

# 경동나비엔(009450)

## 원화강세에도 선방

매출 18% 증가하며 호조

난방시즌과 가스관 투자 병목으로 중국 매출 flat

원화강세 누그러지고 있어

### Facts : 매출 18% 성장하며 호조

원화강세에도 영업이익률은 7.4%를 기록하며 예상에 부합했다. 지역별 매출 증가율은 국내 30%, 북미 6%, 러시아 12%, 중국 1%이다. 정체시장인 국내가 고성장한 이유는 이례적 혹한에 따른 교체수요 증가, 특히 보조금 지급에 따른 콘덴싱보일러 비중 증가 영향이 컸다. 북미는 매분기 15%대의 성장률을 보였고 이번 1분기도 판매량은 15% 증가했으나 원화강세로 매출 증가율은 축소됐다. 만약 환율을 전년동기 수준으로 가정한다면 1분기 영업이익률은 10.8%에 유팔했을 것으로 추정된다. 전년 1분기와 4분기는 가파른 환율 하락으로 영업외비용에 각각 33억원, 70억원의 환손실이 계상됐지만 이번 1분기는 영업외비용이 거의 없었다.

### Pros & cons : 비수기인데다 가스관 투자 병목으로 중국 매출 flat

중국 '2+26개 도시 석탄개조(메이가이치)'사업은 2019년까지 지속된다. 그러나 1분기 중국 매출은 전년과 유사했다. 난방시즌인 1분기가 비수기인 영향과 더불어 중국 가스보일러 시장의 폭발적 성장으로 가스관 건설이 병목현상을 빚었고, 시진핑 2기 출범에 따른 공무원의 인사이동으로 입찰공고가 지연됐기 때문이다. 올해 중국 보일러 시장의 팽창 속도는 전년대비 둔화되겠지만 아직 점유율 2%에 불과한 경동나비엔의 올해 중국 매출은 45% 증가하는 고성장을 이어갈 전망이다. 아직은 시장 성장률보다 capacity가 중요한 상황인데 8월부터 20만대의 북경 증설 공장이 가동되므로(현 10만대) 점유율 확대는 순조롭게 이뤄질 것이다. 통상 2분기에 수주해 3분기부터 매출화가 이뤄지며, 현재 다수의 inquiry가 이어지고 있다.

### Action : 원화강세 누그러지고 있어

영업이익률이 20%를 상회하는 북미 매출 비중이 35%에 육박하다 보니, 원달러 환율에 센티멘트도 민감할 수밖에 없다. 1,060원/달러를 깼던 환율도 전일 기준 1,080.9원까지 상승하며 안정세를 보이고 있다. 우리의 순익추정의 기준 환율은 1,070원으로 이를 크게 하회하지 않는다면 성장기조를 유지할 전망이다. 2분기에 광고비 집행과 국내 특판매출 비중 상승으로 수익성이 악화됐던 전년대비 실적 개선폭이 커질 전망이라 접근하기에 부담이 없다. 매수의견을 유지한다.

하회

부합

상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

**목표주가: 84,000원(유지)**

### Stock Data

KOSPI(5/9)	2,444
주가(5/9)	61,300
시가총액(십억원)	781
발행주식수(백만)	13
52주 최고/최저가(원)	69,900/31,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	5,710
유동주식비율/외국인지분율(%)	41.7/10.1
주요주주(%)	경동원 외 2 인
	57.4
	국민연금
	6.2

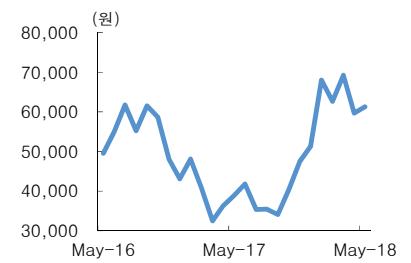
### Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	24.5	18.2	13.4
PBR(x)	2.5	2.7	2.3
ROE(%)	10.7	15.4	18.1
DY(%)	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA(x)	10.7	10.6	8.2
EPS(원)	2,093	3,362	4,578
BPS(원)	20,186	23,075	27,169

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.5)	25.5	73.2
KOSPI 대비(%)	(3.5)	29.7	66.6

### 주가추이



자료: WISEfn

### 이경자

kyungja.lee@truefriend.com

### 김치호

chiho.kim@truefriend.com

〈표 1〉 1분기 영업이익 컨센서스 부합

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	138.8	129.7	164.4	251.7	164.0	(34.8)	18.2	163.2
영업이익	11.9	6.4	13.2	16.2	12.2	(25.0)	2.0	13.0
영업이익률(%)	8.6	4.9	8.0	6.5	7.4	1.0	(1.2)	8.0
세전이익	8.5	6.4	13.2	8.5	12.2	43.4	44.5	11.0
순이익	5.9	5.0	10.6	5.0	8.3	66.1	40.8	NA

