

# 경동나비엔 (009450/Not Rated)

## 전기전자

### 러시아에 보일러 수출은 발레 수출보다 어렵다

#### 국내 1위 가스보일러 업체

경동나비엔은 가스보일러 및 온수기 등을 생산하는 보일러 전문 업체이다. 국내 시장점유율 35%로 1위로 추정되고 있다.

국내 보일러 시장은 이미 성숙단계인 만큼 주택건설에 따른 신규 물량보다는 10년 수명주기가 끝난 제품에 대한 교체, 기름보일러에서 가스보일러로의 교체 등 교체수요가 크다. 특히 2000년 초반 내수 판매량이 높았던 만큼 그 당시 보급된 보일러가 10년 후인 현재 교체될 수 있는 가능수요가 높은 기간이라고 판단된다.

보일러는 정부정책의 수혜 품목이기도 하다. 2009년 10월 지식경제부는 20가구 이상의 신축건물에 보일러 효율 1등급인 열효율 86% 이상의 고효율 보일러를 사용하도록 법령화 함으로써 콘덴싱 보일러의 수요가 확대될 것으로 예상된다.

#### 러시아 1위, 미국 2위, 세계에서도 잘한다

경동나비엔이 러시아에 본격적으로 뛰어든 것은 2009년 러시아의 냉난방 판매유통 1위 업체인 Laboratoriya Otopleniya사와 가스보일러의 공급 계약을 체결한 것이다. 이미 11년 까지 개런티 물량을 뛰어넘었기 때문에 추가적으로 공급해야 할 상황이며 이러한 높은 인기에 힘입어 러시아 가스보일러 시장에서 1위를 나타내고 있다.

미국에서는 가스온수기 전체에서는 2위를, 콘덴싱 순간식 온수기에서는 1위를 나타내고 있다. 일본 경쟁사는 중저가의 소형 제품을 위주로 판매하는 반면 동사는 고용량의 고가 제품을 생산하기 때문에 부가가치가 높은 편이다.

에너지 등급이 높은 동사의 제품은 현재 미국과 무관세로 거래되고 있으며 유럽 FTA로 3%의 관세 혜택이 전망되어 추가적인 수출 확대를 기대하는 요인이 되고 있다.

#### 내수에서 수출 기업으로, 굴뚝에서 녹색 기업으로 기업가치의 변화

경동나비엔은 제 4공장을 준비하고 있다. 평택 인근에 4만평의 토지 구입을 완료했으며 단계적으로 자금을 투입해 8천억원의 Capa를 계획중에 있다.

상장되어 있는 주요 일본 경쟁사와 비교해 보면, Rinnai, Noritz의 올해 예상 PER은 17.3배, 13.3배인데 반해 동사는 7.0배에 불과한 저평가 상태로서 내수 기업에서 수출 기업으로, 굴뚝 업체에서 녹색 기업으로 기업 가치를 변화시키고 있는 동사에 대한 재평가가 필요한 시점이라는 판단이다.

#### ▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/09	233	6	2.7	4	321	12	5	2.6	20.2	0.5	4.6
12/10	278	8	2.9	8	621	14	6	5.3	9.4	0.5	3.7
12/11P	318	13	4.0	10	742	16	8	6.4	8.1	0.5	5.4
12/12F	390	16	4.2	14	1,059	22	13	9.0	7.0	0.6	5.6
12/13F	479	22	4.5	17	1,343	28	17	10.5	5.6	0.6	4.5

