

Company Update

Analyst 박 용 희

02) 6915-5651

yhpkorea2005@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 65,000원

현재가 (2/13) 44,650원

KOSPI (2/13)	2,201.48pt
시가총액	569십억원
발행주식수	12,740천주
액면가	1,000원
52주 최고가	69,900원
최저가	36,150원
60일 일평균거래대금	3십억원
외국인 지분율	8.2%
배당수익률 (2018F)	0.6%

주주구성	
경동원 외 2 인	57.42%
국민연금	6.12%

추가상승률	1M	6M	12M
상대기준	5%	-15%	-21%
절대기준	12%	-17%	-28%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	65,000	60,000	▲
EPS(18)	1,963	2,432	▼
EPS(19)	3,250	3,076	▲

경동나비엔 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

경동나비엔 (009450)

두개의 우려가 사라지니, 세개의 모멘텀이 온다!

4Q18 Earnings Review: 실직한 어닝서프라이즈

4Q18 동사의 매출은 2,511억원(-0.3% YoY, +57.2% QoQ), 영업이익 147억원(OPM 5.8%, -9.8 YoY, +90.9% QoQ)으로 당사추정치(매출 2,600억원, 영업이익 171억원)를 하회했다. 하지만, 매출원가에 일회적인 대손충당금(국내 특판사업장) 약 80억원이 반영된 점을 감안하면 실질적인 영업이익은 227억원(OPM 9.0%, +40.1% YoY, +194.8% QoQ)으로 당사추정치를 대폭 상회한 실적이다.

두개의 우려가 사라지니, 세개의 모멘텀이 온다!

두 개의 시장우려 1)재고자산의 증가, 2)높아지는 판관비율이 사라졌다. 1)2018년 4분기 재고자산은 전분기대비 약 500억원이 감소했고, 2)판관비율은 25.4%까지 떨어지며, 비용통제에 돌입했다. 두개의 우려가 사라지니 세개의 모멘텀이 보이기 시작했다. 1)국내 저가형 일반 보일러 시장이 고가형 콘덴싱 시장으로 전환이다. 최근 미세먼지 등 환경 문제로 인해 올해 내 일반보일러 사용중지 및 콘덴싱 보일러 시장으로의 전환되는 입법화가 강력히 제기되고 있다. 2)북미 일반형 순간식 온수기/보일러 시장 진입도 앞두고 있어, 추가적인 성장이 가능해 보인다. 3)빠르면 올해 2분기말부터 중국 메이커가치 사업은 재개될 전망이고, 늦어도 내년에는 다시 시작될 전망이기 때문에 동사의 중국향 사업은 점진적이거나 혹은 가파르거나 두 개의 형태로 진행이 될 전망이다.

그래서 IBKS는 실적 추정치를 상향, 목표주가를 6.5만원으로 조정

동사에 대한 투자의견을 매수로 유지하고, 목표주가는 65,000원으로 상향하여 제시한다. 목표주가는 2019년 IBKS 추정 EPS 3,250원에 Target Multiple 20.0(x)를 적용하여 산출했다. Target Multiple은 Global Peer의 평균값을 적용했고, 4분기 실적 발표 후 2019년 순이익 전망치를 +7.7% 상향한 것에 기인한다.

(단위:십억원,배)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	583	685	727	829	974
영업이익	46	48	41	58	78
세전이익	49	37	35	56	75
지배주주순이익	37	26	25	41	56
EPS(원)	2,898	2,074	1,963	3,250	4,410
증가율(%)	122.2	-28.4	-5.4	65.6	35.7
영업이익률(%)	7.9	7.0	5.6	7.0	8.0
순이익률(%)	6.4	3.9	3.5	5.0	5.8
ROE(%)	16.8	10.7	9.3	13.7	16.2
PER	14.9	24.7	21.2	13.7	10.1
PBR	2.3	2.5	1.9	1.8	1.5
EV/EBITDA	9.1	10.6	9.8	7.4	5.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

