

SK COMPANY Analysis



Analyst

나승두

nsdoo@sk.com

02-3773-8891

Company Data

자본금	127 억원
발행주식수	1,274 만주
자사주	12 만주
액면가	1,000 원
시가총액	5,994 억원
주요주주	
경동원(외2)	57.41%
신영증권(주)	5.75%
외국인지분률	4.20%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(17/12/01)	47,050 원
KOSPI	2475.41 pt
52주 Beta	0.32
52주 최고가	51,300 원
52주 최저가	30,900 원
60일 평균 거래대금	32 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	45.2%	42.3%
6개월	25.6%	13.7%
12개월	-5.8%	-26.3%

경동나비엔 (009450/KS | 매수(신규편입) | T.P 70,000 원(신규편입))

국가대표 보일러, 중국 시장의 문을 열다

- 가스보일러/가스온수기 중심의 난방기기 전문 기업
- 심각한 대기오염 문제 직면한 중국, 석탄 비중 줄이고 가스 비중 빠르게 늘려
- 중국 도시가스 보급률/개별 난방의 증가 → 가스보일러 수요 확대에 이어질 것
- 우리나라 중국향(向) 보일러 수출 증가율 약 80%에 육박, 경동나비엔 수출 1 위
- 투자의견 매수, 목표주가 70,000 원 제시하고 커버리지 개시

가스보일러/온수기 국내 1 위 기업

경동나비엔은 가스 및 기름보일러, 가스온수기 등을 제조/판매하는 난방기기 전문 기업이다. 난방 문화 변화로 기름보일러 사용 비중이 줄어들며 따라 현재 가스보일러/가스온수기가 매출의 대부분을 차지하고 있다. 지난해 기준 매출 비중은 국내 약 52%, 해외 약 48%로 구성되어 있으며, 최근 중국의 매출 성장이 도드라지는 추세다.

도시가스 보급률 증가 → 개별 난방 증가 → 가스보일러 수요 확대

석탄을 활용한 중앙집중난방 방식을 고수하던 중국이 미세먼지 등 환경 문제가 대두됨에 따라 가스보일러 비중을 늘리고 있다. 또 중앙집중난방 방식을 벗어나 개별난방 방식으로 진화하고 있는데, 도시가스 보급률이 높아지고 개별 난방이 보다 용이해지면서 가스보일러 시장도 함께 성장할 것으로 예상된다. 지난해 우리나라의 중국향(向) 보일러 수출 증가율은 약 80%에 육박한다. 올해도 높은 증가율을 기록할 것으로 예상되며, 국내 중국 수출 1 위 기업인 동사의 가장 큰 수혜가 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 70,000 원 제시

투자의견 매수, 목표주가 70,000 원으로 제시하고 커버리지를 개시한다. ① 중국 도시가스 인프라 확충, ② 환경 규제 강화와 개별 난방의 증가, ③ 적극적인 Customizing 으로 미국/러시아 시장점유율 1 위를 차지한 Know-how 를 바탕으로 중국에서의 새로운 성장스토리가 기대되는 시점이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	4,290	5,120	5,833	6,742	7,530	8,391
yoy	%	3.6	19.4	13.9	15.6	11.7	11.5
영업이익	억원	135	242	458	520	662	755
yoy	%	-31.9	79.9	89.2	13.5	27.2	14.1
EBITDA	억원	256	391	618	686	816	895
세전이익	억원	110	223	489	505	633	716
순이익(지배주주)	억원	92	166	369	395	497	563
영업이익률%	%	3.1	4.7	7.9	7.7	8.8	9.0
EBITDA%	%	6.0	7.6	10.6	10.2	10.8	10.7
순이익률	%	2.2	3.3	6.4	6.0	6.7	6.8
EPS	원	721	1,304	2,898	3,103	3,903	4,420
PER	배	40.2	24.0	14.9	15.2	12.1	10.7
PBR	배	2.0	2.0	2.3	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	배	18.0	11.6	9.1	8.6	6.5	5.2
ROE	%	4.9	8.5	16.8	15.5	16.8	16.3
순차입금	억원	856	506	109	-155	-777	-1,432
부채비율	%	111.4	95.1	80.0	105.6	98.7	91.8