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 경동나비엔, KDB대우증권 리서치센터

Small Cap 강수연  
02-768-3057  
sooyeon.kang@dwsec.com

#### ▶ Trading Data & Share Price

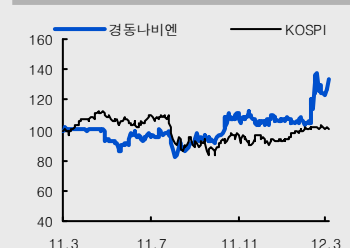
Not Rated	
목표주가(원,12M)	-
현재주가(12/03/12,원)	7,450
상승여력(%)	-
EPS 성장률(12F,%)	42.7
MKT EPS 성장률(12F,%)	20.7
P/E(12F,x)	7.0
MKT P/E(12F,x)	9.8
KOSPI	2,002.50
시가총액(십억원)	95
발행주식수(백만주)	13
60D 일평균 거래량(천주)	180
60D 일평균 거래대금(십억원)	1
배당수익률(12F,%)	1.3
유동주식비율(%)	41.1
52주 최저가(원)	4,365
52주 최고가(원)	28,600
베타(12M,일간수익률)	0.5
주가변동성(12M daily,%,SD)	2.4
외국인 보유비중(%)	3.1

#### 주요주주

경동원 외 2인(58.04%)  
한국투자밸류자산운용(7.85%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	26.7	36.5	32.1
상대주가	26.3	26.0	29.7

#### 보일러 제조 및 판매업



### 국내 1위 가스보일러 업체

**보일러 시장은 국내 교체 수요 및 정부정책의 수혜, 수출 물량 확대로 새로운 성장국면에 돌입**

경동나비엔은 가스보일러 및 온수기 등을 생산하는 보일러 전문 업체이다. 국내 시장점유율 35%로 1위로 추정되고 있으며 린나이, 귀뚜라미가 2, 3위를 차지한다. 그 외에도 대성셀텍, 롯데기공, 대우 가스보일러 등과 경쟁하고 있다.

국내 보일러 시장은 이미 성숙단계인 만큼 주택건설에 따른 신규 물량보다는 10년 수명주기가 끝난 제품에 대한 교체와 기름보일러에서 가스보일러로 등의 교체수요가 크다. 따라서 동사 역시 국내 매출의 90% 이상이 교체용 제품이다. 특히 2000년 초반 내수 판매량이 높았던 만큼 그 당시 보급된 보일러가 10년 후인 현재 교체될 수 있는 가능수요가 높은 기간이라고 판단된다.

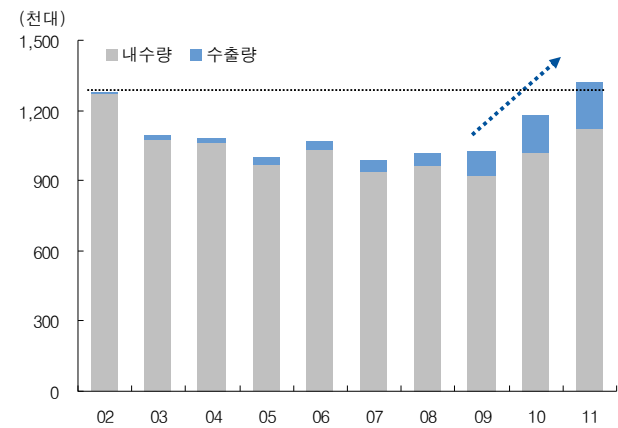
국내 가스보일러 시장은 2002년 이후 침체기를 나타냈다. 정체되어 있던 국내 보일러 시장은 수출 물량이 증가하면서 약 10년만에 02년도 생산량 128.5만대를 넘어서 11년 기준으로 133.5만대를 기록했다. 2008년 이후 보일러 수출은 연평균 54.5%의 높은 성장세를 나타내며 국내 보일러 시장에 새로운 활기를 불어넣고 있다.

**보일러는 정부정책의 수혜 품목이기도 하다.** 2009년 10월 지식경제부는 20가구 이상의 신축건물에 보일러 효율 1등급인 열효율 86% 이상의 고효율 보일러를 사용하도록 법령화했다. 일반 보일러는 80% 수준이기 때문에 이러한 주택건설 기준을 맞추려면 콘덴싱 보일러 설치가 의무화된다.

