# 경동나비엔(009450)

하회 | 부합 | 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 성장을 위한 투자

매출은 예상을 상회, 판관비율은 전년대비 1%p 상승
중국 매출 70% 증가했으나 인력고용 늘어
핵심 시장인 중국과 미국 모두 전망 밝아

### Facts : 매출은 예상을 상회, 판관비율 전년대비 1%p 상승

매출은 전년대비 17% 증가하며 예상을 상회했으나 영업이익은 4% 감소하며 우리의 예상을 20억원 하회했다. 원가율은 전년과 유사했지만 판관비가 20억원 늘어 판관비율이 1%p 상승한 영향이다. 국내/중국/미국 등 전역에서 약 200명의 인력을 충원하며 판관비 내 인건비가 20억원 증가했고 중국 비중이 컸다. 원/달러 평균 환율이 전년대비 49원 낮아 북미 영업이익이 40억원 감소하는 효과가 있었지만, 기말 원달러 환율이 상승하며 영업외이익에 10억원의 환차익이 반영됐다.

### Pros & cons : 중국 매출 70% 증가했으나 인력고용 늘어

지역별 매출 증가율은 국내 10%, 중국 70%, 북미 16%, 러시아 15% 등으로 전 지역에서 높은 성장을 보였다. 특히 비수기임에도 중국 매출이 120억원을 기록했다는 점은 고무적이다. 단, 사업 확장으로 인건비 부담이 단기적으로 확대됐다. 중국법인의 인력이 크게 늘었는데 전년 말 인력 190명에서 현재 300명에 이른다. 메이가이치 사업의 대비 외에도, 2020년 이후를 겨냥해 중국 대리점의 영업조직을 확충하고 있기 때문이다. 2020년부터 중국 로컬업체들이 생산하는 보일러의 교체주기가 본격적으로 도래하기 때문에 이에 대한 선제적 대비다.

### Action : 핵심 시장인 중국과 미국 모두 전망 밝아

1분기 중국 내 가스 인프라 부족으로 중국 매출이 잠시 주춤했지만 6월부터 빠르게 회복되고 있다. 7월 말 20만대의 북경 자동화라인이 가동되기 시작해 2019년 30만대의 풀가동이 가능할 전망이다. 신공장 증설 이후 메이가이치 사업에 관련된 업체들이 경동나비엔을 지속적으로 찾고 다양한 협력사업을 제안하고 있다. 이번 인건비 증가는 아쉬운 부분이나, 성장을 위한 투자성 경비이기에 장기적으로는 오히려 긍정적이다. 투자포인트는 세가지로 매수를 추천한다. 1) 2018년 중국매출은 전년대비 29% 늘어난 1천억원을 돌파할 전망이다. 2) 북미 매출은 불리했던 환율 요인이 중립적으로 전환하며 매분기 15% 이상의 매출 증가가 가능해졌다. 3) 수익성 좋은 북미와 중국 매출 비중이 2017년 47%에서 올해 50%를 초과함에 따라 영업이익률은 판관비 증가에도 불구, 7%대를 유지할 전망이다.

## 매수(유지)

### 목표주가: 84,000원(유지)

**Stock Data**

| | | |
|---|---|---|
| KOSPI(8/6) | | 2,287 |
| 주가(8/6) | | 58,600 |
| 시가총액(십억원) | | 747 |
| 발행주식수(백만) | | 13 |
| 52주 최고/최저가(원) | | 69,900/31,500 |
| 일평균거래대금(6개월, 백만원) | | 4,286 |
| 유동주식비율/외국인지분율(%) | | 41.7/9.9 |
| 주요주주(%) | 경동원 외 2 인 | 57.4 |
| | 국민연금 | 7.3 |

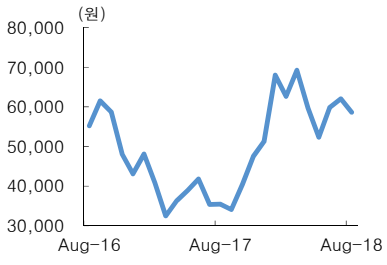
**Valuation 지표**

| | 2017A | 2018F | 2019F |
|---|---|---|---|
| PER(x) | 24.5 | 18.5 | 16.6 |
| PBR(x) | 2.5 | 2.6 | 2.3 |
| ROE(%) | 10.7 | 14.6 | 14.4 |
| DY(%) | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| EV/EBITDA(x) | 10.7 | 10.9 | 9.6 |
| EPS(원) | 2,093 | 3,164 | 3,533 |
| BPS(원) | 20,186 | 22,879 | 25,938 |

