

경동나비엔 009450

관세는 단기, 성장은 장기

3분기 어닝 쇼크는 고객 선주문 이슈

3분기 물량이 크게 감소하면서 영업이익 79억의 어닝 쇼크를 기록했다. 수요 둔화는 아니었다. 6월 미국향 가스 온수기 가격을 5% 인상했음에도 선주문 소진으로 3분기 출하량이 예상을 크게 하회했다. 물량 감소의 원인은 관세를 앞두고 북미 고객사들의 선주문이 2분기에 집중된 데 따른 기저효과다.

4분기 뚜렷한 개선 전환 흐름 → 환율효과도 긍정적

12월 북미향 가스 온수기 가격이 추가로 5% 인상될 것으로 보인다. 4분기 중 물량 또한 전년 동기 대비 유사 수준으로 회복하고 있다. 6월과 12월 두 차례 총 10%의 가격 인상이 이뤄지고 물량 정상화 효과 그리고 환율까지 우호적인 만큼 4분기 매출은 +32% QoQ 증가한 4,000억원을 상회할 전망이다.

관세율 15% 적용에도 10%의 단가 인상이 GP 마진 하락 압력으로 작용했지만 4분기부터 물량 증가로 영업이익률은 최소 8% 대 방어가 가능할 것으로 보인다. 25년 연간 매출액은 8% YoY 성장으로 마감할 전망이다.

하이드로 퍼네스, 히트펌프 온수기 그리고 히트펌프는 길게 봐야 할 상품

관세 부담 해결은 26년 1분기 본격화되는 신제품 사이클에서 시작된다. 콘텐츠싱 하이드로 퍼네스, 히트펌프 온수기 그리고 히트펌프 등 고효율 제품 라인업 확대는 ASP 상승을 동반하며 새로운 시장을 개척한다. 퍼네스는 기존 콘텐츠싱 가스 온수기 시장의 5배에 달한다. 이를 통해 관세 영향에 따른 마진 훼손을 일정 부분 상쇄할 수 있다. 또한 과거 수준 이상의 수익성 턴어라운드는 완전한 제품 믹스 전환 이후인 27년을 타겟으로 보고 있다.

결론적으로 수익성 레벨은 소폭 낮아졌으나 26년 과도기를 거쳐 27년 과거 이상의 수익성으로 회복하는 경로가 예상된다. 또한 지난 3분기 실적 쇼크 이후 4분기부터는 물량 증가 및 가격 반등 그리고 26년은 신제품 효과가 가시화될 수 있다. 우리는 신제품 효과 가시화될 경우 주가는 선행하여 26년 상반기 빠르게 반등할 수 있다고 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,161	1,204	1,354	1,468	1,670
영업이익	60	106	133	132	145
영업이익률(%)	5.1	8.8	9.8	9.0	8.7
세전이익	73	107	153	117	142
지배주주지분순이익	54	83	124	95	116
EPS(원)	3,678	5,707	8,535	6,591	8,019
증감률(%)	-33.6	55.2	49.5	-22.8	21.7
ROE(%)	11.1	15.1	19.4	12.9	13.9
PER(배)	9.2	8.3	10.3	8.7	7.2
PBR(배)	1.0	1.2	1.8	1.1	0.9
EV/EBITDA(배)	6.0	4.6	7.6	4.3	3.9

자료: 경동나비엔, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김수현 미드스몰캡·지주회사·비상장

02-709-2650

seankim@ds-sec.co.kr

강태호 연구원

02-709-2666

kth@ds-sec.co.kr

2025.11.28

매수(유지)

목표주가(유지)	90,000원
현재주가(11/27)	57,500원
상승여력	56.5%

Stock Data

KOSPI	3,986.9pt
시가총액(보통주)	838십억원
발행주식수	14,569천주
액면가	1,000원
자본금	15십억원
60일 평균거래량	60천주
60일 평균거래대금	4,200백만원
외국인 지분율	8.2%
52주 최고가	107,700원
52주 최저가	54,500원
주요주주	
경동원(외 2인)	57.6%
국민연금공단(외 1인)	9.2%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-20.2	-18.9
3M	-25.8	-50.9
6M	-26.6	-77.7