배기가스관을 통해 빠져나가는 열을 재 사용함으로써 열효율도 높이고 연료비도 아낄 수 있는 콘덴싱 보일러는 단가가 일반 가스보일러보다 2배 가까이 비싸며 녹색 정책과도 부합하기 때문에 빠른 성장이 기대된다. 향후에는 교체수요까지 콘덴싱 보일러로 설치하는 방안을 법제화로 추진하려 하고 있어 더 큰 시장이 기대된다.

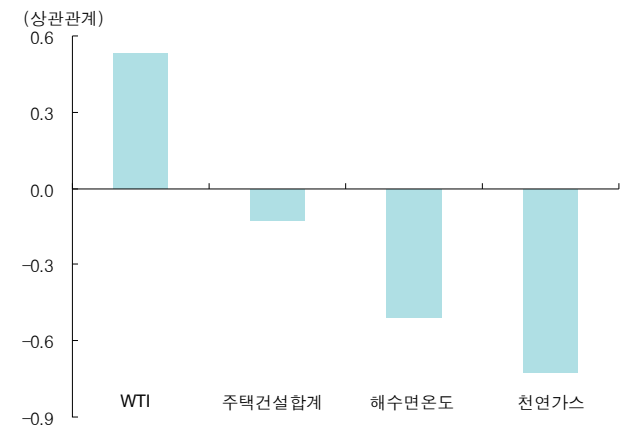
경동나비엔은 주택건설현황보다 유가, 가스, 날씨와의 상관관계가 더 높다. 2002년 이후 10년간 상관관계를 분석해 보면, 유가가 오를수록, 가스 가격이 하락할수록, 기온이 추울수록 동사의 매출 성장과 높은 상관관계를 나타냈다.

그림 1. 국내 가스보일러 시장의 내수와 수출 물량



자료: 통계청, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 경동나비엔 실적과 각종 변수와의 상관관계



자료: 기상청, Bloomberg, EZRDB, KDB대우증권 리서치센터

**러시아 1위, 미국 2위, 세계에서 제일한다**

**러시아는 가스보일러,  
미국은 가스온수기로  
지역별 차별화된 전략 품목**

경동나비엔은 국내를 벗어나 해외로 진출하고 있다. 세계 보일러 환경은 국내와는 다소 차이점이 있다. 국내는 개별난방에서 지역난방으로 바뀐 반면, 유럽은 지역난방을 개별난방체제로 바꾸고 있다. 또한 미국이나 중국은 스팀을 활용한 라디에이터 등을 주요 난방기로 사용한다. 따라서 동사는 지역별 차별화된 품목으로 시장을 공략하고 있다. 주요 수출국인 러시아는 가스보일러로, 미국은 콘덴싱 가스온수기를 전략 판매하고 있다.

BSRIA의 2006년 자료에 따르면, 세계 시장은 가스보일러 880만대, 콘덴싱 보일러 140만대로 1,020만대 시장으로 파악하고 있다. 2011년 현재 보일러 시장은 06년보다 20% 이상 성장한 1,200만대 이상이 될 것으로 추정한다.

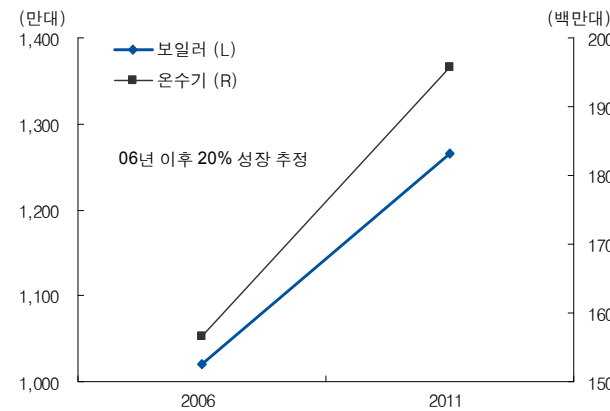
세계 보일러 시장은 유럽이 주도하고 있는데 가장 큰 시장 규모를 가지고 있는 지역도 영국, 이탈리아, 프랑스 등이고 세계 1, 2위 보일러 브랜드 역시 유럽의 Baxi, Viessmann가 차지하고 있다. 순간 온수기 시장은 노리츠, 다카키, 팔로마, 린나이 등 일본 업체들이 강세를 나타내고 있었다.

