

경동나비엔 (009450)

여전히 포카드

2026년 5월 21일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	89,000 원 (유지)
✓ 상승여력	30.3%	✓ 현재주가 (5월 20일)	68,300 원

[핵심성장]

허성규 선임연구원

✉ sqheo@shinhan.com

이병화 연구위원

✉ bh.lee@shinhan.com

신한생각 오해로 인한 극심한 저평가 지속

1분기 호실적에도 주가는 변동 없는 상황. 관세율 변경 및 관세 관련 영업 외이익 고려할 때 2분기와 26년 수익성은 일회성이 아닌 지속적으로 개선 될 전망. 12월 가격 인상 이후에도 전방 영업 환경은 주둔 규모 유지. 저평가 받을 특별한 원인이 없다고 판단하며, 국내 B2C 및 HVAC 사업 기대

1) 관세 집행 비율 변경으로 인한 손해, 2) HVAC 마진율 증가 기여

1분기 매출액 4,253억원(+16.5% YoY, 이하 생략), 영업이익 638억원(+61.8%, 영업이익률 15.0%) 기록. 1분기 호실적은 작년 2분기 관세 대비 선주문 물량으로 인한 호실적과 다른 상황. 주된 실적 증가 원인은 보편 관세율 하락(15% → 10%)에서 기인. 26년 2분기 철강알루미늄 관세 집행 변경으로 기존 대비 2~3% 내외 추가 관세율 하락 예상. 관세 변경으로 25년 집행 금액 환급 절차 진행 중이며 영업외손익 추가 기여 예상

주거용 HVAC 품목 확대하며 2Q26 본격적인 영업 진행 중. 하이드로 퍼 니스, 히트펌프, 에어 컨디셔너, 에어 핸들러 등으로 구성되며, 제품 평균 단가는 기존 콘텐츠 온수기와 유사하기 때문에 제품 믹스 확대되며 연결 수익성을 중장기로 상향시키는 요인으로 작용. 또한 기존 온수기의 겨울 계절성 집중 완화로 분기 실적 변동성 줄이는 방향으로 점진적 변화 전망

Valuation & Risk: 상대적, 절대적 기준 모두 저평가 수준

26년 예상 PER 4.9배로 5년(21~25년) 평균 10.6배, 최저치 평균 8.0배 대비 모두 극심한 저평가 수준. 북미 AOSmith 26F PER 15.0배 대비 67% 할인. 상대적 및 절대적 모두 저평가 수준으로 경쟁사 및 과거 수치 대비 할인 이유 없다고 판단. 하반기 수익성에 따라 실적 증가 요인 존재

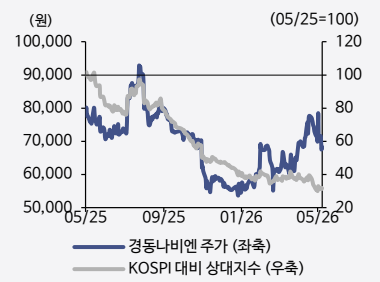
Revision	
실적추정치	상향
Valuation	유지

시가총액	995.0 십억원
발행주식수(유동비율)	14.6 백만주 (41.6%)
52주 최고가/최저가	92,900 원/53,600 원
일평균 거래액 (60 일)	4,833 백만원
외국인 지분율	8.4%

주요주주 (%)	
경동원 외 1인	57.6
국민연금공단	7.1

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	0.0	0.0	(9.9)	22.0
상대	(13.7)	(19.4)	(67.5)	(27.1)

주가



12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2024	1,353.9	132.6	124.3	10.3	19.4	1.8	7.6	0.7
2025	1,502.2	143.4	89.7	9.0	12.2	1.0	5.1	1.4
2026F	1,702.2	244.7	201.5	4.9	23.3	1.0	3.5	1.2
2027F	1,910.2	269.3	202.4	4.9	19.2	0.9	2.8	1.2
2028F	2,146.4	317.4	228.1	4.4	18.1	0.7	2.1	1.3