4Q18 Review: 실질적인 어닝서프라이즈

4Q18 동사의 매출은 2,511억원(-0.3% YoY, +57.2% QoQ), 영업이익 147억원(OPM 5.8%, -9.8 YoY, +90.9% QoQ)으로 당사추정치(매출 2,600억원, 영업이익 171억원)를 하회했다. 하지만, 매출원가에 일회적인 대손충당금(국내 특판사업장) 약 80억원이 반영된 점을 감안하면 실질적인 영업이익은 227억원(OPM 9.0%, +40.1% YoY, +194.8% QoQ)으로 당사추정치를 대폭 상회한 실적이다.

지역별로 매출액을 살펴보면, 1)국내 1,341억원(+6.7% YoY, +113.9% QoQ), 2)북미 868억원(+22.4% YoY, +29.2% QoQ), 3)유럽 등 151억원(+18.0% YoY, -23.0% QoQ), 4)중국 151억원(-64.4% YoY, +48% QoQ)였다. 핵심사업 지역인 국내와 북미 지역은 큰 폭의 성장을 보였고, 중국은 메이가이치 사업 중단에 따른 큰 폭의 하락을 보였다. 유럽등 기타 지역도 꾸준한 성장을 보이고 있다.

2019년에 동사는 내부적으로 매출 약 +15% 성장, 영업이익률 7% 수준으로 목표를 설정한 것으로 보인다. 지난 4분기 실적만을 감안하면, 가능성이 높아 보인다. 1)국내는 콘텐츠 침투율 상승 및 입주물량 증가 영향, 2)북미는 콘텐츠 온수기/보일러에서 일반 온수기 시장으로 추가 진입 영향으로 성장률 상승, 3)중국은 낮은 기저 및 하반기 메이가이치 기대(이는 가이던스에 미반영) 때문이다.

표 1. 경동나비엔, 지역별 실적현황

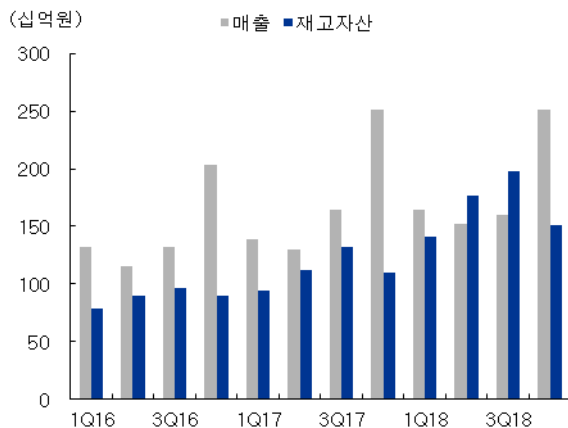
(억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	YoY	QoQ
매출	1,388	1,297	1,644	2,518	1,640	1,519	1,597	2,511	-0.3%	57.2%
중국	52	70	231	424	53	120	102	151	-64.4%	48.0%
북미	603	567	564	709	638	660	672	868	22.4%	29.2%
유럽등	67	101	188	128	84	125	196	151	18.0%	-23.0%
국내	666	559	661	1,257	865	614	627	1,341	6.7%	113.9%
Proportion	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	0.0%	0.0%
중국	3.7%	5.4%	14.1%	16.8%	3.2%	7.9%	6.4%	6.0%	-64.3%	-5.8%
북미	43.4%	43.7%	34.3%	28.2%	38.9%	43.4%	42.1%	34.6%	22.8%	-17.8%
유럽등	4.8%	7.8%	11.4%	5.1%	5.1%	8.2%	12.3%	6.0%	18.3%	-51.0%
국내	48.0%	43.1%	40.2%	49.9%	52.7%	40.4%	39.3%	53.4%	7.0%	36.0%
Growth					18.2%	17.1%	-2.9%	-0.3%		
중국					1.9%	71.4%	-55.8%	-64.4%		
북미					5.8%	16.4%	19.1%	22.4%		
유럽등					25.4%	23.8%	4.3%	18.0%		
국내					29.9%	9.8%	-5.1%	6.7%		
매출원가율	61.3%	66.6%	65.9%	66.0%	64.6%	66.6%	65.7%	68.7%		
판관비	418	369	429	692	459	447	470	639	-7.7%	36.0%
판관비율	30.1%	28.5%	26.1%	27.5%	28.0%	29.4%	29.4%	25.4%	-7.4%	-13.5%
영업이익	119	64	132	163	122	61	77	147	-9.8%	90.9%
영업이익률	8.6%	4.9%	8.0%	6.5%	7.4%	4.0%	4.8%	5.9%		
영업외수익	- 34	-	-	-78	-	10	-47	-26		
세전이익	85	64	132	85	122	71	30	121		
법인세	24	12	25	31	39	19	2	36		
순이익	61	52	107	55	83	52	28	85	56.0%	203.6%

