

경동나비엔 (009450)

High card

2025년 11월 14일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	89,000 원 (하향)
✓ 상승여력	42.4%	✓ 현재주가 (11월 13일)	62,500 원

신한생각 관세 타격과 선주문으로 인한 물량 감소 발생

3분기 매출액 3,060억원(-5.2% 전년동기대비, 이하 생략), 영업이익 79억원(-78.3%, 영업이익률 2.6%) 기록. 추정치 대비 매출액, 영업이익 모두 큰폭으로 하회. 매출액 감소는 6월 가격 인상에도 불구하고 2분기 선주문으로 인한 물량 감소 영향이 컸던 것으로 판단. 마진률은 상호관계의 본격적인 반영과 물량 감소로 인해 공헌이익률이 가장 높았던 북미 온수기 감소로 역영업레버리지가 발생. 물량감소에 따른 마진 훼손은 완화 예상

1) 관세 영향은 2026년까지 지속, 2) 서탄공장 자산 재배치

관건은 선주문 물량감소와 관세의 4분기 지속 여부. 10월 도매업체 주문 흐름 감안 시 물량감소는 3분기 보다 개선. 4분기의 전년 대비 매출액 감소폭은 -0.8% 예상. 관세로 인한 마진을 타격은 4분기와 2026년까지 지속될 전망. 대응 목적으로 6월에 이어 12월에도 북미 온수기 가격을 인상할 예정. 연초 대비 8~10% 내외 가격이 인상되며 린나이 등 업계 전반적으로 가격 인상. 관세의 절반은 가격 인상으로 보전되지만 남은 절반은 지속해서 마진률에 영향을 줄 것으로 판단. 3분기는 물량감소 효과도 있기 때문에 4분기에 온전한 관세 영향 파악 가능. 당사 190억원 내외 추정

부품 담당 자회사 경동폴리움(지분율 100%) 대상 1,200억원 규모 서탄 공장 부품 및 사출동 처분 공시. 2028년까지 계획 예정인 서탄 공장 증축 과정의 첫단계이며, 2026년 2월부터는 메인 조립 공장 증설 계획

Valuation & Risk: 4분기 및 2026년 실적 조정

가격 인상에도 관세 영향은 지속될 것으로 예상. 실적 추정치 및 목표주가 89,000원으로 하향. 26F 주가수익배수 9.7배로 하향된 실적을 감안하면 단순 저평가로 보기 어려우며 4분기 관세로 인한 마진 영향까지 파악 권고

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2023	1,204.3	105.9	83.1	8.3	15.1	1.2	4.6	1.2
2024	1,353.9	132.6	124.3	10.3	19.4	1.8	7.6	0.7
2025F	1,460.7	116.4	94.4	9.6	12.8	1.2	5.1	1.0
2026F	1,656.6	104.8	92.7	9.7	11.3	1.0	5.1	1.1
2027F	1,854.7	135.2	117.7	7.7	12.8	0.9	4.0	1.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[핵심성장]

허성규 선임연구원

✉ sqheo@shinhan.com

최승환 연구위원

✉ hani86@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	유지

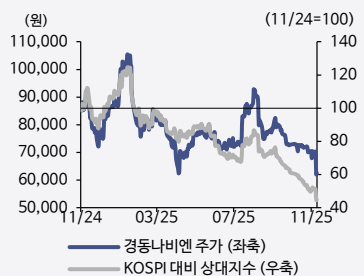
시가총액	910.5십억원
발행주식수(유동비율)	14.6백만주(41.6%)
52주 최고가/최저가	105,500 원/62,000 원
일평균 거래액 (60 일)	4,541 백만원
외국인 지분율	8.7%

주요주주 (%)

경동원 외 1인	57.6
국민연금공단	9.2

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(12.6)	(21.9)	(28.7)	(27.9)
상대	(24.9)	(39.6)	(58.7)	(58.5)

