

# 경동나비엔 (009450)

## 플하우스가 아니라 포카드

2024년 8월 13일

✓ 투자판단	매수(유지)	✓ 목표주가	100,000 원 (유지)
✓ 상승여력	51.5%	✓ 현재주가 (8월 12일)	66,000 원

### [핵심성장]

허성규 연구원  
✉ sqheo@shinhan.com

이병화 연구위원  
✉ bh.lee@shinhan.com

### Revision

실적추정치	상향
Valuation	상향

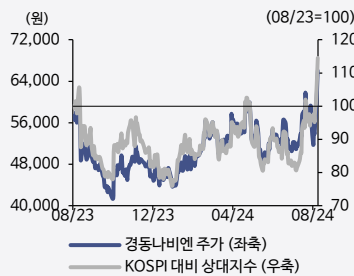
시가총액	961.5십억원
발행주식수(유동비율)	14.6백만주(41.6%)
52주 최고가/최저가	66,000 원/41,300 원
일평균 거래액 (60일)	3,646백만원
외국인 지분율	11.7%

### 주요주주 (%)

경동원 외 1인	57.6
국민연금공단	6.1

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	28.2	17.0	15.0	47.8
상대	39.8	21.9	13.8	50.7

### 주가



### 신한생각 북미 프리미엄 포지션 공고화로 목표주가 상향

북미 시장 내 고효율 탱크리스 온수기 점유율 약 40%로 업계 1위. 미국 인플레이션 감축법안(IRA) 시행으로 고효율, 친환경 냉난방기기 수요 증가 중. 콘텐츠 및 탱크리스 방식으로 현지 업체 대비 프리미엄 포지션 유지. 하반기에도 북미 온수기 위주 실적 증가세 유지 전망

### 2Q24 Review: 북미향 수출 모멘텀 증가로 추정치 상회

2분기 연결매출 3,076억원, 영업이익 295억원으로 전년동기대비 각각 20%, 181% 성장. 당사 추정 매출(2,551억원)과 영업이익(185억원)을 큰 폭으로 상회. 영업이익률 9.6%로 전년동기대비 5.5%p 상회. 화물선 입찰을 통한 계약 단가 다변화로 증가한 상하이운임비 영향력 축소. 내부 판매 관리비 절감도 2분기에 이어 3분기까지 마진 개선에 기여할 전망

북미 시장 온수기 수출 증가세가 이어지는 것으로 판단. 콘텐츠 탱크리스 온수기와 신제품 콘텐츠 하이드로 퍼니스는 모두 미국 탈탄소 정책 방향에 부합하면서도 냉난방기기 시장에서 고급화 포지션. 국내 보일러 시장을 통해 고온 통제 기술을 확보한 것이 북미 시장에서도 유리하게 작용

증가하는 수요에 맞춰 2024년 7월 서탄공장 증축에 1,383억원 투자. 2026년 2월까지 9만 제곱미터 규모 총 2개 산업단지 구축 예정. 현재 수량 기준 생산량 200만대에서 2028년 이후 440만대 목표

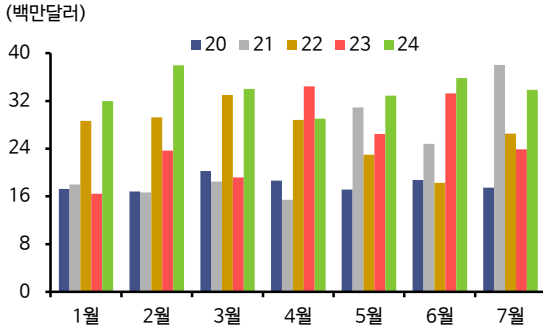
### Valuation & Risk

목표주가 100,000원으로 상향. 북미 온수기 본격 시작, 신제품 출시, 운임비 피크아웃 및 SK매직 가전사업부 인수로 빅사이클 돌입, PER 밸류에이션은 10배에 불과. 2019년 중국 보일러 기대감만으로 도달했던 PER 21배 대비 밸류에이션 매력 높은 편

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	1,160.9	59.8	53.6	9.2	11.1	1.0	6.0	1.5
2023	1,204.3	105.9	83.1	8.3	15.1	1.2	4.6	1.2
2024F	1,402.4	120.8	91.8	10.5	14.7	1.4	5.2	0.8
2025F	1,536.6	135.4	105.9	9.1	14.8	1.3	4.4	0.9
2026F	1,667.1	155.4	121.4	7.9	14.8	1.1	3.5	1.0