자료: 경동나비엔, IBK투자증권

두 개의 시장우려를 날려버리다!

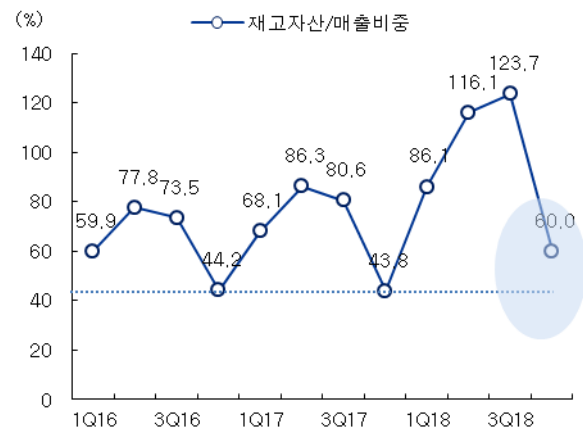
2018년 4분기 동사의 경영실적 중 의미 있는 것은 두 개의 시장우려를 불식한 것이다. 두 개의 우려는 1)재고자산의 증가, 2)높아지는 판관비율이었다. 1)2018년 4분기 재고자산은 전분기대비 약 500억원이 감소한 것으로 추정된다. 500억원 감소는 1)매출증가로 인한 재고 소진, 2)재고충당금 설정으로 인한 감소가 주요 원인이다. 물론 여전히 적정 재고자산/매출액비중보다는 약 200억원이 높은 것으로 추정된다. 하지만, 재고소진을 위한 가동률 조정 중에 있어 자연스럽게 올해 안으로 적정재고 수준으로 회귀될 가능성이 높아 보여 우려를 불식했다는 판단이다. 만일 재고관련 충당금이 추가로 설정된다면, 약 50억원 내외의 손실로 미미할 전망이다. 2)지속적인 연구개발비와 인력충원으로 인한 판관비율 상승이 투자자에게는 달갑지 않았다. 하지만, 마음만 먹는다면 판관비율 통제가 상당히 어렵지 않음을 보여준 실적이란 판단이다. 올해는 연구개발비를 지속할 계획이지만, 인력충원은 보수적으로 대응할 계획이기에 판관비 통제를 통한 영업이익률 개선이 뚜렷할 전망이다. 이 부분이 올해 매출성장과 함께 영업이익 개선이 되는 주요 원인이다.

그림 1. 3Q18대비 재고자산 약 500억 감소로 추정



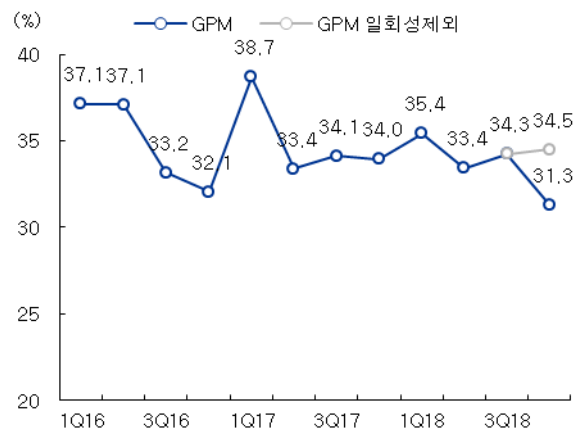
자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 2. 평균 재고율보다 약 200억원 가량 높은 재고자산



