

경동나비엔 009450

1분기부터 성장과 수익성 반등

4분기 일시적 물량 감소와 비용 증가로 실적 부진

25년 4분기 매출액 4,000억원 (+6.7% YoY, +24.1% QoQ), 영업이익 338억원 (-3.1% YoY, -8.3% QoQ)로 기존 우리 추정치 매출 4,350억원, 영업이익 430억원을 하회했다. 영업이익률은 8.4%로 작년 평균 9% 후반을 밑돌았다. 매출 부진의 이유는 원/달러 환율 상승에도 불구하고 1)북미 installer들의 트럼프 정부 출범 전 재고 축적 영향, 2) 일부 물량 이연 효과, 3) 하이드로 퍼네스 발주 연기 등에 기인하는 것으로 추정된다.

영업이익 부진은 북미 신제품 관련 프로모션 비용 및 달러 강세 따른 북미법인 판매비 증가 등이 원인인 것으로 추정된다. 그 외 비용 관련 내용은 감사 보고서 공시 이후 확인이 가능하다. 환평가 관련 이익이 최소 150억원 이상 발생하면서 순이익은 우리 추정치를 크게 웃돈 480억원 (순이익률 12%)를 기록했다.

25년 1분기 성장률과 수익성 정상 수준으로 회복

작년과 마찬가지로 올해도 국내는 부진하지만 북미 사업의 높은 성장률은 지속되고 있다. 수출 물동량 증가, 일부 이연된 매출 인식 및 환율 효과 지속으로 25년 1분기 매출액은 3,780억원 (+17% YoY)로 15% 내외 수준의 성장을 회복할 전망이다. 일회성 비용 소멸로 인해 1분기 영업이익률은 10%, 영업이익 378억원 (+16.2% YoY)로 전망한다. 하이드로 퍼네스의 본격적인 물량 증가는 1분기 후반 혹은 2분기로 예상되며 히트펌프 출시도 하반기에 예정되어 있다. 북미 퍼네스 시장 규모는 연간 500만대로 추정되며 이는 현재 콘텐츠 온수기의 5배 수준이다. 북미 콘텐츠 온수기 시장을 개화시킨 동사의 성공 경험이라면 연간 25~50만대는 충분히 가능하다고 판단된다.

시장은 크게 실망했지만 사측도 좀 더 적극적으로 대응해주고 있는 상황

4분기 실적 미스로 시장의 눈 높이가 다소 낮아졌다. 다만 일회성 성격이 강했고 수출 물동량도 증가하는 것으로 파악되는 만큼 1분기 회복이 기대된다. 사측도 25년 매출 1.6조원 이상 (+21% YoY), OPM 10%에 대해서 부담 없어 하는 분위기다. 좀 더 긴 호흡에서 지켜볼 가치가 있다고 판단된다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,103	1,161	1,204	1,389	1,680
영업이익	64	60	106	142	165
영업이익률(%)	5.8	5.1	8.8	10.3	9.8
세전이익	102	73	107	146	187
지배주주지분순이익	81	54	83	113	145
EPS(원)	5,536	3,678	5,707	7,846	10,028
증감률(%)	80.9	-33.6	55.2	37.5	27.8
ROE(%)	20.2	11.1	15.1	17.8	19.1
PER(배)	9.9	9.2	8.3	10.2	8.0
PBR(배)	1.8	1.0	1.2	1.7	1.4
EV/EBITDA(배)	8.5	6.0	4.6	5.9	5.0

자료: 경동나비엔, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.kr

강태호 RA
02-709-2666
kth@ds-sec.co.kr

2025.02.06

매수(유지)

목표주가(유지)	130,000원
현재주가(02/05)	80,300원
상승여력	61.9%

Stock Data

KOSPI	2,509.3pt
시가총액(보통주)	1,170십억원
발행주식수	14,569천주
액면가	1,000원
자본금	15십억원
60일 평균거래량	113천주
60일 평균거래대금	9,900백만원
외국인 지분율	11.2%
52주 최고가	107,700원
52주 최저가	47,200원
주요주주	
경동원(외 2인)	57.6%
국민연금공단(외 1인)	7.1%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-9.8	-12.5
3M	-5.6	-3.0
6M	55.3	52.5