경동나비엔이 러시아에 처음 진출한 것은 2008년이지만 본격적으로 뛰어든 것은 2009년이었다. **러시아의 냉난방 판매유통 1위 업체인 Laboratoriya Otopleniya사와 가스보일러의 공급 계약을 체결한 것이다.** 13년까지 최소 20만대에서 최대 30만대까지를 보증하는 가스보일러 판매 계약이 이뤄졌으나 이미 11년까지 개런티 물량을 뛰어넘었기 때문에 추가적으로 공급해야 할 상황이며 이러한 높은 인기에 힘입어 러시아 가스보일러 시장에서 1위를 나타내고 있다.

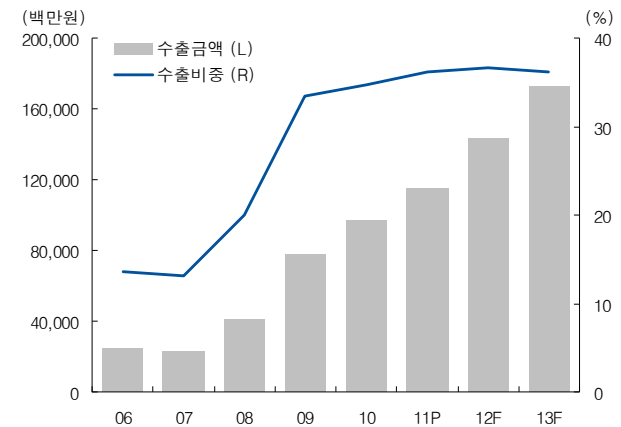
**미국에서는 가스온수기 전체에서 2위를 차지하지만 콘덴싱 순간식 온수기에서는 1위를 나타내고 있다.** 미국은 주로 저당식 온수기를 사용하는데 점차 순간식 온수기로 시장이 바뀌고 있으며 현재 미국 전체 온수기 시장에서 순간식 비중은 10% 내외로 예상된다. 일본 경쟁사는 중저가의 소형 제품을 위주로 판매하는 반면 동사는 고용량의 고가 제품을 생산하기 때문에 부가가치가 높은 편이다.

에너지 등급이 높은 동사의 제품은 현재 미국과 무관세로 거래되고 있으며 유럽 FTA로 3%의 관세 혜택이 전망되어 추가적인 수출 확대를 기대하는 요인이 되고 있다.

**그림 3. 전세계 보일러 및 온수기 시장**



**그림 4. 경동나비엔의 수출 금액 및 비중**



자료: BSRIA(2006), 언론 보도, KDB대우증권 리서치센터

자료: 경동나비엔, KDB대우증권 리서치센터

**07년 230억원에서  
10년 965억원으로  
해외 매출의 빠른 증가**

수출에 드라이브를 거는 경동나비엔은 매출의 34.6%를 해외에서 발생시킴으로써 수출 기업으로의 빠른 변화를 보이고 있다. 2007년 230억원에 불과하던 해외 매출은 러시아와 미국에 첫 진출한 2008년 이후 급증하면서 2010년 965억원까지 확대되었다.

수출 매출은 2012년 1,430억원, 2013년 1,728억원으로 매출의 36% 이상을 예상하고 있으며 러시아와의 재계약에 따라 증가 속도는 더욱 가속화될 수 있을 것으로 보인다.

