

경동나비엔(009450, KOSPI)

연애는 식어도 경동은 안 식어요.



경동나비엔, 투자의견: Buy

동사는 가정용 보일러 및 온수기를 생산하는 업체이다. 동사의 주력 제품은 콘덴싱 기술을 접목한 제품으로 한국 뿐 아니라 외국에서의 매출 비중이 높으며 북미 내 콘덴싱 온수기 시장 1위를 점하고 있다. 본 보고서는 1) 미국 내 콘덴싱 온수기 매출 확대, 2) 보일러 수출액 확대를 근거로 동사에 대해 투자의견 Buy를 제시한다.

미국에서 통하는 블랙핑크급 존재감

동사는 강력한 영업망과 가격 경쟁력을 바탕으로 미국 시장에서 견고한 입지를 가지고 있으며, 미국인들에게 있어서 온수기 하면 Rinnai와 함께 가장 먼저 떠오르는 기업으로 인식된다. 이러한 인지도에 더해 최근 콘덴싱 가스 온수기에 대한 Tax Credit과 Rebate 대폭 확대 및 온수기 교체주 기 도래에 따라서 동사의 매출은 본격적인 상승세를 맞이할 것으로 기대된다.

보일러 재평가 될 2025년

동사의 주력 제품 중 하나인 보일러는 국내 신규 수요의 침체로 최근까지 저평가 되었으나, 올해부터 재조명될 전망이다. 동사의 보일러 매출 중 해외 비중이 60%를 상회하는 가운데, 글로벌 보일러 시장의 성장세가 동사에게 유리하게 작용될 것이라 예상된다. 특히 동사는 보일러의 소비재적 특성을 적극 공략하여 고도의 영업망과 기술력을 바탕으로 시장 성장률을 상회하는 매출 성장세를 기록하고 있다. 이에 더해, 동사 보일러의 매출 주력 지역인 북미와 러시아의 착공 턴어라운드로 인해 2025년도부터 본격적인 실적 개선을 보일 전망이다.

이러한 호재들에도 불구하고 동사의 현재 PER은 7.9배로, 5년 최저 PER 7.2배와 큰 차이가 나지 않는다. 많은 오해로 주가가 떨어진 현재, 경동나비엔은 가장 매력적이다.

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출 (십억 원)	1,204.3	1,353.9	1,629.4	1,896.0	2,114.9
영업이익 (십억 원)	105.9	132.6	155.9	189.2	224.6
영업이익률 (%)	8.8	9.8	9.6	10.0	10.6
순이익 (십억 원)	83.1	124.3	141.2	163.9	191.6
순이익률 (%)	6.9	9.2	8.7	8.6	9.1
EPS (원)	5,753	8,603	9,690	11,252	13,152
BPS (원)	40,127	47,734	57,227	67,176	79,261

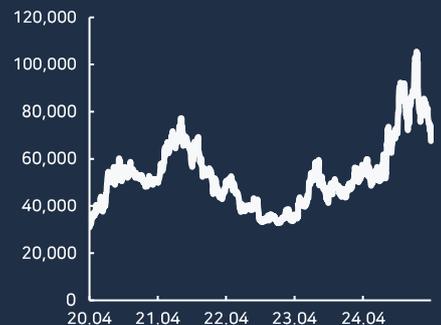
투자의견 Buy

목표주가 ₩98,800
 현재주가 ₩67,500
 상승여력 46.4%

YIG 45th Research Team

- 오영빈 fgh9956@yonsei.ac.kr
- 이상화 locata2122@yonsei.ac.kr
- 임재현 frois@yonsei.ac.kr
- 전민경 junmk01@yonsei.ac.kr

Price Performance



Stock Data

기준날짜	2025. 04. 04
KOSPI	2,465.42
시가총액	9,834억 원
발행주식수	14,568,592주
유통주식수	14,452,932주
52주 최고가	107,700원
52주 최저가	48,050원
외국인지분율	10.63%
주요주주	지분율(%)
경동원 외 1인	57.61
국민연금공단	7.14
자사주	0.79

Table of Contents

1.	산업분석	3 P
2.	기업분석	8 P
3.	투자포인트	14P
4.	리스크포인트	22P
5.	추정	24P
6.	밸류에이션	32P



산업분석

보일러가 궁금해?

