

경동나비엔 (009450)

차이나 모멘텀_ 가능성이 아닌 확실성에 베팅

Analyst 박용희

02. 3779-8944 yhpark@ebestsec.co.kr



2020년까지 50만대 보일러/온수기 베이징 생산공장 신설

동사의 중국법인이 베이징에 공장을 신규 건설하고 현지 시장 공략을 본격화한다. 동사는 23일 중국 베이징에 4만 8,000m2규모의 보일러/온수기 생산 공장을 짓는다고 밝혔다. 1단계로 2017년까지 약 130억원을 들여 연간 30만대의 보일러와 온수기를 생산할 수 있는 시설을 완공한다. 2단계로 연간 생산량 50만대 규모의 공장을 완공해 현지 시장을 공략할 계획이다

미국보다는 중국을 선택_ 높은 성장성과 원가혁신의 필요성

2015년 기준 동사 매출의 35%를 차지하는 미국보다, 5% 수준인 중국으로 신공장 증설을 발표했다. 이유는 1)제품 수요 증가를 확인하고 본격적인 중국 공략의 필요성, 2)중국은 Low-end와 High-end 제품군이 차별화된 시장으로 Low-end 제품군에 대한 대응이 필요, 3)서탄 공장에서 확인된 신공장의 모듈을 채용할 중국 공장의 원가 경쟁력이 충분하다는 판단이다

서탄 공장 투자-> 미국 매출 급증. 중국 신공장 투자->중국 매출 급증 전망

2012년 서탄 신공장 투자 계획을 발표했을 때, 대부분의 사람들은 무리한 투자라 혹평했다. 하지만, 미국 수요에 대한 기대감을 반영하며 동사는 투자를 결정했다. 투자는 완벽한 성공을 이루었다. 중국 공장 증설도 비슷하다. 최근 북경시의 콘덴싱투자 유도후 동사의 중국향 매출 증가세는 가파르다. 지난 2년동안 수요 파악을 마무리 했고, 유통망을 재정비 했으며, 마지막으로 투자를 결정했다. 수요 증가에 대한 동사의 대응 전략은 투자로 귀결이 된 듯 한다. 중국 수요 증가분에 대해서는 서탄 공장에서 이미 대응하고 있음으로, 매출 감소도 우려할 필요가 없다.

Financial Data

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	429	512	602	726	853
영업이익	13	24	57	80	107
세전계속사업손익	11	22	60	81	109
순이익	9	17	44	61	82
EPS (원)	721	1,304	3,471	4,782	6,406
증감률 (%)	n/a	81.0	166.1	37.8	34.0
PER (x)	40.2	24.0	16.7	12.1	9.0
PBR (x)	2.0	2.0	3.0	2.4	1.9
EV/EBITDA (x)	17.8	11.5	10.8	7.8	6.0
영업이익률 (%)	3.1	4.7	9.5	11.0	12.6
EBITDA 마진 (%)	6.0	7.6	11.8	12.8	14.1
ROE (%)	4.9	8.5	19.5	21.8	23.3
부채비율 (%)	111.4	95.1	93.1	84.9	58.8

주: IFRS 연결 기준

자료: 경동나비엔, 이베스트투자증권 리서치센터

Buy (maintain)

목표주가 110,000 원

현재주가 57,900 원

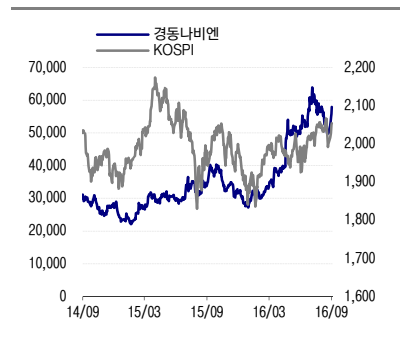
컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

Stock Data

KOSPI(9/23)	2,054.07pt
시가총액	7,376억원
발행주식수	12,740천주
52주 최고가 / 최저가	63,900 / 27,200원
90일 일평균거래대금	34.86억원
외국인 지분율	7.1%
배당수익률(16.12E)	0.2%
BPS(16.12E)	19,609원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 1.9%
	6개월 68.3%
	12개월 63.9%
주주구성	(주)경동원의 2인 57.4%
	신영증권 7.9%
	국민연금 6.7%