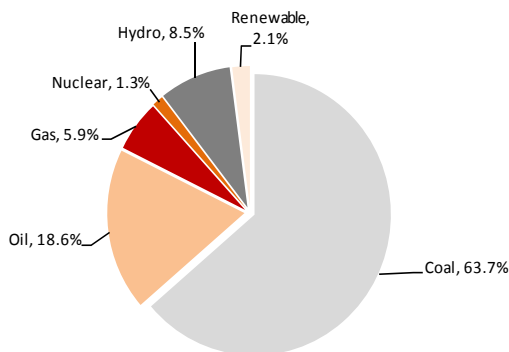
Energy Roadmap 돌아보기 - 중국의 가스 시대

중국은 심각한 대기오염 문제를 해결하기 위해 가스 사용 비중을 빠르게 늘리고 있다.

경동나비엔의 중국 가스보일러 시장 내 성장 가능성을 가늠해보기 위해서는 올해 초 SK 증권에서 발간된 “중국 가스인프라의 대(大)굴기 : Global New Energy Roadmap Episode I (20170227, 손지우/권순우/유승우, SK 증권 홈페이지 참조)”을 복기해 볼 필요가 있다.

당시 자료에서는 중국이 대기오염 문제를 해결하기 위한 방법으로 천연가스 수요를 늘리고 있음에 주목한 바 있다. 에너지원으로써 가스는 석유/석탄보다 이산화탄소 배출량이 적기 때문에 필연적인 변화라고 할 수 있다. 아직까지 중국에서 가장 높은 비중을 차지하고 있는 에너지원은 석탄이다. 하지만 2010년 이후로 석탄 사용 비중은 급격하게 하락하고 있는 반면, 가스 사용 비중은 빠르게 늘어나고 있다.

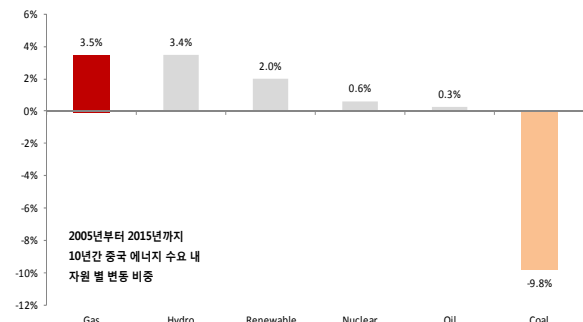
중국 에너지원별 소비 비중



자료 : BP, SK 증권

주 : Global New Energy Roadmap Episode I (20170227) 참조

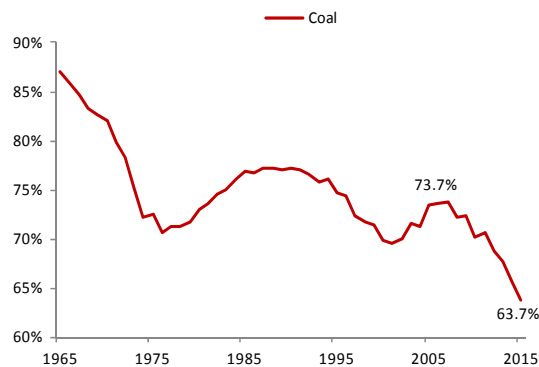
지난 10년간 중국 에너지 수요 내 자원 변동 비중(05~15)



자료 : BP, SK 증권

주 : Global New Energy Roadmap Episode I (20170227) 참조

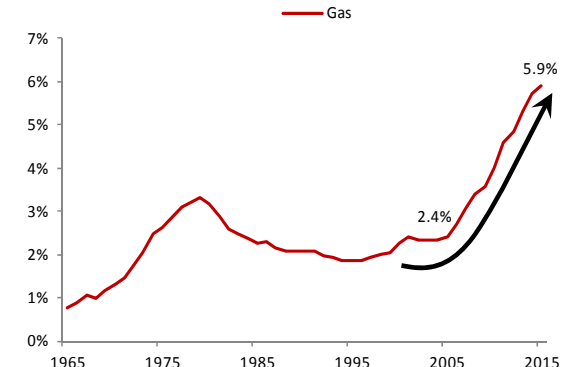
중국 석탄 사용 비중(2010년 전후로 급락)