주가차트

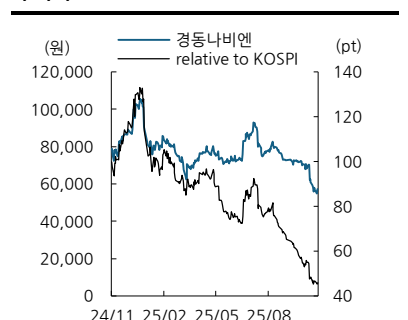


표1 경동나비엔 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출액	323	308	323	400	365	392	306	404	402	432	352	485
YoY	11.7	19.6	14.2	6.7	13.0	27.5	-5.2	1.0	10.0	10.0	15.0	20.0
QoQ	-13.9	-4.8	4.9	24.1	-8.8	7.4	-22.0	32.1	-0.7	7.4	-18.4	37.9
영업이익	32.5	29.5	36.8	33.8	39.5	51.2	8.0	33.2	35.8	34.5	28.2	46.1
OPM	10.1	9.6	11.4	8.4	10.8	13.0	2.6	8.2	8.9	8.0	8.0	9.5
지배주주 순이익	31.4	28.5	15.8	48.7	37.7	19.3	14.0	24.3	32.1	29.3	22.9	31.5
NPM	9.7	9.3	4.9	12.2	10.3	4.9	4.6	6.0	8.0	6.8	6.5	6.5

자료: 경동나비엔, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 경동나비엔 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,103	1,161	1,204	1,354	1,468	1,670
YoY	26.3	5.3	3.7	12.4	8.4	13.8
영업이익	64.3	59.8	105.9	132.6	131.8	144.5
OPM	5.8	5.1	8.8	9.8	9.0	8.7
지배주주 순이익	80.7	53.6	83.2	124.4	95.3	115.9
NPM	7.3	4.6	6.9	9.2	6.5	6.9

자료: 경동나비엔, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 경동나비엔 목표주가 산정방식

(십억원, 주, 원, 배)	배수/금액	비고
26F 순이익	116	
유통주식수	14,568,592	
26F EPS	7,955	
Target P/E	11.3	AO Smith 26F 15배 대비 30% 할인
목표주가 (원)	90,000	
현재주가 (원)	57,500	
상승여력 (%)	56.5	

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

[경동나비엔 009450]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	523	555	735	785	781	매출액	1,161	1,204	1,354	1,468	1,670
현금 및 현금성자산	78	83	100	182	146	매출원가	693	690	743	818	936
매출채권 및 기타채권	114	131	168	162	185	매출총이익	468	514	611	650	734
재고자산	312	301	414	387	397	판매비 및 관리비	408	408	478	518	590
기타	19	40	53	53	53	영업이익	60	106	133	132	145
비유동자산	495	506	624	669	820	(EBITDA)	105	152	180	198	226
관계기업투자등	20	16	16	16	16	금융손익	-5	-6	-5	-9	-9
유형자산	379	394	468	512	564	이자비용	7	9	8	9	9
무형자산	16	19	33	68	156	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	1,018	1,061	1,359	1,454	1,601	기타영업외손익	18	7	25	-6	7
유동부채	424	410	582	590	628	세전계속사업이익	73	107	153	117	142
매입채무 및 기타채무	193	239	265	273	311	계속사업법인세비용	19	24	28	22	26
단기금융부채	181	99	204	204	204	계속사업이익	54	83	124	95	116
기타유동부채	49	71	113	113	113	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	77	66	82	82	83	당기순이익	54	83	124	95	116
장기금융부채	37	16	17	17	17	지배주주	54	83	124	95	116
기타비유동부채	40	50	64	65	66	총포괄이익	65	78	121	95	116
부채총계	500	476	663	673	711	매출총이익률 (%)	40.3	42.7	45.1	44.3	44.0
지배주주지분	518	585	695	781	890	영업이익률 (%)	5.1	8.8	9.8	9.0	8.7
자본금	15	15	15	15	15	EBITDA마진률 (%)	9.0	12.7	13.3	13.5	13.6
자본잉여금	131	131	132	132	132	당기순이익률 (%)	4.6	6.9	9.2	6.5	6.9
이익잉여금	434	506	621	707	815	ROA (%)	5.5	8.0	10.3	6.8	7.6
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	11.1	15.1	19.4	12.9	13.9
자본총계	518	585	695	781	890	ROIC (%)	7.7	13.5	15.9	13.8	13.8