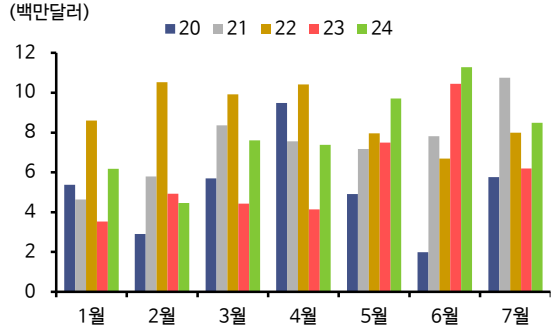
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 가스형 순간식 온수기 미국向 수출액 추이



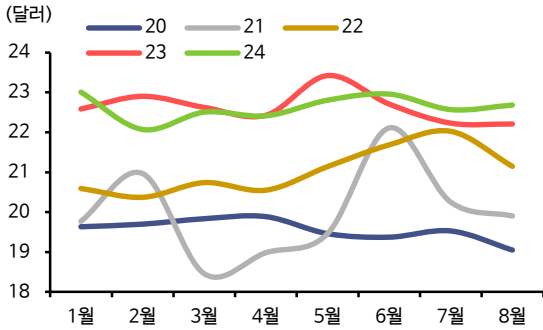
자료: 한국무역통계진흥원, 신한투자증권  
주: 수출입코드 '8419110000'

### 가스형 보일러 미국向 수출액 추이



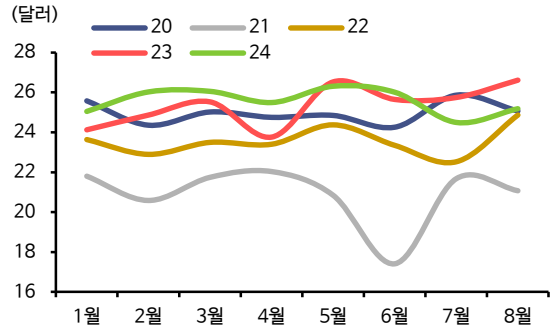
자료: 한국무역통계진흥원, 신한투자증권  
주: 수출입코드 '8403103000'

### 가스형 순간식 온수기 미국向 평균가격 추이



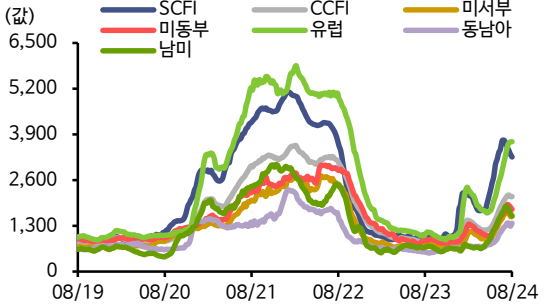
자료: 한국무역통계진흥원, 신한투자증권  
주: 수출입코드 '8419110000'

### 가스형 보일러 미국向 평균가격 추이



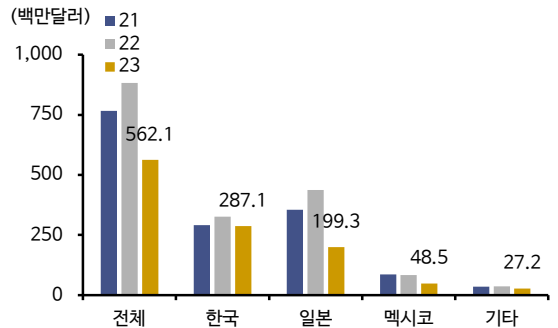
자료: 한국무역통계진흥원, 신한투자증권  
주: 수출입코드 '8403103000'

