

경동나비엔(009450)

2Q18 Preview: 돌아온 중국

모든 지역에서 매출 증가

2분기 매출은 전년대비 13% 증가한 1,468억원, 영업이익은 25% 증가한 80억원을 전망한다. 보일러 산업에 2분기는 매출이 가장 적은 비수기지만 핵심 매출지역인 북미/국내/중국 모두 두 자릿수 성장을 예상한다. 북미 매출 증가율은 원화 강세를 감안해도 14%, 국내는 10%, 중국은 기저효과도 있지만 44% 증가를 예상한다. 2분기 원달러 평균 환율은 전년대비 4% 낮아 약 30억원의 영업이익 감소 효과가 있다. 그럼에도 양호한 매출 증가가 불리한 환경요인을 상쇄할 것이다.

중국, 6월에만 9천대 출고

2분기 포인트는 이익보다 중국 매출이다. 1분기 중국 매출은 전년과 유사한 정체 상태였다. 계절적 특성 외에도, 메이가이치 사업 속도가 예상을 초과하며 인프라 차질(가스배관과 가스공급 부족)이 발생했고, 작년 말부터 메이가이치 사업은 거의 진행되지 못했다. 그러나 4월부터 도시가스 배관사업이 시작되고 5월 열린 환경보호대회 이후 메이가이치 사업도 다시 탄력을 받고 있다. 따라서 2분기 100억원의 중국매출이 가능할 전망이다. 6월에만 9천대를 출고하며 매출증가가 가파르다. 참고로 2017년 1분기 판매량은 6천대, 2분기는 3천대였다. 올해 판매되는 제품 대부분이 저가형 모델이라 이익 개선폭은 판매량 증가폭을 하회하겠으나 중국의 가스보일러 수요를 재확인했다는 점이 중요하다. 7월 말 북경공장 자동화 증설 라인(20만대)의 가동이 시작된다. 현재 10만대 용량인 수작업 제조라인보다 원가율이 좋기에 ASP 하락 효과를 충분히 상쇄할 것이다.

거대시장 중국을 등에 업은 고성장주

향후 실적 전망을 긍정적으로 보는 이유는 세가지다. 1) 1분기까지 발목을 잡았던 불리한 환율요인이 점차 해소되고 있다. 2) 수익성 좋은 미국과 중국의 점유율이 꾸준히 늘고 있다. 3) 포화시장이던 국내도 콘텐싱보일러 위주로 교체수요가 늘고 있다. 대리점 매출이 특판 매출보다 수익성이 좋다는 점에서 믹스 개선에 기여하는 요인이다. 무엇보다 중국이라는 거대 시장을 등에 업고 성장 잠재력이 풍부하다는 점을 감안하면 PER 15배에서 투자매력이 매우 높다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	583	46	37	2,925	122.3	62	14.7	9.0	2.3	16.8	0.3
2017A	685	48	26	2,093	(28.4)	64	24.5	10.7	2.5	10.7	0.4
2018F	773	58	42	3,362	60.6	77	18.4	10.7	2.7	15.4	0.3
2019F	877	78	58	4,578	36.2	99	13.5	8.2	2.3	18.1	0.3
2020F	1,004	94	70	5,511	20.4	114	11.2	7.0	1.9	18.4	0.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 84,000원(유지)

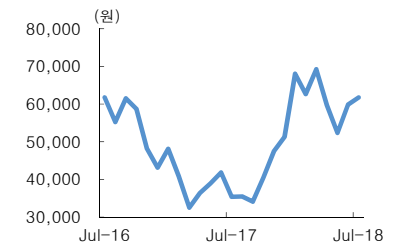
Stock Data

KOSPI(7/11)	2,281
주가(7/11)	61,700
시가총액(십억원)	786
발행주식수(백만)	13
52주 최고/최저가(원)	69,900/31,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	5,293
유동주식비율/외국인지분율(%)	41.7/9.8
주요주주(%)	경동원 외 2인 57.4
	국민연금 7.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	10.8	15.3	58.2
KOSPI 대비(%p)	18.4	23.7	63.0

주가추이



자료: WISEfn

이경자

kyungja.lee@truefriend.com

김치호

chiho.kim@truefriend.com

〈표 1〉 원/달러 환율

(단위: 원/달러)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
기말 원달러 환율	1,116.1	1,139.6	1,146.7	1,074.2	1,066.5	1,121.7
전분기 대비 변동폭	(7.6%)	2.1%	0.6%	(6.3%)	(0.7%)	5.2%
평균 원달러 환율	1,150.1	1,129.9	1,132.9	1,105.8	1,072.1	1,080.6
전년 대비 변동폭	(4.2%)	0.0%	1.4%	(4.6%)	(6.8%)	(4.4%)

