



Analyst 박용희

02)6915-5651

yhpkorea2005@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	100,000원
현재가 (5/11)	63,400원

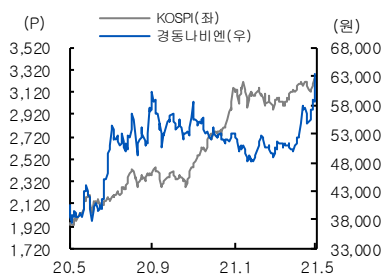
KOSPI (5/11)	3,209.43pt
시가총액	863십억원
발행주식수	13,605천주
액면가	1,000원
52주 최고가	63,400원
최저가	37,400원
60일 일평균거래대금	6십억원
외국인 지분율	10.5%
배당수익률 (2021F)	0.8%

주주구성	
경동원 외 1 인	54.60%
국민연금공단	7.18%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	22%	-14%	-5%
절대기준	25%	11%	57%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	100,000	100,000	-
EPS(21)	6,273	5,564	▲
EPS(22)	6,594	5,818	▲

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)

방망이를 길게 잡아라!

1Q21 Review: 어닝 서프라이즈

1Q21 동사의 매출은 2,326억원(+27.0% YoY, -25.2% QoQ), 영업이익 242억원 (OPM 10.4%, +93.2% YoY, +34.2% QoQ)으로 발표했다. 기존 추정치(매출 2,029억원, 영업이익 164억원)대비 매출은 14.6%, 영업이익은 47.3% 상회했다. 이유는 1)국내외 보일러/온수기 수요 폭증에 따른 매출 증가, 2)수익구조 안정화에 따른 매출 레버리지 본격화 때문이다. 이번 실적의 하이라이트는 수출 기업으로 1)비우호적인 원달러환율, 2)물류비 등 변동비 상승에도 큰 폭의 실적을 시현한 점이다. 향후 매크로 개선 시에는 추가적인 실적 개선이 가능하기 때문에 더욱 동사에 주목해야 한다.

미국 수요 폭증. 중국은 개선. 한국은 점유율이 올라간다!

지역별로 살펴보면 1)미국은 전년동기대비 +28%, 2)중국은 +90%, 3)한국은 +25%, 4)기타는 +13.5% 성장한 것으로 추정(사업보고서 미발표)된다. 미국은 주택 분양 경기 및 리모델링사업 호조에 따라 수요가 폭증 중에 있고, 중국은 낮은 기저와 내년 동계올림픽을 앞두고 메이가이치 재개 기대감, 국내는 신규아이템(청정환기시스템) 매출과 콘텐츠의무화에 따른 점유율이 예상보다 훨씬 크게 나타나고 있는 것으로 보인다. 결론적으로 21년~22년 순이익 추정치를 각각 +11.8%, +13.9% 상향 조정한다.

Global Peer와의 비교. 현저한 저평가 상태

동사의 글로벌 Peer는 미국의 AO smith, 일본의 Rinnai다. AO smith의 시총은 14조원, 린나이는 6조원수준이다. AO smith 대비 동사의 매출액과 영업이익은 각각 AO Smith의 28.9%, 29.5% 수준이다. 산술적으로 동사의 시가총액은 린나리와 비교하면 1.5조원, AO smith와 비교하면 3조원까지 가능하다. 아직 갈 길이 멀다. 방망이를 길게 잡고 투자하길 바란다. 지금은 보일러/온수기로 수익구조를 완성했고, 신규아이템으로 펀치를 날리기 일보 직전이다.

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	774	873	1,057	1,239	1,440
영업이익	45	67	95	117	144
세전이익	48	52	120	120	146
지배주주순이익	28	42	85	90	110
EPS(원)	2,186	3,232	6,273	6,594	8,058
증가율(%)	12.5	47.8	94.1	5.1	22.2
영업이익률(%)	5.8	7.7	9.0	9.4	10.0
순이익률(%)	3.6	4.8	8.0	7.3	7.6
ROE(%)	9.6	12.8	22.0	19.0	19.4
PER	21.3	16.1	9.3	8.9	7.3
PBR	2.0	2.0	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA	9.3	7.9	6.2	4.8	3.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 경동나비엔, 분기별 실적 현황

