

# 경동나비엔 (009450)

## 트리플 에이스



2025년 2월 10일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	120,000 원 (유지)
✓ 상승여력	58.5%	✓ 현재주가 (2월 7일)	75,700 원

### [핵심성장]

허성규 연구원

✉ sqheo@shinhan.com

이병화 연구위원

✉ bh.lee@shinhan.com

### 신한생각 실적 추정치 대비 4분기 실적 하회했으나 성장세 지속

잠정 실적 공시 이후 주가는 현재까지 약 25% 하락. 2, 3분기 실적을 컨센서스 상회하며 실적 기대감이 높아진 것에 따른 실망으로 해석. 4분기 역시 수출 데이터, 환율, 물류비 측면에서 실적 기대감이 높았으나 북미 도매상의 재고 상황과 매출은 직결되지 않기 때문에 수출 데이터 증가에 따른 매출 상승을 확인하기까지는 1~2개 분기 더 소요될 것

신규 채용에 따른 인건비와 마케팅비 모두 전년비 증가했으나 4분기 수익성을 악화시킬 정도로 급증한 것은 아니며 물류 및 판매 비용 이슈로 판단. 분기 실적 변동성은 존재하나 장기적 관점에서 매력적인 주가

### 1) 하반기 북미 HVAC 시장 사업자로 등극, 2) 국내 나비엔매직 개시

23년 11월 출시한 하이드로 퍼니스는 콘텐츠 운수기 만큼 성장할 잠재력 보유. 북미 운수기, 퍼니스 업체 중 하이드로 형태의 기술을 보유한 회사 전무. 판매 단가는 현지 콘텐츠 퍼니스 가격과 유사한 반면, 하이드로 형태이므로 사용성 개선 및 난방 통제 기술을 보유해 채택률 증가 전망

3월 '나비엔매직' 브랜드 개시. 기존 공기청정 및 환기 사업에 SK매직에서 인수한 전기/가스레인지, 오븐 등 주방기기 사업 결합. 신규 착공 시 보일러와 함께 패키지 형태로 납품 가능하며 인수전 매출액 1,300억원에서 장기 관점으로 국내 보일러 사업 규모(약 4,000억원)까지 성장 가능

### Valuation & Risk: 1분기 실적에 대한 회의감 존재, 누군가에겐 기회

분기 단위 실적 변동폭 존재하나 25년 매출액 1조 5,366억원(+13.5%), 영업이익 1,551억원(+16.9%)으로 추정치 변동 없음. 25F PER 8배, 수출 비중 74%로 북미 HVAC 수출 업체로서 매력 부각. 단기적 주가 변동으로 실적 성장성 대비 과도하게 하락해 적절히 활용 시 기회라고 판단

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	1,353.9	132.6	123.9	10.3	19.3	1.8	6.4	0.6
2025F	1,536.6	155.1	134.4	8.2	17.6	1.3	4.3	0.8
2026F	1,667.1	175.3	148.9	7.4	16.6	1.1	3.5	0.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### Revision

실적추정치	유지
Valuation	유지

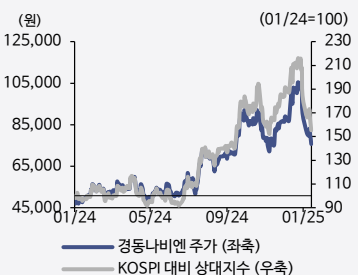
시가총액	1,102.8십억원
발행주식수(유동비율)	14.6백만주(41.6%)
52주 최고가/최저가	105,500 원/48,600 원
일평균 거래액 (60 일)	10,263백만원
외국인 지분율	11.4%

### 주요주주 (%)

경동원 외 1인	57.6
국민연금공단	7.1

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(21.8)	(13.5)	55.4	(12.7)
상대	(22.7)	(12.0)	60.8	(16.9)