자료: Bloomberg, 한국투자증권

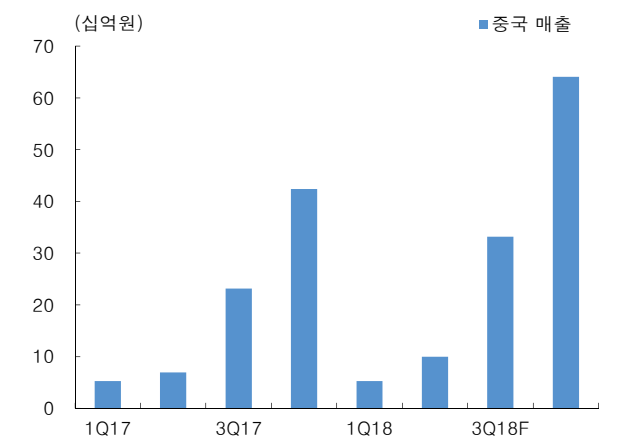
〈표 2〉 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F	2020F
매출	138.8	129.7	164.4	251.7	163.9	146.8	181.7	280.5	684.7	772.9	877.3	1,004.5
YoY	5.2%	12.4%	24.4%	23.5%	18.1%	13.2%	10.5%	11.4%	17.4%	12.9%	13.5%	14.5%
국내	66.6	55.8	66.0	125.7	86.5	61.4	64.2	122.3	314.2	334.5	335.0	350.3
중국	5.2	6.9	23.2	42.4	5.3	10.0	33.2	64.1	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
기타 해외	2.0	2.6	5.9	3.2	3.2	3.0	6.0	0.8	13.7	13.0	13.0	13.0
원가율	61.3%	66.6%	65.9%	66.1%	64.6%	65.2%	67.0%	66.0%	65.2%	65.8%	65.8%	65.8%
판매관리비	41.8	36.9	42.9	69.2	46.0	43.1	45.0	72.4	190.8	206.5	222.0	250.0
판매비율	30.1%	28.5%	26.1%	27.5%	28.0%	29.4%	24.8%	25.8%	27.9%	26.7%	25.3%	24.9%
영업이익	11.9	6.4	13.2	16.2	12.2	8.0	15.0	22.8	47.8	57.8	78.0	93.5
영업이익률	8.6%	4.9%	8.0%	6.5%	7.4%	5.4%	8.2%	8.1%	7.0%	7.5%	8.9%	9.3%
YoY	(24.8%)	(50.6%)	82.5%	65.2%	2.0%	25.2%	13.5%	40.4%	4.2%	21.1%	34.9%	19.9%
세전이익	8.5	6.4	13.2	8.5	12.2	8.0	15.0	20.8	36.6	55.8	76.0	91.5
순이익	6.1	5.2	10.7	5.1	8.3	6.1	11.4	15.8	27.0	42.4	57.8	69.6

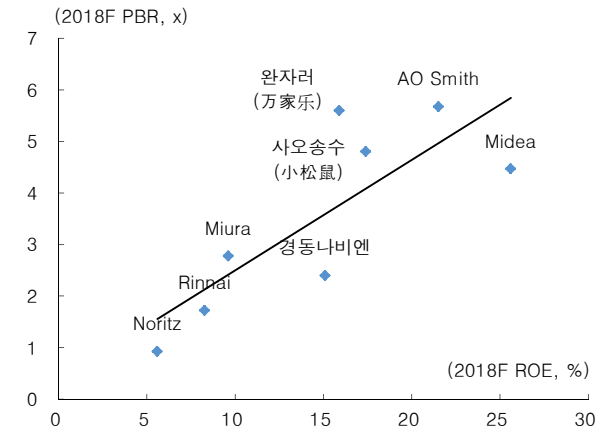
자료: 한국투자증권

[그림 1] 경동나비엔 중국 매출 추이



자료: 경동나비엔, 한국투자증권

[그림 2] 중국에 진출한 글로벌 보일러 업체 PBR-ROE



자료: 경동나비엔, 한국투자증권

〈표 3〉 중국 2+26지역 가스 개조 가구수

(단위: 만가구)

	2017	2018F	2019F	2020F	2021F
농촌지역 석탄 개조 가구수	315	320	320	320	320
신규 주택	327	353	381	412	445
합계	642	673	701	732	765

자료: 한국투자증권

기업개요

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

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

주: K-IFRS (연결) 기준

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

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	18.4	13.5	11.2
PBR	2.3	2.5	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	9.0	10.7	10.7	8.2	7.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				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 7월 11일 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
- 중립 : 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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
- 중립 : 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 돕기 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.