Stock Price



차이나 모멘텀_ 50만대 보일러/온수기 생산 공장 투자 발표

2020년까지 50만대 보일러/온수기 베이징 생산공장 신설

동사의 중국법인이 베이징에 공장을 신규 건설하고 현지 시장 공략을 본격화한다. 동사는 23일 중국 베이징에 4만 8,000m2규모의 보일러/온수기 생산 공장을 짓는다고 밝혔다. 1단계로 2017년까지 약 130억원을 들여 연간 30만대의 보일러와 온수기를 생산할 수 있는 시설을 완공한다. 2단계로 연간 생산량 50만대 규모의 공장을 완공해 현지 시장을 공략할 계획이다.

미국보다는 중국을 선택_ 높은 성장성과 원가혁신의 필요성

2015년 기준 동사 매출의 35%를 차지하는 미국보다, 5% 수준인 중국으로 신공장 증설을 발표했다. 이유는 1)제품 수요 증가를 확인하고 본격적인 중국 공략의 필요성, 2) 중국은 Low-end와 High-end 제품군이 차별화된 시장으로 Low-end 제품군에 대한 대응이 필요, 3)서탄공장에서 확인된 신공장의 모듈을 채용할 중국 공장의 원가 경쟁력이 충분하다는 판단 때문이다. 현재 중국향에서 발생하는 동사의 매출은 기존 중국공장에서 보다는 서탄에서 생산된 제품의 판매량이 더 높은 상황이다. 향후 중국 공장 완공 시 중국향 매출은 중국 생산법인이 대부분을 차지할 전망이다.

그림1 Global Peer_ PER/EPS Matrix



자료: 언론기사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 Global Peer_ PBR/BPS Matrix



자료: 언론기사, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 경동나비엔_ 중국향 제품 연구개발 내역

연구개발 과제	연구개발 및 기대효과	연구개발 내역	제품성향
가스보일러	상품다각화	중국향 일반 가스보일러	Low-end
가스보일러	상품다각화	중국향 ACE 개방식	Low-end
가스온수기	상품다각화	중국향 NPE	High-end

자료: 경동나비엔, 이베스트투자증권 리서치센터

차이나 모멘텀_ 세계 최대 보일러시장 중국을 잡아라!

중국 2020년 보일러 수요 400만대까지 급 성장 전망

가정용 가스보일러시장에서 가장 큰 시장은 영국, 한국, 독일 순이다. 그러나 최근 급속도로 성장하고 있는 시장이 중국이다. 국가 크기나 인구수로 보면 이미 세계 최대 시장을 형성했을 것으로 생각이 들지만 그 동안 중국의 난방수요는 가스보일러가 아니었다. 최근 생활수준이 높아지고 도시가스 인프라가 갖춰지면서 가스보일러 수요가 급속도로 늘어나고 있다. 2020 년까지 연간 400~500 만대 시장이 형성될 것으로 전망하고 있어 세계 최대 보일러시장 등극은 시간문제라 보여진다. 현재 중국의 보일러시장은 1)High-end and Premium(최고급 프리미엄) 2)Premium(프리미엄) 3)High Performance(고성능) 4)Performance(성능) 5)Basic(가격/일반시장) 등 5 개 시장으로 세분화돼 있다. 독일, 네덜란드산 등이 고가의 제품군을 이루고 있으며 한국 및 이탈리아산 등이 중저가시장을, 기타 중국, 터키, 폴란드산이 저가제품군을 형성하고 있다.

북경發 변화, 전국으로 확산 中_ 콘덴싱 보일러가 대세

중국의 보일러시장은 중국산 저가시장이 70~80%를 점유하고 있다. 그만큼 에너지효율은 떨어지고 대기오염 물질은 더 많이 나오고 있다. 날로 심각해지는 환경오염으로 인해 중국 정부가 환경보호정책 강화에 나서고 있어 콘덴싱 기술을 기반으로 한 고효율, 저 NOx 친환경 제품이 시장의 새로운 주류로 떠오를 것으로 전망된다. 북경시는 가스보일러에 대한 NOx 규제를 강화했다. 북경시 건축위원회도 지난해 10 월부터 에너지효율 2 등급 이하 보일러는 설치를 전면적으로 금지하는 법안을 발표하는 등 친환경 정책은 점차 강화되는 추세다. 중국 보일러시장에 급격한 변화가 시작됐다. 북경시의 선도적인 친환경 콘덴싱 가스보일러 보급 정책은 중국 주요 지역으로 빠르게 확산될 전망이다.