### 지역별 운임지수 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

### 미국 순간식 온수기 수입 동향



자료: Global Trade Atlas(24.05), 신한투자증권

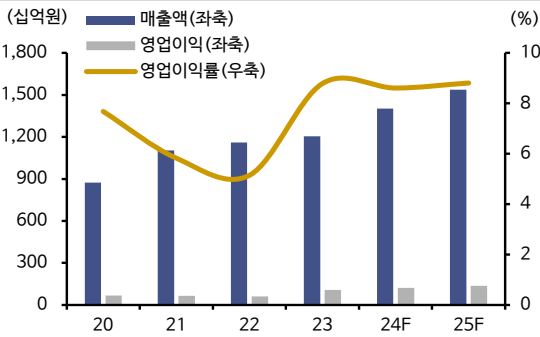
경동나비엔 실적테이블

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24A	3Q24F	4Q24F	21	22	23	24F	25F
매출액	289.3	257.3	282.4	375.3	323.2	307.6	327.1	444.6	1,102.9	1,160.9	1,204.3	1,402.4	1,536.6
YoY	(1.7)	3.6	0.4	11.3	11.7	19.6	15.8	18.5	26.3	5.3	3.7	16.5	9.6
보일러	150.4	150.2	155.3	61.9	116.4	-	167.6	68.9	507.4	522.4	517.9	490.0	532.4
YoY	11.2	62.3	23.0	(63.2)	(22.6)	-	7.9	11.3	11.7	3.0	(0.9)	(5.4)	8.7
온수기	121.5	91.7	118.4	186.3	142.2	-	147.8	224.5	463.2	499.2	517.9	662.5	732.5
YoY	(1.7)	(35.6)	(2.4)	66.2	17.1	-	24.8	20.5	47.3	7.8	3.7	27.9	10.6
기타	17.4	15.4	8.7	127.2	64.6	-	11.7	151.2	132.4	139.3	168.6	250.0	271.6
YoY	(50.8)	14.2	(74.2)	123.3	272.5	-	35.3	18.9	26.3	5.3	21.0	48.3	8.7
영업이익	38.5	10.5	22.0	34.9	32.5	29.5	21.8	37.1	64.3	59.8	105.9	120.8	135.4
YoY	81.0	199.4	127.2	37.8	(15.6)	181.0	(1.1)	6.4	(4.2)	(7.0)	77.2	14.0	12.1
OPM	13%	4%	8%	9%	10%	10%	7%	8%	6%	5%	9%	9%	9%

자료: 신한투자증권 추정

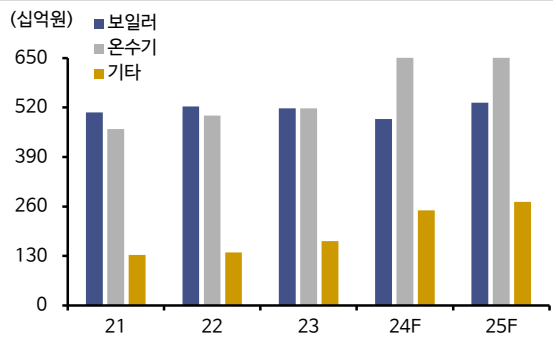
주: 2Q24A 보일러, 온수기, 기타 사업부 실적 미공시

경동나비엔 실적 추이 및 전망



자료: 신한투자증권 추정

사업부별 실적 추이 및 전망



자료: 신한투자증권 추정

연간 추정치 Revision

(십억원, %)	2024F			2025F			2026F		
	변경전	변경후	% Change	변경전	변경후	% Change	변경전	변경후	% Change
매출액	1,294.7	1,402.4	8.3	1,392.9	1,536.6	10.3	1,459.6	1,667.1	14.2
영업이익	84.5	120.8	43.0	127.9	135.4	5.9	136.6	155.4	13.7
지배순이익	63.7	91.8	44.1	99.8	105.9	6.1	106.3	121.4	14.2

자료: 신한투자증권

경동나비엔 목표주가 산출내역

(십억원, 배, 백만주)	계산	비고
주당 순이익 (원)	7,268	2025F EPS
적용 PER	14	1) 5년(2019년~2023년) 평균 PER 13배 반영 2) 미국 온수기 1위 업체 AOSmith 대비 35% 멀티플 할인
주당 목표가액 (원)	100,000	
과리율 (%)	51.5	