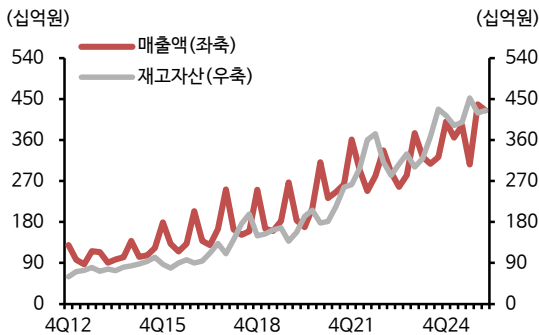
자료: 회사 자료, 신한투자증권

경동나비엔 목표주가 산출내역

(십억원, 배, 백만주)	계산	비고
평균 EPS (원)	13,832	26F EPS 기준
적용 PER	6.4	1) 5년(2021년~2025년) 평균 PER 10.6배의 40% 할인 2) 미국 AOSmith PER 15.0배 대비 57% 멀티플 할인
목표가 (원)	89,000	
현재가 (원)	68,300	
과리율 (%)	30.3	

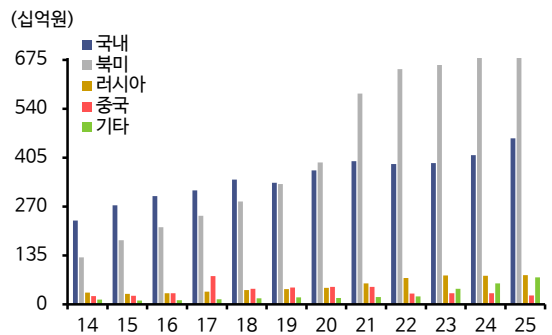
자료: 신한투자증권

재고자산 및 매출액 분기 단위 추이



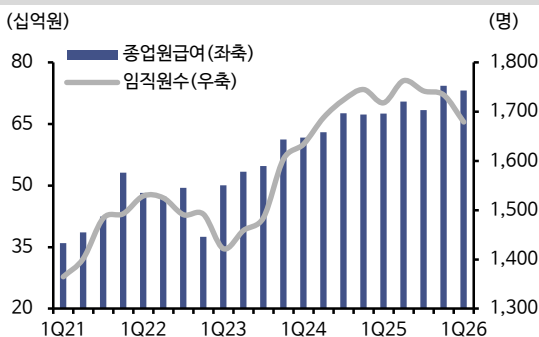
자료: 회사 자료, 신한투자증권

지역별 매출액 추이



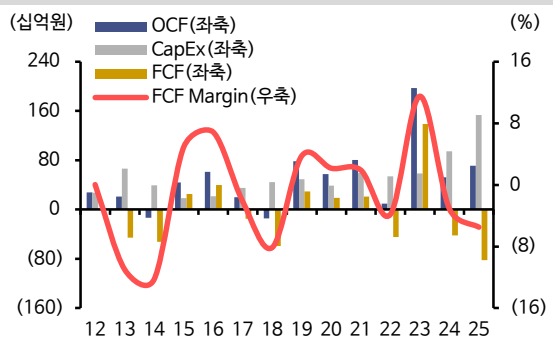
자료: 회사 자료, 신한투자증권

종업원급여 및 임직원수 분기 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

잉여현금흐름 및 현금흐름 마진을 추이



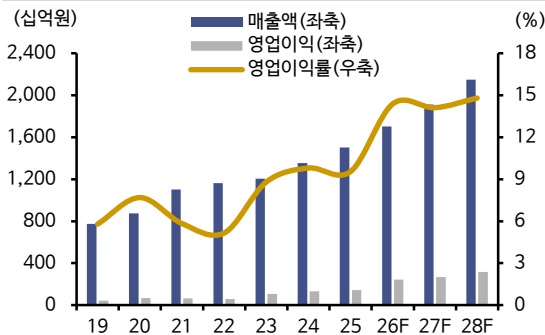
자료: 회사 자료, 신한투자증권

경동나비엔 실적테이블

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	365.2	392.3	306.0	438.8	425.3	437.8	387.0	452.1	1,204.3	1,353.9	1,502.2	1,702.2	1,910.2
YoY	13.0	27.5	(5.2)	9.6	16.5	11.6	26.5	3.0	3.7	12.4	11.0	13.3	12.2
QoQ	(8.8)	7.4	(22.0)	43.4	(3.1)	2.9	(11.6)	16.8					
보일러	146.1	141.8	116.3	166.7	170.1	161.2	142.6	167.4	517.9	514.5	570.9	641.3	709.7