### 주가

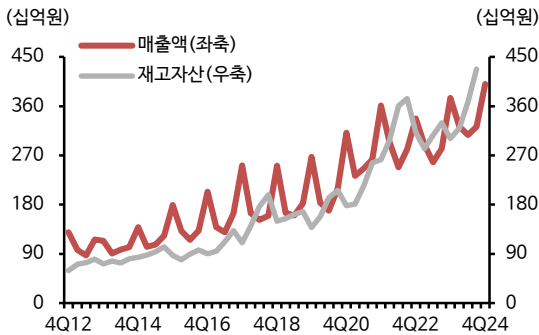


## 경동나비엔 목표주가 산출내역

(십억원, 배, 백만주)	계산	비고
평균 EPS (원)	9,723	25F EPS 9,225원, 26F EPS 10,220원의 평균
적용 PER	12.3	1) 5년(2019년~2023년) 평균 PER 13배 반영 2) 미국 온수기 1위 업체 AOSmith 대비 35% 멀티플 할인
주당 목표가액 (원)	120,000	
과리율 (%)	58.5	

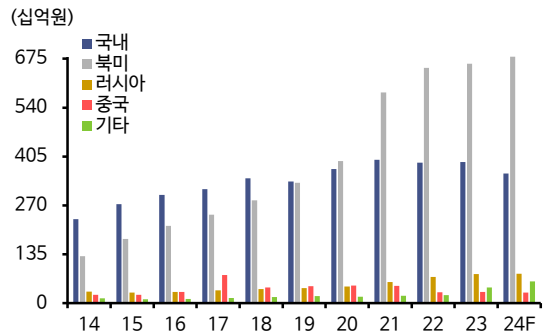
자료: 신한투자증권

## 재고자산 및 매출액 분기 단위 추이



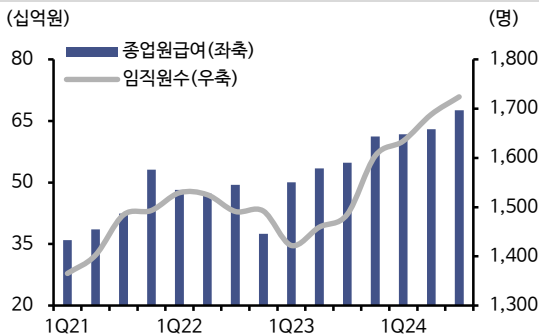
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 지역별 매출액 추이



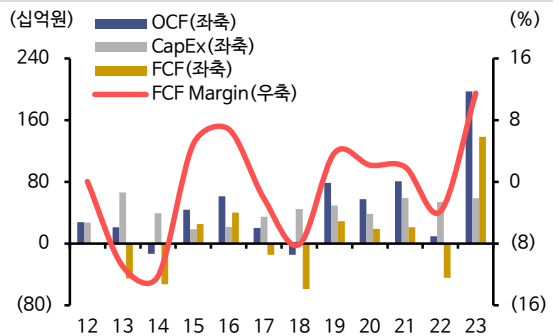
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 종업원급여 및 임직원수 분기 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 잉여현금흐름 및 현금흐름 마진을 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