주가

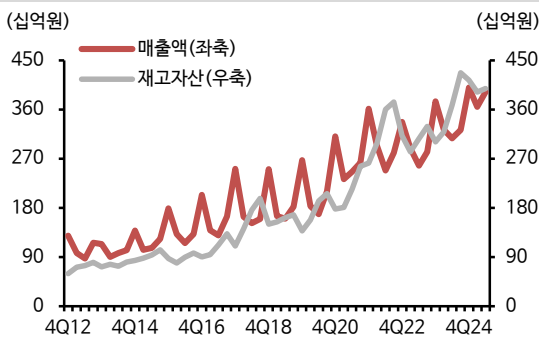


경동나비엔 목표주가 산출내역

(십억원, 배, 백만주)	계산	비고
평균 EPS (원)	6,366	26F EPS 기준
적용 PER	14.0	1) 5년(2020년~2024년) 평균 PER 상단 14배 반영 2) 미국 AOSmith PER 18배 대비 20% 멀티플 할인
주당 목표가액 (원)	89,000	
과리율 (%)	42.4	

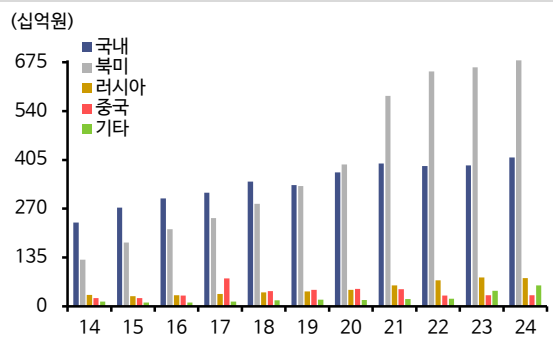
자료: 신한투자증권

재고자산 및 매출액 분기 단위 추이



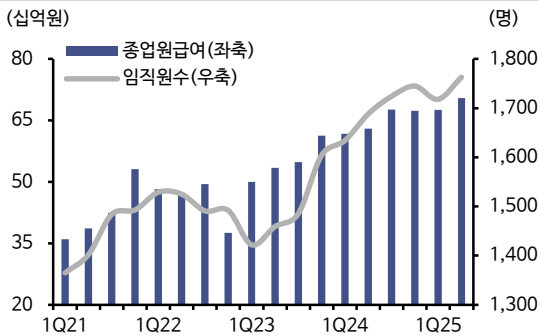
자료: 회사 자료, 신한투자증권

지역별 매출액 추이



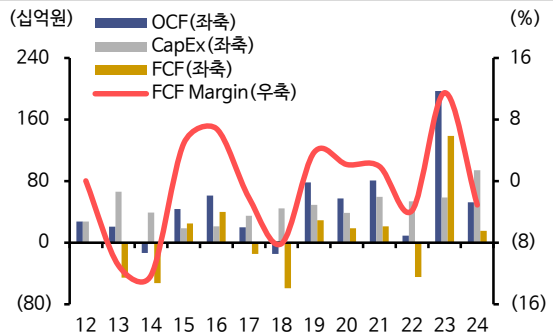
자료: 회사 자료, 신한투자증권

종업원급여 및 임직원수 분기 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

잉여현금흐름 및 현금흐름 마진을 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

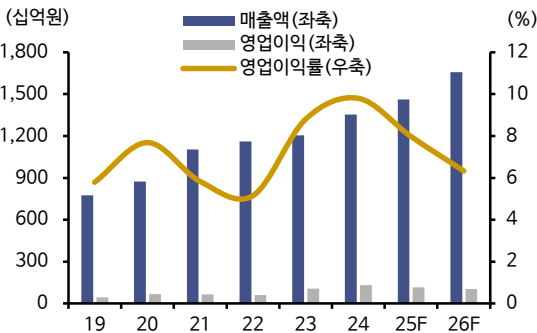
경동나비엔 실적테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25A	4Q25F	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	323.2	307.6	322.7	400.4	365.2	392.3	306.0	397.2	1,160.9	1,204.3	1,353.9	1,460.7	1,656.6
YoY	11.7	19.6	14.3	6.7	13.0	27.5	(5.2)	(0.8)	5.3	3.7	12.4	7.9	13.4
QoQ	(13.9)	(4.8)	4.9	24.1	(8.8)	7.4	(22.0)	29.8					
보일러	116.4	136.0	119.5	142.6	146.1	141.8	110.5	130.2	522.4	517.9	514.5	528.5	552.8
YoY	(22.6)	(9.5)	(23.0)	130.3	25.5	4.3	(7.6)	(8.7)	3.0	(0.9)	(0.7)	2.7	4.6
QoQ	87.9	16.8	(12.1)	19.3	2.4	(3.0)	(22.1)	17.9					
온수기	142.2	166.9	148.6	165.1	149.7	191.1	149.3	209.6	499.2	517.9	622.8	699.8	819.4
YoY	17.1	82.1	25.4	(11.4)	5.3	14.5	0.5	26.9	7.8	3.7	20.3	12.4	17.1
QoQ	(23.6)	17.3	(11.0)	11.1	(9.3)	27.7	(21.9)	40.3					