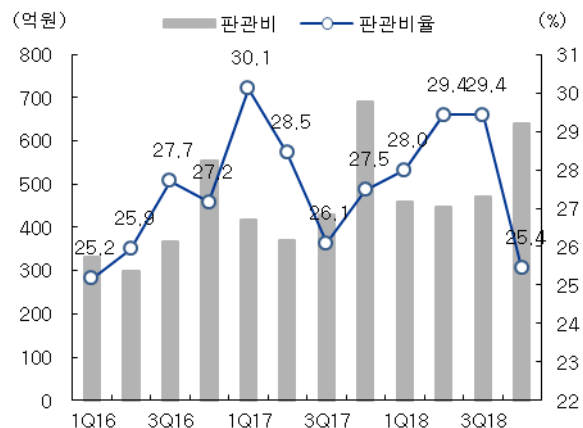
자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 3. 일회성 제외시 평균보다 높은 수준의 GPM 실현



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 4. 자체적으로 판관비율 통제가 가능함을 보여준 실적



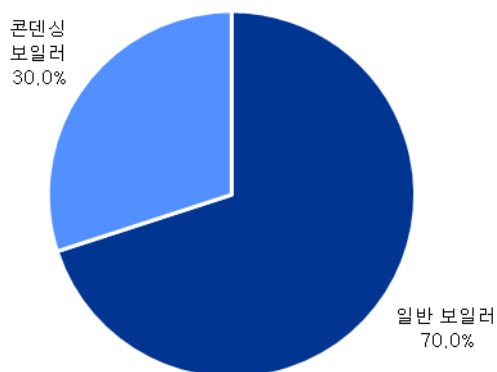
자료: 경동나비엔, IBK투자증권

세가지 모멘텀이 기대된다!

동사는 국내의 압도적인 콘덴싱보일러/온수기 회사로, 콘덴싱 연구개발을 통한 기술력을 바탕으로 러시아/북미 시장을 뚫은 입지전적인 회사다. 이 회사는 향후 2~3년동안 세가지 모멘텀을 앞두고 있다.

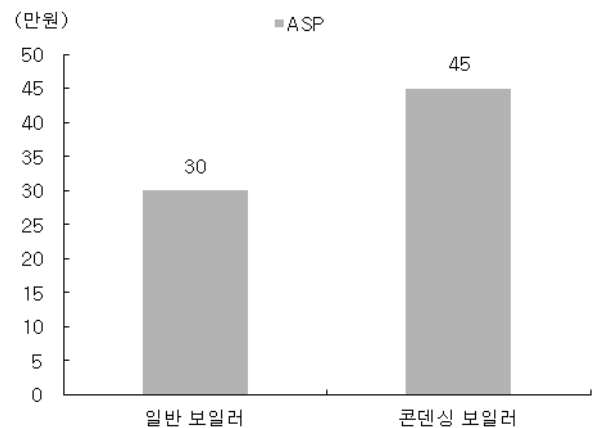
1)국내 저가형 일반 보일러 시장이 고가형 콘덴싱 시장으로 전환이다. 최근 미세먼지 등 환경 문제로 인해 올해 내 일반보일러 사용중지 및 콘덴싱 보일러 시장으로의 전환되는 입법화가 강력히 제기되고 있다. 일반보일러의 평균 판매단가는 30만원인 반면, 콘덴싱보일러의 평균 판매단가는 45만원이다. 저소득층 위주로 보조금 지급 형태로 진행된 사업이 이제는 강력한 법제화가 가능해졌다. 언론 기사상으로는 올해 2분기 입법화가 추진될 전망이기에 귀추가 주목된다. 만일 70%의 일반보일러 시장의 고가형 콘덴싱화가 이루어진다면, 시장 규모가 35% 성장하는 영향이 발생한다. 이 경우 분양 감소에도 불구하고, 보일러 산업은 평균적으로 향후 5~10년 3% 이상의 성장이 가능하고, 동사의 콘덴싱 기술은 국내 경쟁사대비 압도적이기 때문에 M/S 상승 효과도 시현될 전망이기에 동사에 아주 강력한 호재란 판단이다.