YoY	25.5	4.3	(2.7)	16.9	16.5	13.7	22.6	0.4	(0.9)	(0.7)	11.0	12.3	10.7
QoQ	2.4	(3.0)	(18.0)	43.4	2.0	(5.3)	(11.5)	17.4					
온수기	149.7	191.1	137.7	197.4	187.1	199.7	168.9	215.0	517.9	622.8	676.0	770.8	874.5
YoY	5.3	14.5	(7.3)	19.6	25.0	4.5	22.7	8.9	3.7	20.3	8.5	14.0	13.5
QoQ	(9.3)	27.7	(27.9)	43.4	(5.2)	6.7	(15.4)	27.3					
기타	69.4	59.4	52.0	74.6	68.1	76.9	75.5	69.7	168.6	216.6	255.4	290.2	326.0
YoY	7.3	1,152.4	(4.7)	(19.5)	(1.9)	29.6	45.1	(6.6)	21.0	28.5	17.9	13.6	12.3
QoQ	(25.1)	(14.4)	(12.4)	43.4	(8.8)	13.1	(1.9)	(7.7)					
영업이익	39.4	51.2	8.0	44.7	63.8	66.6	53.2	61.2	105.9	132.6	143.4	244.7	269.3
YoY	21.2	73.7	(78.3)	32.7	61.8	30.0	565.1	36.7	77.2	25.2	8.1	70.7	10.1
QoQ	17.0	29.8	(84.4)	459.8	42.6	4.3	(20.1)	15.1					
OPM	10.8	13.0	2.6	10.2	15.0	15.2	13.7	13.5	8.8	9.8	9.5	14.4	14.1
당기순이익	37.7	19.3	14.0	18.7	58.0	55.0	45.0	43.5	83.1	124.3	89.7	201.5	202.4
YoY	20.1	(32.1)	(11.4)	(61.6)	53.8	184.4	222.2	132.7	55.2	49.5	(27.9)	124.6	0.5
NPM	10.3	4.9	4.6	4.3	13.6	12.6	11.6	9.6	6.9	9.2	6.0	11.8	10.6