자료: 신한투자증권

**재무상태표**

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>1,018.0</b>	<b>1,060.6</b>	<b>1,212.4</b>	<b>1,356.7</b>	<b>1,518.9</b>
유동자산	523.0	554.9	691.2	821.3	963.2
현금및현금성자산	77.7	82.8	141.4	219.0	309.7
매출채권	105.1	118.7	138.2	151.5	164.3
재고자산	311.9	300.7	350.2	383.7	416.3
비유동자산	495.0	505.7	521.3	535.4	555.7
유형자산	378.7	394.4	405.9	416.6	433.0
무형자산	15.6	18.5	19.5	21.1	22.5
투자자산	38.7	26.2	29.2	31.0	33.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>500.3</b>	<b>476.0</b>	<b>544.0</b>	<b>591.0</b>	<b>641.3</b>
유동부채	423.6	410.0	467.5	507.3	548.1
단기차입금	154.7	94.3	97.7	102.9	107.1
매입채무	112.1	152.6	177.8	194.8	211.3
유동성장기부채	20.3	0.1	2.3	1.7	4.1
비유동부채	76.8	66.0	76.5	83.7	93.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	36.9	16.1	18.4	20.1	24.2
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>517.7</b>	<b>584.6</b>	<b>668.4</b>	<b>765.6</b>	<b>877.6</b>
자본금	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6
자본잉여금	130.5	130.5	130.5	130.5	130.5
기타자본	(78.6)	(78.6)	(78.6)	(78.6)	(78.6)
기타포괄이익누계액	16.7	11.8	11.8	11.8	11.8
이익잉여금	434.5	506.3	590.2	687.4	799.4
<b>지배주주지분</b>	<b>517.7</b>	<b>584.6</b>	<b>668.4</b>	<b>765.6</b>	<b>877.6</b>
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	217.8	115.6	124.3	131.2	142.4
*순차입금(순현금)	135.6	13.9	(39.1)	(111.9)	(193.4)

**현금흐름표**

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>9.3</b>	<b>197.4</b>	<b>134.0</b>	<b>154.7</b>	<b>173.8</b>
당기순이익	53.6	83.1	91.8	105.9	121.4
유형자산상각비	42.8	43.9	52.7	54.8	57.9
무형자산상각비	2.1	2.7	4.0	4.4	4.7
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.3	0.7	0.7	0.7	0.7
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(94.8)	38.9	(15.3)	(11.1)	(10.8)
법인세납부	(45.5)	(30.1)	(31.2)	(38.4)	(43.3)
기타	50.8	58.2	31.3	38.4	43.2
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(56.5)</b>	<b>(76.5)</b>	<b>(75.4)</b>	<b>(75.3)</b>	<b>(84.9)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(53.8)	(58.8)	(64.3)	(65.4)	(74.3)
유형자산의감소	0.3	6.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(5.3)	(6.3)	(5.0)	(6.0)	(6.0)
투자자산의감소(증가)	0.0	(2.0)	(3.0)	(1.8)	(2.6)
기타	2.3	(15.4)	(3.1)	(2.1)	(2.0)
<b>FCF</b>	<b>(59.9)</b>	<b>125.0</b>	<b>57.1</b>	<b>75.8</b>	<b>85.9</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>79.2</b>	<b>(113.6)</b>	<b>0.8</b>	<b>(1.1)</b>	<b>2.6</b>
차입금의 증가(감소)	93.4	(97.8)	8.7	6.9	11.2
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(6.5)	(7.2)	(7.9)	(7.9)	(8.7)
기타	(7.7)	(8.6)	0.0	(0.1)	0.1
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.7)	(0.7)	(0.7)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	1.3	(2.1)	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>33.3</b>	<b>5.1</b>	<b>58.6</b>	<b>77.5</b>	<b>90.7</b>
기초현금	44.4	77.7	82.8	141.4	219.0
기말현금	77.7	82.8	141.4	219.0	309.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