보일러의 정의

보일러는 에너지 변환 장치

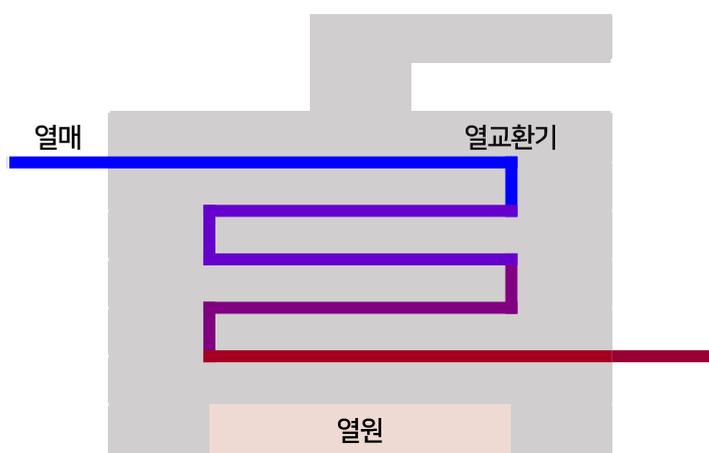
일반적인 의미에서 **보일러는 열원에 내재된 화학에너지 또는 전기에너지를 열에너지로 변환하여 열매(열을 전달하는 매체)를 가열하거나 증기를 생산하는 에너지 변환 장치이다.** 사용되는 열원의 종류에 따라 보일러는 화석연료 보일러, 전기 보일러, 신재생에너지 보일러로 분류할 수 있으며, 화석연료 보일러는 다시 가스 보일러, 석유 보일러, 석탄 보일러로 세분화할 수 있다. 또한, 열을 전달하는 매체(열매)의 종류에 따라 온수 보일러, 증기 보일러, 열유체 보일러 등으로 나눌 수 있으며, 사용 용도에 따라 가정용 보일러, 산업용 보일러, 발전용 보일러로도 구분할 수 있다.

가정용 온수기와 보일러

온수기와 보일러는 작동 원리를 공유한다

가정용 온수기는 전기, 가스 등의 열원을 사용하여 물을 데워 온수를 공급하는 기능을 하는 장치라는 점에서 **보일러의 일종으로 파악할 수 있으며, 용도와 열매에 따라 가정용 온수 보일러로 규정할 수 있다.** 가정용 보일러의 경우, 온수기와 유사하게 물을 데워 온수를 공급하는 동시에 난방 기능까지 수행할 수 있는 장치로, 기능이 추가된 온수기의 일종이라고 생각할 수 있다. 후술할 내용에서 '보일러'라는 단어는 일반적 의미에서의 보일러가 아닌 온수 공급 및 난방 기능을 겸하는 장치를 지칭하는 표현으로 사용하겠다.

그림 1. 보일러의 기본 구조



출처: YIG

그림 2. 온수기와 보일러



출처: Airtro, YIG

그림 3. 열원, 열매, 용도에 따른 보일러의 분류

열원	화석연료	가스	온수	가정용	용도
		석유			
		석탄	증기	산업용	
	전기	열유체	발전용		
	신재생에너지	태양열			
	바이오매스				

출처: YIG

산업분석

난방 시스템

거주 형태에 따라 상이한 난방 시스템

거주 형태와 난방 시스템

주택 유형은 거주 형태에 따라 **공동 주택**과 **단독 주택**으로 구분할 수 있다. 공동 주택은 여러 세대가 한 건물에 집합적으로 거주하는 형태로, 국내의 아파트, 연립주택이나 북미의 콘도, 타운하우스 등이 해당 분류에 속한다. 공동 주택은 주거 공간이 수직 또는 수평으로 연결되어 있어 공간 효율성이 높아 도시 지역에 많이 분포한다. 단독 주택은 한 세대가 독립적으로 거주하는 주택 형태로, 주로 교외나 전원 지역에 위치한다. 주택의 유형에 따라 사용되는 난방 시스템은 상이한 양상을 보인다.