자료 : BP, SK 증권

주 : Global New Energy Roadmap Episode I (20170227) 참조

중국 가스 사용 비중(같은 기간 다른 에너지원 대비 최대 상승)



자료 : BP, SK 증권

주 : Global New Energy Roadmap Episode I (20170227) 참조

중국 시장, 문이 열린다

**중국의 도시가스 보급률이
높아진다는 것은 경동나비엔이
접근할 수 있는 시장이 커지고
있음을 의미한다.**

중국이 가스를 어디에 사용하고자 하는지에 대한 해답은 이번 자료 'Energy Roadmap Ⅲ'에 담겨있다. 크게 ①가스발전과 ②도시가스 분야로 구분하였는데, 우리가 주목하는 부문은 바로 '도시가스'이다. 전기/가스/물 등 기초 인프라가 잘 갖춰져 있는 우리나라의 경우 도시가스보급률은 전국 평균 약 80.7%를 기록 중이다. 특히 전체 인구의 약 1/5 이상이 몰려있는 서울은 98.0%에 육박하며, 그 외 대규모 도시들도 평균 90%를 상회하고 있다. 이에 반해 중국 전역의 도시가스 보급률은 대략 30% 내외인 것으로 알려져 있다. 하지만 가스인프라가 어느 정도 갖추어진 지역과 여차 지역간 큰 편차를 나타내는 것 또한 사실이다.

따라서 중국 전역의 도시가스 인프라 확대 가능성은 매우 높다. 특히 중국 정부가 나서 보급률을 높이기 위한 정책적 지원을 아끼지 않는 만큼, 성장 속도는 예상보다 더욱 빠르게 나타날 가능성이 높다. '도시가스 보급률'이라는 수치가 연결 가능한(Connectable) 가구 대비 연결된(Connected) 가구의 비중이라는 점을 감안하면, 당분간은 통계적 착시 현상이 나타날 가능성도 있다. 연결 불가능했던(Unconnectable) 지역들이 가능(Connectable)지역으로 바뀌어가는 과정에 있기 때문이다. 하지만 경동나비엔이 접근할 수 있는 시장 자체가 커지고 있다는 사실만은 분명하다.

1990 년 국가별 천연가스 소비량



자료 : World Energy Statistics, SK 증권

2016 년 국가별 천연가스 소비량



자료 : World Energy Statistics, SK 증권

왜 가스보일러를 찾을까? - ① 대기오염 개선/환경규제 강화

석탄 난방은 심각한 대기오염을 야기한다. 탄소계수가 낮은 가스의 사용은 필연적이라 할 수 있다.

겨울철 중국의 난방 방식은 라디에이터를 이용한 중앙공급식이다. 특히 한랭기후이자 중국 정부가 정한 난방공급 경계선 북쪽 지역은, 석탄을 에너지원으로 한 중앙집중난방이 공급되고 있다. 때문에 본격적인 난방이 시작되는 겨울철(11월~3월)이면 미세먼지를 비롯한 대기오염 문제가 대두되곤 한다. 당연히 우리나라도 겨울철 중국발(發) 미세먼지의 악영향을 받는다.

석탄을 이용한 중앙집중난방은 에너지원의 단가가 낮아 운영비가 저렴하다는 장점이 있지만, 대기오염 물질 배출량이 높다는 단점이 있다. 미세먼지/스모그로 고통받는 중국 입장에서 석탄 사용은 고민거리일 수 밖에 없다. 반면 가스보일러는 석탄보일러에 비해 에너지원 단가는 다소 비싸지만, 열 전환율(90%)이 높고 상대적으로 대기오염 물질 배출이 적다는 점(가장 낮은 탄소계수)이 장점으로 꼽힌다. 이에 중국은 지난 2010년부터 석탄의 채굴과 사용을 정책적으로 규제하고 있으며, 노후 석탄 난방 설비 교체(보조금 지원)를 비롯한 강도 높은 '환경 감찰'을 시행 중이다.