그림 5. 국내 보일러 시장



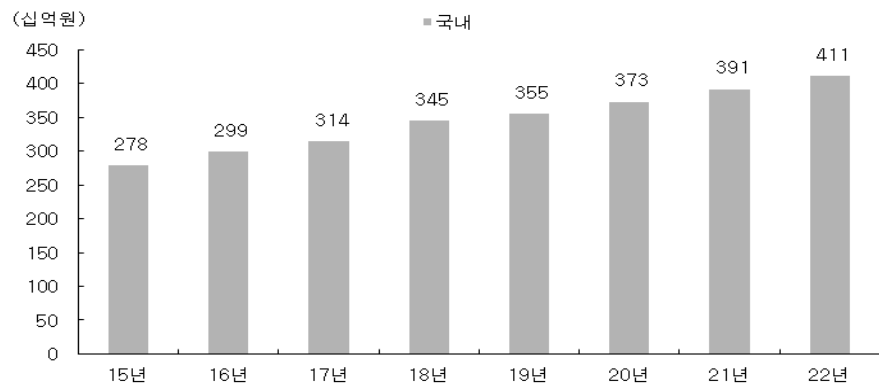
자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 6. 콘덴싱 보일러 일반보다 50% 비싸



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 7. 아파트 분양 감소시에도, ASP상승 영향으로 중기적으로 매출 성장 가능



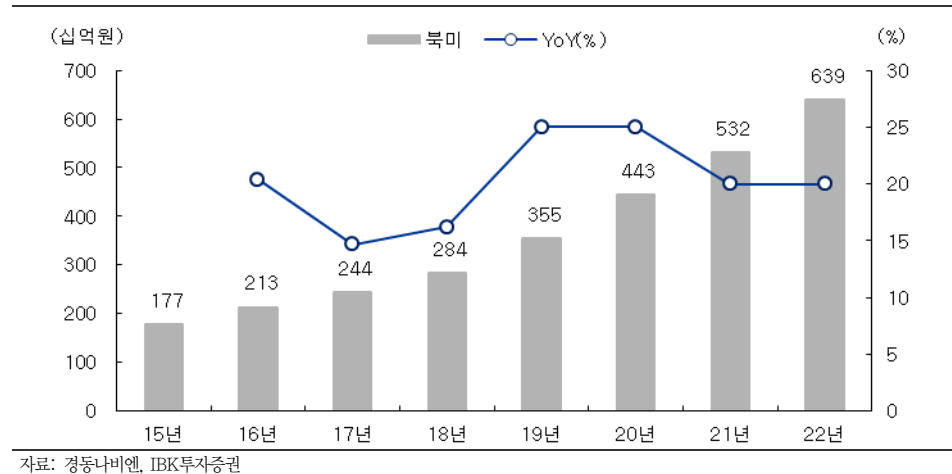
자료: 경동나비엔, IBK투자증권

2) 동사의 북미시장 지속 성장은 참으로 놀랍다. 2000년 중반 이후 시작된 북미 시장에서 십 수년 동안 CAGR 20%의 성장세를 보이고 있다. 필자는 오랫동안 동사를 커버해 왔고, 동사의 침투전략을 세심히 살폈다. 이유가 있는 성장이고, 이는 최소한 몇 년 동안 지속될 성장임을 확신한다.