**주가상승률**

| | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가(%) | (2.3) | (14.3) | 66.0 |
| KOSPI 대비(%p) | (2.9) | (7.5) | 70.6 |

**주가추이**




자료: WISEfn

이경자
kyungja.lee@truefriend.com

김치호
chiho.kim@truefriend.com

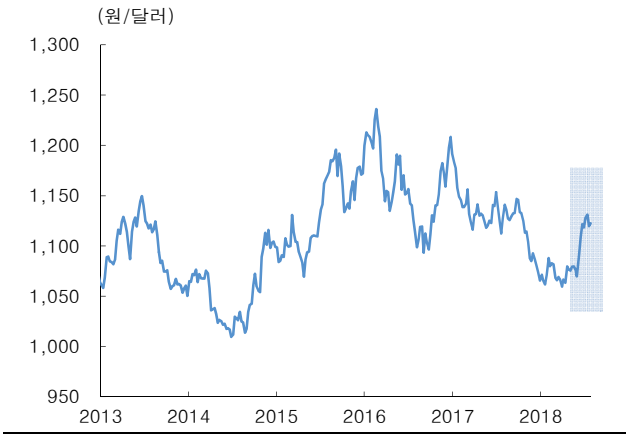
### <표 1> 2분기 영업이익 컨센서스 하회

(단위: 십억원, %p)

| | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18P | QoQ(%) | YoY(%) | 컨센서스 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 130 | 164 | 252 | 164 | 152 | (7.4) | 17.2 | 147 |
| 영업이익 | 6 | 13 | 16 | 12 | 6 | (49.6) | (3.7) | 8 |
| 영업이익률(%) | 4.9 | 8.0 | 6.5 | 7.4 | 4.0 | (3.4) | (0.9) | 5.4 |
| 세전이익 | 6 | 13 | 9 | 12 | 7 | (41.8) | 10.8 | 8 |
| 순이익 | 5 | 11 | 5 | 8 | 5 | (36.9) | 4.3 | 5 |

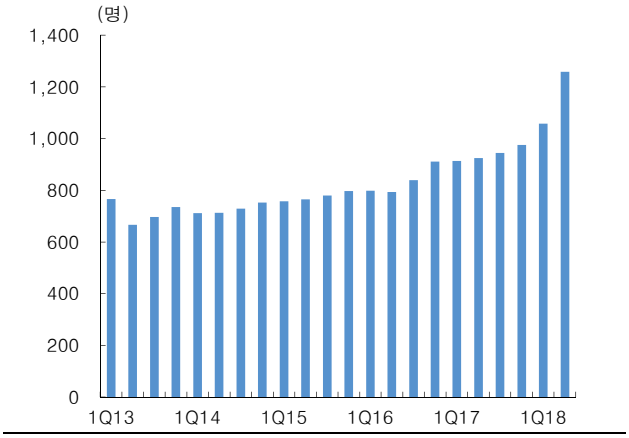
자료: 한국투자증권

### [그림 1] 우호적으로 변화하는 원달러 환율




자료: Bloomberg, 한국투자증권

### [그림 2] 분기별 인력 현황




자료: 경동나비엔, 한국투자증권

### <표 2> 실적추정

(단위: 십억원)

| | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18P | 3Q18F | 4Q18F | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출 | 138.8 | 129.7 | 164.4 | 251.7 | 163.9 | 151.9 | 172.7 | 271.8 | 684.7 | 760.4 | 837.8 | 920.8 | 1,020.7 |
| *YoY* | *5.2%* | *12.4%* | *24.4%* | *23.5%* | *18.1%* | *17.2%* | *5.0%* | *8.0%* | *17.4%* | *11.1%* | *10.2%* | *9.9%* | *10.8%* |
| 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 | 369.2 |
| 중국 | 5.2 | 6.9 | 23.2 | 42.4 | 5.3 | 11.8 | 28.2 | 54.7 | 77.7 | 100.0 | 135.5 | 153.9 | 178.2 |
| 북미 | 60.3 | 56.7 | 56.3 | 71.0 | 63.8 | 65.5 | 64.3 | 83.7 | 244.3 | 277.3 | 316.8 | 364.3 | 418.9 |
| 러시아 | 4.6 | 7.5 | 13.0 | 9.6 | 5.2 | 8.6 | 14.0 | 7.9 | 34.7 | 35.7 | 37.5 | 39.4 | 41.3 |
| 기타 | 2.0 | 2.7 | 5.9 | 3.1 | 3.2 | 4.6 | 2.0 | 3.2 | 13.8 | 13.0 | 13.0 | 13.0 | 13.0 |
| 원가율 | 61.3% | 66.6% | 65.9% | 66.1% | 64.6% | 66.5% | 66.5% | 65.7% | 65.2% | 65.8% | 65.9% | 65.9% | 65.9% |
| 판관비 | 41.8 | 36.9 | 42.9 | 69.2 | 46.0 | 44.7 | 45.0 | 70.8 | 190.8 | 206.5 | 225.0 | 249.0 | 270.0 |
| 판관비율 | 30.1% | 28.5% | 26.1% | 27.5% | 28.0% | 29.5% | 26.1% | 26.0% | 27.9% | 27.2% | 26.9% | 27.0% | 26.5% |
| 영업이익 | 11.9 | 6.4 | 13.2 | 16.2 | 12.2 | 6.1 | 12.9 | 22.5 | 47.8 | 53.6 | 60.7 | 65.0 | 78.0 |
| *YoY* | *(24.8%)* | *(50.6%)* | *82.5%* | *65.2%* | *2.0%* | *(3.7%)* | *(2.5%)* | *38.3%* | *4.2%* | *12.1%* | *13.3%* | *7.1%* | *20.1%* |
| 영업이익률 | 8.6% | 4.9% | 8.0% | 6.5% | 7.4% | 4.0% | 7.4% | 8.3% | 7.0% | 7.0% | 7.2% | 7.1% | 7.6% |
| 세전이익 | 8.5 | 6.4 | 13.2 | 8.5 | 12.2 | 7.1 | 12.9 | 20.5 | 36.6 | 52.6 | 58.7 | 63.0 | 76.0 |
| 지배주주순이익 | 5.9 | 5.0 | 10.6 | 5.0 | 8.3 | 5.2 | 9.8 | 16.8 | 26.4 | 39.9 | 44.6 | 47.9 | 57.8 |

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 판매 활동을 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 | 220 | 251 | 329 |
| 현금성자산 | 22 | 29 | 32 | 35 | 46 |
| 매출채권및기타채권 | 57 | 86 | 68 | 84 | 138 |
| 재고자산 | 90 | 110 | 114 | 126 | 138 |
| 비유동자산 | 254 | 273 | 325 | 331 | 339 |
| 투자자산 | 15 | 15 | 17 | 19 | 20 |
| 유형자산 | 204 | 222 | 268 | 269 | 270 |
| 무형자산 | 9 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 자산총계 | 430 | 504 | 545 | 583 | 668 |
| 유동부채 | 170 | 220 | 226 | 223 | 266 |
| 매입채무및기타채무 | 123 | 149 | 144 | 126 | 138 |
| 단기차입금및단기사채 | 18 | 39 | 49 | 46 | 43 |
| 유동성장기부채 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 비유동부채 | 21 | 27 | 28 | 30 | 31 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금및금융부채 | 11 | 18 | 18 | 18 | 18 |
| 부채총계 | 191 | 247 | 254 | 253 | 296 |
| 지배주주지분 | 236 | 257 | 291 | 330 | 372 |
| 자본금 | 13 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| 자본잉여금 | 21 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 기타자본 | (1) | (1) | (1) | (1) | (1) |
| 이익잉여금 | 196 | 220 | 257 | 300 | 345 |
| 비지배주주지분 | 3 | 0 | (0) | (0) | (0) |
| 자본총계 | 239 | 257 | 291 | 330 | 372 |

## 손익계산서

(단위: 십억원)

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 583 | 685 | 760 | 838 | 921 |
| 매출원가 | 382 | 446 | 500 | 552 | 607 |
| 매출총이익 | 201 | 239 | 260 | 286 | 314 |
| 판매관리비 | 155 | 191 | 207 | 225 | 249 |
| 영업이익 | 46 | 48 | 54 | 61 | 65 |
| 금융수익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이자수익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 금융비용 | 2 | 2 | 1 | 2 | 2 |
| 이자비용 | 2 | 2 | 1 | 2 | 2 |
| 기타영업외손익 | 4 | (10) | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 49 | 37 | 53 | 59 | 63 |
| 법인세비용 | 11 | 10 | 13 | 14 | 15 |
| 연결당기순이익 | 37 | 27 | 40 | 45 | 48 |
| 지배주주지분순이익 | 37 | 26 | 40 | 45 | 48 |
| 기타포괄이익 | (4) | (3) | (3) | (3) | (3) |
| 총포괄이익 | 34 | 24 | 37 | 41 | 45 |
| 지배주주지분포괄이익 | 33 | 23 | 36 | 41 | 44 |
| EBITDA | 62 | 64 | 72 | 81 | 86 |

