추정치 vs 변경 추정치 내역 현황

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21(A)	YoY	QoQ	기존 추정치(B)	Difference (A/B)
매출액	1,832	1,688	2,103	3,111	2,029	10.8%	-34.8%	2,011	0.9%
영업이익	125	137	229	180	164	31.6%	-8.6%	154	6.8%
세전이익	128	131	127	138	174	36.3%	26.4%		
순이익	91	126	87	113	131	43.8%	15.8%		
영업이익률	6.8%	8.1%	10.9%	5.8%	8.1%				
세전이익률	7.0%	7.8%	6.0%	4.4%	8.6%				
순이익률	5.0%	7.5%	4.1%	3.6%	6.4%				

자료: IBK투자증권

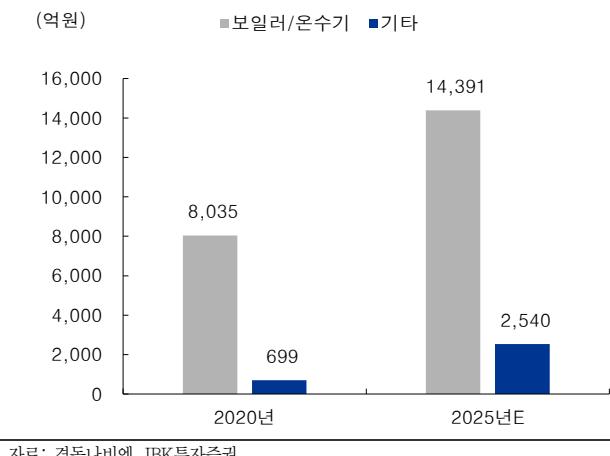
표 3. 경동나비엔, 연간 실적 추정치 변경 내역

	변경전			변경후			Differences		
	2020년	2021년E	2022년E	2020년	2021년E	2022년E	2020년	2021년E	2022년E
매출액	874	1,009	1,163	873	1,010	1,169	-0.1%	0.1%	0.5%
영업이익	67	85	103	67	86	105	0.0%	1.2%	1.9%
순이익	42	65	74	42	76	79	0.0%	16.9%	6.8%

자료: IBK투자증권

기타부문(청정환기시스템 등 신규아이템) 매출의 성장세가 가팔라 질 전망

그림 1. 청정환기시스템 등 기타 매출 급증 기대



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 2. 온수매트에 이어 청정환기시스템 자리 잡아 가고 있어



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 3. 4월 20일, 나비엔메이트에서 라이브방송 개시



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

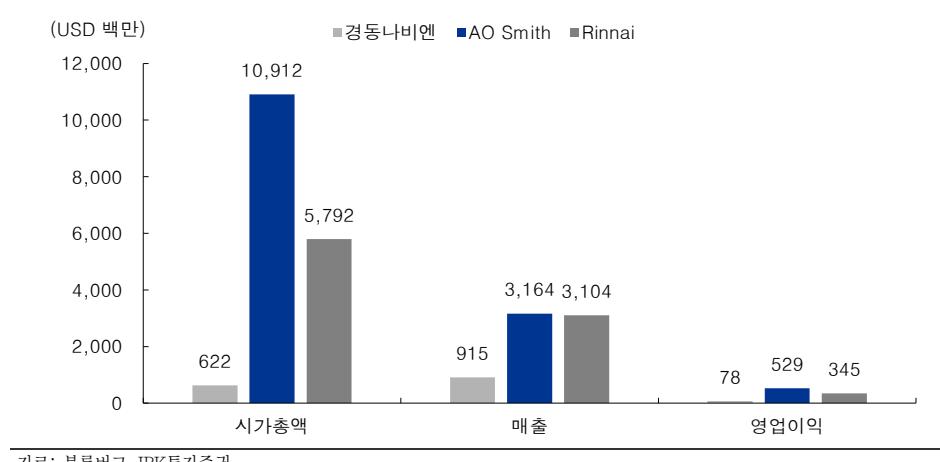
그림 4. 키친플러스 출시이후 제품에 대한 관심이 커져



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

경동나비엔, 글로벌 Peer 대비 현지화 저평가 상태

그림 5. 글로벌 PEER 2021년 기준 매출/영업이익 비교



자료: 블룸버그, IBK투자증권

표 4. 글로벌 PEER Valuation Table

		009450 KS Equity	AOS US Equity	5947 JT Equity	5943 JT Equity	6702 JT Equity
		경동나비엔	A.O. Smith	RINNAI	NORITZ	FUJITSU
현재가(현지통화)		51,500	67	12,210	1,917	16,330
시가총액(백만USD)		622	10,912	5,792	895	31,064
연간 매출액 (백만USD)	2020	742	2,895	3,132	1,723	35,487
	2021F	915	3,164	3,104	1,687	33,360
	2022F	1,061	3,293	3,261	1,716	34,577
연간 영업이익 (백만USD)	2020	57	440	317	45	1,945
	2021F	78	529	345	52	2,189
	2022F	96	566	375	58	2,363
연간순이익 (백만USD)	2020	35	345	198	-28	1,472
	2021F	59	405	232	59	1,607
	2022F	72	434	245	50	1,731
PER (배)	2020	16.0	25.4	18.2	N/A	12.3
	2021F	10.8	26.7	25.0	16.1	18.2
	2022F	8.9	24.3	23.6	16.2	17.1
ROE (%)	2020	12.8	19.6	7.0	-2.8	13.5
	2021F	17.5	23.4	7.9	5.9	13.8
	2022F	18.0	24.8	8.1	4.9	13.1
PBR (배)	2020	2.0	4.8	1.2	0.7	1.6
	2021F	1.7	6.3	1.9	0.8	2.4
	2022F	1.5	6.2	1.8	0.8	2.2
EV/EBITDA (배)	2020	6.8	14.0	5.3	3.8	7.3
	2021F	6.4	17.4	9.7	6.1	8.1
	2022F	5.0	16.4	9.2	5.7	8.0