에너지원별 중국 보일러 비교

구분	석탄보일러	가스보일러	전기보일러
에너지원	석탄	천연가스	전기
에너지원 단가	11위안/kg	12위안/kg	0.5위안/kg
생산열량	2291Kcal/위안	1720Kcal/위안	2043Kcal/위안
열 전환율	60%	90%	95%
오염물 배출량	매우 높음	적음	없음

자료 : 다오커바바(道客巴巴), 위룡전기보일러(御龙电锅炉), KOTRA, SK 증권

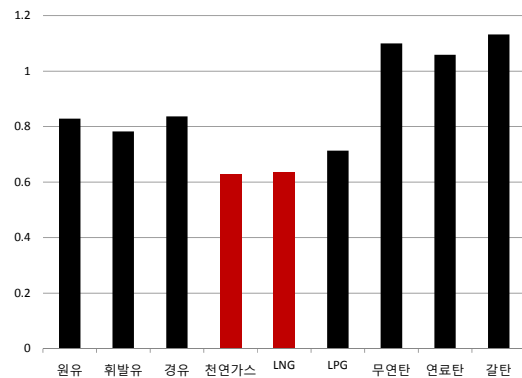
중국 중앙난방공급 경계선



자료 : 广东南方周末经营有限公司 SK 증권

IPCC 탄소 배출 계수

(단위 : Ton C/ton)



자료 : 에너지기술연구원 SK 증권

왜 가스보일러를 찾을까? - ② 개별난방의 확산

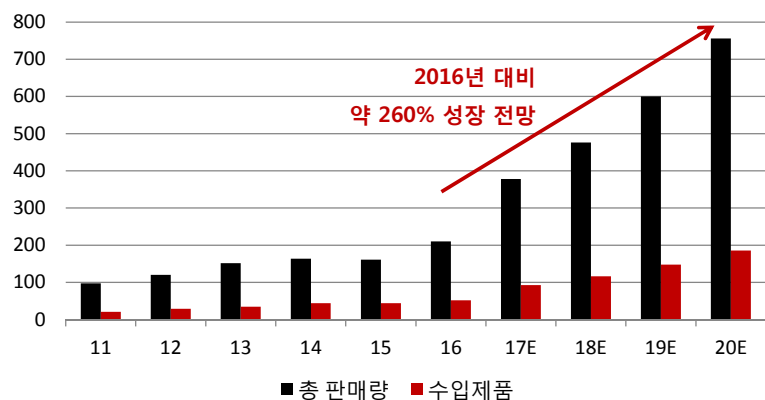
중앙난방에서 개별난방으로
진화하고 있다. 도시가스 인프라
확충과 맞물려 개별 가스보일러
설치가 늘어날 전망이다.

정책적으로 중앙난방이 제공되는 북쪽 지역과 달리 남쪽은 난방 보급률이 상대적으로 더뎠던 것이 사실이다. 아쉬운 정부 지원과 상대적으로 온화했던 날씨 때문인데, 기상 이변과 함께 추운 겨울이 찾아지면서 개별난방시설 보급이 점점 늘어나고 있다. 더불어 중앙난방공급이 이뤄지고 있는 북쪽도 환경 규제 심화와 함께 개인 소득 증가가 맞물리며 개별난방을 도입하는 가구가 늘고 있다.

중국 가정용 가스보일러 시장은 올해 약 400 만대에 가까운 가스보일러가 판매되며 본격적인 성장궤도에 진입할 것으로 판단된다. 중국 정부가 2020년까지 가스 사용량을 약 2 배(420bcm) 규모로 늘릴 계획을 세운만큼 이에 발맞춰 개별 가스난방 설비 시장도 못지 않은 성장률을 기록할 전망이다.