기타	64.6	4.7	54.6	92.7	69.4	59.4	46.2	57.5	139.3	168.6	216.6	232.4	284.3
YoY	272.5	(69.3)	530.3	(27.1)	7.3	1,152.4	(15.3)	(38.0)	5.3	21.0	28.5	7.3	22.3
QoQ	(49.2)	(92.7)	1,050.8	69.8	(25.1)	(14.4)	(22.2)	24.3					
영업이익	32.5	29.5	36.8	33.7	39.4	51.2	8.0	17.8	59.8	105.9	132.6	116.4	104.8
YoY	(15.6)	181.0	67.3	(3.2)	21.2	73.7	(78.3)	(47.2)	(7.0)	77.2	25.2	(12.2)	(10.0)
QoQ	(6.6)	(9.5)	25.0	(8.4)	17.0	29.8	(84.4)	122.9					
OPM	10.1	9.6	11.4	8.4	10.8	13.0	2.6	4.5	5.1	8.8	9.8	8.0	6.3
당기순이익	31.4	28.5	15.8	48.7	37.7	19.3	14.0	19.6	53.6	83.1	124.3	94.4	92.7
YoY	1.5	154.7	(15.5)	117.6	20.1	(32.1)	(11.4)	(59.8)	(33.6)	55.2	49.5	(24.1)	(1.8)
NPM	9.7	9.3	4.9	12.2	10.3	4.9	4.6	4.9	4.6	6.9	9.2	6.5	5.6

자료: 회사자료, 신한투자증권 추정

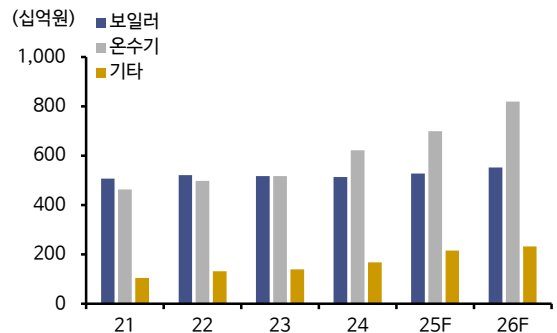
주석: 3Q25A 사업부별 실적은 추정치

경동나비엔 실적 추이 및 전망



자료: 회사자료, 신한투자증권 추정

사업부별 실적 추이 및 전망



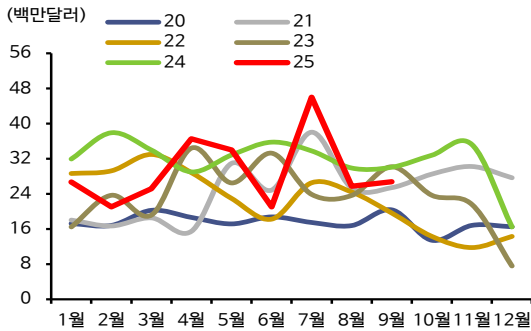
자료: 회사자료, 신한투자증권 추정

지역별 매출액 추이

	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
국내	231.6	273.2	298.5	314.2	344.7	335.4	370.1	395.4	387.6	389.7	411.5
북미	129.6	176.9	213.0	244.3	283.8	332.5	392.0	581.9	649.6	660.9	774.9
러시아	31.9	28.6	30.5	34.7	38.9	41.6	45.6	57.9	72.4	79.9	78.7
중국	22.9	23.0	30.4	77.7	42.5	46.1	48.2	47.6	29.9	30.9	30.7
기타	13.1	10.4	10.9	13.7	16.7	18.7	17.5	20.1	21.4	42.9	58.0
수출 비중	46	47	49	54	53	57	58	64	67	68	70