주가차트

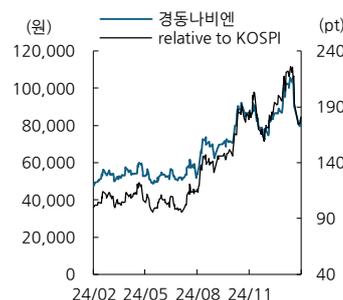
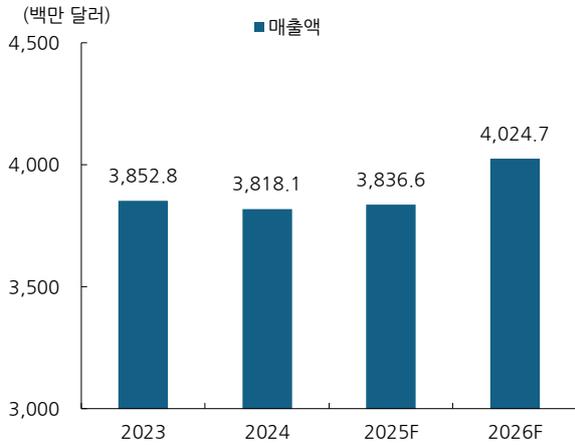
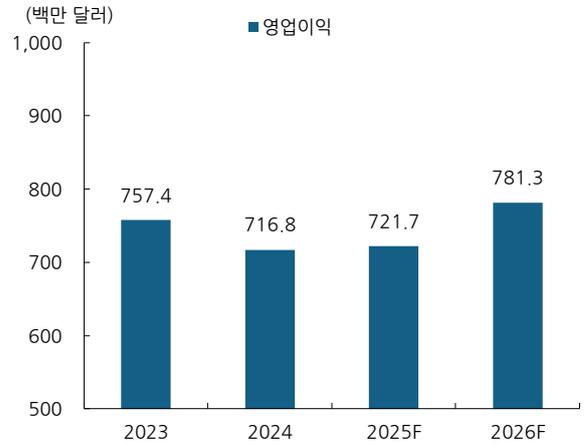


그림1 AO Smith 매출액 추이 및 전망



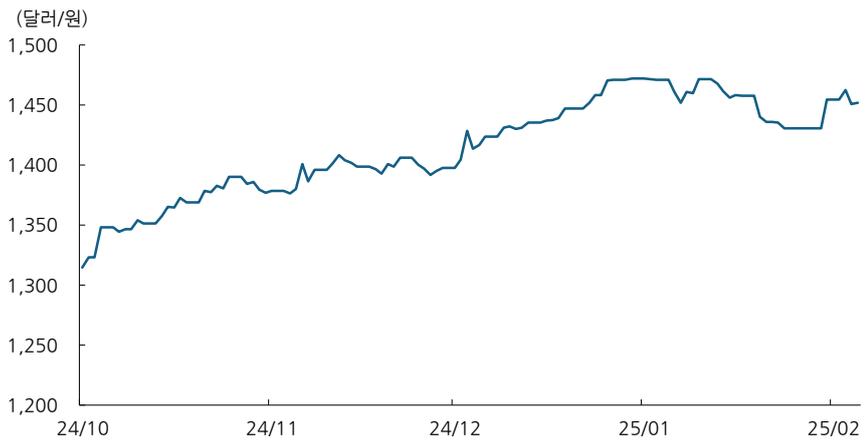
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터
 주: 추정치는 Bloomberg 컨센서스

그림2 AO Smith 영업이익 추이 및 전망



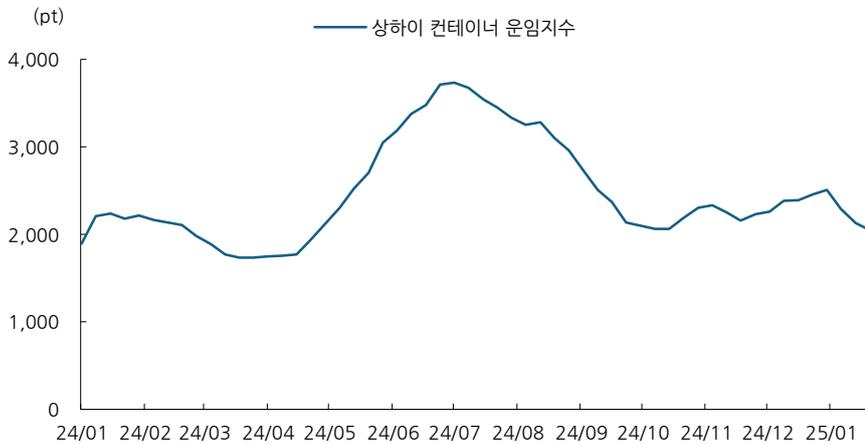
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터
 주: 추정치는 Bloomberg 컨센서스

