2019년 8월 13일

기업분석 | 조선/정유화학

경동나비엔 (009450)

2Q19 Review: 하반기 성장 기대감 유효

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

Buy (maintain)

목표주가	55,000 원
현재주가	37,250 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI(8/12)		1,942.29 pt
시가총액		4,745 억원
발행주식수		12,740 천주
52주 최고가 /최저가		60,300 / 33,000 원
90일 일평균거래대금		26.29 억원
외국인 지분율		10.3%
배당수익률(19.12E)		0.8%
BPS(19.12E)		24,403 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-1.1%
	6 개월	-3.0%
	12 개월	-18.4%
주주구성	경동원(외 2 인)	51.5%
	국민연금공단	7.2%

Stock Price

2Q19 Review: 하반기 성장 기대감 유효

경동나비엔의 2Q19 실적은 매출액 1,600억원(+5.4% yoy), 영업이익 75억원(+22.2% yoy), 영업이익률 4.7%를 기록했다. 컨센서스는 크게 의미가 없다. 당사 추정치가 매출액 1,576억원, 영업이익 84억원이기 때문에 추정치를 소폭 하회하는 실적이다. 올해 2분기도 여전히 고정비 부담이 지속되었다. 원가율은 전년 동기 대비 1%p 좋아져서 매출총이익률은 34%를 상회하는 수준을 유지했지만 판관비가 약 480억원 발생하면서 판관비율은 29.7%를 기록했다. 이로 인해 영업이익률이 부진했다. 그러나 하반기 성장 기대감은 유효하다. 지역별 매출에서 특이점은 북미의 성장이다. 환효과도 있었지만 북미는 23% 수준의 성장을 기록했다. 환효과를 제외하고도 약 14% 성장한 것으로 예상한다. 국내는 -7.6% 역성장, 러시아 -3.5% 역성장, 중국은 -19.8% 역성장을 기록했다. 중국은 전년 동기 일시적으로 매출이 컸던 점을 감안하면 2분기 매출은 선방한 것으로 판단한다. 하반기 성장 기대감은 유효하다. 연간으로 북미는 보수적인 수준에서 10% 후반의 성장을 예상하고 러시아도 3분기부터는 플러스 성장이 기대된다. 중국도 무역전쟁이 격화되지 않는다면 PNG가 들어오는 것은 확정된 부분이기 때문에 하반기부터는 성장이 가능하겠다.

Valuation 최하단

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 목표주가는 기존 6.7만원에서 5.5만원으로 하향한다. 그러나 중국이 러시아로부터 12월 대규모 가스를 수입한다는 점은 변함없다. 중국 외 미국의 성장은 현재 견조하다. 성장 기대감은 유효하고 현재 주가는 Valuation 최하단 수준에 위치해 있기 때문에 매수를 추천한다.

Financial Data

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	685	727	789	900	1,055
영업이익	48	41	51	88	114
세전계속사업손익	37	34	54	86	113
순이익	27	25	34	65	85
EPS (원)	2,093	1,961	2,722	5,136	6,756
증감률 (%)	n/a	-6.3	38.8	88.7	31.5
PER (x)	24.5	21.2	13.7	7.3	5.5
PBR (x)	2.5	1.9	1.5	1.3	1.0
EV/EBITDA (x)	10.6	10.4	7.2	4.1	3.0
영업이익률 (%)	7.0	5.6	6.5	9.7	10.8
EBITDA 마진 (%)	9.4	8.2	9.3	12.3	13.3
ROE (%)	10.7	9.2	11.6	19.0	20.7
부채비율 (%)	96.4	108.3	92.9	80.8	63.7

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	795.0	922.0	788.6	900.2	-0.81%	-2.36%
영업이익	60.2	97.0	51.4	87.7	-14.56%	-9.55%
순이익	39.8	72.0	34.4	64.8	-13.66%	-9.95%