중국은 이미 2000 년대 후반부터 수많은 글로벌 기업과 중국 내 기업들이 모여 주도권을 두고 치열한 경쟁을 펼치고 있는 시장이다. 2008 년 베이징 올림픽 개최를 앞두고 보일러시장 규모가 본격적으로 늘어나기 시작하면서 유럽 유수의 보일러 제조사들의 진출이 가속화됐으며 중국 내 토종 보일러기업들도 대거 등장했다. 경동나비엔은 외국기업으로는 최초로 중국 시장에 진출했다. 2002 년에는 독일 비스만이 허베이 생산공장을, 2007 년에는 독일 바일란트가 무석생산공장을 설립하는 등 글로벌 기업들은 적극적으로 투자를 이어가고 있다. 이에 맞서 쇼승수, 완허, 완지아러 등 중국 기업들도 기술력이나 품질에서의 열세를 가격경쟁력을 내세워 극복하면서 치열한 경쟁을 펼치고 있다.

경동나비엔_ 자동화 공정으로 경쟁자를 물리칠 준비를 마쳤다!

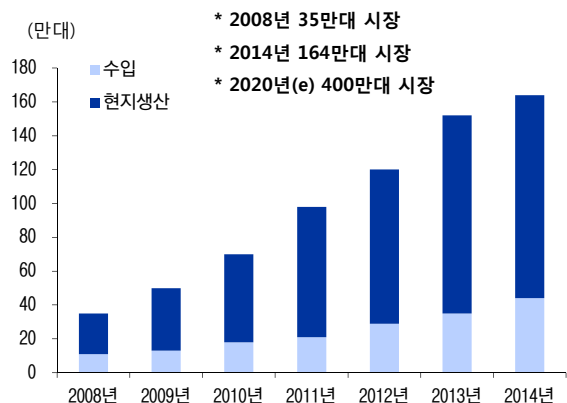
동사는 Two-track 으로 중국 시장을 공략할 전망이다. 국내 서탄공장에서 생산된 High-end 시장 제품으로 화북시장과 남부시장을 공략할 전망이고, 중국 현지공장에서 생산된 Low-end 제품으로 서부 및 동북 시장을 공략할 전망이다. 경쟁사대비 자동화 설비의 경쟁력이 빛을 발할 전망이다.

그림3 세계 최대 보일러시장이 될 중국



자료: 언론기사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 중국 난방 수요 급증



자료: 중국토목공정학회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 중국_ 지역별 차별화된 보일러 시장



자료: 중국토목공정학회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 경동나비엔 서탄 공장_ 자동화 조립라인



자료: 언론기사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 경동나비엔 서탄 공장_ 자동화 물류라인



