



기업분석 | 정유화학/조선

Analyst

양형모

02 3779 8843

yhm@ebestsec.co.kr

**Buy (maintain)**

목표주가	<b>70,000 원</b>
현재주가	46,300 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI(5/13)		2,079.01 pt
시가총액		5,898 억원
발행주식수		12,740 천주
52주 최고가 / 최저가		67,000 / 36,150 원
90일 일평균거래대금		102.49 억원
외국인 지분율		10.5%
배당수익률(19.12E)		0.6%
BPS(19.12E)		25,317 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월	-10.0%
	6개월	22.9%
	12개월	-7.4%
주주구성	경동원외 1인	51.5%
	국민연금공단	6.1%

Stock Price



# 경동나비엔 (009450)

## 1Q19 Review – Buy & Hold 전략 추천

### 1Q19 Review – 세부 내용은 건강

경동나비엔의 1Q19 실적은 매출액 1,647억원, 영업이익 79억원, 세전이익 123억원, 순이익 30억원을 기록했다. 컨센서스와 당사 추정치를 하회했다. 당사 추정치는 1,717억원, 영업이익 129억원이었다. 세부 내용은 건강한 실적이었다. 다음을 참조하자.

이번 분기 실적은 영업이익 79억원, 영업이익률 4.8%를 기록하여 숫자만 놓고 보면 소크에 가깝다. 그러나 표3에 제시한 바와 같이 매출액은 성장이 더딜 것으로 예상했던 국내와 러시아를 제외하면 북미 11.0%, 중국 42.4% 성장하면서 비수기임에도 불구하고 성장세가 오히려 강해졌다. 매출총이익률이 전년 동기 대비 소폭 하락한 점은 프로덕트 믹스가 악화되었기 때문이다. 중국은 자동화 라인 생산 이전 생산된 제품에 대한 판매로 원가를 부담이 있었다. 재고는 감소 중이다. 국내는 따뜻한 기온 때문에 매출이 전년 동기 대비 감소하고 저부가 제품 판매 비중이 높았다. 또한 판관비가 전년 동기 459억원 대비 31억원 증가했는데 이 중 20억원 이상은 인건비 상승 때문이다. 2018년 인력 채용으로 인한 인건비 증가가 2019년 1Q 매출이 전년 동기 대비 크지 않아 판관비를 부담으로 작용한 것이다. 또한 해외 브랜드 가치 제고를 위한 광고비도 일부 증가했다. 결론적으로 하반기부터 매출이 증가한다면 판관비율은 떨어지겠다. 2분기 실적은 yoy 성장이 확실하다. 세전이익 증가는 환율 효과에 기인한다. 법인세율이 과한 부분은 2018년 세무 조사로 인한 추정금이 1Q19에 일회성으로 약 70억원 반영되었다. 이를 제외하면 실제 순이익은 100억원을 상회한다. 사실상 환율효과로 인해 판관비 부담도 상쇄된 것이다.

### 투자전략 – Buy & Hold 전략 추천

투자이견 매수를 유지하지만 목표주가는 당사 리서치센터 목표주가 룰(괴리율 50%까지)에 의해 7.0만원으로 하향한다. 2분기부터의 실적 성장은 확보되었다.

### Financial Data

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	685	727	830	997	1,227
영업이익	48	41	66	105	141
세전계속사업손익	37	34	68	103	140
순이익	27	25	45	78	106
EPS (원)	2,093	1,961	3,588	6,151	8,388
증감률 (%)	n/a	-6.3	82.9	71.4	36.4
PER (x)	24.5	21.2	12.9	7.5	5.5
PBR (x)	2.5	1.9	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA (x)	10.6	10.4	7.3	4.3	3.0
영업이익률 (%)	7.0	5.6	7.9	10.5	11.5
EBITDA 마진 (%)	9.4	8.2	10.5	12.8	13.8
ROE (%)	10.7	9.2	15.0	21.6	23.7
부채비율 (%)	96.4	108.3	93.2	81.7	63.3