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	9	197	53	236	194	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	54	83	124	95	116	P/E	9.2	8.3	10.3	8.7	7.2
비현금수익비용가감	101	111	90	100	72	P/B	1.0	1.2	1.8	1.1	0.9
유형자산감가상각비	43	44	44	58	64	P/S	0.4	0.6	0.9	0.6	0.5
무형자산감가상각비	2	3	3	8	18	EV/EBITDA	6.0	4.6	7.6	4.3	3.9
기타현금수익비용	56	65	42	34	-9	P/CF	3.2	3.5	6.0	4.3	4.4
영업활동 자산부채변동	-95	39	-123	41	6	배당수익률 (%)	1.5	1.2	0.7	0.9	1.1
매출채권 감소(증가)	28	-76	-166	6	-22	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-46	12	-99	26	-9	매출액	5.3	3.7	12.4	8.4	13.8
매입채무 증가(감소)	-70	88	131	8	38	영업이익	-7.0	77.2	25.2	-0.6	9.7
기타자산 부채변동	-7	15	12	0	0	세전이익	-28.7	47.5	42.4	-23.4	21.7
투자활동 현금	-57	-77	-114	-145	-223	당기순이익	-33.6	55.2	49.5	-23.4	21.7
유형자산처분(취득)	-54	-53	-92	-102	-116	EPS	-33.6	55.2	49.5	-22.8	21.7
무형자산 감소(증가)	-5	-6	-17	-43	-106	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	15	51	18	0	0	부채비율	96.6	81.4	95.4	86.1	79.9
기타투자활동	-12	-68	-23	0	0	유동비율	123.5	135.3	126.4	133.0	124.4
재무활동 현금	79	-114	76	-9	-7	순차입금/자기자본(x)	26.2	2.4	13.9	1.9	5.7
차입금의 증가(감소)	86	-106	84	0	0	영업이익/금융비용(x)	8.1	11.3	17.1	14.3	15.6
자본의 증가(감소)	-7	-7	-8	-9	-7	총차입금 (십억원)	218	116	221	221	221
배당금의 지급	7	7	8	9	7	순차입금 (십억원)	136	14	97	15	50
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	33	5	17	82	-36	EPS	3,678	5,707	8,535	6,591	8,019
기초현금	44	78	83	100	182	BPS	35,536	40,127	47,734	53,628	61,087
기말현금	78	83	100	182	146	SPS	79,682	82,665	92,931	100,755	114,657
NOPLAT	44	82	108	107	118	CFPS	10,591	13,354	14,696	13,418	12,924
FCF	3	157	-23	92	-29	DPS	500	550	650	500	610

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

경동나비엔 (009450) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2024-10-11	담당자변경				150,000
2024-10-11	매수	130,000	-38.2	-18.9	100,000
2024-11-13	매수	130,000	-39.5	-18.9	50,000
2024-11-20	매수	130,000	-39.9	-18.9	0
2025-02-06	매수	130,000	-42.1	-28.5	23/11
2025-11-28	매수	90,000			24/03
					24/07
					24/11
					25/03
					25/07
					25/11



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

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

투자의견 비율

기준일 2025.09.30

매수	중립	매도
98.8%	0.6%	0.6%

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.