**포괄손익계산서**

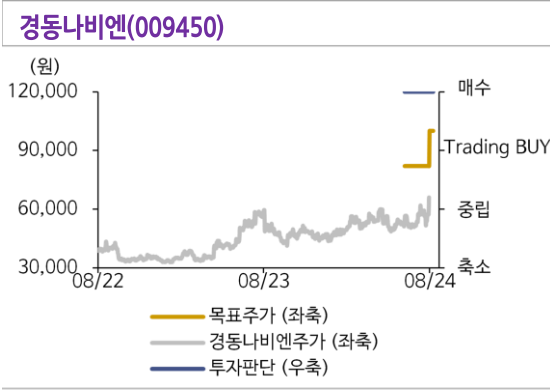
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>1,160.9</b>	<b>1,204.3</b>	<b>1,402.4</b>	<b>1,536.6</b>	<b>1,667.1</b>
증감률 (%)	5.3	3.7	16.5	9.6	8.5
<b>매출원가</b>	<b>693.0</b>	<b>690.3</b>	<b>800.7</b>	<b>889.4</b>	<b>954.3</b>
<b>매출총이익</b>	<b>467.9</b>	<b>514.0</b>	<b>601.7</b>	<b>647.2</b>	<b>712.7</b>
매출총이익률 (%)	40.3	42.7	42.9	42.1	42.8
<b>판매관리비</b>	<b>408.1</b>	<b>408.1</b>	<b>480.9</b>	<b>511.8</b>	<b>557.3</b>
<b>영업이익</b>	<b>59.8</b>	<b>105.9</b>	<b>120.8</b>	<b>135.4</b>	<b>155.4</b>
증감률 (%)	(7.0)	77.2	14.0	12.1	14.8
영업이익률 (%)	5.1	8.8	8.6	8.8	9.3
영업외손익	13.0	1.4	2.2	8.9	9.3
금융손익	12.5	(3.6)	0.5	2.6	5.1
기타영업외손익	0.4	5.0	1.7	6.3	4.1
중소 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>72.7</b>	<b>107.3</b>	<b>123.0</b>	<b>144.3</b>	<b>164.7</b>
법인세비용	19.1	24.1	31.2	38.4	43.3
계속사업이익	53.6	83.1	91.8	105.9	121.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>53.6</b>	<b>83.1</b>	<b>91.8</b>	<b>105.9</b>	<b>121.4</b>
증감률 (%)	(33.6)	55.2	10.4	15.4	14.6
순이익률 (%)	4.6	6.9	6.5	6.9	7.3
(지배주주)당기순이익	53.6	83.1	91.8	105.9	121.4
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>총포괄이익</b>	<b>73.8</b>	<b>74.1</b>	<b>91.8</b>	<b>105.9</b>	<b>121.4</b>
(지배주주)총포괄이익	73.8	74.1	91.8	105.9	121.4
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>104.7</b>	<b>152.5</b>	<b>177.6</b>	<b>194.5</b>	<b>217.9</b>
증감률 (%)	1.8	45.7	16.5	9.6	12.0
EBITDA 이익률 (%)	9.0	12.7	12.7	12.7	13.1

**주요 투자지표**

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	3,678	5,707	6,301	7,268	8,331
EPS (지배순이익, 원)	3,678	5,707	6,301	7,268	8,331
BPS (자본총계, 원)	35,536	40,127	45,882	52,555	60,241
BPS (지배지분, 원)	35,536	40,127	45,882	52,555	60,241
DPS (원)	500	550	550	600	650
PER (당기순이익, 배)	9.2	8.3	10.5	9.1	7.9
PER (지배순이익, 배)	9.2	8.3	10.5	9.1	7.9
PBR (자본총계, 배)	1.0	1.2	1.4	1.3	1.1
PBR (지배지분, 배)	1.0	1.2	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA (배)	6.0	4.6	5.2	4.4	3.5
배당성향 (%)	13.5	9.6	8.7	8.2	7.7
배당수익률 (%)	1.5	1.2	0.8	0.9	1.0
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	9.0	12.7	12.7	12.7	13.1
영업이익률 (%)	5.1	8.8	8.6	8.8	9.3
순이익률 (%)	4.6	6.9	6.5	6.9	7.3
ROA (%)	5.5	8.0	8.1	8.2	8.4
ROE (지배순이익, %)	11.1	15.1	14.7	14.8	14.8
ROIC (%)	5.8	12.6	15.4	16.0	17.5
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	96.6	81.4	81.4	77.2	73.1
순차입금비율 (%)	26.2	2.4	(5.9)	(14.6)	(22.0)
현금비율 (%)	18.3	20.2	30.2	43.2	56.5
이자보상배율 (배)	8.1	11.3	18.0	18.9	20.3
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	7.1	6.6	8.4	8.1	8.1
재고자산회수기간 (일)	90.3	92.8	84.7	87.2	87.6
매출채권회수기간 (일)	36.4	33.9	33.4	34.4	34.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2024년 06월 19일	매수	82,000	(33.0)	(19.5)
2024년 08월 13일	매수	100,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

### Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 허성규)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

### 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

### 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 08월 09일 기준)

매수 (매수)	93.77%	Trading BUY (중립)	4.67%	중립 (중립)	1.56%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------