복사 난방과 대류 난방

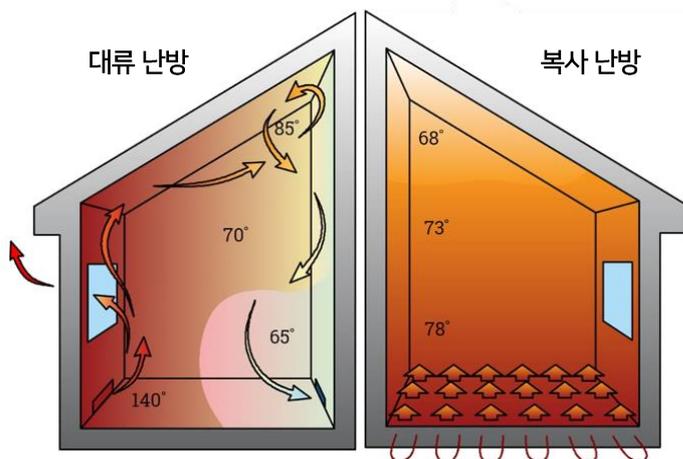
공동 주택은 여러 세대가 밀집해 있는 구조에서의 **에너지 효율이 높은 복사 난방 방식이 주로 사용된다**. 복사 난방에서는 보일러를 통해 가열된 물이 바닥 난방 시스템이나 라디에이터를 통해 집안을 통과하며 실내를 데운다. 반면, 단독 주택은 넓은 공간에서 **공기의 빠른 순환을 통해 즉각적 온도 변화를 이끌어내기에 유리한 대류 난방이 일반적이다**. 대류 난방에서는 퍼네스 등의 가열 장치를 통해 데워진 공기가 집안을 순환하며 실내의 온도를 높인다. 이러한 구조적 특징으로 인해, 공동 주택은 열이 물을 매개로 순환시키는 배관(Plumbing) 시스템을 중심으로, 단독 주택은 열이 공기를 매개로 집안을 순환하는 HVAC 시스템을 중심으로 발달해 왔다.

그림 4. 한국과 북미의 주택 분류

한국		북미	
단독 주택	단독 주택	단독 주택	단독 주택
	다중 주택		반단독 주택
	다가구 주택	공동 주택	콘도미니엄
공동 주택	아파트		타운하우스
	연립 주택		아파트
	다세대 주택		

출처: YIG

그림 5. 대류 난방과 복사 난방의 원리



출처: IQS Directory, YIG

산업분석

지역에 따라 다르게 발전해온 주택

공동 주택 중심의 동양

한국은 좁은 국토 면적과 높은 산지 비중으로 인해 거주 가능 면적이 제한적이라는 특징으로 인해 인구가 수도권에 집중되어 있다. 이로 인해 효율적 토지 이용을 위한 **공동 주택의 비중이 높은 편으로, 2023년 기준 전체 주택 가운데 공동 주택이 79%를 넘는 것으로 나타났다.** 아파트의 비중은 약 65%로, 공동 주택 가운데 가장 큰 부분을 차지했으며 단독주택은 꾸준히 감소해 20%를 하회하는 수준까지 하락했다.

해외 주요 국가 가운데 중국은 1990년대 말 주택 개혁 정책을 시행하며 공공 주택 중심의 구조에서 시장 기반의 민간 주택 공급 체계로 전환되었다. 이 과정에서 **신규 주택의 대부분이 아파트로 건설되었으며, 특히 상하이와 같은 지역에서는 아파트 비중이 93%를 상회하는 등 도시 내 주거 형태가 급격히 변화하였다.**

단독 주택 중심의 서양

미국의 경우 1900년대 초반부터 조닝(Zoning) 정책을 도입하여 국토를 주거용(R), 상업용(C), 산업용(M), 농업용(A) 지역으로 구분하였다. 특히 주거용 지역(R)은 다시 5가지 하위 항목으로 세분화되었으며, 이 중 R1 지역은 전체 주거용 지역의 약 75%를 차지하며 공동주택 건설이 금지되어 있다. 이는 미국의 주거 구조가 단독 주택 중심으로 고착화되는 배경이 되어, **미국 주택 가운데 단독 주택 비중은 2023년 기준 67%로 매우 높은 수준을 유지하고 있다.**

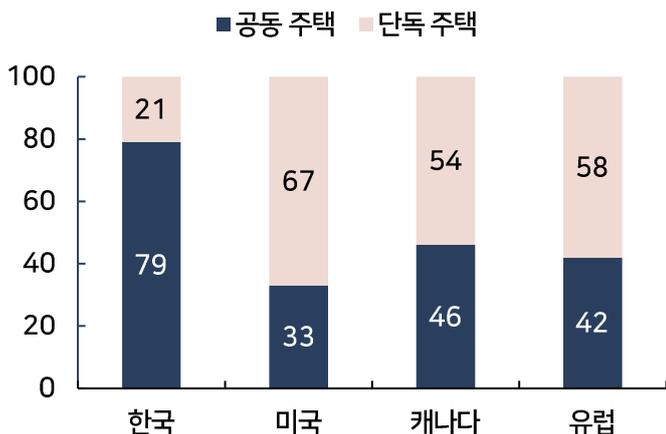
캐나다의 경우 미국과 유사하게 단독 주택의 비중이 높았으나, 이민 정책 확대 등 인구 변동에 의한 도시 팽창 및 택지 부족 현상으로 최근 공급되는 주택 가운데 콘도 등 공동 주택의 비중이 가파르게 증가하는 추세이다. 특히 지난 10년간 신규 공급된 주택은 60%가 콘도였으며, 단독주택은 25%에 불과했다. 2025년 1월 기준 신규 공급된 주택 가운데 단독주택은 20% 수준으로 하락세가 지속되고 있다.