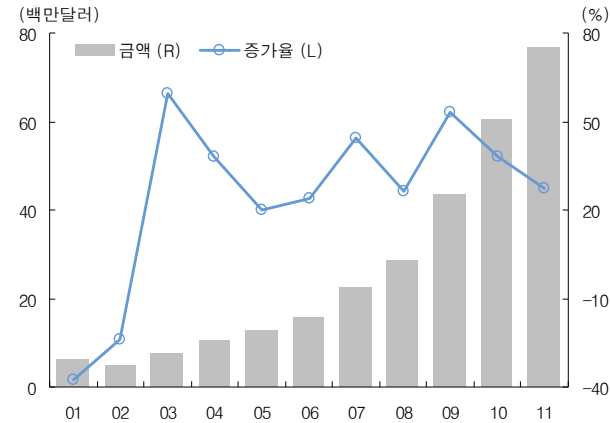
현재는 대부분의 수출 매출이 러시아, 미국에서 발생하고 있지만 유럽과 중국 등지로 지역 다양화를 추진해 세계 시장에서 경쟁력을 높여갈 계획이다. 따라서 2015년 이후에는 수출이 국내 매출을 넘어서는 해가 될 것으로 예상된다.

**표 1. 경쟁사의 수출 전략**

기업명	내용
대성셀텍	- 11년 3.5만대 수출 → 12년 4.5만대 계획 - 13년까지 수출량 100% 신장 목표
귀뚜라미	- 중국과 터키에 생산체제 구축 - 10년 중국법인 92억, 터키 28억원 매출 발생

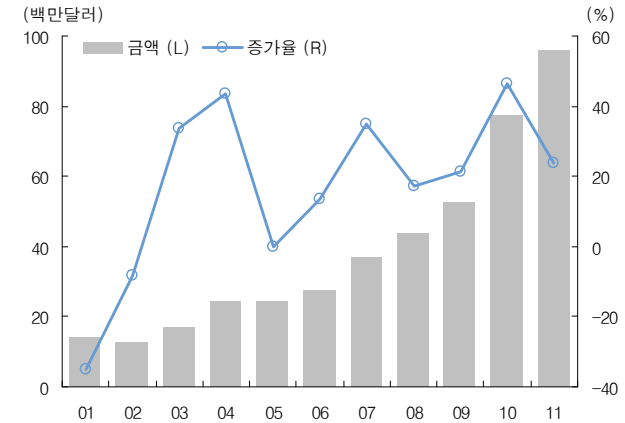
자료: 언론 보도, KDB대우증권 리서치센터

**그림 5. 국내 가스기기 수출 현황**



주: 가스기기 = 가스보일러, 가스기기, 가스난로 등 포함  
자료: 무역협회, KDB대우증권 리서치센터

**그림 6. 국내 온수보일러 수출 현황**



자료: 무역협회, KDB대우증권 리서치센터

내수에서 수출 기업으로, 굴뚝에서 녹색 기업으로 기업가치의 변화

신규 Capa 투자로  
해외 수출증가 대비

2012년 매출액은 3,902억원, 영업이익 164억원으로 전년대비 22.6%, 30.2%의 성장이 가능할 전망이다. 가장 최근 데이터인 12년 1월의 보일러 생산량은 전년동월대비 9.7% 성장한 12.6만대를 나타냈다. 보일러 시장의 꾸준한 성장과 수출 비중의 증가, 마진이 좋은 미국향 매출 확대 및 이익률 낮은 특판의 비중 감소를 통해 영업이익률 4.2% 달성을 예상한다.

경동나비엔은 제 4공장을 준비하고 있다. 평택 인근에 4만평의 토지 구입을 완료했으며 단계적으로 자금을 투입해 8천억원의 Capa를 계획중에 있다. 이를 위해 올해는 500억원의 투자가 발생할 것으로 예상되며 이번 투자는 해외 수출 증가를 대비하기 위함으로 판단된다.