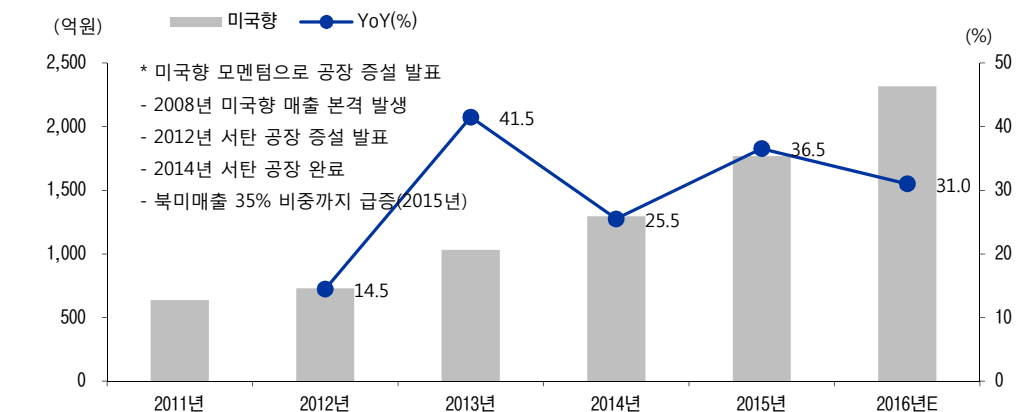
자료: 언론기사, 이베스트투자증권 리서치센터

차이나 모멘텀_ 가능성이 아닌, 확실함에 베팅

서탄 공장 투자->미국 매출 급증. 중국 신공장 투자->중국 매출 급증

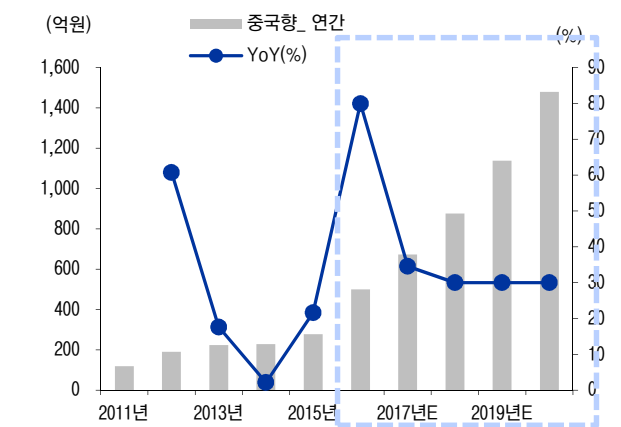
무모한 기대감에 투자를 하는 회사가 있는 반면, 수요 증가에 대응하기 위한 투자를 결정하는 회사가 있다. 동사는 후자란 판단이다. 2012년 서탄 신공장 투자 계획을 발표했을 때, 대부분의 사람들은 무리한 투자라 혹평했다. 하지만, 미국 수요에 대한 기대감을 반영하며 동사는 투자를 결정했다. 투자는 완벽한 성공을 이루었다. 중국 공장 증설도 비슷하다. 최근 북경시의 콘텐츠투자 유도후 동사의 중국향 매출 증가세는 가파르다. 지난 2년동안 수요 파악을 마무리 했고, 유통망을 재정비 했으며, 마지막으로 투자를 결정했다. 수요 증가에 대한 동사의 대응 전략은 투자로 귀결이 된 듯 한다. 서탄 신공장의 생산성 향상이 동사의 투자 시점을 빠르게 가져간 것으로 보인다. 중국 수요 증가분에 대해서는 서탄 공장에서 이미 대응하고 있음으로, 매출 감소도 우려할 필요가 없다. 투자 회수기와 투자기가 동시에 이루어 지고 있는 셈이다.

그림8 서탄공장 투자->북미향 매출 급증_ 가능성이 아닌, 확실함에 베팅



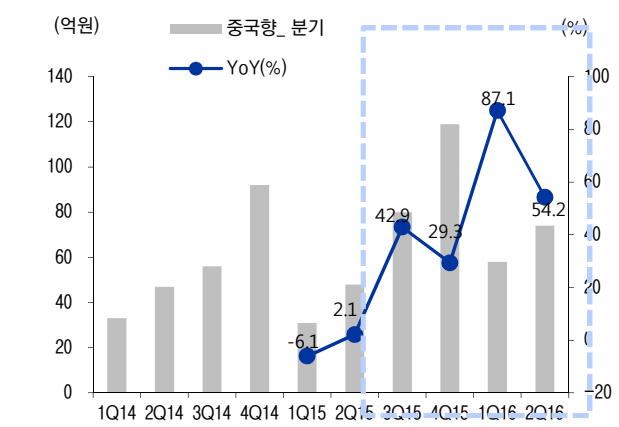
자료: 경동나비엔, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 경동나비엔_ 중국향 연간 매출 추정



자료: 경동나비엔, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 3Q15이후부터 중국향 매출 급증세



자료: 경동나비엔, 이베스트투자증권 리서치센터

투자의견 및 실적전망

투자의견과 목표주가를 Buy 및 11만원으로 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 Buy 및 11만원으로 유지한다. 목표주가는 2017년 당사 추정 EPS 4,782 원에 Target Multiple 23.2(x)를 적용하여 산출했다. Target Multiple 은 A.P Smith 와 Rinnai 의 평균값이다. 동사의 실적은 구조적으로 성장하는 구간이며, 가시성이 높은 상황이기 때문에 중/장기적으로 충분한 Up-side Potential 을 보유하고 있다는 판단이다.