주: IFRS 연결 기준

자료: 경동나비엔, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 Valuation Table

(십억원, 원, %)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	684.7	726.7	829.7	997.3	1,226.9
영업이익	47.8	40.8	65.8	104.8	141.5
영업이익률	7.0%	5.6%	7.9%	10.5%	11.5%
순차입금	31.4	92.9	31.8	-56.2	-90.8
부채비율	96.4%	108.3%	93.2%	81.7%	63.3%
PER	24.5	21.2	15.6	9.1	6.6
EPS	2,093.2	1,961.3	3,581.8	6,145.5	8,382.4
ROE	10.7	9.2	15.0	21.6	23.7
Target PER			19.5	18	18
<b>목표주가</b>			<b>69,846</b>	<b>110,619</b>	<b>150,882</b>

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 실적 추정치 변경

(십억원)	수정 전		수정 후		차이	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2018E	2019E
매출액	858.4	1,038.8	829.7	997.3	-3.3%	-4.0%
영업이익	78.7	109.1	65.8	104.8	-16.5%	-4.0%
순이익	57.2	80.9	45.2	77.6	-21.0%	-4.1%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E
<b>매출</b>	<b>138.8</b>	<b>129.7</b>	<b>164.4</b>	<b>251.7</b>	<b>164.0</b>	<b>151.9</b>	<b>159.7</b>	<b>251.1</b>	<b>165.0</b>	<b>162.5</b>	<b>195.7</b>	<b>306.6</b>
북미	60.3	56.7	56.3	70.9	63.8	66.0	67.3	86.8	70.8	73.7	79.4	113.2
국내	66.6	55.8	66.1	125.7	86.5	61.4	62.6	134.1	79.6	60.6	66.8	134.3
러시아	4.6	7.5	12.9	9.6	5.2	8.8	13.3	11.5	5.2	9.1	14.6	11.7
중국	5.2	6.9	23.2	42.4	5.3	12.1	10.2	15.1	7.5	15.0	26.8	42.8
기타	2.0	2.6	5.9	3.2	3.2	3.6	6.3	3.6	1.9	4.1	8.1	4.6
<b>Growth(yoy)</b>					<b>18.2%</b>	<b>17.2%</b>	<b>-2.9%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>0.6%</b>	<b>7.0%</b>	<b>22.5%</b>	<b>22.1%</b>
북미					5.8%	16.3%	19.4%	22.4%	11.0%	11.7%	18.1%	30.4%
국내					29.9%	10.0%	-5.2%	6.7%	-8.0%	-1.3%	6.6%	0.1%
러시아					13.2%	17.0%	3.2%	20.2%	-0.8%	2.9%	9.6%	1.7%
중국	-10.1%	-5.8%	237.3%	311.3%	0.6%	74.0%	-56.2%	-64.4%	42.4%	24.6%	163.4%	183.4%
기타					57.6%	37.7%	6.9%	12.4%	-41.8%	13.4%	28.6%	28.5%
<b>매출원가</b>	<b>85.1</b>	<b>86.4</b>	<b>108.3</b>	<b>166.3</b>	<b>105.9</b>	<b>101.0</b>	<b>105.0</b>	<b>172.5</b>	<b>108.1</b>	<b>106.0</b>	<b>127.2</b>	<b>200.5</b>
매출원가율	61.3%	66.6%	65.9%	66.1%	64.6%	66.5%	65.7%	68.7%	65.5%	65.2%	65.0%	65.4%
<b>매출총이익</b>	<b>53.7</b>	<b>43.3</b>	<b>56.1</b>	<b>85.4</b>	<b>58.1</b>	<b>50.9</b>	<b>54.7</b>	<b>78.6</b>	<b>56.9</b>	<b>56.6</b>	<b>68.5</b>	<b>106.1</b>
매출총이익률	38.7%	33.4%	34.1%	33.9%	35.4%	33.5%	34.3%	31.3%	34.5%	34.8%	35.0%	34.6%
<b>판매비</b>	<b>41.8</b>	<b>36.9</b>	<b>42.9</b>	<b>69.2</b>	<b>45.9</b>	<b>44.7</b>	<b>47.0</b>	<b>63.9</b>	<b>49.0</b>	<b>47.9</b>	<b>51.1</b>	<b>74.2</b>
판매비율	30.1%	28.5%	26.1%	27.5%	28.0%	29.4%	29.4%	25.4%	29.7%	29.5%	26.1%	24.2%
yoy					9.8%	21.1%	9.6%	-7.7%	6.8%	7.2%	8.7%	16.1%
<b>영업이익</b>	<b>11.9</b>	<b>6.4</b>	<b>13.2</b>	<b>16.2</b>	<b>12.2</b>	<b>6.2</b>	<b>7.7</b>	<b>14.7</b>	<b>7.9</b>	<b>8.6</b>	<b>17.4</b>	<b>31.9</b>
영업이익률	8.6%	4.9%	8.0%	6.4%	7.4%	4.1%	4.8%	5.9%	4.8%	5.3%	8.9%	10.4%

