

경동나비엔 (009450)

환율 보다 HVAC 주목

2026년 10월 15일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	110,000 원 (유지)
✓ 상승여력	66.9%	✓ 현재주가 (10월 14일)	65,900 원

신한생각 환율 하락에도 선방한 수익성 방어

3Q26 매출액 3,940억원(+28.8% YoY, 이하 생략), 영업이익 381억원 (OPM 9.7%) 전망. 전분기 대비 수익성은 감소했으나 변동폭이 축소돼 실적 가시성이 높아졌다고 판단. 2Q26 관세 환입으로 인해 영업이익률이 일회적으로 21.7%를 기록. 반면 3분기는 환헤지 없이 연초 대비 누계 환율을 적용해 상반기 평균 1,450원 대비 하락분이 3분기 손익에 반영

이제 온수기뿐만 아니라 HVAC를 보기 시작할 때

HVAC 매출은 7월 70억원 발생 이후 같은 수준을 유지하고 있으며, 연을화 시 연간 1천억원 내외의 매출 달성 예상. 평균 마진은 온수기보다 높지만 판촉비 등 각종 비용을 먼저 부담하는 구간으로 2027년까지 보수적인 수익성 전망. 3분기 9.7%의 영업이익률에서 점진적으로 상방 압력으로 작용할 것이라고 판단. HVAC으로 최종 시장규모는 온수기 대비 10배 확장

1~8월 온수기 누적 수출액은 2024년 2억 7천만달러에서 2026년 1억 8천만달러로 줄어든 것으로 보이나, 이는 현지 재고 관리 정책 변경으로 인한 감소로 실제 수요에는 영향이 없는 것으로 판단. 중장기 관점에서 하이브리드 온수기는 AOSmith의 기존 가스식 온수기 시장까지 가져올 전망

Valuation & Risk: 목표주가 110,000원으로 유지

2027년 EPS 10,519원에 목표 PER 10.4배(5년 평균, AOSmith 대비 33% 할인)를 적용해 목표주가 110,000원으로 유지. 현재 주가는 2027년 PER 6.0배 수준. 하반기 및 2027년 수익성 현실화로 추정치 하향한 반면 HVAC 시장 진입으로 TAM이 확장돼 기존 대비 타겟 PER 상향

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	1,353.9	1,502.2	1,629.6	1,828.6	2,054.4
영업이익 (십억원)	132.6	143.4	229.1	209.9	251.2
순이익 (십억원)	124.3	89.7	189.3	152.0	176.0
ROE (%)	19.4	12.2	22.0	14.9	15.0
배당수익률 (%)	0.7	1.4	1.4	1.5	1.7
PER (배)	10.2	8.9	4.8	6.0	5.2
PBR (배)	1.8	1.0	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA (배)	7.6	5.1	3.9	4.1	3.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[핵심성장]

허성규 선임연구원

✉ sqheo@shinhan.com

이재윤 연구원

✉ cyunee@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	상향

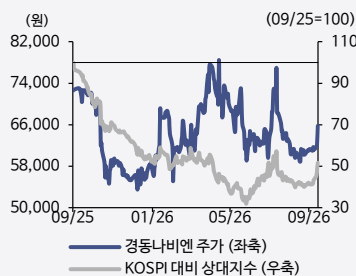
시가총액	958.6십억원
발행주식수(유동비율)	14.6백만주(41.6%)
52주 최고가/최저가	78,500 원/53,600 원
일평균 거래액 (60 일)	2,817 백만원
외국인 지분율	9.6%

주요주주 (%)

경동원 외 1인	57.6
국민연금공단	7.1

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	10.0	5.4	(6.5)	17.5
상대	22.4	20.3	(44.6)	(15.7)