(억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21(E)	YoY	QoQ
매출	1,832	1,688	2,103	3,111	2,326	27.0%	-25.2%
중국	28	55	117	282	53	90.0%	-81.1%
북미	920	887	973	1,140	1,178	28.0%	3.3%
유럽등	85	105	254	187	96	13.5%	-48.4%
국내	799	641	759	1,502	999	25.0%	-33.5%
매출원가	1,118	1,038	1,306	1,968	1,430	28.0%	-27.3%
매출원가율(%)	61.0%	61.5%	62.1%	63.3%	61.5%		
매출총이익	714	650	797	1,143	896	25.4%	-21.7%
매출총이익률(%)	39.0%	38.5%	37.9%	36.7%	38.5%		
판매비	589	513	568	963	654	11.0%	-32.1%
판매비율(%)	32.2%	30.4%	27.0%	31.0%	28.1%		
영업이익	125	137	229	180	242	93.2%	34.2%
영업이익률(%)	6.8%	8.1%	10.9%	5.8%	10.4%		
영업외수익	3	-6	-102	-42	64	2049.7%	-253.5%
세전이익	128	131	127	138	306	139.1%	121.7%
법인세	37	5	40	25	62	67.6%	148.0%
순이익	91	126	87	113	244	168.1%	115.9%

자료: IBK투자증권

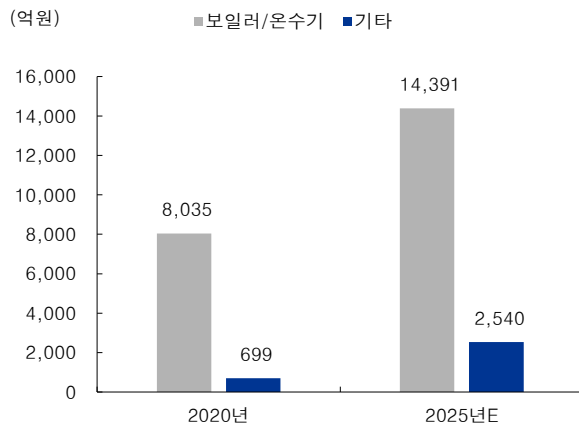
표 2. 경동나비엔, 실적 VS 당사 추정치

(억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21(A)	YoY	QoQ	추정치(B)	Difference (A/B)
매출액	1,832	1,688	2,103	3,111	2,326	27.0%	-25.2%	2,029	14.6%
영업이익	125	137	229	180	242	93.2%	34.2%	164	47.3%
세전이익	128	131	127	138	306	139.1%	121.7%		
순이익	91	126	87	113	244	168.1%	115.9%		
영업이익률	6.8%	8.1%	10.9%	5.8%	10.4%				
세전이익률	7.0%	7.8%	6.0%	4.4%	13.2%				
순이익률	5.0%	7.5%	4.1%	3.6%	10.5%				