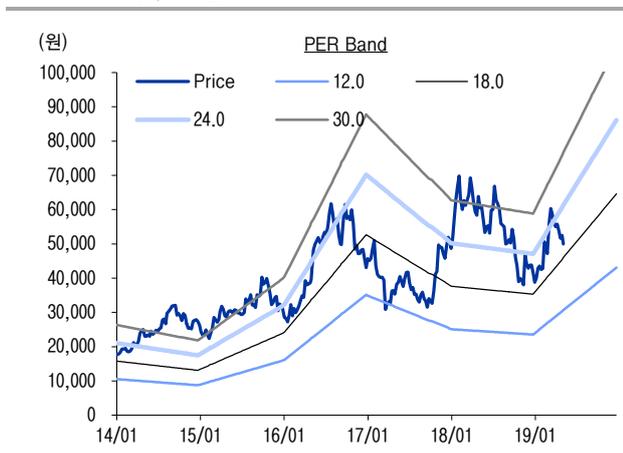
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 실적 추이 및 전망

(십억원, 원, 배, %)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출</b>	<b>583.3</b>	<b>684.7</b>	<b>726.5</b>	<b>831.4</b>	<b>997.3</b>	<b>1,226.9</b>
북미	213.0	244.2	283.8	339.7	410.4	506.4
국내	298.5	314.2	344.6	340.5	349.0	360.1
러시아	30.5	34.7	38.9	40.9	43.2	46.2
중국	29.0	77.7	42.5	90.1	170.2	284.4
기타	12.3	13.9	16.7	20.2	24.5	29.8
<b>Growth</b>	<b>15.8%</b>	<b>17.4%</b>	<b>6.1%</b>	<b>14.4%</b>	<b>20.0%</b>	<b>23.0%</b>
북미	20.4%	14.6%	16.2%	19.7%	20.8%	23.4%
국내	11.3%	5.3%	9.7%	-1.2%	2.5%	3.2%
러시아	50.2%	13.8%	12.1%	5.1%	5.7%	6.8%
중국	3.9%	167.9%	-45.3%	123.7%	88.9%	67.1%
기타	18.3%	13.0%	20.1%	21.1%	21.2%	21.7%
<b>매출원가</b>	<b>382.3</b>	<b>446.1</b>	<b>484.4</b>	<b>541.7</b>	<b>647.3</b>	<b>783.4</b>
매출원가율	65.5%	65.1%	66.7%	65.2%	64.9%	63.8%
<b>매출총이익</b>	<b>201.0</b>	<b>238.6</b>	<b>242.1</b>	<b>289.6</b>	<b>350.0</b>	<b>443.6</b>
매출총이익률	34.5%	34.9%	33.3%	34.8%	35.1%	36.2%
<b>판매비</b>	<b>155.1</b>	<b>190.8</b>	<b>201.5</b>	<b>222.2</b>	<b>245.2</b>	<b>302.1</b>
판매비율	26.6%	27.9%	27.7%	26.7%	24.6%	24.6%
<b>영업이익</b>	<b>45.9</b>	<b>47.8</b>	<b>40.6</b>	<b>67.4</b>	<b>104.8</b>	<b>141.5</b>
영업이익률	7.9%	7.0%	5.6%	8.1%	10.5%	11.5%