주가

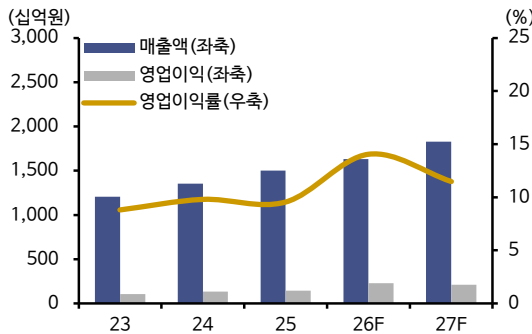


경동나비엔 실적테이블

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26A	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	365.2	392.3	306.0	438.8	425.3	388.2	394.0	422.1	1,204.3	1,353.9	1,502.2	1,629.6	1,828.6
YoY	13.0	27.5	(5.2)	9.6	16.5	(1.0)	28.8	(3.8)	3.7	12.4	11.0	8.5	12.2
QoQ	(8.8)	7.4	(22.0)	43.4	(3.1)	(8.7)	1.5	7.1					
보일러	146.1	141.8	116.3	166.7	170.1	147.1	142.6	157.4	517.9	514.5	570.9	617.2	683.1
YoY	25.5	4.3	(2.7)	16.9	16.5	3.8	22.6	(5.6)	(0.9)	(0.7)	11.0	8.1	10.7
QoQ	2.4	(3.0)	(18.0)	43.4	2.0	(13.5)	(3.1)	10.4					
온수기	149.7	191.1	137.7	197.4	187.1	170.8	175.9	195.0	517.9	622.8	676.0	728.9	827.0
YoY	5.3	14.5	(7.3)	19.6	25.0	(10.6)	27.8	(1.2)	3.7	20.3	8.5	7.8	13.5
QoQ	(9.3)	27.7	(27.9)	43.4	(5.2)	(8.7)	3.0	10.8					
기타	69.4	59.4	52.0	74.6	68.1	70.2	75.5	69.7	168.6	216.6	255.4	283.5	318.4
YoY	7.3	1,152.4	(4.7)	(19.5)	(1.9)	18.3	45.1	(6.6)	21.0	28.5	17.9	11.0	12.3
QoQ	(25.1)	(14.4)	(12.4)	43.4	(8.8)	3.2	7.5	(7.7)					
영업이익	39.4	51.2	8.0	44.7	63.8	84.3	38.1	42.9	105.9	132.6	143.4	229.1	209.9
YoY	21.2	73.7	(78.3)	32.7	61.7	64.6	377.2	(4.2)	77.2	25.2	8.1	59.8	(8.4)
QoQ	17.0	29.8	(84.4)	459.8	42.6	32.0	(54.7)	12.4					
OPM	10.8	13.0	2.6	10.2	15.0	21.7	9.7	10.2	8.8	9.8	9.5	14.1	11.5
당기순이익	37.7	19.3	14.0	18.7	58.0	68.5	33.8	29.9	83.1	124.3	89.7	189.3	152.0
YoY	20.1	(32.1)	(11.4)	(61.6)	53.8	254.1	142.0	59.7	55.2	49.5	(27.9)	111.0	(20.0)
NPM	10.3	4.9	4.6	4.3	13.6	17.6	8.6	7.1	6.9	9.2	6.0	11.6	8.3

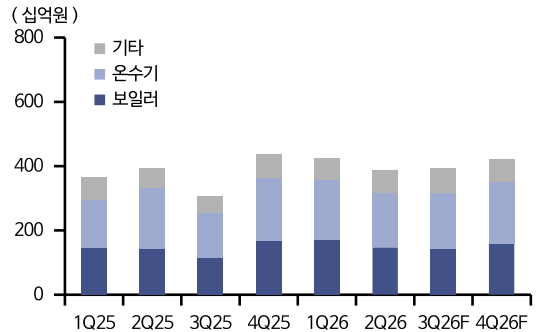
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

