기업분석 | 조선/정유화학

경동나비엔 (009450)

2Q19 Preview: 고정비 부담 지속

Analyst
양형모
02 3779 8843
yhm@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	67,000 원
현재주가	44,900 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(6/14)		2,095.41 pt
시가총액		5,720 억원
발행주식수		12,740 천주
52주 최고가 /최저가		67,000 / 36,150 원
90일 일평균거래대금		61.22 억원
외국인 지분율		10.7%
배당수익률(19.12E)		0.7%
BPS(19.12E)		25,062 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-8.5%
	6 개월	1.3%
	12 개월	-5.0%
주주구성	(주)경동원(외 2 인)	51.5%
	국민연금(외 1 인)	6.1%

Stock Price

2Q19 Preview: 고정비 부담 지속

경동나비엔의 2Q19 실적은 매출액 1,576억원(+3.7% yoy), 영업이익 84억원(+34.7% yoy), 영업이익률 5.3%를 기록할 것으로 추정한다. 컨센서스가 매출액 1,703억원, 영업이익 91억원이기 때문에 컨센서스를 소폭 하회하는 실적이겠다. 전년 동기 실적은 매출액 1,519억원, 영업이익 62억원의 부진한 실적을 시현했다. 부진의 원인은 고정비 부담이 시작된 분기였기 때문이다. 매출은 당시 컨센서스를 상회했다. 그러나 판관비가 20억원 늘어나면서 판관비율이 1%p 상승했다. 판관비율 상승의 원인은 당시 국내/중국/미국 등에서 약 200명의 인력을 충원하며 인건비가 20억원 증가했기 때문이다.

올해 2분기도 여전히 고정비 부담이 지속되겠다. 지역별 매출은 북미는 9% 수준의 성장, 국내는 소폭 역성장, 러시아는 소폭 성장, 중국은 5.9% 수준의 역성장이 예상된다. 중국의 현재 시황은 2Q18 과 비교하면 4~5월까지는 성장한 것으로 추정되나 2018년 6월 대규모 매출이 진행된 점을 감안하여 역산하면 분기로 역성장일 것으로 추정한다. 총 매출이 여전히 1,600억원 수준에 그칠 것으로 추정되어 판관비율은 29% 수준이 유지되겠다.

무역전쟁으로 인해 메이가이치 표류되고 있으나 Buy&Hold 유효

3월 초 중국 생태환경부는 석탄 보일러 폐기 속도를 높이기로 했다. 당시에는 무역전쟁이 호전되고 있었다. 그러나 이후 격화되었고, 메이가이치에 대한 뉴스는 예상보다 느리게 진행되고 있다. 실적 추정치 하향 조정으로 목표주가도 기존 7만원에서 6.7만원으로 하향한다. 그럼에도 불구하고 Buy&Hold 전략은 유효하다는 판단이다. 이미 대부분의 악재는 주가에 반영되었고, 메이가이치는 대기 오염을 효율적으로 줄일 수 있어 시점의 문제이지 진행될 수 밖에 없는 정책이기 때문이다. 중국이 러시아로부터 12월 대규모 가스를 수입한다는 점도 변함없다. 벨류에이션 매력도 부각될 수 있겠다.

Financial Data

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	685	727	795	922	1,091
영업이익	48	41	63	97	126
세전계속사업손익	37	34	65	95	125
순이익	27	25	43	72	94
EPS (원)	2,093	1,961	3,387	5,673	7,458
증감률 (%)	n/a	-6.3	72.7	67.5	31.5
PER (x)	24.5	21.2	13.3	7.9	6.0
PBR (x)	2.5	1.9	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA (x)	10.6	10.4	7.3	4.5	3.3
영업이익률 (%)	7.0	5.6	7.9	10.5	11.5
EBITDA 마진 (%)	9.4	8.2	10.6	13.0	14.0
ROE (%)	10.7	9.2	14.3	20.3	21.8
부채비율 (%)	96.4	108.3	91.3	79.0	61.6

주: IFRS 연결 기준
자료: 경동나비엔, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

표1 실적 전망 변경/수정

(십억원)	수정 전		수정 후		차이	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	829.7	997.3	794.5	921.9	-4.24%	-7.56%
영업이익	65.8	104.8	62.6	96.7	-4.89%	-7.67%
순이익	45.3	77.7	42.8	71.6	-5.59%	-7.77%