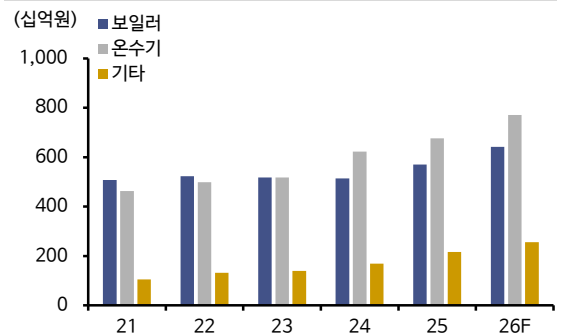
자료: 회사자료, 신한투자증권 추정

경동나비엔 실적 추이 및 전망



자료: 회사자료, 신한투자증권 추정

사업부별 실적 추이 및 전망



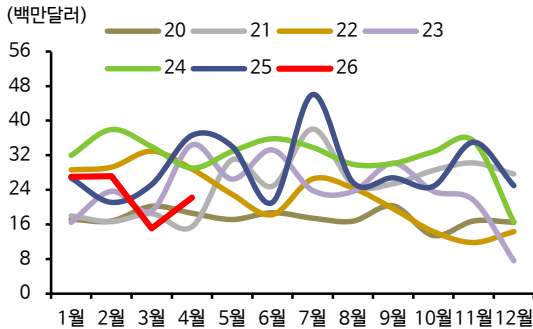
자료: 회사자료, 신한투자증권 추정

지역별 매출액 추이

	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
국내	273.2	298.5	314.2	344.7	335.4	370.1	395.4	387.6	389.7	411.5	458.4
북미	176.9	213.0	244.3	283.8	332.5	392.0	581.9	649.6	660.9	774.9	865.8
러시아	28.6	30.5	34.7	38.9	41.6	45.6	57.9	72.4	79.9	78.7	80.0
중국	23.0	30.4	77.7	42.5	46.1	48.2	47.6	29.9	30.9	30.7	23.9
기타	10.4	10.9	13.7	16.7	18.7	17.5	20.1	21.4	42.9	58.0	74.1
수출 비중	47	49	54	53	57	58	64	67	68	70	69

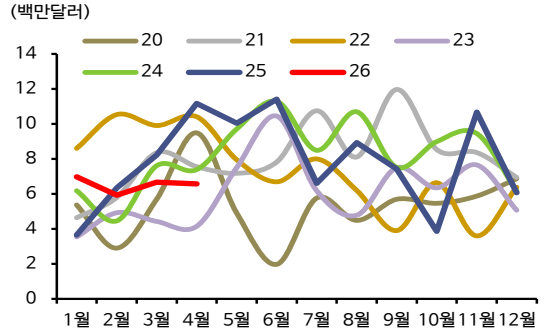
자료: 회사자료, 신한투자증권 추정

가스형 순간식 온수기 미국向 수출액 추이



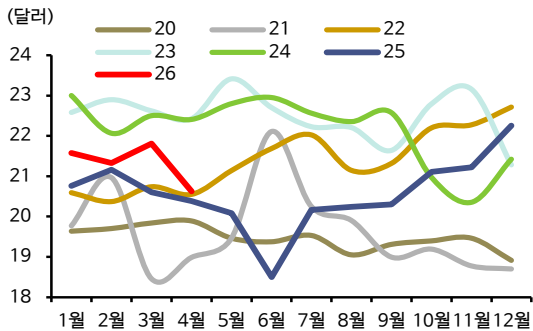
자료: 한국무역통계진흥원, 신한투자증권
주: 수출입코드 '8419110000'

가스형 보일러 미국向 수출액 추이



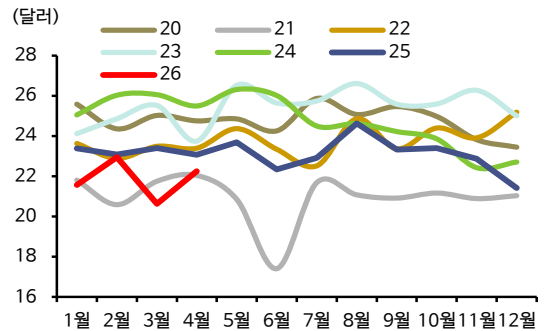
자료: 한국무역통계진흥원, 신한투자증권
주: 수출입코드 '8403103000'

가스형 순간식 온수기 미국向 평균가격 추이



자료: 한국무역통계진흥원, 신한투자증권
주: 수출입코드 '8419110000'

가스형 보일러 미국向 평균가격 추이



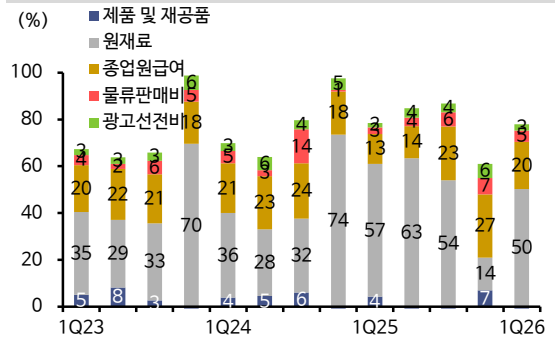
자료: 한국무역통계진흥원, 신한투자증권
주: 수출입코드 '8403103000'