동사는 단계별로 침투했는데 첫번째, 진입 초기에 A/O Smith의 제휴사로 갔으면 더 높은 성장세를 보였을 것이다. 하지만, 동사는 자체 브랜드 침투를 목표로 세웠고, 매년 두 자릿수 성장을 목표로 했다. 또한, 일시적으로 각광받고 끝나는 브랜드가 아닌 교체 사이클 때 다시 동사의 보일러/온수기가 채택되는 것까지 노린 전략이다. 그리고 미국에서 동사의 제품은 유통점과 설치업자를 통해 소비자에게 직접 판매되는 제품이기 때문에 향후 재 채택될 때는 가격 인상도 가능한 점을 노린 것이다. 십 수년이 지난 지금은 재 채택되는 사례도 심심치 않게 발생하고 있다. 결과적으로 동사는 북미지역에서 확실히 자리 잡게 된 것이다.

두번째, 기술경쟁력을 바탕으로 가격경쟁력이 있는 니치마켓인 고가형 콘덴싱 순간식 온수기/보일러 시장 진입을 먼저 한 것이다. 확실하게 브랜드 이미지를 구축한다면, 일반형 순간식 온수기/보일러 시장도 용이하기에 이 시장에 먼저 진출했다. **올해부터는 동사는 일반형 순간식 온수기/보일러 시장 진입도 앞두고 있어, 추가적인 성장이 가능해 보인다.**

그림 8. 북미 시장 성장세 가팔라 질 듯

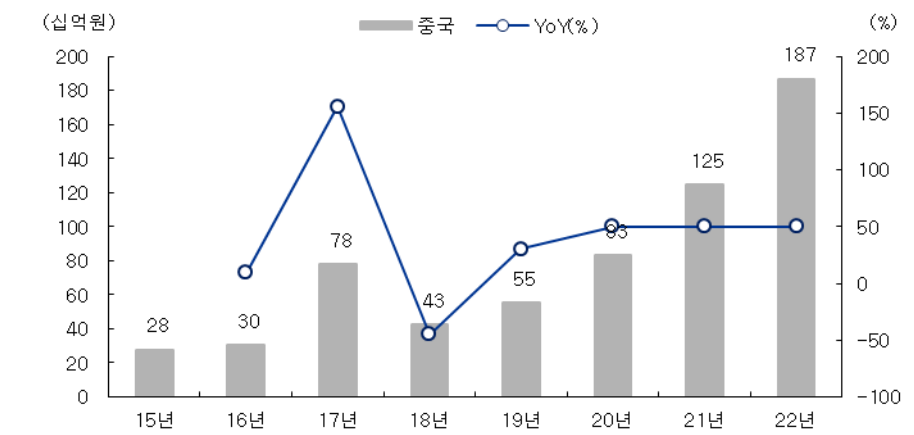


3) 중국시장에서 보일러/온수기 시장의 성장은 올해부터 재개될 것이다. 작년에 메이가 이치 사업 중단에 따른 큰 폭의 매출 감소가 있었지만, 메이가이치 사업을 제외한 중국 B2C 시장에서 동사는 꾸준히 성장을 하고 있다.

빠르면 올해 2분기말 메이가이치 사업은 재개될 전망이고, 늦어도 내년에는 다시 시작될 전망이기 때문에 동사의 중국향 사업은 점진적이거나 혹은 가파르거나 두 개의 형태로 진행이 될 전망이다.

미중 무역 협상이 순탄히 진행된다면, 아마도 빠르게 다시 재개될 것이다. 당사는 올해는 메이가이치 사업 재개에 대한 기대감을 거의 반영치 않았고, 내년에 재개되는 것으로 반영했다. 만일 2분기말 입찰이 진행된다면, 올해 매출추정치는 상향될 전망이다.