사업부별 분기 매출액 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

경동나비엔 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		변화율	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
연결매출	1,692.6	1,899.4	1,629.6	1,828.6	(3.7)	(3.7)
영업이익	267.9	266.8	229.1	209.9	(14.5)	(21.3)
지배순이익	218.3	199.7	189.3	152.0	(13.3)	(23.9)
영업이익률	15.8	14.0	14.1	11.5	(11.2)	(18.3)
순이익률	12.9	10.5	11.6	8.3	(9.9)	(20.9)

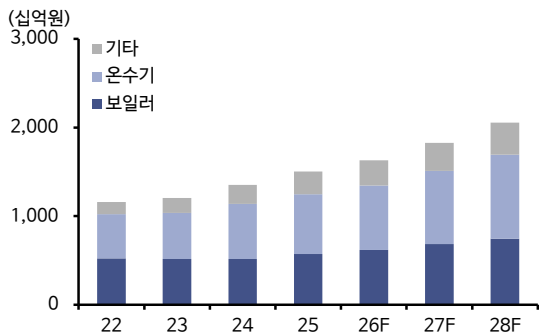
자료: 신한투자증권 추정

밸류에이션 테이블: 목표주가 110,000원 유지

PER based Valuation	변경 전	변경 후	비고
목표주가 산정기간	26년	27년	
EPS (원)	13,724	10,519	관세 환입으로 26F 일회성 EPS 증가
Target PER (배)	8.0	10.4	HVAC 시장 진입으로 멀티플 증가
목표주가 (원)	110,000	110,000	EPS 하향, 타겟 멀티플 증가
현재주가 (원)		65,900	
상승여력 (%)		66.9	

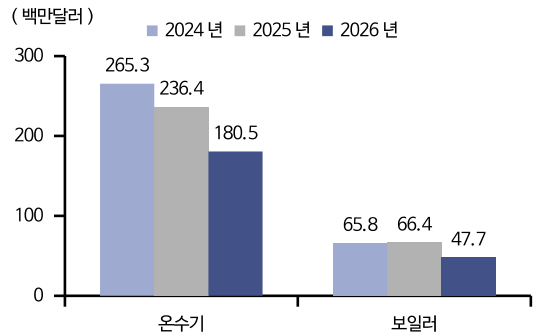
자료: 신한투자증권

사업부별 매출 추이



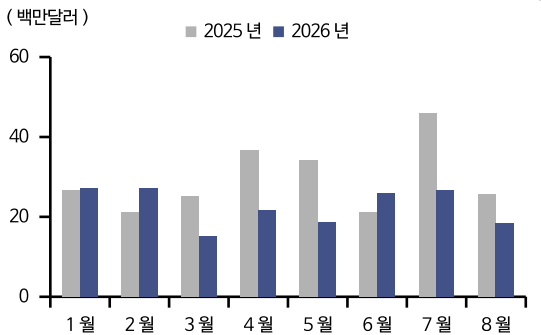
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