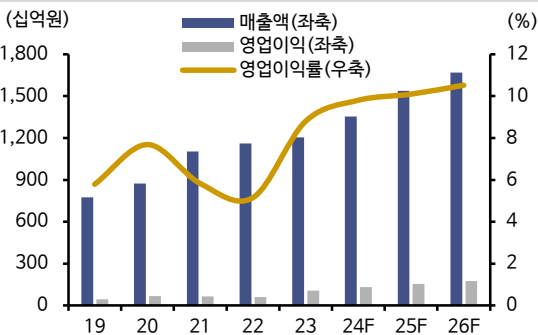
## 경동나비엔 실적테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24A	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	323.2	307.6	322.7	400.4	375.0	332.4	369.5	459.8	1,160.9	1,204.3	1,353.9	1,536.6	1,667.1
YoY	11.7	19.6	14.3	6.7	16.0	8.1	14.5	14.8	5.3	3.7	12.4	13.5	8.5
QoQ	(13.9)	(4.8)	4.9	24.1	(6.3)	(11.4)	11.2	24.4	-	-	-	-	-
보일러	116.4	136.0	119.5	88.1	117.0	136.4	120.2	88.8	522.4	517.9	460.0	462.4	493.3
YoY	(22.6)	(9.5)	(23.0)	42.3	0.5	0.3	0.6	0.8	3.0	(0.9)	(11.2)	0.5	6.7
QoQ	87.9	16.8	(12.1)	(26.3)	32.8	16.6	(11.9)	(26.2)	-	-	-	-	-
온수기	142.2	166.9	148.6	256.3	161.3	187.8	166.9	286.5	499.2	517.9	713.9	802.5	889.4
YoY	17.1	82.1	25.4	37.6	13.4	12.5	12.3	11.8	7.8	3.7	37.9	12.4	10.8
QoQ	(23.6)	17.3	(11.0)	72.5	(37.1)	16.4	(11.1)	71.6	-	-	-	-	-
기타	64.6	4.7	54.6	56.1	96.7	8.1	82.3	84.5	139.3	168.6	180.0	271.6	284.3
YoY	272.5	(69.3)	530.3	(55.9)	49.6	71.9	50.8	50.7	5.3	21.0	6.8	50.9	4.7
QoQ	(49.2)	(92.7)	1,050.8	2.7	72.5	(91.6)	910.0	2.6	-	-	-	-	-
영업이익	32.5	29.5	36.8	33.8	35.1	35.3	42.0	42.5	59.8	105.9	132.6	155.1	175.3
YoY	(15.6)	181.0	67.3	(3.0)	8.0	19.9	14.1	25.9	(7.0)	77.2	25.2	16.9	13.0
QoQ	(6.6)	(9.5)	25.0	(8.3)	4.0	0.5	19.0	1.2	-	-	-	-	-
OPM	10.1	9.6	11.4	8.4	9.4	10.6	11.4	9.3	5.1	8.8	9.8	10.1	10.5
당기순이익	31.4	28.5	15.8	48.3	29.7	30.1	37.3	38.0	53.6	83.1	123.9	134.4	148.9
YoY	1.5	154.7	(15.5)	115.6	(5.4)	5.6	136.9	(21.3)	(33.6)	55.2	49.0	8.5	10.8
NPM	9.7	9.3	4.9	12.1	8.1	9.3	10.1	8.0	4.6	6.9	9.2	8.7	8.9

자료: 신한투자증권 추정

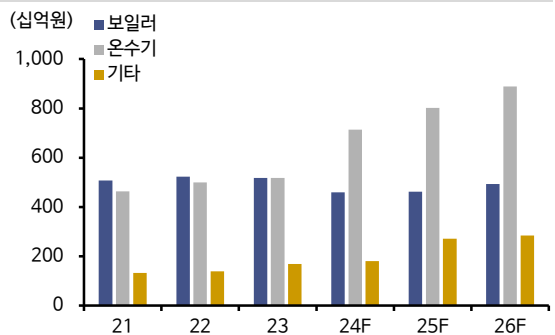
주석: 4Q24F, 2024F 사업부별 실적은 추정치

## 경동나비엔 실적 추이 및 전망



자료: 신한투자증권 추정

## 사업부별 실적 추이 및 전망



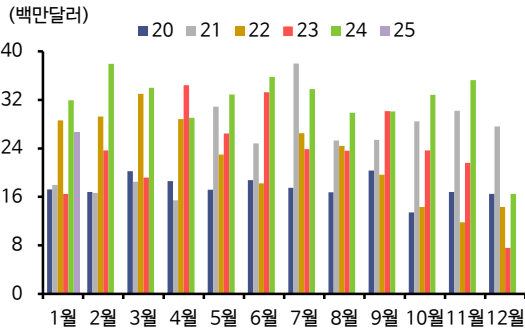
자료: 신한투자증권 추정

## 지역별 매출액 추이

	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24F
국내	231.6	273.2	298.5	314.2	344.7	335.4	370.1	395.4	387.6	389.7	357.7
북미	129.6	176.9	213.0	244.3	283.8	332.5	392.0	581.9	649.6	660.9	826.5
러시아	31.9	28.6	30.5	34.7	38.9	41.6	45.6	57.9	72.4	79.9	81.0
중국	22.9	23.0	30.4	77.7	42.5	46.1	48.2	47.6	29.9	30.9	28.8
기타	13.1	10.4	10.9	13.7	16.7	18.7	17.5	20.1	21.4	42.9	59.9
수출 비중	46	47	49	54	53	57	58	64	67	68	74