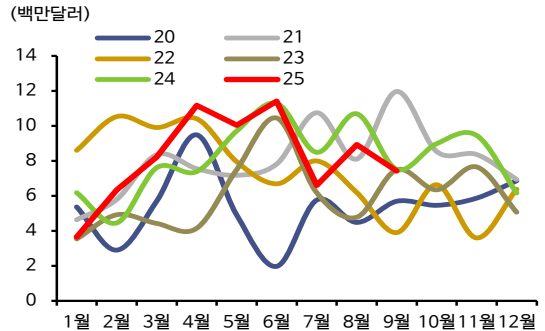
자료: 회사자료, 신한투자증권 추정

가스형 순간식 온수기 미국向 수출액 추이



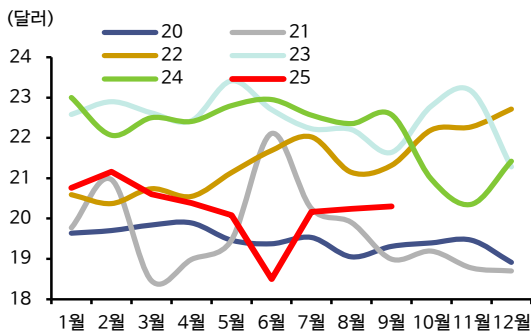
자료: 한국무역통계진흥원, 신한투자증권
주: 수출입코드 '8419110000'

가스형 보일러 미국向 수출액 추이



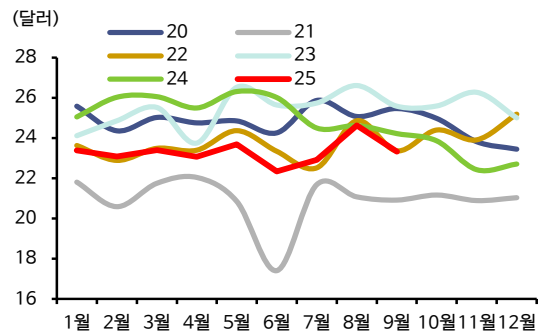
자료: 한국무역통계진흥원, 신한투자증권
주: 수출입코드 '8403103000'

가스형 순간식 온수기 미국向 평균가격 추이



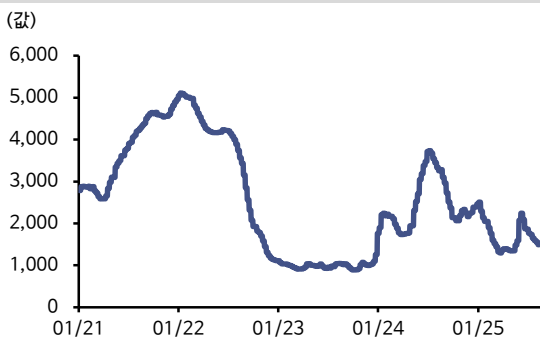
자료: 한국무역통계진흥원, 신한투자증권
주: 수출입코드 '8419110000'

가스형 보일러 미국向 평균가격 추이



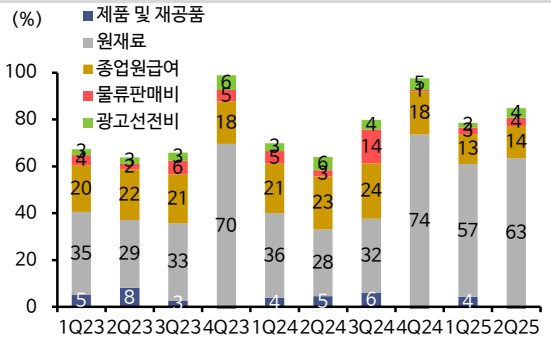
자료: 한국무역통계진흥원, 신한투자증권
주: 수출입코드 '8403103000'