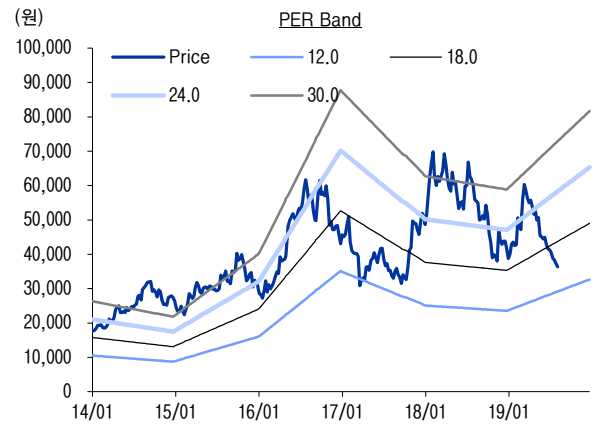
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E
매출	**138.8**	**129.7**	**164.4**	**251.7**	**164.0**	**151.9**	**159.7**	**251.1**	**165.0**	**160.1**	**180.0**	**283.5**
북미	60.3	56.7	56.3	70.9	63.8	66.0	67.3	86.8	70.8	81.2	78.1	111.3
국내	66.6	55.8	66.1	125.7	86.5	61.4	62.6	134.1	79.6	56.7	66.8	134.3
러시아	4.6	7.5	12.9	9.6	5.2	8.8	13.3	11.5	5.2	8.5	14.6	11.7
중국	5.2	6.9	23.2	42.4	5.3	12.1	10.2	15.1	7.5	9.7	12.4	21.6
기타	2.0	2.6	5.9	3.2	3.2	3.6	6.3	3.6	1.9	4.0	8.1	4.6
Growth(yoy)					**18.2%**	**17.2%**	**-2.9%**	**-0.3%**	**0.6%**	**5.4%**	**12.7%**	**12.9%**
북미					*5.8%*	*16.3%*	*19.4%*	*22.4%*	*11.0%*	*23.0%*	*16.1%*	*28.2%*
국내					*29.9%*	*10.0%*	*-5.2%*	*6.7%*	*-8.0%*	*-7.6%*	*6.6%*	*0.1%*
러시아					*13.2%*	*17.0%*	*3.2%*	*20.2%*	*-0.8%*	*-3.5%*	*9.6%*	*1.7%*
중국	*-10.1%*	*-5.8%*	*237.3%*	*311.3%*	*0.6%*	*74.0%*	*-56.2%*	*-64.4%*	*42.4%*	*-19.8%*	*22.0%*	*43.2%*
기타					*57.6%*	*37.7%*	*6.9%*	*12.4%*	*-41.8%*	*11.0%*	*28.6%*	*28.5%*
매출원가	**85.1**	**86.4**	**108.3**	**166.3**	**105.9**	**101.0**	**105.0**	**172.5**	**108.1**	**105.0**	**117.0**	**185.4**
매출원가율	*61.3%*	*66.6%*	*65.9%*	*66.1%*	*64.6%*	*66.5%*	*65.7%*	*68.7%*	*65.5%*	*65.6%*	*65.0%*	*65.4%*
매출총이익	**53.7**	**43.3**	**56.1**	**85.4**	**58.1**	**50.9**	**54.7**	**78.6**	**56.9**	**55.1**	**63.0**	**98.1**
매출총이익률	*38.7%*	*33.4%*	*34.1%*	*33.9%*	*35.4%*	*33.5%*	*34.3%*	*31.3%*	*34.5%*	*34.4%*	*35.0%*	*34.6%*
판관비	**41.8**	**36.9**	**42.9**	**69.2**	**45.9**	**44.7**	**47.0**	**63.9**	**49.0**	**47.6**	**50.8**	**74.3**
판관비율	*30.1%*	*28.5%*	*26.1%*	*27.5%*	*28.0%*	*29.4%*	*29.4%*	*25.4%*	*29.7%*	*29.7%*	*28.2%*	*26.2%*
yoy					*9.8%*	*21.1%*	*9.6%*	*-7.7%*	*6.8%*	*6.4%*	*8.0%*	*16.2%*
영업이익	**11.9**	**6.4**	**13.2**	**16.2**	**12.2**	**6.2**	**7.7**	**14.7**	**7.9**	**7.5**	**12.2**	**23.8**
영업이익률	*8.6%*	*4.9%*	*8.0%*	*6.4%*	*7.4%*	*4.1%*	*4.8%*	*5.9%*	*4.8%*	*4.7%*	*6.8%*	*8.4%*