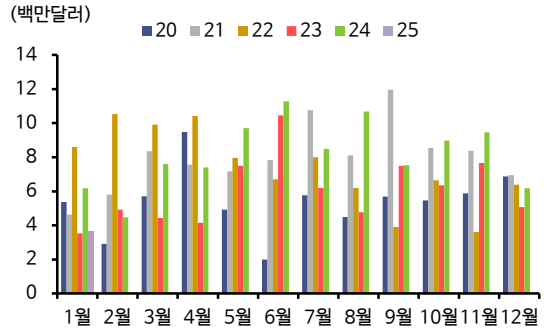
자료: 회사자료, 신한투자증권 추정

### 가스형 순간식 온수기 미국向 수출액 추이



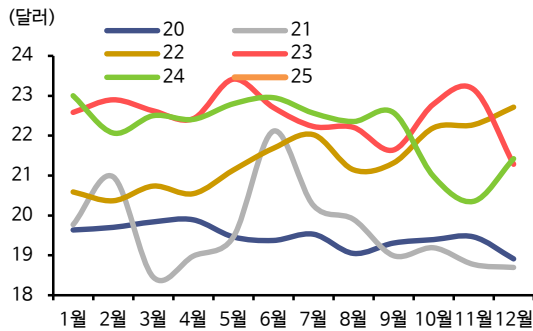
자료: 한국무역통계진흥원, 신한투자증권  
주: 수출입코드 '8419110000'

### 가스형 보일러 미국向 수출액 추이



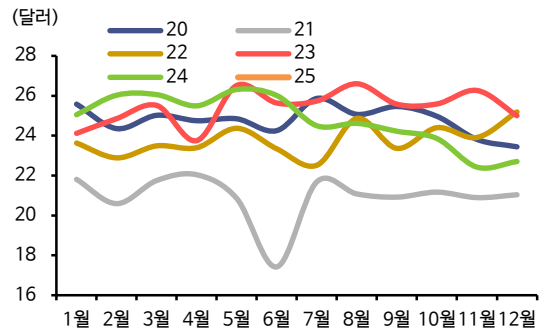
자료: 한국무역통계진흥원, 신한투자증권  
주: 수출입코드 '8403103000'

### 가스형 순간식 온수기 미국向 평균가격 추이



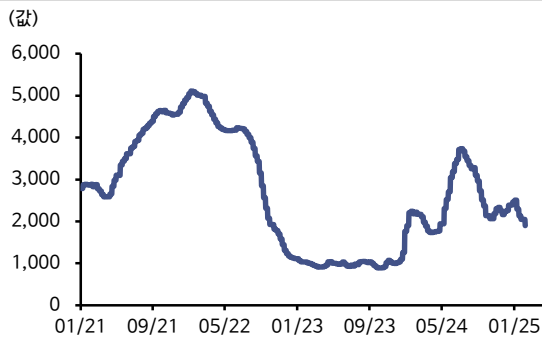
자료: 한국무역통계진흥원, 신한투자증권  
주: 수출입코드 '8419110000'

### 가스형 보일러 미국向 평균가격 추이



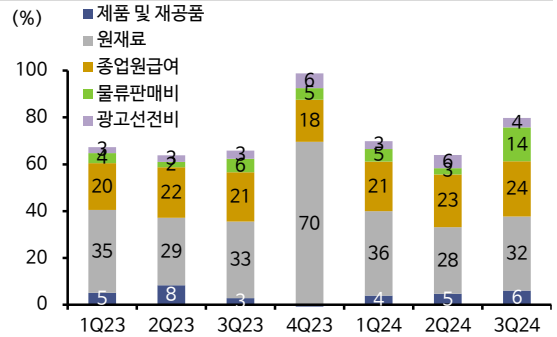
자료: 한국무역통계진흥원, 신한투자증권  
주: 수출입코드 '8403103000'