중국 가정용 가스보일러 판매 전망

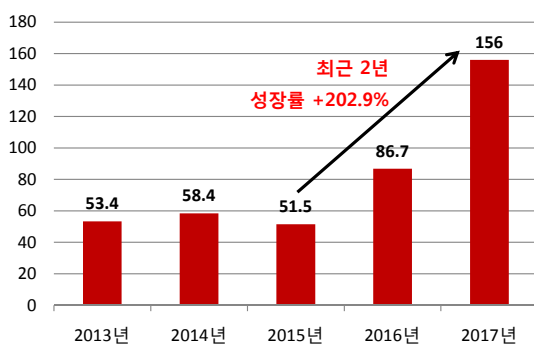
(단위 : 만대)



자료 : 산업재선(产业在线), KOTRA, SK 증권 추정

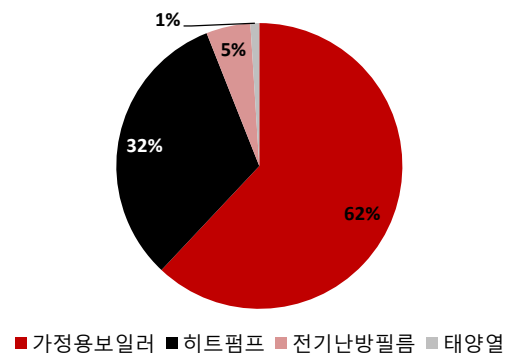
중국 개별난방 시장 규모

(단위 : 억 위안)



자료 : 산업재선(产业在线), KOTRA, SK 증권

2016년 중국 개별난방 제품 시장 구조



자료 : 산업재선(产业在线), KOTRA, SK 증권

중국 가스보일러, 춘추전국시대

지금은 춘추전국시대,
하지만 그 안에서 우리나라의
대(對)중국 보일러 수출 성장률은
독일에 이어 2 위이다.

경동나비엔은 내년 30 만대 생산을
목표로 증설에 나설 예정이다.
2020 년이면 50 만대 CAPA 확보가
가능하다

중국 가스보일러 시장은 ‘춘추전국시대’다. 1 위 기업부터 10 위 기업까지 점유율 차이가 크지 않을 뿐만 아니라 1 위의 점유율도 10% 내외에 그치고 있다. 시장이 본격적인 성장기에 접어든 만큼 세계 각국의 주요 기업들이 뒤섞여 말 그대로 전쟁을 치르는 중이다. 석탄을 활용한 중앙난방이 이뤄지던 중국 북쪽 지역은 현지(Local) 기업이, 가스 인프라 확대로 개별 난방 수요가 늘어나고 있는 남쪽 지역은 외국계 기업들이 득세했다. 외국계 기업 중 가장 앞선 곳은 Vaillant/BOSCH 등을 앞세운 독일이다. 고무적인 점은 우리나라의 대(對)중국 보일러 수출 성장률이 높다는 점이다. 지난해 우리나라는 연간 천만 달러 이상 중국에 보일러를 수출하는 국가 중 미국에 이어 두 번째로 높은 성장률(76.1%)을 기록했다. 중국의 보일러 수입 규모만 놓고 보면 독일에 이어 2 위다.

경동나비엔은 중국 내 시장점유율 10 위권을 유지하고 있다. 현재 중국 내 약 10 만대 생산이 가능한 CAPA 를 보유 중이며, 내년 상반기 투자를 통해 하반기에는 약 30 만대 CAPA 확보가 가능할 전망이다. 2020 년에는 50 만대까지 확대한다는 계획도 갖고 있다. 1988 년 아시아 최초로 콘덴싱 기술을 개발한 기술력과, 1992 년 업계 최초로 중국에 첫 발을 내디딘 이후 약 25 년간 국내 기업 중 수출 1 위를 기록하고 있는 꾸준함은 향후 경쟁력을 갖기에 충분하다는 판단이다.

중국 보일러 주요 수입국 현황

(단위: 천 달러)

순위	국가명	2014년	2015년	2016년	YoY(%) (2015~2016)
1	독일	89,715	92,188	87,714	-4.9
2	한국	18,278	29,268	51,554	76.1
3	이탈리아	55,810	41,403	40,260	-2.8
4	터키	38,028	27,519	38,089	38.4
5	미국	10,655	5,308	10,450	96.9
6	폴란드	12,981	7,282	9,264	27.2
7	슬로바키아	7,911	5,655	7,783	37.6
8	네덜란드	2,793	2,913	4,155	42.6
9	그리스	687	1,012	2,271	124.3
10	프랑스	5,213	2,257	2,044	-9.4
총 계		246,471	219,322	259,069	15.1