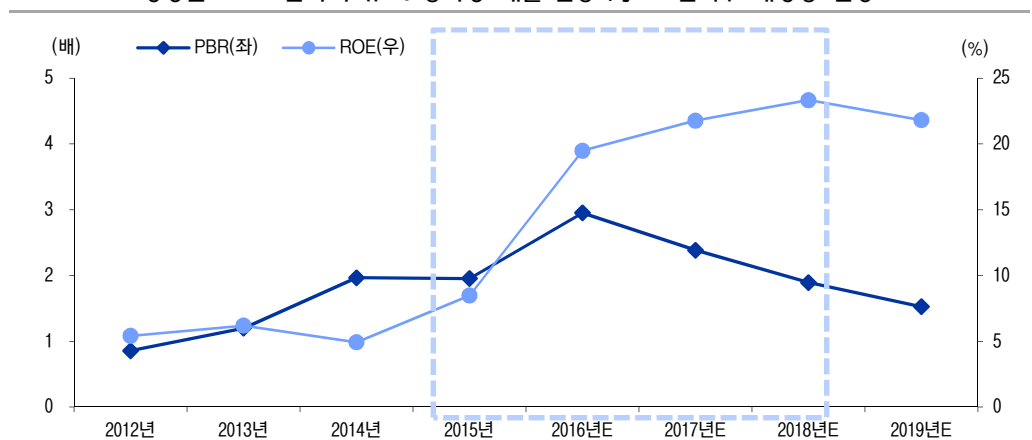
2014년부터 상승한 동사의 ROE 는 18년까지 지속 상승 흐름을 유지할 전망이다. 중국향 매출 급증 때에는 추가적인 이익 추정치 상향이 가능할 전망으로 지속적으로 긍정적인 View 를 유지한다.

표2 경동나비엔, 목표주가 산정 내역

구분	(원) 비교
2017년 EPS	4,782
타겟 PER(배)	23.2 A/O Smith 및 Rinnai 평균 값 적용
주당가치	110,942
목표주가	110,000
현재주가	57,900
상승여력(%)	89.9

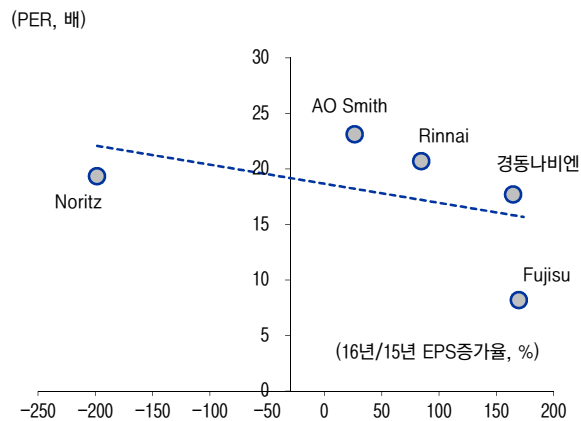
자료: 경동나비엔, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 ROE 성장은 2018년까지 유효. 중국향 매출 급증 시 18년 이후 재상승 전망



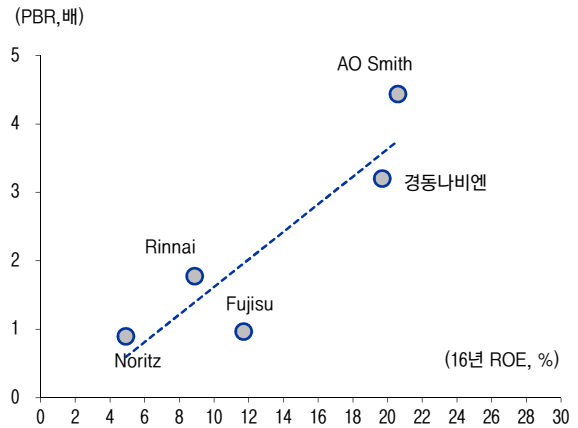
자료: 경동나비엔, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 Global Peer_ PER/EPS Matrix