그림3 원-달러 환율 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림4 상하이 컨테이너 운임지수 추이



자료: Clarkson, DS투자증권 리서치센터

표1 경동나비엔 4Q24P 실적 Vs. 당사 추정치

(십억원, %)	4Q24P	YoY (%)	QoQ (%)	4Q24P	차이 (%)
	실적			DS추정치	
매출액	400	14.2	4.9	435	-8.0
영업이익	33.8	67.3	25.0	43.5	-22.4

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

표2 경동나비엔 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2021	2022	2023	2024P	2025F	2026F
매출액	1,103	1,161	1,204	1,354	1,637	1,944
YoY	26.3	5.3	3.7	12.4	20.9	18.8
영업이익	64.3	59.8	105.9	132.6	161.8	193.0
OPM	5.8	5.1	8.8	9.8	9.9	9.9
지배주주 순이익	80.7	53.6	83.2	123.9	134.9	202.7
NPM	7.3	4.6	6.9	9.1	8.2	10.4

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 경동나비엔 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
매출액	289	257	282	375	323	308	323	400	378	372	394	492
YoY	-1.7	3.6	0.4	11.3	11.7	19.6	14.2	6.7	17.0	21.0	22.0	23.0
QoQ	-14.2	-11.1	9.8	32.9	-13.9	-4.8	4.9	24.1	-5.5	-1.6	5.8	25.1
영업이익	38.6	10.5	22.0	34.9	32.5	29.5	36.8	33.8	37.8	36.8	39.4	47.8
OPM	13.3	4.1	7.8	9.3	10.1	9.6	11.4	8.4	10.0	9.9	10.0	9.7
지배주주 순이익	30.9	11.2	18.7	22.4	31.4	28.5	15.8	48.2	36.5	35.4	28.6	34.5
NPM	10.7	4.3	6.6	6.0	9.7	9.3	4.9	12.0	9.6	9.5	7.3	7.0

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

표4 경동나비엔 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		차이	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	1,680	1,996	1,637	1,944	-2.6	-2.6
영업이익	165	198	162	193	-1.9	-2.5

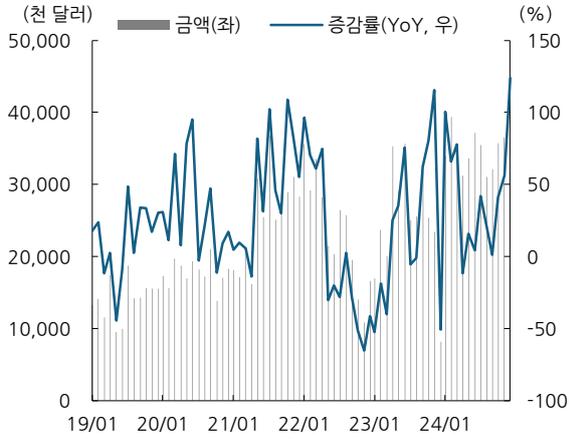
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표5 경동나비엔 목표주가 산정방식

(십억원, 주, 원, 배)	배수/금액	비고
25F 순이익	135	
유통주식수	14,568,592	
25F EPS	9,262	
Target P/E	13.6	AO Smith 25F 17배 대비 20% 할인
목표주가 (원)	130,000	
현재주가 (원)	80,300	
상승여력 (%)	61.9	

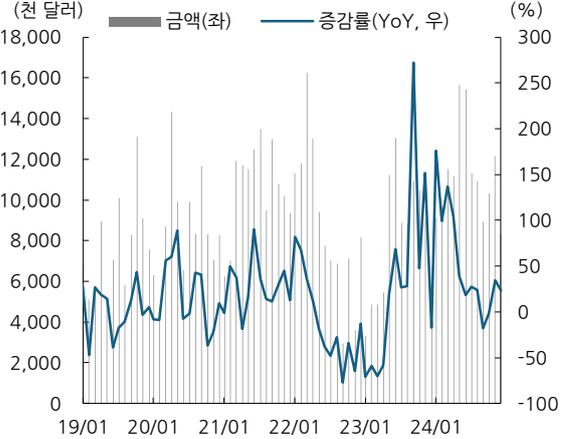
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 경기 평택 가스온수기 수출 금액 및 증감률 추이