미국 1~8월 누적 수출액



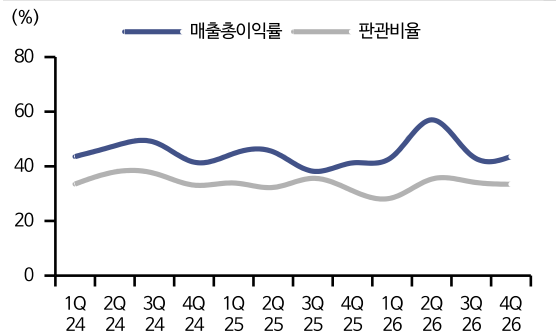
자료: 한국무역통계진흥원, 신한투자증권

미국향 가스 순간식 온수기 수출액



자료: 한국무역통계진흥원, 신한투자증권

분기 매출총이익률과 판관비율



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정. 2Q26 GPM은 관세 환입

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	1,358.9	1,522.2	1,703.0	1,832.3	1,976.7
유동자산	735.1	782.6	806.5	849.0	932.9
현금및현금성자산	100.0	148.7	106.4	71.3	67.1
매출채권	150.8	167.4	180.9	203.0	228.0
재고자산	413.8	419.8	454.7	510.2	573.2
비유동자산	623.7	739.6	896.5	983.3	1,043.8
유형자산	468.1	582.2	737.3	822.3	881.3
무형자산	32.9	36.5	42.6	44.4	45.9
투자자산	22.2	25.2	23.8	23.8	23.8
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	663.5	751.7	743.8	733.3	715.4
유동부채	581.7	607.7	574.4	563.9	546.1
단기차입금	196.3	277.8	235.8	205.8	165.8
매입채무	154.7	147.0	159.7	179.2	201.3
유동성장기부채	7.5	7.6	7.6	7.6	7.6
비유동부채	81.8	144.0	169.3	169.3	169.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	17.3	69.4	75.4	75.4	75.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	695.4	770.5	959.3	1,099.0	1,261.3
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)	(78.5)	(78.5)	(78.5)
기타포괄이익누계액	8.2	5.6	8.7	8.7	8.7
이익잉여금	620.8	698.4	876.3	1,016.1	1,178.3
지배주주지분	695.4	770.5	951.6	1,091.4	1,253.6
비지배주주지분	0.0	0.0	7.6	7.6	7.6
*충차입금	221.1	354.9	318.9	288.9	248.9
*순차입금(순현금)	96.8	199.6	208.1	213.3	177.5

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	52.5	71.2	205.0	156.1	178.6
당기순이익	124.3	89.7	190.1	152.0	176.0
유형자산상각비	44.0	48.1	50.5	56.0	62.0
무형자산상각비	3.3	4.7	5.8	6.2	6.5
외환환산손실(이익)	(15.0)	(4.0)	(10.5)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.2	0.3	0.2	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전차분변동	(123.1)	(90.0)	(68.9)	(58.1)	(65.9)
(법인세납부)	(33.4)	(60.1)	(45.7)	(46.2)	(61.4)
기타	52.1	82.3	83.4	46.2	61.4
투자활동으로인한현금흐름	(114.4)	(141.7)	(158.7)	(138.0)	(118.0)
유형자산증가(CAPEX)	(94.3)	(153.5)	(139.9)	(130.0)	(110.0)
유형자산감소	2.8	3.9	0.2	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(17.0)	(7.6)	(7.8)	(8.0)	(8.0)
투자자산감소(증가)	(5.4)	17.6	(10.6)	0.0	0.0
기타	(0.5)	(2.1)	(0.6)	0.0	0.0
FCF	(58.8)	(89.9)	57.3	18.1	60.6
재무활동으로인한현금흐름	75.7	116.3	(96.0)	(53.3)	(64.7)
차입금증가(감소)	93.6	137.1	(74.2)	(30.0)	(40.0)
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(7.9)	(9.4)	(10.8)	(12.3)	(13.7)
기타	(9.9)	(11.4)	(11.0)	(11.0)	(11.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	3.3	2.9	7.5	0.0	0.0
현금증가(감소)	17.2	48.7	(42.3)	(35.1)	(4.2)
기초현금	82.8	100.0	148.7	106.4	71.3
기말현금	100.0	148.7	106.4	71.3	67.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	1,353.9	1,502.2	1,629.6	1,828.6	2,054.4
증감률 (%)	12.4	11.0	8.5	12.2	12.4
매출원가	743.3	863.7	866.6	1,038.2	1,166.5
매출총이익	610.6	638.5	763.1	790.4	888.0
매출총이익률 (%)	45.1	42.5	46.8	43.2	43.2
판매관리비	478.0	495.1	534.0	580.5	636.8
영업이익	132.6	143.4	229.1	209.9	251.2
증감률 (%)	25.2	8.1	59.8	(8.4)	19.7
영업이익률 (%)	9.8	9.5	14.1	11.5	12.2
영업외손익	20.2	7.3	22.4	(11.7)	(13.8)
금융손익	21.8	7.2	11.6	(11.0)	(17.2)
기타영업외손익	(1.7)	0.0	10.8	(0.7)	3.4
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	152.8	150.6	251.5	198.2	237.4
법인세비용	28.4	60.9	61.4	46.2	61.4
계속사업이익	124.3	89.7	190.1	152.0	176.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	124.3	89.7	190.1	152.0	176.0
증감률 (%)	49.5	(27.9)	111.9	(20.0)	15.8
순이익률 (%)	9.2	6.0	11.7	8.3	8.6
(지배주주)당기순이익	124.3	89.7	189.3	152.0	176.0
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.8	0.0	0.0
총포괄이익	118.8	84.5	192.7	152.0	176.0
(지배주주)총포괄이익	118.8	84.5	192.4	152.0	176.0
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0
EBITDA	179.9	196.2	285.4	272.1	319.7
증감률 (%)	18.0	9.0	45.5	(4.7)	17.5
EBITDA 이익률 (%)	13.3	13.1	17.5	14.9	15.6