경동나비엔은 수출이라는 새로운 모멘텀을 얻으면서 과거 대비 한 단계 밸류에이션이 레벨업 되는 국면에 진입했다는 판단이다. 상장되어 있는 주요 일본 경쟁사와 비교해 보면, Rinnai, Noritz의 올해 예상 PER은 17.3배, 13.3배인데 반해 7.0배에 불과해 여전히 저평가된 상황이다.

보일러는 이제 더 이상 내수 품목이 아니다. 또한 버려지는 열을 재활용하고 연료비를 30% 이상 절감시키는 콘덴싱 보일러에 대한 매출 비중을 10%에서 더욱 증가시키므로써 친환경 제품 생산 및 ASP 확대를 도모할 계획이다. 내수 기업에서 수출 기업으로, 굴뚝 업체에서 녹색 기업으로 기업 가치를 변화시키고 있는 동사에 대한 재평가가 필요한 시점이라는 판단이다.

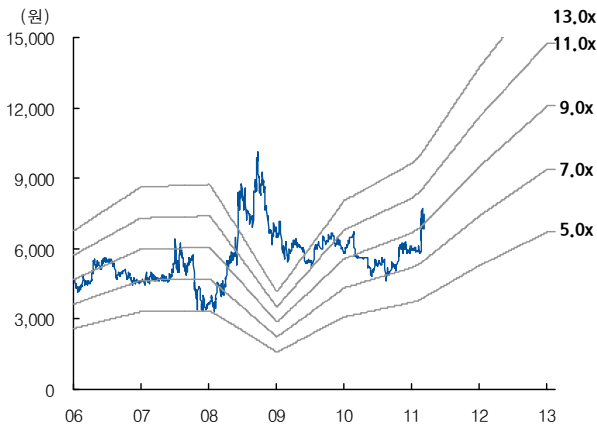
표 2. 글로벌 경쟁사와의 비교

(십억원, 십억원)

기업명	Rinnai Corp (日)		Noritz Corp (日)		경동나비엔 (韓)	
회계연도	11.3	12.3F	11.12	12.12F	11.12	12.12F
매출액	239.4	249.6	184.4	189.0	318.3	390.2
영업이익	25.2	27.5	8.2	9.5	12.6	16.7
영업이익률	10.5	11.0	4.4	5.0	3.9	4.3
순이익	15.5	17.3	4.8	5.6	9.5	13.5
PER	19.4	17.5	15.5	13.3	8.1	7.0

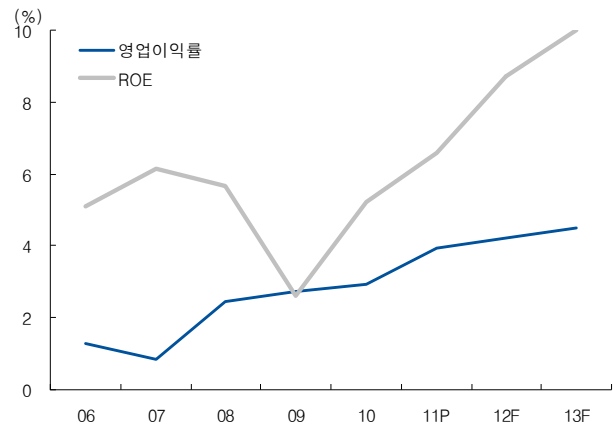
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. PER 밴드



자료: 경동나비엔, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 영업이익률과 ROE의 꾸준한 개선



자료: 경동나비엔, KDB대우증권 리서치센터

경동나비엔 (009450)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/10	12/11F	12/12F	12/13F
매출액	278	318	390	479
매출원가	214	247	300	368
매출총이익	64	72	90	111
판매비와관리비	56	61	74	89
조정영업이익	8	11	16	22
영업이익	8	13	16	22
비영업손익	1	2	1	0
순금융비용	0	0	1	1
관계기업등 투자손익	2	0	0	0
세전계속사업손익	10	13	17	22
계속사업법인세비용	-2	-3	-4	-5
계속사업이익	8	10	14	17
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	8	10	14	17
지배주주	8	10	14	17
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	8	10	14	17
지배주주	8	10	14	17
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	14	16	22	28
FCF	6	8	13	17
EBITDA마진율 (%)	5.0	4.9	5.6	5.9
영업이익률 (%)	2.9	4.0	4.2	4.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.8	3.0	3.5	3.6