상하이 운임지수(SCFI) 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

분기별 성격별 비용의 비중 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
자산총계	1,060.6	1,358.9	1,562.4	1,720.8	1,890.1
유동자산	554.9	735.1	871.6	1,013.5	1,170.5
현금및현금성자산	82.8	100.0	207.0	259.8	326.6
매출채권	118.7	150.8	156.1	177.1	198.2
재고자산	300.7	413.8	432.4	490.4	549.1
비유동자산	505.7	623.7	690.9	707.4	719.6
유형자산	394.4	468.1	531.5	545.0	560.8
무형자산	18.5	32.9	33.5	34.1	29.6
투자자산	26.2	22.2	25.3	27.7	28.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	476.0	663.5	782.0	857.7	919.4
유동부채	410.0	581.7	693.4	755.7	808.0
단기차입금	94.3	196.3	276.3	280.5	280.5
매입채무	152.6	154.7	167.0	189.3	212.0
유동성장기부채	0.1	0.3	1.7	4.1	0.0
비유동부채	66.0	81.8	88.6	102.0	111.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	16.1	17.3	19.0	23.1	23.1
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	584.6	695.4	780.4	863.1	970.7
자본금	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6
자본잉여금	130.5	132.3	132.3	132.3	132.3
기타자본	(78.6)	(80.4)	(80.4)	(80.4)	(80.4)
기타포괄이익누계액	11.8	8.2	8.2	8.2	8.2
이익잉여금	506.3	620.8	705.8	788.4	896.0
지배주주지분	584.6	695.4	780.4	863.1	970.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	115.6	221.1	304.7	316.4	313.4
*순차입금(순현금)	13.9	96.8	71.5	27.0	(46.5)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	197.4	52.5	177.4	148.8	176.4
당기순이익	83.1	124.3	94.4	92.7	117.7
유형자산상각비	43.9	44.0	70.1	72.8	75.9
무형자산상각비	2.7	3.3	5.4	5.5	4.5
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.7	0.2	0.2	0.2	0.2
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	38.9	(123.1)	7.4	(22.3)	(21.9)
(법인세납부)	(30.1)	(33.4)	(28.3)	(21.5)	(27.0)
기타	58.2	37.2	28.2	21.4	27.0
투자활동으로인한현금흐름	(76.5)	(114.4)	(144.5)	(98.2)	(96.2)
유형자산의증가(CAPEX)	(58.8)	(94.3)	(133.6)	(86.3)	(91.7)
유형자산의감소	6.0	2.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(6.3)	(17.0)	(6.0)	(6.0)	0.0
투자자산의감소(증가)	(2.0)	0.0	(3.1)	(2.4)	(1.0)
기타	(15.4)	(5.9)	(1.8)	(3.5)	(3.5)
FCF	125.0	(30.3)	32.7	44.2	65.4
재무활동으로인한현금흐름	(113.6)	75.7	74.3	2.3	(13.2)
차입금의 증가(감소)	(97.8)	93.6	83.6	11.7	(3.1)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(7.2)	(7.9)	(9.4)	(9.4)	(10.1)
기타	(8.6)	(10.0)	0.1	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.2)	(0.2)	(0.2)
연결법외변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(2.1)	3.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	5.1	17.2	107.0	52.8	66.9
기초현금	77.7	82.8	100.0	207.0	259.8
기말현금	82.8	100.0	207.0	259.8	326.7