자료: 블룸버그, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 Global Peer_ PBR/BPS Matrix



자료: 블룸버그, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 Global 보일러/온수기 Peer Valuation

(십억원)		경동나비엔	AO Smith	Rinnai	Noritz	Fujitsu
주가 (9/23)(원)		57,900	103,426	110,200	21,909	4,710
시가총액		7,376	90,543	57,542	11,129	97,506
매출액	2014	4,290	24,816	22,404	16,165	233,741
	2015	5,120	28,719	18,437	14,201	199,285
	2016E	6,020	33,067	37,508	24,038	497,574
영업이익	2014	134.6	3,025.2	2,645.5	315.7	-657.0
	2015	242.2	4,518.8	1,807.6	223.5	-99.6
	2016E	570.0	5,710.9	4,173.3	817.8	17,151.2
OP margin(%)	2014	3.1	12.2	11.8	2.0	-0.3
	2015	4.7	15.7	9.8	1.6	-0.0
	2016E	9.5	17.3	11.1	3.4	3.4
순이익	2014	92	2,189	1,981	218	20,120
	2015	166	3,203	1,485	-544	4,347
	2016E	440	3,960	2,739	536	11,644
EPS (원)	2014	727	2,423	3,873	455	972
	2015	1,316	3,612	2,855	-1,138	210
	2016E	3,483	4,564	5,264	1,120	566
BPS (원)	2014	14,888	16,889	32,212	17,622	3,007
	2015	16,150	19,284	31,128	18,018	2,988
	2016E	19,343	23,806	61,470	24,294	4,821
PER(배)	2014	39.9	24.7	25.5	43.3	7.0
	2015	23.7	24.5	30.2		37.7
	2016E	16.7	23.1	20.7	19.3	8.2
PBR(배)	2014	1.9	3.7	2.9	1.0	2.1
	2015	1.9	4.7	2.6	1.0	2.5
	2016E	3.0	4.4	1.8	0.9	1.0
ROE(%)	2014	4.9	15.3	12.5	2.4	36.4
	2015	8.5	20.0	9.1	-6.4	7.1
	2016E	19.7	20.6	8.9	4.9	11.7

자료: 블룸버그, 이베스트투자증권 리서치센터

경동나비엔 (009450)

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	160	158	240	325	364
현금 및 현금성자산	20	18	26	68	63
매출채권 및 기타채권	47	47	69	83	98
재고자산	84	87	138	167	196
기타유동자산	9	6	6	6	6
비유동자산	242	244	247	252	259
관계기업투자등	18	16	16	16	17
유형자산	191	195	199	202	207
무형자산	9	9	9	9	9
자산총계	402	402	487	577	623
유동부채	186	177	217	247	212
매입채무 및 기타채무	79	93	138	167	131
단기금융부채	86	53	43	43	43
기타유동부채	21	31	35	37	38
비유동부채	25	19	18	18	19
장기금융부채	20	16	13	13	13
기타비유동부채	6	3	5	6	6
부채총계	212	196	235	265	231
지배주주지분	188	204	250	309	390
자본금	13	13	13	13	13
자본잉여금	21	21	21	21	21
이익잉여금	147	163	205	265	345
비지배주주지분(연결)	2	2	2	2	2
자본총계	190	206	252	312	392

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	429	512	602	726	853
매출원가	314	352	385	450	529
매출총이익	115	160	217	276	324
판매비 및 관리비	102	136	160	196	217
영업이익	13	24	57	80	107
(EBITDA)	26	39	71	93	121
금융손익	-3	-5	1	-1	-1
이자비용	3	3	2	2	2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	3	2	2	2
세전계속사업이익	11	22	60	81	109
계속사업법인세비용	2	6	16	20	27
계속사업이익	9	17	44	61	82
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	9	17	44	61	82
지배주주	9	17	44	61	82
총포괄이익	11	17	48	61	82
매출총이익률 (%)	26.8	31.2	36.0	38.0	38.0
영업이익률 (%)	3.1	4.7	9.5	11.0	12.6
EBITDA 마진률 (%)	6.0	7.6	11.8	12.8	14.1
당기순이익률 (%)	2.2	3.3	7.4	8.4	9.6
ROA (%)	2.4	4.1	9.9	11.5	13.6
ROE (%)	4.9	8.5	19.5	21.8	23.3
ROIC (%)	4.9	7.3	16.7	21.8	24.8