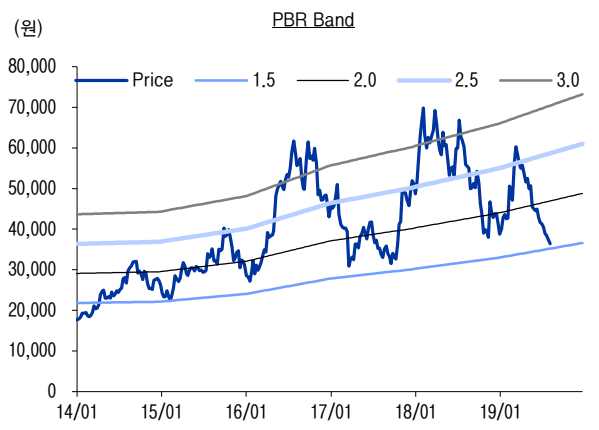
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 PER 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 PBR 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

경동나비엔 (009450)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	231	286	277	325	372
현금 및 현금성자산	29	26	49	91	113
매출채권 및 기타채권	86	103	103	115	132
재고자산	110	150	118	112	120
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**	**600**	**673**	**741**
유동부채	220	275	258	269	256
매입채무 및 기타재무	133	123	132	175	160
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**	**289**	**301**	**288**
지배주주지분	257	280	311	372	452
자본금	13	13	13	13	13
자본잉여금	20	20	20	20	20
이익잉여금	220	247	278	339	419
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**257**	**280**	**311**	**372**	**452**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**685**	**727**	**789**	**900**	**1,055**
매출원가	446	488	516	584	673
매출총이익	**239**	**239**	**273**	**316**	**381**
판매비 및 관리비	191	198	222	228	267
영업이익	**48**	**41**	**51**	**88**	**114**
(EBITDA)	64	60	73	110	141
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**	**54**	**86**	**113**
계속사업법인세비용	10	10	19	21	28
계속사업이익	27	25	34	65	85
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**27**	**25**	**34**	**65**	**85**
지배주주	26	25	34	65	85
총포괄이익	**25**	**22**	**34**	**65**	**85**
매출총이익률 (%)	34.8	32.9	34.6	35.1	36.2
영업이익률 (%)	7.0	5.6	6.5	9.7	10.8
EBITDA마진률 (%)	9.4	8.2	9.3	12.3	13.3
당기순이익률 (%)	3.9	3.4	4.4	7.2	8.1
ROA (%)	5.7	4.6	5.8	10.2	12.1
ROE (%)	10.7	9.2	11.6	19.0	20.7
ROIC (%)	13.9	9.2	9.2	19.3	23.7

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**20**	**-14**	**99**	**126**	**74**
당기순이익(손실)	27	25	34	65	85
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	28	38	-38
매출채권 감소(증가)	-39	-11	8	-13	-17
재고자산 감소(증가)	-26	-43	35	6	-8
매입채무 증가(감소)	15	-19	1	43	-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**	**23**	**41**	**22**
기초현금	22	29	26	49	91
기말현금	29	26	49	91	113

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	24.5	21.2	13.7	7.3	5.5
P/B	2.5	1.9	1.5	1.3	1.0
EV/EBITDA	10.6	10.4	7.2	4.1	3.0
P/CF	10.6	7.7	6.6	5.4	4.2
배당수익률 (%)	0.4	0.5	0.8	1.1	1.3
성장성 (%)					
매출액	17.4	6.1	8.5	14.2	17.2
영업이익	4.2	-14.6	26.1	70.6	30.1
세전이익	-25.2	-5.9	56.6	59.5	31.5
당기순이익	-27.9	-8.4	38.8	88.7	31.5
EPS	-28.4	-6.3	38.8	88.7	31.5
안정성 (%)					
부채비율	96.4	108.3	92.9	80.8	63.7
유동비율	105.0	104.1	107.2	120.6	145.1
순차입금/자기자본(x)	12.3	33.2	16.0	-6.9	-10.5
영업이익/금융비용(x)	30.3	11.3	13.4	30.1	50.7
총차입금 (십억원)	60	119	99	65	65
순차입금 (십억원)	31	93	50	-26	-48
주당지표(원)					
EPS	2,093	1,961	2,722	5,136	6,756
BPS	20,135	21,969	24,403	29,195	35,494
CFPS	4,847	5,405	5,610	6,906	8,813
DPS	200	200	300	400	500

자료: 경동나비엔, 이베스트투자증권 리서치센터

경동나비엔 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
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	-34.0		-40.9
2019.08.13	Buy	55,000			

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비

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 3단계	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	93.9% 6.1%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		**100.0%**	투자의견 비율은 2018. 7. 1 ~ 2019. 06. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)