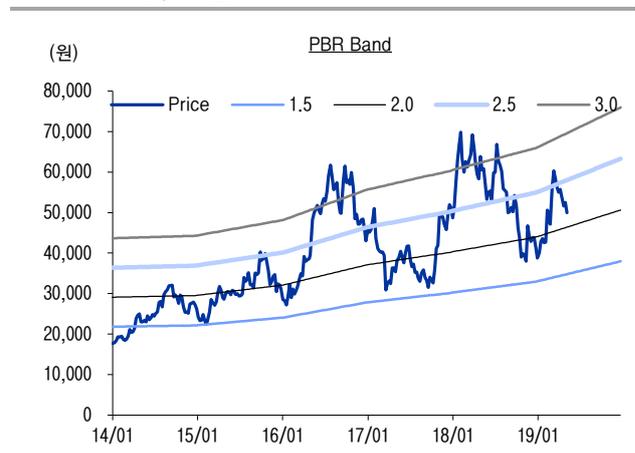
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 PER 확장 구간



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 PBR 확장 구간



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 경동나비엔 (009450)

### 재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	231	286	298	369	439
현금 및 현금성자산	29	26	52	106	140
매출채권 및 기타채권	86	103	111	130	153
재고자산	110	150	128	126	139
기타유동자산	5	7	7	7	8
<b>비유동자산</b>	273	297	326	351	373
관계기업투자등	15	11	11	11	12
유형자산	222	249	275	297	316
무형자산	9	10	11	13	14
<b>자산총계</b>	<b>504</b>	<b>583</b>	<b>624</b>	<b>721</b>	<b>812</b>
<b>유동부채</b>	220	275	272	295	285
매입채무 및 기타채무	133	123	142	197	185
단기금융부채	43	101	77	43	43
기타유동부채	44	51	53	55	57
<b>비유동부채</b>	27	28	29	29	30
장기금융부채	18	18	18	18	18
기타비유동부채	10	10	11	11	11
<b>부채총계</b>	<b>247</b>	<b>303</b>	<b>301</b>	<b>324</b>	<b>315</b>
<b>지배주주지분</b>	257	280	323	396	497
자본금	13	13	13	13	13
자본잉여금	20	20	20	20	20
이익잉여금	220	247	289	363	464
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>257</b>	<b>280</b>	<b>323</b>	<b>397</b>	<b>497</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>20</b>	<b>-14</b>	<b>103</b>	<b>140</b>	<b>88</b>
당기순이익(손실)	27	25	45	78	106
비현금수익비용가감	35	44	22	24	28
유형자산감가상각비	15	18	20	21	25
무형자산상각비	1	1	2	2	2
기타현금수익비용	2	25	1	0	0
영업활동 자산부채변동	-29	-71	36	39	-45
매출채권 감소(증가)	-39	-11	-7	-19	-23
재고자산 감소(증가)	-26	-43	22	2	-13
매입채무 증가(감소)	15	-19	19	55	-12
기타자산, 부채변동	21	2	2	2	2
<b>투자활동 현금</b>	<b>-40</b>	<b>-45</b>	<b>-51</b>	<b>-49</b>	<b>-49</b>
유형자산처분(취득)	-34	-44	-46	-44	-44
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-3	-3	-3
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타투자활동	-4	1	-1	-1	-1
<b>재무활동 현금</b>	<b>27</b>	<b>56</b>	<b>-27</b>	<b>-38</b>	<b>-5</b>
차입금의 증가(감소)	28	59	-24	-34	0
자본의 증가(감소)	-2	-3	-3	-4	-5
배당금의 지급	2	3	3	4	5
기타재무활동	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>6</b>	<b>-3</b>	<b>26</b>	<b>54</b>	<b>34</b>
기초현금	22	29	26	52	106
기말현금	29	26	52	106	140