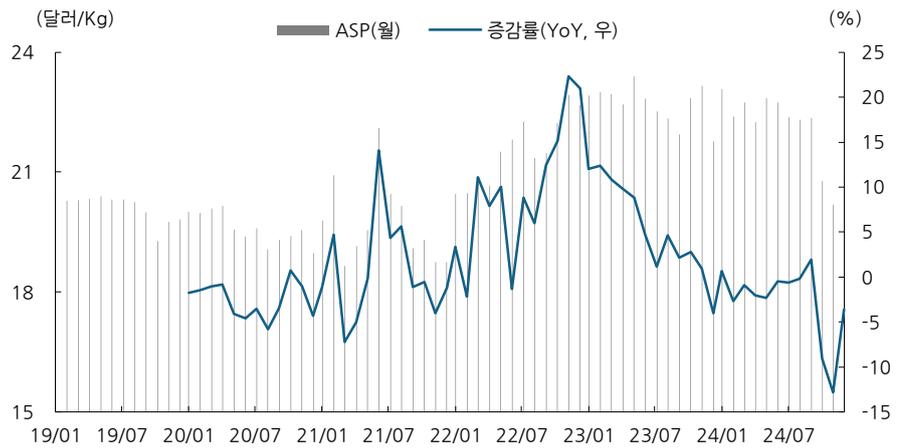
자료: 한국무역협회, DS투자증권 리서치센터

그림6 경기 평택 가스 보일러 수출 금액 및 증감률 추이



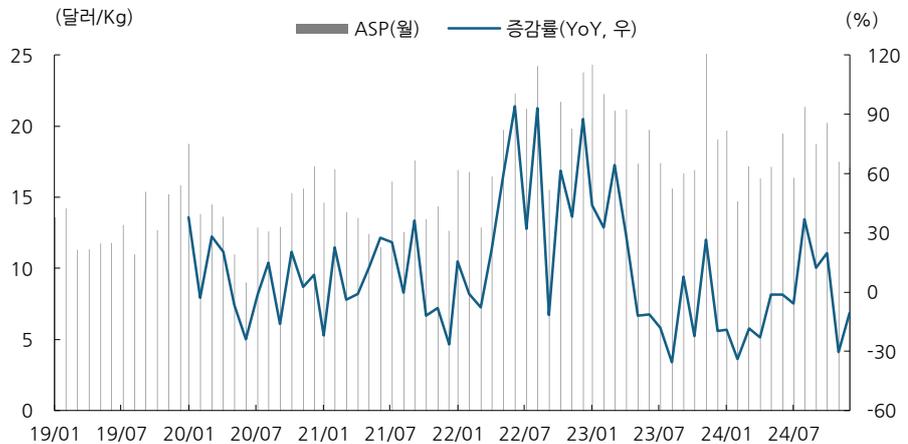
자료: 한국무역협회, DS투자증권 리서치센터

그림7 경기 평택 가스온수기 수출 ASP 및 증감률 추이



자료: 한국무역협회, DS투자증권 리서치센터

그림8 경기 평택 가스 보일러 수출 ASP 및 증감률 추이



자료: 한국무역협회, DS투자증권 리서치센터

[경동나비엔 009450]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	476	523	555	637	769	매출액	1,103	1,161	1,204	1,389	1,680
현금 및 현금성자산	44	78	83	102	130	매출원가	684	693	690	776	946
매출채권 및 기타채권	148	114	131	142	171	매출총이익	419	468	514	613	734
재고자산	262	312	301	353	427	판매비 및 관리비	355	408	408	471	569
기타	21	19	40	40	40	영업이익	64	60	106	142	165
비유동자산	458	495	506	540	595	(EBITDA)	103	105	152	199	226
관계기업투자등	10	20	16	18	22	금융손익	25	-5	-6	-9	-9
유형자산	363	379	394	410	436	이자비용	3	7	9	9	9
무형자산	12	16	19	23	29	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	934	1,018	1,061	1,177	1,364	기타영업외손익	13	18	7	13	31
유동부채	435	424	410	420	472	세전계속사업이익	102	73	107	146	187
매입채무 및 기타채무	272	193	239	250	302	계속사업법인세비용	21	19	24	33	42
단기금융부채	101	181	99	99	99	계속사업이익	81	54	83	113	145
기타유동부채	62	49	71	71	71	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	49	77	66	66	67	당기순이익	81	54	83	113	145
장기금융부채	19	37	16	16	16	지배주주	81	54	83	113	145
기타비유동부채	30	40	50	50	51	총포괄이익	85	65	78	113	145
부채총계	483	500	476	487	539	매출총이익률 (%)	38.0	40.3	42.7	44.1	43.7
지배주주지분	450	518	585	690	824	영업이익률 (%)	5.8	5.1	8.8	10.3	9.8
자본금	15	15	15	15	15	EBITDAMA진률 (%)	9.3	9.0	12.7	14.3	13.4
자본잉여금	131	131	131	131	131	당기순이익률 (%)	7.3	4.6	6.9	8.2	8.6
이익잉여금	379	434	506	612	746	ROA (%)	9.7	5.5	8.0	10.1	11.4
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	20.2	11.1	15.1	17.8	19.1
자본총계	450	518	585	690	824	ROIC (%)	10.9	7.7	13.5	17.7	17.8

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	81	9	197	106	136	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	81	54	83	113	145	P/E	9.9	9.2	8.3	10.2	8.0
비현금수익비용가감	52	101	111	45	43	P/B	1.8	1.0	1.2	1.7	1.4
유형자산감가상각비	37	43	44	52	56	P/S	0.7	0.4	0.6	0.8	0.7