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/10	12/11F	12/12F	12/13F
유동자산	98	97	123	137
현금 및 현금성자산	27	6	15	11
매출채권 및 기타채권	36	47	55	64
재고자산	33	42	50	59
기타유동자산	3	2	2	3
비유동자산	119	128	160	181
관계기업투자등	38	38	39	39
유형자산	63	72	102	121
무형자산	1	4	5	5
자산총계	218	225	283	317
유동부채	60	75	105	121
매입채무 및 기타채무	50	51	63	74
단기금융부채	0	10	25	25
기타유동부채	10	14	17	23
비유동부채	6	6	22	24
장기금융부채	0	0	15	15
기타비유동부채	3	3	5	7
부채총계	66	81	127	146
지배주주지분	152	143	156	172
자본금	13	13	13	13
자본잉여금	25	25	25	25
이익잉여금	111	105	117	133
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	152	143	156	172

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/10	12/11F	12/12F	12/13F
영업활동으로 인한 현금흐름	18	4	18	24
당기순이익	8	10	14	17
비현금수익비용가감	7	8	8	11
유형자산감가상각비	5	5	5	6
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	3	2	0	-1
영업활동으로인한자산및부채의변동	3	-12	0	1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	3	-9	-8	-9
재고자산 감소(증가)	-4	-8	-9	-9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6	0	12	11
법인세납부	0	-1	-4	-5
투자활동으로 인한 현금흐름	-19	-31	-36	-26
유형자산처분(취득)	-15	-10	-35	-25
무형자산감소(증가)	0	-1	-1	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	0	-2	0	0
기타투자활동	-3	-18	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	5	7	28	-3
장단기금융부채의 증가(감소)	0	10	30	0
자본의 증가(감소)	6	0	0	0
배당금의 지급	-1	-2	-1	-1
기타재무활동	0	0	-1	-1
현금의증가	4	-21	9	-4
기초현금	23	27	6	15
기말현금	27	6	15	11

예상 주당가치 및 valuation (요약)				
	12/10	12/11F	12/12F	12/13F
P/E (x)	9.4	8.1	7.0	5.6
P/CF (x)	5.4	5.3	5.0	4.0
P/B (x)	0.5	0.5	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	3.7	5.4	5.6	4.5
EPS (원)	621	742	1,059	1,343
CFPS (원)	5,396	1,137	1,488	1,877
BPS (원)	11,948	11,254	12,237	13,481
DPS (원)	500	100	100	100
배당성향 (%)	16.6	13.4	9.4	7.4
배당수익률 (%)	1.7	1.7	1.3	1.3
매출액증가율 (%)	19.3	14.4	22.6	22.7
EBITDA증가율 (%)	16.9	11.9	40.7	29.7
영업이익증가율 (%)	28.6	53.7	30.1	31.5
EPS증가율 (%)	93.4	19.6	42.7	26.9
매출채권 회전을 (회)	7.7	8.3	8.4	8.8
재고자산 회전을 (회)	8.9	8.5	8.5	8.8
매입채무 회전을 (회)	8.0	8.1	8.2	8.2
ROA (%)	3.7	4.3	5.3	5.7
ROE (%)	5.3	6.4	9.0	10.5
ROIC (%)	9.0	9.7	11.5	12.2
부채비율 (%)	43.0	56.6	81.5	84.8
유동비율 (%)	164.7	129.7	117.8	112.6
순차입금/자기자본 (%)	-17.2	2.9	15.8	16.8
영업이익/금융비용 (x)	199.7	32.2	16.4	16.6

자료: 경동나비엔, KDB대우증권 리서치센터 예상

▶ Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