### 상하이 운임지수(SCFI) 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

### 분기별 성격별 비용의 비중 추이



자료: 회사 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>1,229.8</b>	<b>1,417.3</b>	<b>1,607.1</b>
유동자산	523.0	554.9	709.0	881.9	1,051.3
현금및현금성자산	77.7	82.8	178.2	279.6	397.8
매출채권	105.1	118.7	133.5	151.5	164.3
재고자산	311.9	300.7	338.1	383.7	416.3
비유동자산	495.0	505.7	520.8	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	28.8	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>529.3</b>	<b>591.0</b>	<b>641.3</b>
유동부채	423.6	410.0	454.8	507.3	548.1
단기차입금	154.7	94.3	97.7	102.9	107.1
매입채무	112.1	152.6	171.6	194.8	211.3
유동성장기부채	20.3	0.1	2.3	1.7	4.1
비유동부채	76.8	66.0	74.4	83.7	93.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 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>700.6</b>	<b>826.3</b>	<b>965.8</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	622.3	748.0	887.5
<b>지배주주지분</b>	<b>517.7</b>	<b>584.6</b>	<b>700.6</b>	<b>826.3</b>	<b>965.8</b>
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	217.8	115.6	124.1	131.2	142.4
*순차입금(순현금)	135.6	13.9	(75.4)	(172.5)	(281.6)

## 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>9.3</b>	<b>197.4</b>	<b>169.1</b>	<b>178.7</b>	<b>200.6</b>
당기순이익	53.6	83.1	123.9	134.4	148.9
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	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(94.8)	38.9	(11.5)	(14.8)	(10.8)
(법인세납부)	(45.5)	(30.1)	(22.9)	(33.1)	(42.4)
기타	50.8	58.2	22.9	33.0	42.3
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(56.5)</b>	<b>(76.5)</b>	<b>(74.3)</b>	<b>(76.5)</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
무형자산의증가(증가)	(5.3)	(6.3)	(5.0)	(6.0)	(6.0)
투자자산의감소(증가)	0.0	(2.0)	(2.6)	(2.2)	(2.6)
기타	2.3	(15.4)	(2.4)	(2.9)	(2.0)
<b>FCF</b>	<b>(59.9)</b>	<b>125.0</b>	<b>85.2</b>	<b>94.6</b>	<b>107.9</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>79.2</b>	<b>(113.6)</b>	<b>0.6</b>	<b>(0.9)</b>	<b>2.6</b>
차입금의 증가(감소)	93.4	(97.8)	8.5	7.1	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	0.0	0.0	0.0
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>95.5</b>	<b>101.3</b>	<b>118.3</b>
기초현금	44.4	77.7	82.8	178.2	279.6
기말현금	77.7	82.8	178.2	279.6	397.9