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| 영업활동현금흐름 | 61 | 20 | 67 | 37 | 45 |
| 당기순이익 | 37 | 27 | 40 | 45 | 48 |
| 유형자산감가상각비 | 14 | 15 | 17 | 19 | 19 |
| 무형자산상각비 | 2 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 자산부채변동 | 3 | (29) | 8 | (29) | (24) |
| 기타 | 5 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 투자활동현금흐름 | (22) | (40) | (72) | (28) | (29) |
| 유형자산투자 | (21) | (35) | (64) | (21) | (21) |
| 유형자산매각 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 투자자산순증 | 0 | (4) | (5) | (5) | (5) |
| 무형자산순증 | (2) | (2) | (2) | (3) | (3) |
| 기타 | 1 | 0 | (2) | 0 | (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 | 3 | 3 | 11 |

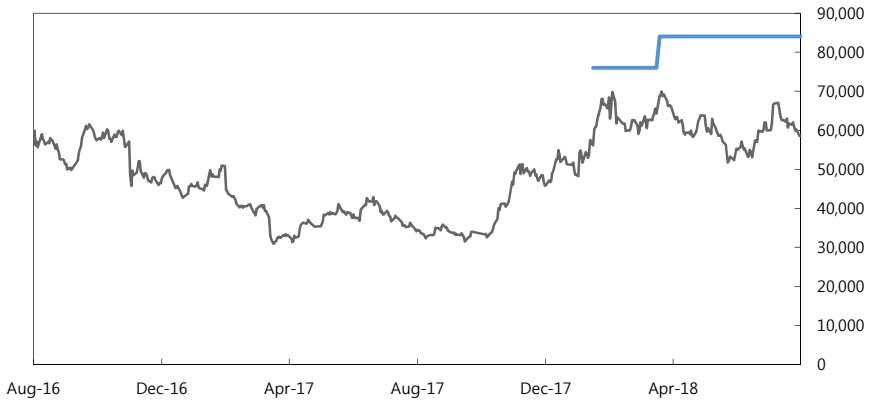
주: K-IFRS (연결) 기준

## 주요투자지표

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 2,925 | 2,093 | 3,164 | 3,533 | 3,793 |
| BPS | 18,581 | 20,186 | 22,879 | 25,938 | 29,255 |
| DPS | 150 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| 성장성(%, YoY) | | | | | |
| 매출증가율 | 13.9 | 17.4 | 11.1 | 10.2 | 9.9 |
| 영업이익증가율 | 89.2 | 4.2 | 12.1 | 13.3 | 7.1 |
| 순이익증가율 | 122.2 | (28.4) | 51.1 | 11.7 | 7.4 |
| EPS증가율 | 122.3 | (28.4) | 51.2 | 11.7 | 7.4 |
| EBITDA증가율 | 58.0 | 4.1 | 12.6 | 12.2 | 5.5 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 7.9 | 7.0 | 7.0 | 7.2 | 7.1 |
| 순이익률 | 6.3 | 3.9 | 5.3 | 5.3 | 5.2 |
| EBITDA Margin | 10.6 | 9.4 | 9.5 | 9.7 | 9.3 |
| ROA | 9.0 | 5.8 | 7.6 | 7.9 | 7.7 |
| ROE | 16.8 | 10.7 | 14.6 | 14.4 | 13.6 |
| 배당수익률 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 배당성향 | 5.1 | 9.6 | 6.3 | 5.7 | 5.3 |
| 안정성 | | | | | |
| 순차입금(십억원) | 11 | 31 | 38 | 32 | 18 |
| 차입금/자본총계비율(%) | 14.0 | 23.5 | 24.2 | 20.4 | 17.3 |
| Valuation(X) | | | | | |
| PER | 14.7 | 24.5 | 18.5 | 16.6 | 15.4 |
| PBR | 2.3 | 2.5 | 2.6 | 2.3 | 2.0 |
| EV/EBITDA | 9.0 | 10.7 | 10.9 | 9.6 | 8.9 |

## 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 8월 7일 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 (2018.6.30 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
- 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 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.