그림 9. 중국에서 메이가이치 사업 제외시 성장하고 있고, 하반기 재개된다면 성장세 가팔라 질 듯



Valuation 및 투자 의견

투자의견 매수 유지 및 목표주가 65,000원 상향 제시

동사에 대한 투자의견을 매수로 유지하고, 목표주가는 65,000원으로 상향하여 제시한다. 목표주가는 2019년 IBKS 추정 EPS 3,250원에 Target Multiple 20.0(x)를 적용하여 산출했다. Target Multiple은 A.O. Smith와 Rinnai/Noritz의 평균값을 적용했고, 4분기 실적 발표 후 2019년 순이익 전망치를 +7.7% 상향한 것에 기인한다.

동사 실적의 관전 포인트는 1)북미 순간식 일반 온수기 시장 진입, 2)중국 메이가이치 재개 여부, 3)국내 일반보일러의 콘텐츠 의무화 가시성이 될 것이다. 추가적으로 공기청정/제어 사업부문인 TAC도 올해 하반기부터 진행될 것으로 보이나, 이는 당사 추정치에 반영되지 않았다. 또한, 동사가 연구개발중인 SOFC 연료전지 사업의 산업화도 눈여겨볼 포인트이다.

표 2. 경동나비엔, 목표주가 산정내역

구분	(원) 비교
2019년 EPS	3,250
타겟 PER(배)	20.0 Global Peer 평균
주당가치	65,000
목표주가	65,000
현재주가	44,650
상승여력(%)	45.6

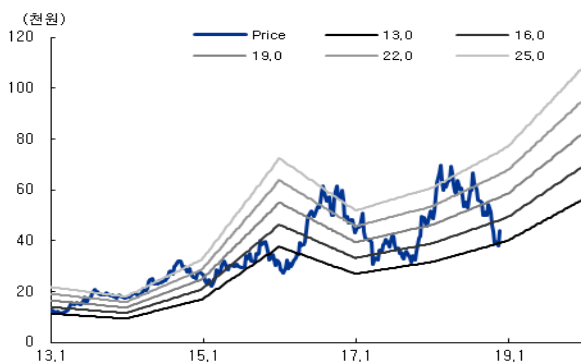
자료: 경동나비엔, IBK투자증권

표 3. 경동나비엔, 실적추정치 변경내역

	변경전			변경후			Differences(%)		
	2017년	2018년E	2019년	2017년	2018년E	2019년	2017년	2018년E	2019년
매출액	685	743	818	685	727	829	0	-2.2	1.3
영업이익	48	43	56	48	41	58	0	-4.7	3.6
순이익	27	31	39	27	25	42	0	-19.4	7.7

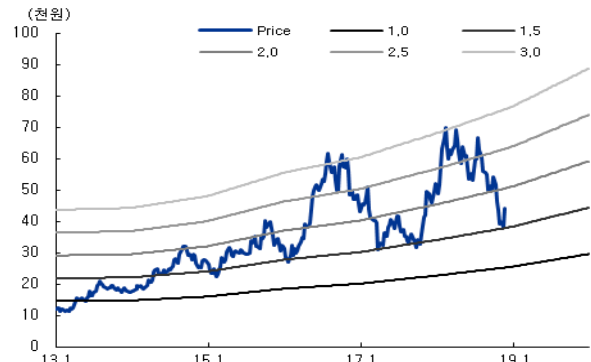
자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 10. 경동나비엔, 12M FWD PER Band



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

그림 11. 경동나비엔, 12M FWD PBR Band



자료: 경동나비엔, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	583	685	727	829	974
증가율(%)	13.9	17.4	6.1	14.1	17.5
매출원가	382	446	484	543	633
매출총이익	201	239	242	286	341
매출총이익률 (%)	34.4	34.8	33.3	34.5	35.0
판매비	155	191	201	228	263
판매비율(%)	26.6	27.9	27.7	27.5	27.0
영업이익	46	48	41	58	78
증가율(%)	89.2	4.2	-14.4	41.7	34.5
영업이익률(%)	7.9	7.0	5.6	7.0	8.0
순금융손익	-1	-1	-3	-3	-2
이자손익	-2	-1	-3	-3	-2
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	4	-10	-3	1	-1
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	49	37	35	56	75
법인세	11	10	10	14	19
법인세율	23.3	26.1	28.0	25.0	25.0
계속사업이익	37	27	25	42	57
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	37	27	25	42	57
증가율(%)	123.7	-27.9	-6.9	65.8	35.7
당기순이익률 (%)	6.4	3.9	3.5	5.0	5.8
지배주주당기순이익	37	26	25	41	56
기타포괄이익	-4	-3	1	0	0
총포괄이익	34	24	26	42	57
EBITDA	62	64	59	74	92
증가율(%)	58.0	4.1	-8.6	25.8	24.9
EBITDA마진율(%)	10.6	9.4	8.1	8.9	9.5