무형자산상각비	2	2	3	4	5	EV/EBITDA	8.5	6.0	4.6	5.9	5.0
기타현금수익비용	13	56	65	-11	-18	P/CF	6.0	3.2	3.5	7.4	6.2
영업활동 자산부채변동	-30	-95	39	-53	-51	배당수익률 (%)	0.8	1.5	1.2	0.9	1.2
매출채권 감소(증가)	-2	28	-76	-10	-30	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-65	-46	12	-53	-74	매출액	26.3	5.3	3.7	15.3	20.9
매입채무 증가(감소)	51	-70	88	10	52	영업이익	-4.2	-7.0	77.2	34.4	15.7
기타자산 부채변동	-14	-7	15	0	0	세전이익	94.8	-28.7	47.5	36.4	27.8
투자활동 현금	-13	-57	-77	-79	-97	당기순이익	93.7	-33.6	55.2	36.4	27.8
유형자산처분(취득)	-30	-54	-53	-68	-82	EPS	80.9	-33.6	55.2	37.5	27.8
무형자산 감소(증가)	-3	-5	-6	-9	-11	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	22	15	51	-2	-4	부채비율	107.3	96.6	81.4	70.5	65.4
기타투자활동	-2	-12	-68	0	0	유동비율	109.4	123.5	135.3	151.5	162.7
재무활동 현금	-63	79	-114	-8	-11	순차입금/자기자본(x)	15.8	26.2	2.4	-0.7	-4.1
차입금의 증가(감소)	-58	86	-106	0	0	영업이익/금융비용(x)	19.3	8.1	11.3	15.4	17.8
자본의 증가(감소)	-5	-7	-7	-8	-11	총차입금 (십억원)	120	218	116	116	116
배당금의 지급	5	7	7	8	11	순차입금 (십억원)	71	136	14	-5	-34
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	7	33	5	19	29	EPS	5,536	3,678	5,707	7,846	10,028
기초현금	37	44	78	83	102	BPS	30,917	35,536	40,127	47,365	56,570
기말현금	44	78	83	102	130	SPS	75,707	79,682	82,665	95,335	115,287
NOPLAT	51	44	82	110	128	CFPS	9,081	10,591	13,355	10,880	12,881
FCF	90	3	157	27	39	DPS	450	500	550	750	960

자료: 경동나비엔, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

경동나비엔 (009450) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2024-10-11	담당자변경				
2024-10-11	매수	130,000	-32.7	-18.9	
2024-11-13	매수	130,000	-32.6	-18.9	
2024-11-20	매수	130,000	-32.6	-18.9	
2025-02-06	매수	130,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업
매수 +10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립 -10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립 업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도 -10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

투자의견 비율

기준일 2024.12.31

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.