Navien 주거용 HVAC 제품 포트폴리오



자료: 회사 자료, 신한투자증권

분기별 성격별 비용의 비중 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	1,358.9	1,522.2	1,731.4	1,933.8	2,212.4
유동자산	735.1	782.6	871.4	1,041.5	1,262.6
현금및현금성자산	100.0	148.7	168.7	252.9	376.6
매출채권	150.8	167.4	174.1	195.4	219.5
재고자산	413.8	419.8	475.7	533.8	599.8
비유동자산	623.7	739.6	860.0	892.3	949.8
유형자산	468.1	582.2	680.3	716.5	776.7
무형자산	32.9	36.5	52.9	47.6	43.4
투자자산	22.2	25.2	31.2	32.6	34.2
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	663.5	751.7	771.0	783.2	846.7
유동부채	581.7	607.7	613.0	614.8	666.7
단기차입금	196.3	277.8	235.5	195.8	195.8
매입채무	154.7	147.0	166.6	187.0	210.1
유동성장기부채	0.3	0.3	4.1	0.0	0.0
비유동부채	81.8	144.0	158.0	168.3	180.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	17.3	69.4	73.5	73.5	73.5
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	695.4	770.5	960.5	1,150.6	1,365.7
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	8.2	5.6	5.6	5.6	5.6
이익잉여금	620.8	698.4	888.4	1,078.5	1,293.6
지배주주지분	695.4	770.5	960.5	1,150.6	1,365.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	221.1	354.9	321.4	278.7	279.8
*순차입금(순현금)	96.8	199.6	145.2	17.3	(106.2)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	52.5	71.2	270.9	262.7	295.3
당기순이익	124.3	89.7	201.5	202.4	228.1
유형자산상각비	44.0	48.1	78.3	85.5	97.4
무형자산상각비	3.3	4.7	6.6	5.3	4.2
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산손실손실(이익)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(123.1)	(90.0)	(15.8)	(30.7)	(34.8)
(법인세납부)	(33.4)	(60.1)	(68.4)	(61.3)	(80.3)
기타	37.2	78.5	68.4	61.2	80.4
투자활동으로인한현금흐름	(114.4)	(141.7)	(206.1)	(124.0)	(160.2)
유형자산증가(CAPEX)	(94.3)	(153.5)	(176.3)	(121.7)	(157.6)
유형자산감소	2.8	3.9	0.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(17.0)	(7.6)	(23.0)	0.0	0.0
투자자산감소(증가)	0.0	0.0	(6.0)	(1.4)	(1.6)
기타	(5.9)	15.5	(0.8)	(0.9)	(1.0)
FCF	(30.3)	(88.9)	64.3	133.4	130.7
재무활동으로인한현금흐름	75.7	116.3	(44.3)	(54.3)	(11.1)
차입금증가(감소)	93.6	137.1	(33.5)	(42.7)	1.2
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(7.9)	(9.4)	(10.8)	(11.6)	(12.3)
기타	(10.0)	(11.4)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.3)	(0.3)	(0.3)
현결범위변동으로인한현금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	3.3	2.9	0.0	0.0	0.0
현금증가(감소)	17.2	48.7	20.1	84.1	123.6
기초현금	82.8	100.0	148.7	168.8	252.9
기말현금	100.0	148.7	168.8	252.9	376.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	1,353.9	1,502.2	1,702.2	1,910.2	2,146.4
증감률 (%)	12.4	11.0	13.3	12.2	12.4
매출원가	743.3	863.7	945.7	1,084.6	1,218.7
매출총이익	610.6	638.5	756.5	825.6	927.7
매출총이익률 (%)	45.1	42.5	44.4	43.2	43.2
판매관리비	478.0	495.1	511.8	556.3	610.3
영업이익	132.6	143.4	244.7	269.3	317.4
증감률 (%)	25.2	8.1	70.7	10.1	17.9
영업이익률 (%)	9.8	9.5	14.4	14.1	14.8
영업외손익	20.2	7.3	25.3	(5.6)	(9.0)
금융손익	21.8	7.2	6.2	8.8	12.0
기타영업외손익	(1.7)	0.0	19.1	(14.3)	(21.0)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	152.8	150.6	270.0	263.7	308.4
법인세비용	28.4	60.9	68.4	61.3	80.3
계속사업이익	124.3	89.7	201.5	202.4	228.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	124.3	89.7	201.5	202.4	228.1
증감률 (%)	49.5	(27.9)	124.7	0.4	12.7
순이익률 (%)	9.2	6.0	11.8	10.6	10.6
(지배주주)당기순이익	124.3	89.7	201.5	202.4	228.1
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
종포괄이익	118.8	84.5	201.5	202.4	228.1
(지배주주)종포괄이익	118.8	84.5	201.5	202.4	228.1
(비지배주주)종포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	179.9	196.2	329.6	360.0	419.0
증감률 (%)	18.0	9.0	68.0	9.2	16.4
EBITDA 이익률 (%)	13.3	13.1	19.4	18.8	19.5