자료: 한국투자증권

경동나비엔의 북미 매출은 평균 환율을 기준으로 계상되고, 영업외손익의 환손실은 당분기말과 전분기말 환율 차이에 따라 계상된다. 2017년 1분기와 4분기, 전분기 대비 환율 하락폭은 각각 7.6%, 6.3%였기에 환손실이 크게 발생했다. 이번 1분기 평균 원달러 환율은 전년대비 6.8% 하락하며 손익의 변화는 컸지만, 전분기말 대비 환율 변동폭은 0.7%에 불과했기에 영업외비용에 반영되는 환평가손실은 거의 없었다.

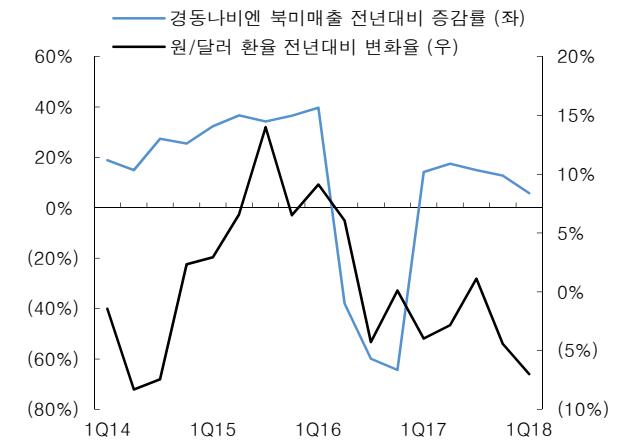
〈표 2〉 환율 변화

(단위: 원/달러)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	현재
분기말 원달러 환율	1,116.1	1,139.6	1,146.7	1,074.2	1,066.5	1,080.9
전분기 대비 변동폭	(7.6%)	0.6%	(6.3%)	(0.7%)	1.4%	(7.6%)
분기 평균 원달러 환율	1,150.1	1,129.9	1,132.9	1,105.8	1,072.1	1,080.9
전년동기 대비 변동폭	(4.2%)	1.4%	(4.6%)	(6.8%)	(4.3%)	(4.2%)

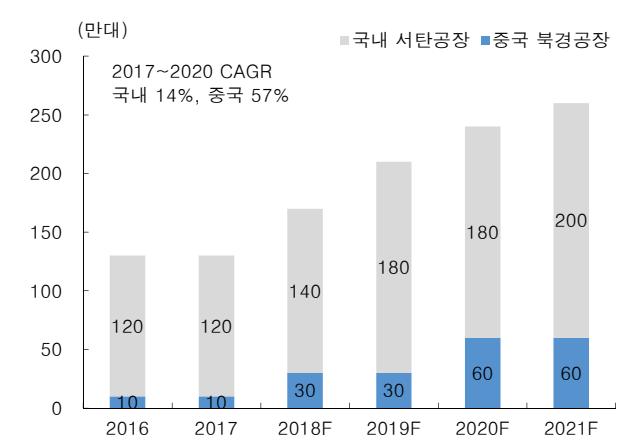
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 1] 경동나비엔 북미매출 증감률과 원달러 환율 변화



자료: 경동나비엔, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 경동나비엔 생산능력(국내/중국)



자료: 경동나비엔, 한국투자증권

〈표 3〉 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2017	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2017	2018F	2019F	2020F
매출	138.8	129.7	164.4	251.7	164.0	142.8	196.7	269.4	684.7	772.9	877.3	1,004.5
YoY	5.2%	12.4%	24.4%	23.5%	18.1%	10.1%	19.6%	7.0%	17.4%	12.9%	13.5%	14.5%
국내	66.6	55.8	66.0	125.7	86.5	59.4	64.2	124.3	314.2	334.5	335.0	350.3
중국	5.2	6.9	23.2	42.4	5.3	8.0	48.2	51.0	77.7	112.5	175.0	237.5
북미	60.3	56.7	56.3	71.0	63.8	64.4	64.3	84.8	244.3	277.3	316.8	364.3
러시아	4.6	7.5	13.0	9.6	5.2	8.0	14.0	8.5	34.7	35.7	37.5	39.4
영업이익	11.9	6.4	13.2	16.2	12.0	7.7	19.9	18.9	47.8	57.8	78.0	93.5
영업이익률	8.6%	4.9%	8.0%	6.5%	7.3%	5.4%	10.1%	7.0%	7.0%	7.5%	8.9%	9.3%
YoY	(24.8%)	(50.6%)	82.5%	65.2%	0.5%	20.7%	51.0%	16.6%	4.2%	21.1%	34.9%	19.9%
세전이익	8.5	6.4	13.2	8.5	12.0	6.0	19.9	17.9	36.6	55.8	76.0	91.5
순이익	6.1	5.2	10.7	5.1	9.1	4.5	15.1	13.6	27.0	42.4	57.8	69.6