투자지표

(12월 결산)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,898	2,074	1,963	3,250	4,410
BPS	18,529	20,135	22,241	25,243	29,355
DPS	150	200	250	300	350
밸류에이션(배)					
PER	14.9	24.7	21.2	13.7	10.1
PBR	2.3	2.5	1.9	1.8	1.5
EV/EBITDA	9.1	10.6	9.8	7.4	5.3
성장성지표(%)					
매출증가율	13.9	17.4	6.1	14.1	17.5
EPS증가율	122.2	-28.4	-5.4	65.6	35.7
수익성지표(%)					
배당수익률	0.3	0.4	0.6	0.7	0.8
ROE	16.8	10.7	9.3	13.7	16.2
ROA	9.0	5.8	4.6	6.7	7.9
ROIC	17.1	11.4	9.1	14.9	22.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	80.0	96.4	105.2	106.0	103.5
순차입금 비율(%)	4.6	12.3	16.7	-7.4	-21.9
이자보상배율(배)	25.1	30.3	11.3	16.3	26.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	13.2	10.8	9.5	10.2	10.4
재고자산회전율	6.6	6.8	5.6	5.6	6.3
총자산회전율	1.4	1.5	1.3	1.3	1.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	175	231	274	363	468
현금및현금성자산	22	29	23	102	169
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	49	77	75	87	100
재고자산	90	110	151	145	166
비유동자산	254	273	308	301	295
유형자산	204	222	243	228	214
무형자산	9	9	9	8	7
투자자산	15	15	24	28	32
자산총계	430	504	582	664	763
유동부채	170	220	256	296	338
매입채무및기타채무	84	92	88	102	116
단기차입금	18	39	50	58	66
유동성장기부채	4	4	2	2	2
비유동부채	21	27	42	46	50
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	11	18	19	19	19
부채총계	191	247	298	342	388
지배주주지분	236	257	283	322	374
자본금	13	13	13	13	13
자본잉여금	21	20	20	20	20
자본조정등	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	7	5	4	4	4
이익잉여금	196	220	247	285	338
비지배주주지분	3	0	0	1	1
자본총계	239	257	284	322	375
비이자부채	158	187	228	263	301
총차입금	33	60	71	79	87
순차입금	11	32	47	-24	-82

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	61	20	-9	68	56
당기순이익	37	27	25	42	57
비현금성 비용 및 수익	33	35	37	18	17
유형자산감가상각비	14	15	17	15	14
무형자산감각비	2	1	1	1	1
운전자본변동	3	-29	-60	11	-15
매출채권등의 감소	-16	-39	4	-12	-13
재고자산의 감소	-3	-26	-44	6	-21
매입채무등의 증가	19	15	-5	14	15
기타 영업현금흐름	-13	-13	-11	-3	-2
투자활동 현금흐름	-22	-40	-47	-13	-14
유형자산의 증가(CAPEX)	-21	-35	-37	0	0
유형자산의 감소	0	1	4	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	-2	-1	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	-4	-1	-4	-4
기타	0	0	-11	-9	-9
재무활동 현금흐름	-35	27	50	24	24
차입금의 증가(감소)	-34	28	-1	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-1	-2	51	24	24
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	4	6	-6	79	67
기초현금	18	22	29	23	102
기말현금	22	29	23	102	169