자료 : 한국무역협회(KITA), SK 증권

투자의견 매수, 목표주가 70,000 원 제시

성장 정체기를 맞이한 것으로 평가 받는 국내 보일러 시장과 달리 해외 보일러 시장은 가스보일러를 중심으로 또 한번의 성장기를 맞이할 것으로 판단된다. 그리고 그 중심에는 중국이 자리잡고 있다. 올해 중국 매출은 지난해 대비 약 80% 성장했는데, 당분간 가장 높은 성장률을 기록하는 매출처가 될 전망이다. 다만 중국 현지(Local) 기업들의 거센 도전 및 성장이 예상됨에 따라 성장률에 대한 지속적인 모니터링이 필요하다.

투자의견 매수, 목표주가 70,000 원으로 제시하고 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2018 년도 예상 EPS 를 기준으로 경쟁기업인 Rinnai(일본)/A.O Smith(미국)/Midea Group(중국)의 평균 P/E 를 20% 할인하여 적용했다. ① 중국 도시가스 인프라 확충, ② 환경 규제 강화와 개별 난방의 증가, ③ 적극적인 Customizing 으로 미국/러시아 시장점유율 1 위를 차지한 Know-how 를 바탕으로 한 새로운 성장스토리가 기대되는 시점이다.

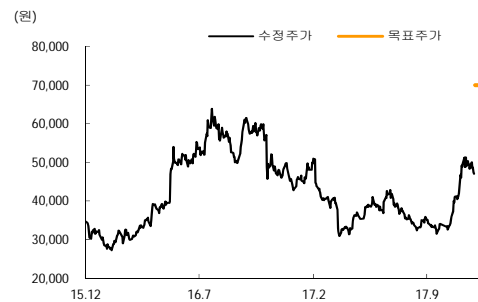
경동나비엔 지역별 매출 전망

(단위: 억원)

구분	2015	2016	2017E	2018E	2019E
국내	2,782.0	3,030.9	3,325.5	3,667.4	4,015.8
해외	2,338.3	2,801.9	3,417.3	3,862.4	4,375.9
중국	278.5	361.9	647.3	814.2	1,030.0
(성장률)	-	30.0%	78.9%	25.8%	26.5%
북미	1,769.1	2,130.1	2,426.3	2,668.9	2,935.8
러시아	285.6	305.2	337.5	374.6	404.1
기타	5.2	4.4	5.5	4.4	5.8
합계	5,120.3	5,832.5	6,742.0	7,529.5	8,391.4

자료 : 경동나비엔 SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2017.12.04	매수	70,000원	6개월		



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 12월 4일 기준)

매수	89.19%	중립	10.81%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,583	1,754	3,005	3,891	4,782
현금및현금성자산	181	223	1,194	1,816	2,471
매출채권및기타채권	467	568	672	770	858
재고자산	872	900	1,065	1,220	1,359
비유동자산	2,438	2,543	2,670	2,538	2,458
장기금융자산	165	153	152	152	152
유형자산	1,951	2,037	2,108	1,969	1,844
무형자산	88	86	87	85	85
자산총계	4,021	4,298	5,675	6,429	7,241
유동부채	1,771	1,775	2,756	3,022	3,263
단기금융부채	531	223	919	919	919
매입채무 및 기타채무	929	1,190	1,408	1,612	1,797
단기충당부채	130	179	211	242	270
비유동부채	189	135	158	172	202
장기금융부채	160	110	120	120	120
장기매입채무 및 기타채무	0	0	8	16	16
장기충당부채	8	8	9	11	18
부채총계	1,960	1,910	2,914	3,194	3,465
지배주주지분	2,039	2,361	2,727	3,196	3,730
자본금	127	127	127	127	127
자본잉여금	206	206	206	206	206
기타자본구성요소	-6	-6	-6	-6	-6
자기주식	-7	-7	-7	-7	-7
이익잉여금	1,625	1,962	2,335	2,814	3,358
비지배주주지분	22	27	33	39	46
자본총계	2,061	2,388	2,760	3,235	3,776
부채외자본총계	4,021	4,298	5,675	6,429	7,241