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

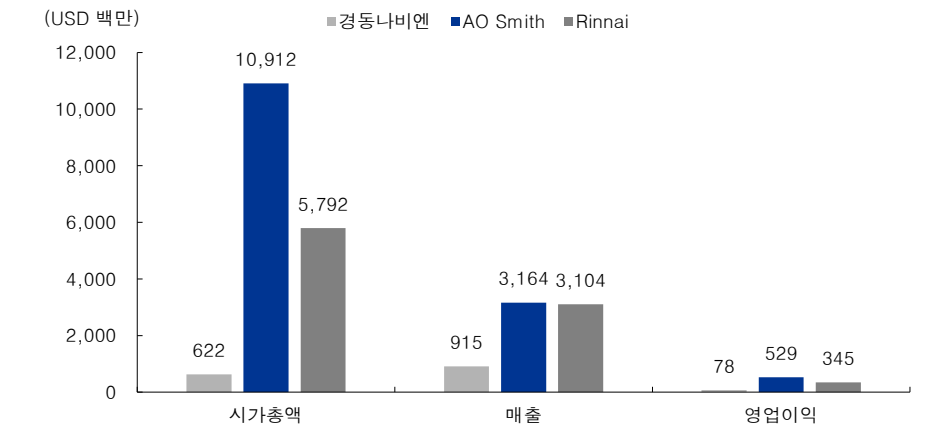
그림 4. 키친플러스 출시이후 제품에 대한 관심이 커져



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

경동나비엔, 글로벌 Peer대비 현저한 저평가 상태

그림 5. 글로벌 PEER 2021년 기준 매출/영업이익 비교



자료: 블룸버그, IBK투자증권

표 3. 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	1,057	1,239	1,440
증가율(%)	6.5	12.8	21.0	17.2	16.2
매출원가	510	543	655	769	893
매출총이익	265	330	402	470	547
매출총이익률 (%)	34.2	37.8	38.0	37.9	38.0
판매비	220	263	307	353	403
판매비율(%)	28.4	30.1	29.0	28.5	28.0
영업이익	45	67	95	117	144
증가율(%)	9.9	49.7	41.8	23.1	22.8
영업이익률(%)	5.8	7.7	9.0	9.4	10.0
순금융손익	-4	-3	-2	0	2
이자손익	-4	-4	-2	0	2
기타	0	1	0	0	0
기타영업외손익	7	-11	27	2	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	48	52	120	120	146
법인세	21	11	35	30	37
법인세율	43.8	21.2	29.2	25.0	25.3
계속사업이익	28	42	85	90	110
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	28	42	85	90	110
증가율(%)	12.5	49.5	104.9	5.1	22.2
당기순이익률 (%)	3.6	4.8	8.0	7.3	7.6
지배주주당기순이익	28	42	85	90	110
기타포괄이익	-4	-3	0	0	0
총포괄이익	24	38	85	90	110
EBITDA	71	99	123	142	166
증가율(%)	19.8	39.0	24.1	15.3	16.8
EBITDA마진율(%)	9.2	11.3	11.6	11.5	11.5

투자지표

(12월 결산)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	2,186	3,232	6,273	6,594	8,058
BPS	23,612	25,591	31,518	37,714	45,327
DPS	300	350	400	450	500
밸류에이션(배)					
PER	21.3	16.1	9.3	8.9	7.3
PBR	2.0	2.0	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA	9.3	7.9	6.2	4.8	3.5
성장성지표(%)					
매출증가율	6.5	12.8	21.0	17.2	16.2
EPS증가율	12.5	47.8	94.1	5.1	22.2
수익성지표(%)					
배당수익률	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
ROE	9.6	12.8	22.0	19.0	19.4
ROA	4.7	6.2	10.5	9.3	9.6
ROIC	8.2	11.7	23.2	25.3	31.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	102.6	111.0	106.8	104.3	99.3
순차입금 비율(%)	23.3	21.8	-6.5	-22.8	-36.1
이자보상배율(배)	11.1	17.0	26.2	32.4	35.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.2	9.4	10.6	10.4	10.4
재고자산회전율	5.4	5.5	5.4	5.3	5.3
총자산회전율	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	274	360	536	712	904
현금및현금성자산	21	37	157	262	385
유가증권	4	24	29	34	40
매출채권	95	90	109	129	149
재고자산	138	178	215	254	293
비유동자산	336	374	350	336	324
유형자산	279	304	277	254	233
무형자산	10	10	9	8	7
투자자산	10	8	8	8	8
자산총계	610	735	887	1,048	1,229
유동부채	270	338	405	478	551
매입채무및기타채무	93	91	110	130	151
단기차입금	65	99	119	141	163
유동성장기부채	6	10	10	10	10
비유동부채	39	49	53	57	61
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	24	13	13	13	13
부채총계	309	387	458	535	612
지배주주지분	301	348	429	513	617
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	384	468	571
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	301	348	429	513	617
비이자부채	214	250	300	356	411
총차입금	95	137	158	179	201
순차입금	70	76	-28	-117	-223

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	79	58	81	80	97
당기순이익	28	42	85	90	110
비현금성 비용 및 수익	65	69	30	24	20
유형자산감가상각비	25	30	27	24	21
무형자산상각비	1	2	1	1	1
운전자본변동	7	-30	-32	-35	-35
매출채권등의 감소	-6	15	-19	-20	-20
재고자산의 감소	16	-39	-37	-39	-39
매입채무등의 증가	9	-2	19	20	20
기타 영업현금흐름	-21	-23	-2	1	2
투자활동 현금흐름	-51	-59	-6	-21	-21
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	-21	-21
재무활동 현금흐름	-34	19	44	47	46
차입금의 증가(감소)	11	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-45	19	44	47	46
기타 및 조정	1	-2	0	0	0
현금의 증가	-5	16	119	106	122
기초현금	26	21	37	157	262
기말현금	21	37	157	262	385

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

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

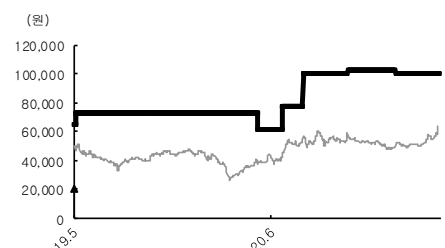
종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2020.04.01~2021.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	140	95.2
중립	7	4.8
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
	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	-45.65	-39.80					
	2020.11.11	매수	103,000	-49.41	-45.92					
	2021.02.15	매수	100,000	-47.60	-41.20					
	2021.05.11	매수	100,000							