자료: 블룸버그, IBK투자증권

경동나비엔 (009450)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	774	873	1,010	1,169	1,360
증가율(%)	6.5	12.8	15.6	15.7	16.3
매출원가	510	543	626	725	843
매출총이익	265	330	384	444	517
매출총이익률 (%)	34.2	37.8	38.0	38.0	38.0
판관비	220	263	298	339	387
판관비율(%)	28.4	30.1	29.5	29.0	28.5
영업이익	45	67	86	105	129
증가율(%)	9.9	49.7	28.0	22.6	22.7
영업이익률(%)	5.8	7.7	8.5	9.0	9.5
순금융손익	-4	-3	-2	0	2
이자손익	-4	-4	-2	0	2
기타	0	1	0	0	0
기타영업외손익	7	-11	25	0	0
총속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	48	52	109	106	131
법인세	21	11	33	26	33
법인세율	43.8	21.2	30.3	24.5	25.2
계속사업이익	28	42	76	79	98
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	28	42	76	79	98
증가율(%)	12.5	49.5	81.8	4.6	24.2
당기순이익률 (%)	3.6	4.8	7.5	6.8	7.2
지배주주당기순이익	28	42	76	79	98
기타포괄이익	-4	-3	0	0	0
총포괄이익	24	38	76	79	98
EBITDA	71	99	114	130	151
증가율(%)	19.8	39.0	14.8	14.2	16.2
EBITDA마진율(%)	9.2	11.3	11.3	11.1	11.1

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	274	360	529	678	864
현금및현금성자산	21	37	147	243	354
유가증권	4	24	29	33	39
매출채권	95	90	109	125	146
재고자산	138	178	216	246	288
비유동자산	336	374	351	334	323
유형자산	279	304	277	254	233
무형자산	10	10	9	8	7
투자자산	10	8	8	8	8
자산총계	610	735	879	1,012	1,187
유동부채	270	338	407	463	541
매입채무및기타채무	93	91	111	126	148
단기차입금	65	99	120	136	160
유동성장기부채	6	10	10	10	10
비유동부채	39	49	53	56	61
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	24	13	13	13	13
부채총계	309	387	460	519	602
지배주주지분	301	348	419	493	585
자본금	13	14	14	14	14
자본잉여금	20	66	66	66	66
자본조정등	-1	-35	-35	-35	-35
기타포괄이익누계액	1	1	1	1	1
이익잉여금	268	303	374	448	540
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	301	348	419	493	585
비이자부채	214	250	302	344	404
총차입금	95	137	158	175	198
순차입금	70	76	-18	-101	-194

투자지표

(12월 결산)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	2,186	3,232	5,564	5,818	7,226
BPS	23,612	25,591	30,808	36,229	43,009
DPS	300	350	400	450	500
밸류에이션(배)					
PER	21.3	16.1	9.9	9.4	7.6
PBR	2.0	2.0	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	9.3	7.9	6.4	5.0	3.7
성장성지표(%)					
매출증가율	6.5	12.8	15.6	15.7	16.3
EPS증가율	12.5	47.8	72.2	4.6	24.2
수익성지표(%)					
배당수익률	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
ROE	9.6	12.8	19.7	17.4	18.2
ROA	4.7	6.2	9.4	8.4	8.9
ROIC	8.2	11.7	20.6	22.4	28.7
인정성지표(%)					
부채비율(%)	102.6	111.0	109.8	105.4	102.9
순차입금 비율(%)	23.3	21.8	-4.3	-20.5	-33.2
이자보상배율(배)	11.1	17.0	24.3	30.1	33.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.2	9.4	10.1	10.0	10.0
재고자산회전율	5.4	5.5	5.1	5.1	5.1
총자산회전율	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	79	58	70	77	83
당기순이익	28	42	76	79	98
비현금성 비용 및 수익	65	69	30	25	20
유형자산감가상각비	25	30	27	24	21
무형자산상각비	1	2	1	1	1
운전자본변동	7	-30	-33	-27	-37
매출채권등의 감소	-6	15	-19	-15	-21
재고자산의 감소	16	-39	-38	-30	-42
매입채무등의 증가	9	-2	19	16	22
기타 영업현금흐름	-21	-23	-3	0	2
투자활동 현금흐름	-51	-59	-6	-16	-22
유형자산의 증가(CAPEX)	-49	-39	0	0	0
유형자산의 감소	4	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	-2	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-4	-22	5	0	0
기타	0	3	-11	-16	-22
재무활동 현금흐름	-34	19	45	35	50
차입금의 증가(감소)	11	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-45	19	45	35	50
기타 및 조정	1	-2	1	0	0
현금의 증가	-5	16	110	96	111
기초현금	26	21	37	147	243
기말현금	21	37	147	243	354

Compliance Notice

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

동 자료는 기관투자가 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	증대한 이해관계	M&A 관련
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 (2020.04.01~2021.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	139	94.6
중립	8	5.4
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이