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	462	626	527	668	708
당기순이익(손실)	168	375	402	504	570
비현금성항목등	303	331	282	313	325
유형자산감가상각비	134	142	150	139	125
무형자산감가상각비	15	18	15	15	15
기타	52	94	52	24	24
운전자본감소(증가)	49	33	-11	-3	-41
매출채권및기타채권의 감소(증가)	2	-157	-51	-97	-88
재고자산감소(증가)	-47	-28	-182	-154	-140
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	92	191	338	204	185
기타	3	27	-116	45	2
법인세납부	-58	-112	-146	-145	-146
투자활동현금흐름	-63	-213	-227	-8	-7
금융자산감소(증가)	0	4	2	0	0
유형자산감소(증가)	-161	-209	-216	0	0
무형자산감소(증가)	-10	-16	-14	-14	-14
기타	108	8	2	6	7
재무활동현금흐름	-415	-371	671	-38	-46
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	-367	-338	707	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-13	-13	-19	-19	-19
기타	-35	-21	-17	-19	-27
현금의 증가(감소)	-15	42	971	622	655
기초현금	196	181	223	1,194	1,816
기말현금	181	223	1,194	1,816	2,471
FCF	392	458	341	662	686

자료 : 경동나비엔 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,120	5,833	6,742	7,530	8,391
매출원가	3,521	3,823	4,359	4,834	5,371
매출총이익	1,600	2,009	2,383	2,696	3,021
매출총이익률 (%)	31.2	34.5	35.4	35.8	36.0
판매비와관리비	1,358	1,551	1,863	2,034	2,266
영업이익	242	458	520	662	755
영업이익률 (%)	4.7	7.9	7.7	8.8	9.0
비영업손익	-19	30	-15	-29	-40
순금융비용	25	15	17	23	21
외환관련손익	-25	55	25	18	5
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	223	489	505	633	716
세전계속사업이익률 (%)	4.4	8.4	7.5	8.4	8.5
계속사업법인세	55	114	103	129	146
계속사업이익	168	375	402	504	570
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	168	375	402	504	570
순이익률 (%)	3.3	6.4	6.0	6.7	6.8
지배주주	166	369	395	497	563
지배주주귀속 순이익률(%)	3.25	6.33	5.86	6.6	6.71
비지배주주	1	5	6	6	6
총포괄이익	173	339	392	494	559
지배주주	172	334	386	487	553
비지배주주	1	5	6	6	6
EBITDA	391	618	686	816	895

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	19.4	13.9	15.6	11.7	11.5
영업이익	79.9	89.2	13.5	27.2	14.1
세전계속사업이익	102.2	119.3	3.3	25.3	13.1
EBITDA	52.7	58.0	11.0	19.1	9.6
EPS(계속사업)	81.0	122.2	7.1	25.8	13.3
수익성 (%)					
ROE	8.5	16.8	15.5	16.8	16.3
ROA	4.2	9.0	8.1	8.3	8.3
EBITDA마진	7.6	10.6	10.2	10.8	10.7
안정성 (%)					
유동비율	89.4	98.8	109.1	128.7	146.6
부채비율	95.1	80.0	105.6	98.7	91.8
순차입금/자기자본	24.5	4.6	-5.6	-24.0	-37.9
EBITDA/이자비용(배)	11.3	33.8	39.5	30.1	33.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,304	2,898	3,103	3,903	4,420
BPS	16,004	18,529	21,408	25,085	29,279
CFPS	2,474	4,151	4,402	5,116	5,516
주당 현금배당금	100	150	150	150	150
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	30.9	22.1	16.5	13.1	11.6
PER(최저)	17.0	9.4	10.0	7.9	7.0
PBR(최고)	2.5	3.5	2.4	2.1	1.8
PBR(최저)	1.4	1.5	1.4	1.2	1.1
PCR	12.6	10.4	10.7	9.2	8.5
EV/EBITDA(최고)	14.5	13.4	9.4	7.1	5.8
EV/EBITDA(최저)	8.6	5.8	5.6	4.0	2.9