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>1,353.9</b>	<b>1,536.6</b>	<b>1,667.1</b>
증감률 (%)	5.3	3.7	12.4	13.5	8.5
<b>매출원가</b>	<b>693.0</b>	<b>690.3</b>	<b>752.5</b>	<b>877.2</b>	<b>944.3</b>
<b>매출총이익</b>	<b>467.9</b>	<b>514.0</b>	<b>601.4</b>	<b>659.4</b>	<b>722.7</b>
매출총이익률 (%)	40.3	42.7	44.4	42.9	43.4
<b>판매관리비</b>	<b>408.1</b>	<b>408.1</b>	<b>468.7</b>	<b>504.4</b>	<b>547.5</b>
<b>영업이익</b>	<b>59.8</b>	<b>105.9</b>	<b>132.6</b>	<b>155.1</b>	<b>175.3</b>
증감률 (%)	(7.0)	77.2	25.2	16.9	13.0
영업이익률 (%)	5.1	8.8	9.8	10.1	10.5
영업외손익	13.0	1.4	14.2	12.5	16.0
금융손익	12.5	(3.6)	1.1	4.3	7.8
기타영업외손익	0.4	5.0	13.0	8.2	8.2
중속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>72.7</b>	<b>107.3</b>	<b>146.8</b>	<b>167.5</b>	<b>191.3</b>
법인세비용	19.1	24.1	22.9	33.1	42.4
계속사업이익	53.6	83.1	123.9	134.4	148.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>53.6</b>	<b>83.1</b>	<b>123.9</b>	<b>134.4</b>	<b>148.9</b>
증감률 (%)	(33.6)	55.2	49.0	8.5	10.8
순이익률 (%)	4.6	6.9	9.2	8.7	8.9
(지배주주)당기순이익	53.6	83.1	123.9	134.4	148.9
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>총포괄이익</b>	<b>73.8</b>	<b>74.1</b>	<b>123.9</b>	<b>134.4</b>	<b>148.9</b>
(지배주주)총포괄이익	73.8	74.1	123.9	134.4	148.9
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>104.7</b>	<b>152.5</b>	<b>189.4</b>	<b>214.2</b>	<b>237.8</b>
증감률 (%)	1.8	45.7	24.2	13.1	11.0
EBITDA 이익률 (%)	9.0	12.7	14.0	13.9	14.3

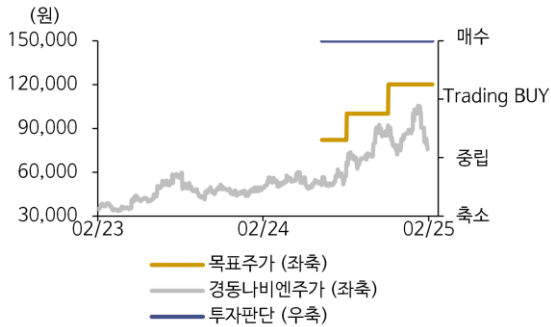
## 주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	3,678	5,707	8,505	9,225	10,220
EPS (지배순이익, 원)	3,678	5,707	8,505	9,225	10,220
BPS (자본총계, 원)	35,536	40,127	48,087	56,716	66,292
BPS (지배지분, 원)	35,536	40,127	48,087	56,716	66,292
DPS (원)	500	550	550	600	650
PER (당기순이익, 배)	9.2	8.3	10.3	8.2	7.4
PER (지배순이익, 배)	9.2	8.3	10.3	8.2	7.4
PBR (자본총계, 배)	1.0	1.2	1.8	1.3	1.1
PBR (지배지분, 배)	1.0	1.2	1.8	1.3	1.1
EV/EBITDA (배)	6.0	4.6	6.4	4.3	3.5
배당성향 (%)	13.5	9.6	6.4	6.5	6.3
배당수익률 (%)	1.5	1.2	0.6	0.8	0.9
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	9.0	12.7	14.0	13.9	14.3
영업이익률 (%)	5.1	8.8	9.8	10.1	10.5
순이익률 (%)	4.6	6.9	9.2	8.7	8.9
ROA (%)	5.5	8.0	10.8	10.2	9.8
ROE (지배순이익, %)	11.1	15.1	19.3	17.6	16.6
ROIC (%)	5.8	12.6	19.2	20.1	20.9
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	96.6	81.4	75.5	71.5	66.4
순차입금비율 (%)	26.2	2.4	(10.8)	(20.9)	(29.2)
현금비율 (%)	18.3	20.2	39.2	55.1	72.6
이자보상배율 (배)	8.1	11.3	19.7	21.7	22.8
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	7.1	6.6	8.2	8.3	8.1
재고자산회수기간 (일)	90.3	92.8	86.1	85.7	87.6
매출채권회수기간 (일)	36.4	33.9	34.0	33.8	34.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이

### 경동나비엔(009450)



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	(23.4)	(7.7)
2024년 11월 13일	매수	120,000	-	-

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, 이병화)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 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 주식관련사채에 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 투자의 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 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--

## 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 02월 07일 기준)

매수 (매수)	92.58%	Trading BUY (중립)	6.25%	중립 (중립)	1.17%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------