자료: 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

1973년에 설립되어 1993년에 유가증권시장에 상장되었으며 가스보일러, 기름보일러 및 가스온수기 등 국내외 제품 제조 및 판매를 담당하고 있음. 에너지기기 핵심부품인 열교환기, 버너 등을 개발, 생산하고 있는 (주)경동에버런, 북미시장 판매활동을 담당하는 NAVIEN,INC., 생활환경 에너지 기기의 서비스를 담당하는 (주)경동티에스 등 7개 종속회사로 구성

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	175	231	224	263	359
현금성자산	22	29	32	37	50
매출채권및기타채권	57	86	70	88	151
재고자산	90	110	116	132	151
비유동자산	254	273	325	334	345
투자자산	15	15	17	19	22
유형자산	204	222	268	269	270
무형자산	9	9	10	11	13
자산총계	430	504	549	597	704
유동부채	170	220	228	222	263
매입채무및기타채무	123	149	147	132	151
단기차입금및단기사채	18	39	49	46	43
유동성장기부채	4	4	4	4	4
비유동부채	21	27	29	30	32
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	11	18	18	18	18
부채총계	191	247	256	252	295
지배주주지분	236	257	293	345	409
자본금	13	13	13	13	13
자본잉여금	21	20	20	20	20
기타자본	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	196	220	260	315	382
비지배주주지분	3	0	(0)	(0)	(0)
자본총계	239	257	293	345	409

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	583	685	773	877	1,004
매출원가	382	446	509	577	661
매출총이익	201	239	264	300	344
판매관리비	155	191	207	222	250
영업이익	46	48	58	78	94
금융수익	0	0	0	0	0
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	2	2	2	2	2
이자비용	2	2	2	2	2
기타영업외손익	4	(10)	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	49	37	56	76	92
법인세비용	11	10	13	18	22
연결당기순이익	37	27	42	58	70
지배주주지분순이익	37	26	42	58	70
기타포괄이익	(4)	(3)	(3)	(3)	(3)
총포괄이익	34	24	39	55	66
지배주주지분포괄이익	33	23	38	53	65
EBITDA	62	64	77	99	114

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	61	20	68	40	50
당기순이익	37	27	42	58	70
유형자산감가상각비	14	15	17	19	19
무형자산상각비	2	1	2	2	2
자산부채변동	3	(29)	6	(40)	(42)
기타	5	6	1	1	1
투자활동현금흐름	(22)	(40)	(72)	(30)	(31)
유형자산투자	(21)	(35)	(64)	(21)	(21)
유형자산매각	0	1	1	1	1
투자자산순증	0	(4)	(5)	(5)	(6)
무형자산순증	(2)	(2)	(3)	(3)	(4)
기타	1	0	(1)	(2)	(1)
재무활동현금흐름	(35)	27	7	(6)	(6)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(34)	28	10	(3)	(3)
배당금지급	(1)	(2)	(3)	(3)	(3)
기타	0	1	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	4	6	4	4	13

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,925	2,093	3,362	4,578	5,511
BPS	18,581	20,186	23,075	27,169	32,188
DPS	150	200	200	200	200
성장성(% YoY)					
매출증가율	13.9	17.4	12.9	13.5	14.5
영업이익증가율	89.2	4.2	21.1	34.9	19.9
순이익증가율	122.2	(28.4)	60.6	36.2	20.4
EPS증가율	122.3	(28.4)	60.6	36.2	20.4
EBITDA증가율	58.0	4.1	19.3	28.6	16.0
수익성(%)					
영업이익률	7.9	7.0	7.5	8.9	9.3
순이익률	6.3	3.9	5.5	6.6	6.9
EBITDA Margin	10.6	9.4	9.9	11.2	11.4
ROA	9.0	5.8	8.1	10.1	10.7
ROE	16.8	10.7	15.4	18.1	18.4
배당수익률	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
배당성향	5.1	9.6	5.9	4.4	3.6
안정성					
순차입금(십억원)	11	31	38	30	14
차입금/자본총계비율(%)	14.0	23.5	24.0	19.5	15.7
Valuation(X)					
PER	14.7	24.5	18.2	13.4	11.1
PBR	2.3	2.5	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	9.0	10.7	10.6	8.2	7.0

주: K-IFRS (연결) 기준

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	피리울	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
경동나비엔(009450)	2018.01.22	매수	76,000원	-16.9	-8.2
	2018.03.26	매수	84,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 9일 현재 경동나비엔 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## ■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.