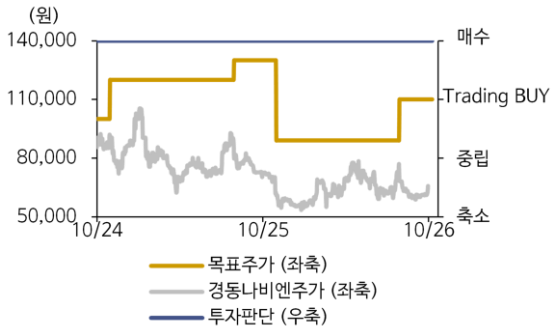
주요 투자지표

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (당기순이익, 원)	8,603	6,206	13,153	10,519	12,177
EPS (지배순이익, 원)	8,603	6,206	13,100	10,519	12,177
BPS (자본총계, 원)	48,116	53,311	66,371	76,040	87,267
BPS (지배지분, 원)	48,116	53,311	65,843	75,512	86,739
DPS (원)	650	750	850	950	1,050
PER (당기순이익, 배)	10.2	8.9	4.8	6.0	5.2
PER (지배순이익, 배)	10.2	8.9	4.8	6.0	5.2
PBR (자본총계, 배)	1.8	1.0	0.9	0.8	0.7
PBR (지배지분, 배)	1.8	1.0	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA (배)	7.6	5.1	3.9	4.1	3.4
배당성향 (%)	7.6	12.1	6.5	9.0	8.6
배당수익률 (%)	0.7	1.4	1.4	1.5	1.7
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	13.3	13.1	17.5	14.9	15.6
영업이익률 (%)	9.8	9.5	14.1	11.5	12.2
순이익률 (%)	9.2	6.0	11.7	8.3	8.6
ROA (%)	10.3	6.2	11.8	8.6	9.2
ROE (지배순이익, %)	19.4	12.2	22.0	14.9	15.0
ROIC (%)	15.5	9.7	16.2	13.0	13.5
안정성					
부채비율 (%)	95.4	97.6	77.5	66.7	56.7
순차입금비율 (%)	13.9	25.9	21.7	19.4	14.1
현금비율 (%)	21.4	25.6	19.3	13.4	13.1
이자보상배율 (배)	17.1	15.0	16.3	17.3	23.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	4.0	3.5	3.6	3.6	3.6
재고자산회수기간 (일)	175.4	176.1	184.2	169.6	169.5
매출채권회수기간 (일)	36.3	38.7	39.0	38.3	38.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

투자의견 및 목표주가 추이

경동나비엔(009450)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
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	(25.1)	(11.8)
2026년 08월 12일	매수	110,000	-	-

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, 이채운)
- ◆ 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 10월 13일 기준)

매수 (매수)	94.51%	Trading BUY (중립)	2.20%	중립 (중립)	3.30%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------