포괄손익계산서

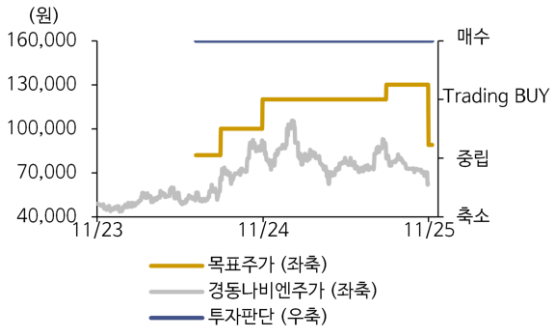
12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,204.3	1,353.9	1,460.7	1,656.6	1,854.7
증감률 (%)	3.7	12.4	7.9	13.4	12.0
매출원가	690.3	743.3	838.0	1,006.0	1,126.3
매출총이익	514.0	610.6	622.7	650.6	728.4
매출총이익률 (%)	42.7	45.1	42.6	39.3	39.3
판매관리비	408.1	478.0	506.2	545.7	593.2
영업이익	105.9	132.6	116.4	104.8	135.2
증감률 (%)	77.2	25.2	(12.2)	(10.0)	28.9
영업이익률 (%)	8.8	9.8	8.0	6.3	7.3
영업외손익	1.4	20.2	6.3	9.4	9.5
금융손익	(3.6)	20.3	17.7	17.7	19.2
기타영업외손익	5.0	(0.1)	(11.4)	(8.3)	(9.7)
중속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	107.3	152.8	122.7	114.2	144.7
법인세비용	24.1	28.4	28.3	21.5	27.0
계속사업이익	83.1	124.3	94.4	92.7	117.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	83.1	124.3	94.4	92.7	117.7
증감률 (%)	55.2	49.5	(24.1)	(1.8)	26.9
순이익률 (%)	6.9	9.2	6.5	5.6	6.3
(지배주주)당기순이익	83.1	124.3	94.4	92.7	117.7
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	74.1	118.8	94.4	92.7	117.7
(지배주주)총포괄이익	74.1	118.8	94.4	92.7	117.7
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	152.5	179.9	191.9	183.1	215.6
증감률 (%)	45.7	18.0	6.7	(4.6)	17.7
EBITDA 이익률 (%)	12.7	13.3	13.1	11.1	11.6

주요 투자지표

12월 결산	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (당기순이익, 원)	5,707	8,535	6,481	6,366	8,080
EPS (지배순이익, 원)	5,707	8,535	6,481	6,366	8,080
BPS (자본총계, 원)	40,127	47,734	53,570	59,242	66,627
BPS (지배자본, 원)	40,127	47,734	53,570	59,242	66,627
DPS (원)	550	650	650	700	700
PER (당기순이익, 배)	8.3	10.3	9.6	9.7	7.7
PER (지배순이익, 배)	8.3	10.3	9.6	9.7	7.7
PBR (자본총계, 배)	1.2	1.8	1.2	1.0	0.9
PBR (지배자본, 배)	1.2	1.8	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA (배)	4.6	7.6	5.1	5.1	4.0
배당성향 (%)	9.6	7.6	9.9	10.9	8.6
배당수익률 (%)	1.2	0.7	1.0	1.1	1.1
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	12.7	13.3	13.1	11.1	11.6
영업이익률 (%)	8.8	9.8	8.0	6.3	7.3
순이익률 (%)	6.9	9.2	6.5	5.6	6.3
ROA (%)	8.0	10.3	6.5	5.6	6.5
ROE (지배순이익, %)	15.1	19.4	12.8	11.3	12.8
ROIC (%)	12.6	11.5	11.5	10.2	12.5
안정성					
부채비율 (%)	81.4	95.4	100.2	99.4	94.7
순차입금비율 (%)	2.4	13.9	9.2	3.1	(4.8)
현금비율 (%)	20.2	17.2	29.8	34.4	40.4
이자보상배율 (배)	11.3	17.1	9.6	7.3	9.3
활동성					
순운전자본회전율 (회)	6.6	6.7	5.9	6.3	6.3
재고자산회수기간 (일)	92.8	96.3	105.7	101.7	102.3
매출채권회수기간 (일)	33.9	36.3	38.4	36.7	36.9

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	(32.3)	(12.1)
2025년 05월 13일		6개월경과	(35.0)	(22.6)
2025년 08월 13일	매수	130,000	(42.8)	(36.5)
2025년 11월 14일	매수	89,000	-	-

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, 최승환)
- ◆ 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 11월 12일 기준)

매수 (매수)	89.52%	Trading BUY (중립)	7.26%	중립 (중립)	3.23%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------