자료: 경동나비엔, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결 기준

### 손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>685</b>	<b>727</b>	<b>830</b>	<b>997</b>	<b>1,227</b>
매출원가	446	488	542	647	783
<b>매출총이익</b>	<b>239</b>	<b>239</b>	<b>288</b>	<b>350</b>	<b>444</b>
판매비 및 관리비	191	198	222	245	302
<b>영업이익</b>	<b>48</b>	<b>41</b>	<b>66</b>	<b>105</b>	<b>141</b>
(EBITDA)	64	60	87	128	169
금융손익	-9	-7	2	-2	-2
이자비용	2	4	4	3	2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>37</b>	<b>34</b>	<b>68</b>	<b>103</b>	<b>140</b>
계속사업법인세비용	10	10	23	25	34
계속사업이익	27	25	45	78	106
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>27</b>	<b>25</b>	<b>45</b>	<b>78</b>	<b>106</b>
지배주주	26	25	45	78	106
<b>총포괄이익</b>	<b>25</b>	<b>22</b>	<b>45</b>	<b>78</b>	<b>106</b>
매출총이익률 (%)	34.8	32.9	34.7	35.1	36.2
영업이익률 (%)	7.0	5.6	7.9	10.5	11.5
EBITDA마진률 (%)	9.4	8.2	10.5	12.8	13.8
당기순이익률 (%)	3.9	3.4	5.5	7.8	8.6
ROA (%)	5.7	4.6	7.5	11.6	13.8
ROE (%)	10.7	9.2	15.0	21.6	23.7
ROIC (%)	13.9	9.2	12.2	22.8	28.6

### 주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	24.5	21.2	12.9	7.5	5.5
P/B	2.5	1.9	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA	10.6	10.4	7.3	4.3	3.0
P/CF	10.6	7.7	8.7	5.8	4.4
배당수익률 (%)	0.4	0.5	0.6	0.9	1.1
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	17.4	6.1	14.2	20.2	23.0
영업이익	4.2	-14.6	61.2	59.3	35.1
세전이익	-25.2	-5.9	98.6	50.5	36.4
당기순이익	-27.9	-8.4	83.0	71.4	36.4
EPS	-28.4	-6.3	82.9	71.4	36.4
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	96.4	108.3	93.2	81.7	63.3
유동비율	105.0	104.1	109.5	125.2	154.0
순차입금/자기자본	12.3	33.2	13.3	-11.3	-15.9
영업이익/금융비용	30.3	11.3	18.0	38.4	68.2
총차입금 (십억원)	60	119	95	61	61
순차입금 (십억원)	31	93	43	-45	-79
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,093	1,961	3,588	6,151	8,388
BPS	20,135	21,969	25,317	31,115	39,031
CFPS	4,847	5,405	5,297	7,962	10,498
DPS	200	200	300	400	500

경동나비엔 목표주가 추이		투자의견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2019.03.04	변경	양형모										
		2019.03.04	Buy	70,000	-26.9	-29.2								
		2019.03.08	Buy	75,000	-19.6	-22.5								
		2019.03.26	Buy	80,000	-24.6	-32.5								
		2019.05.14	Buy	70,000										

**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 양형모)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급 및 적용 기준**

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.2% 6.8%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2018. 4. 1 ~ 2019. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)