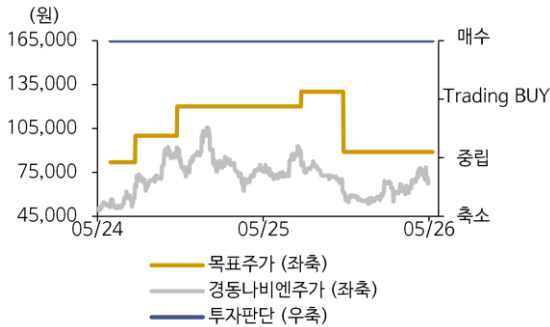
주요 투자지표

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (당기순이익, 원)	8,535	6,157	13,832	13,893	15,658
EPS (지배순이익, 원)	8,535	6,157	13,832	13,893	15,658
BPS (자본총계, 원)	47,734	52,887	65,926	78,976	93,742
BPS (지배지분, 원)	47,734	52,887	65,926	78,976	93,742
DPS (원)	650	750	800	850	900
PER (당기순이익, 배)	10.3	9.0	4.9	4.9	4.4
PER (지배순이익, 배)	10.3	9.0	4.9	4.9	4.4
PBR (자본총계, 배)	1.8	1.0	1.0	0.9	0.7
PBR (지배지분, 배)	1.8	1.0	1.0	0.9	0.7
EV/EBITDA (배)	7.6	5.1	3.5	2.8	2.1
배당성향 (%)	7.6	12.1	5.7	6.1	5.7
배당수익률 (%)	0.7	1.4	1.2	1.2	1.3
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	13.3	13.1	19.4	18.8	19.5
영업이익률 (%)	9.8	9.5	14.4	14.1	14.8
순이익률 (%)	9.2	6.0	11.8	10.6	10.6
ROA (%)	10.3	6.2	12.4	11.0	11.0
ROE (지배순이익, %)	19.4	12.2	23.3	19.2	18.1
ROIC (%)	11.5	11.8	18.1	18.5	19.5
안정성					
부채비율 (%)	95.4	97.6	80.3	68.1	62.0
순차입금비율 (%)	13.9	25.9	15.1	1.5	(7.8)
현금비율 (%)	17.2	24.5	27.5	41.1	56.5
이자보상배율 (배)	17.1	15.0	21.8	27.1	34.3
활동성					
순운전자본회전율 (회)	6.7	5.3	5.1	5.2	5.2
재고자산회수기간 (일)	96.3	101.3	96.0	96.4	96.4
매출채권회수기간 (일)	36.3	38.7	36.6	35.3	35.3

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	(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	(30.4)	(12.7)
2026년 05월 14일		6개월경과	-	-

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 (2026년 05월 19일 기준)

매수 (매수)	88.59%	Trading BUY (중립)	7.60%	중립 (중립)	3.80%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------