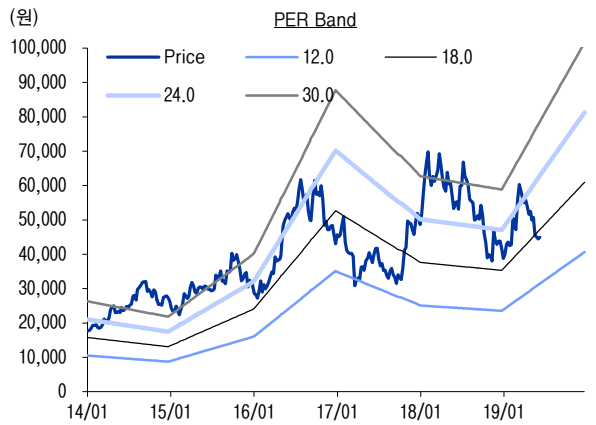
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출	**138.8**	**129.7**	**164.4**	**251.7**	**164.0**	**151.9**	**159.7**	**251.1**	**165.0**	**157.6**	**182.5**	**289.5**
북미	60.3	56.7	56.3	70.9	63.8	66.0	67.3	86.8	70.8	72.5	78.1	111.3
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	11.4	14.9	27.7
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
Growth(yoy)					**18.2%**	**17.2%**	**-2.9%**	**-0.3%**	**0.6%**	**3.7%**	**14.3%**	**15.3%**
북미					*5.8%*	*16.3%*	*19.4%*	*22.4%*	*11.0%*	*9.8%*	*16.1%*	*28.2%*
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%*	*-5.9%*	*46.3%*	*83.1%*
기타					*57.6%*	*37.7%*	*6.9%*	*12.4%*	*-41.8%*	*13.4%*	*28.6%*	*28.5%*
매출원가	**85.1**	**86.4**	**108.3**	**166.3**	**105.9**	**101.0**	**105.0**	**172.5**	**108.1**	**102.7**	**118.6**	**189.4**
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%*
매출총이익	**53.7**	**43.3**	**56.1**	**85.4**	**58.1**	**50.9**	**54.7**	**78.6**	**56.9**	**54.8**	**63.9**	**100.2**
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%*
판관비	**41.8**	**36.9**	**42.9**	**69.2**	**45.9**	**44.7**	**47.0**	**63.9**	**49.0**	**46.5**	**47.6**	**70.1**
판관비율	*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%*	*4.0%*	*1.3%*	*9.6%*
영업이익	**11.9**	**6.4**	**13.2**	**16.2**	**12.2**	**6.2**	**7.7**	**14.7**	**7.9**	**8.4**	**16.2**	**30.1**
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%*

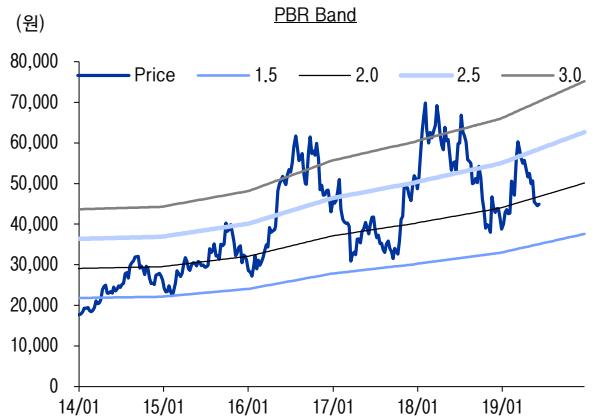
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 PER 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 PBR 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

경동나비엔 (009450)

재무상태표

(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	231	286	288	345	401
현금 및 현금성자산	29	26	56	104	134
매출채권 및 기타채권	86	103	105	119	136
재고자산	110	150	121	115	124
기타유동자산	5	7	7	7	7
비유동자산	273	297	324	348	369
관계기업투자등	15	11	11	11	12
유형자산	222	249	271	294	313
무형자산	9	10	10	10	9
자산총계	**504**	**583**	**611**	**693**	**770**
유동부채	220	275	261	274	262
매입채무 및 기타재무	133	123	134	180	165
단기금융부채	43	101	80	46	46
기타유동부채	44	51	46	48	50
비유동부채	27	28	31	31	32
장기금융부채	18	18	19	19	19
기타비유동부채	10	10	12	13	13
부채총계	**247**	**303**	**292**	**306**	**294**
지배주주지분	257	280	319	387	476
자본금	13	13	13	13	13
자본잉여금	20	20	20	20	20
이익잉여금	220	247	286	354	443
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**257**	**280**	**320**	**387**	**476**