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	-13	44	39	61	16
당기순이익(손실)	9	17	44	61	82
비현금수익비용가감	18	30	-9	13	14
유형자산감가상각비	11	13	13	12	12
무형자산상각비	1	2	2	1	1
기타현금수익비용	-2	15	-23	0	0
영업활동 자산부채변동	-33	5	4	-13	-79
매출채권 감소(증가)	-3	0	-24	-14	-15
재고자산 감소(증가)	-4	-5	-51	-29	-29
매입채무 증가(감소)	-9	9	57	29	-36
기타자산, 부채변동	-18	0	22	1	1
투자활동 현금	-38	-7	-17	-18	-20
유형자산처분(취득)	-33	-16	-15	-15	-17
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-2	-1	-1
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-1	-1
기타투자활동	-4	10	0	-1	-1
재무활동 현금	50	-38	-15	-1	-1
차입금의 증가(감소)	52	-37	-13	0	0
자본의 증가(감소)	-1	-1	-1	-1	-1
배당금의 지급	1	1	1	1	1
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	3	-2	8	42	-5
기초현금	17	20	18	26	68
기말현금	20	18	26	68	63

주요 투자지표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
투자지표 (x)					
P/E	40.2	24.0	16.7	12.1	9.0
P/B	2.0	2.0	3.0	2.4	1.9
EV/EBITDA	17.8	11.5	10.8	7.8	6.0
P/CF	13.7	8.5	21.0	9.9	7.8
배당수익률 (%)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
성장성 (%)					
매출액	3.6	19.4	17.5	20.6	17.6
영업이익	-31.9	79.9	135.9	39.6	34.5
세전이익	-28.9	102.2	169.8	35.1	34.0
당기순이익	-15.7	78.6	165.6	36.9	34.0
EPS	-17.4	81.0	166.1	37.8	34.0
안정성(%)					
부채비율	111.4	95.1	93.1	84.9	58.8
유동비율	85.8	89.3	110.6	131.7	171.6
순차입금/자기자본	45.1	24.5	11.5	-4.2	-2.0
영업이익/금융비용	4.9	7.0	28.5	51.0	68.6
총차입금 (십억원)	105	69	56	56	56
순차입금 (십억원)	86	51	29	-13	-8
주당지표 (원)					
EPS	721	1,304	3,471	4,782	6,406
BPS	14,753	16,004	19,609	24,291	30,597
CFPS	2,116	3,697	2,760	5,822	7,467
DPS	100	100	100	100	100

자료: 경동나비엔, 이베스트투자증권 리서치센터

경동나비엔 목표주가 추이			투자 의견 변동내역		
	(원)		일시	투자 의견	목표가격
			2013.11.25	담당자변경	박용희
			2014.07.15	Buy	28,000
			2014.08.12	Buy	58,000
			2015.01.07	Buy	37,500
			2015.02.16	Buy	37,500
			2015.03.05	Buy	37,500
			2015.03.23	Buy	37,500
			2015.04.02	Buy	37,500
			2015.05.11	Buy	43,000
			2015.07.22	Buy	43,000
			2015.08.18	Buy	47,000
			2015.09.08	Buy	47,000
			2015.09.24	Buy	50,000
			2015.11.05	Buy	50,000
			2015.11.20	Buy	50,000
			2016.01.14	Buy	50,000
			2016.02.15	Buy	50,000
			2016.03.07	Buy	50,000
			2016.04.06	Buy	50,000
			2016.05.16	Buy	62,000
			2016.05.24	Buy	62,000
			2016.06.23	Buy	62,000
			2016.08.01	Buy	110,000
			2016.08.16	Buy	110,000
			2016.09.26	Buy	110,000

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 박용희)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 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 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 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.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중 확대) Neutral (중립) Underweight (비중 축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+20% 이상 기대 -20% ~ +20% -20% 이하 기대	90.9% 9.1%	2015년 2월 2일부터 당사 투자등급이 기존 4 단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3 단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2015. 7. 1 ~ 2016. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)