손익계산서

(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**685**	**727**	**795**	**922**	**1,091**
매출원가	446	488	519	598	697
매출총이익	**239**	**239**	**276**	**324**	**394**
판매비 및 관리비	191	198	213	227	269
영업이익	**48**	**41**	**63**	**97**	**126**
(EBITDA)	64	60	84	119	152
금융손익	-9	-7	2	-3	-2
이자비용	2	4	4	3	2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	0	1	1	1
세전계속사업이익	**37**	**34**	**65**	**95**	**125**
계속사업법인세비용	10	10	22	23	31
계속사업이익	27	25	43	72	94
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**27**	**25**	**43**	**72**	**94**
지배주주	26	25	43	72	94
총포괄이익	**25**	**22**	**43**	**72**	**94**
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	10.6	13.0	14.0
당기순이익률 (%)	3.9	3.4	5.4	7.8	8.6
ROA (%)	5.7	4.6	7.2	11.0	12.9
ROE (%)	10.7	9.2	14.3	20.3	21.8
ROIC (%)	13.9	9.2	11.5	21.2	25.9

현금흐름표

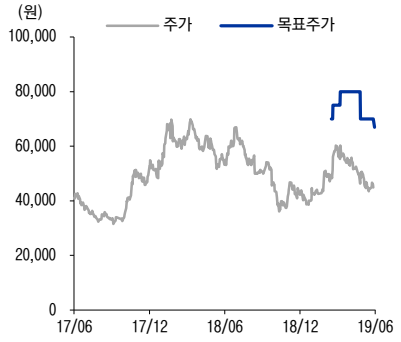
(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**20**	**-14**	**106**	**133**	**82**
당기순이익(손실)	27	25	43	72	94
비현금수익비용가감	35	44	37	23	27
유형자산감가상각비	15	18	20	21	25
무형자산상각비	1	1	1	2	1
기타현금수익비용	2	25	15	0	0
영업활동 자산부채변동	-29	-71	26	39	-39
매출채권 감소(증가)	-39	-11	6	-14	-18
재고자산 감소(증가)	-26	-43	32	5	-9
매입채무 증가(감소)	15	-19	4	46	-15
기타자산, 부채변동	21	2	-17	2	2
투자활동 현금	**-40**	**-45**	**-46**	**-47**	**-47**
유형자산처분(취득)	-34	-44	-40	-44	-44
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타투자활동	-4	1	-4	-1	-1
재무활동 현금	**27**	**56**	**-30**	**-38**	**-5**
차입금의 증가(감소)	28	59	-28	-34	0
자본의 증가(감소)	-2	-3	-3	-4	-5
배당금의 지급	2	3	3	4	5
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**6**	**-3**	**30**	**48**	**29**
기초현금	22	29	26	56	104
기말현금	29	26	56	104	134

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	24.5	21.2	13.3	7.9	6.0
P/B	2.5	1.9	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA	10.6	10.4	7.3	4.5	3.3
P/CF	10.6	7.7	7.2	6.0	4.7
배당수익률 (%)	0.4	0.5	0.7	0.9	1.1
성장성 (%)					
매출액	17.4	6.1	9.3	16.0	18.3
영업이익	4.2	-14.6	53.3	54.6	30.1
세전이익	-25.2	-5.9	88.9	46.0	31.5
당기순이익	-27.9	-8.4	72.8	67.5	31.5
EPS	-28.4	-6.3	72.7	67.5	31.5
안정성 (%)					
부채비율	96.4	108.3	91.3	79.0	61.6
유동비율	105.0	104.1	110.3	125.7	153.3
순차입금/자기자본(x)	12.3	33.2	13.6	-10.1	-14.4
영업이익/금융비용(x)	30.3	11.3	16.3	33.2	55.9
총차입금 (십억원)	60	119	99	65	65
순차입금 (십억원)	31	93	43	-39	-68
주당지표(원)					
EPS	2,093	1,961	3,387	5,673	7,458
BPS	20,135	21,969	25,062	30,387	37,381
CFPS	4,847	5,405	6,270	7,439	9,509
DPS	200	200	300	400	500

자료: 경동나비엔, 이베스트투자증권 리서치센터

경동나비엔 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 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	-27.6		-33.5						
2019.06.17	Buy	67,000									

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 기관투자가 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 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.2% 6.8%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±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 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)