발달된 북미 온수기 시장

이와 같은 동양과 서양의 주택 형태 차이는 보일러 및 온수기 시장의 발전 양상에 큰 영향을 미쳤다. 복사 난방 중심의 동양에서는 온수기보다는 보일러에 대한 수요가 지배적인 반면, **대류 난방이 중심인 서양에서는 온수 공급 만을 위한 온수기에 대한 수요가 발생하며 온수기 시장의 규모가 타 지역에 비해 커지게 되었다.** 특히 단독 주택의 비중이 큰 북미의 가정용 온수기 시장은 북미 가정용 난방 기기 시장의 약 22% 규모로, 글로벌 난방 기기 시장 대비 글로벌 온수기 시장의 규모인 15% 대비 높은 수치를 보이고 있다.

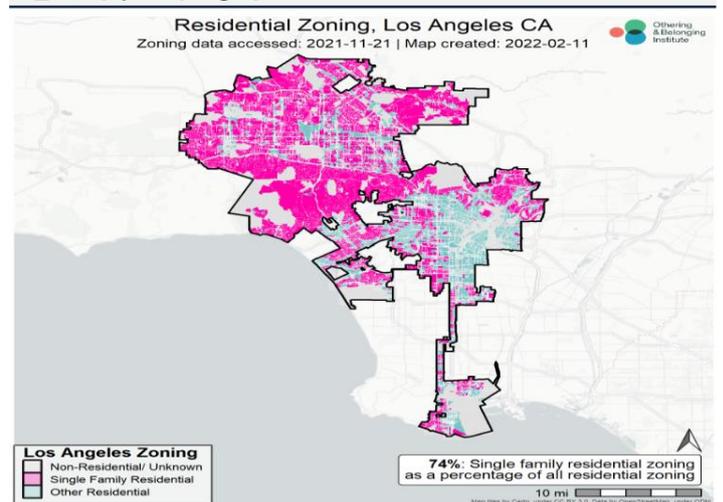
그림 6. 국가별 공동 주택과 단독 주택 비중

단위: %



출처: 언론 종합, YIG

그림 7. 미국 LA의 조닝 지도



출처: Othering & Belonging Institute, YIG

산업분석

가정용 난방 기기 시장

불타오르는 난방 기기 시장

불타오르는 난방 기기 시장

가정용 난방 기기 시장은 복사 난방과 대류 난방을 모두 포괄하는 시장으로 2023년 1,689억 달러 규모의 시장으로 평가되었으며, 2032년까지 연평균 성장률 9%로 증가할 것으로 예상된다. 가정용 난방 기기 시장에서 거래되는 주요 제품으로는 히트 펌프, 보일러, 퍼네스, 온수기 등이 있으며 국가별 거주 형태에 따라 가정용 난방 시장 내 제품 비중도 상이하게 나타난다. 최근 각국의 환경 규제와 소비자 인식 변화 등의 요인이 보다 친환경적인 난방 기술의 도입을 가속화하고 있어, 가정용 난방 시장의 변화를 이끌 요인으로 주목받고 있다.

가정용 HVAC 시장

HVAC 시장도 확장 중

HVAC은 Heating (난방) Ventilation (환기) Air Conditioning (냉방) 의 약자로 공기조화 기술분야를 일컫는 말이다. 가정용 HVAC 시장에서 판매되는 제품은 크게 냉방 기기, 난방 기기, 환기 기기로 구분되며 가정용 난방 기기 시장은 HVAC 시장의 일부다. 소비자들이 제품 구매에 있어, 에너지 효율성과 지속가능성을 고려하는 경우가 증가함에 따라 최근 북미에서는 가정용 HVAC 시스템의 시장이 급속도로 확대되고 있다. 국제 에너지 기구(IEA)에 의하면 2030년도까지 가정용 HVAC 시장의 연 평균 성장률은 5.6%에 달할 것으로 예상된다.

난방 기기의 성능과 효율성

성능 지표 BTU

BTU(British Thermal Unit)는 난방 기기가 발생시킬 수 있는 열 에너지를 나타낸다. 1BTU는 1lb(약 0.45kg)의 물 온도를 화씨 1도 올리거나 내리는데 필요한 열량이며, 난방 기기의 성능을 반영하는 수치이다. 일반적으로 더 넓은 공간을 난방하기 위해서는 더 높은 BTU를 가진 난방 기기가 필요하다. 자동차로 치면 엔진의 성능을 나타내는 마력(hp)과 유사하다고 생각할 수 있다.

효율성 지표 AFUE

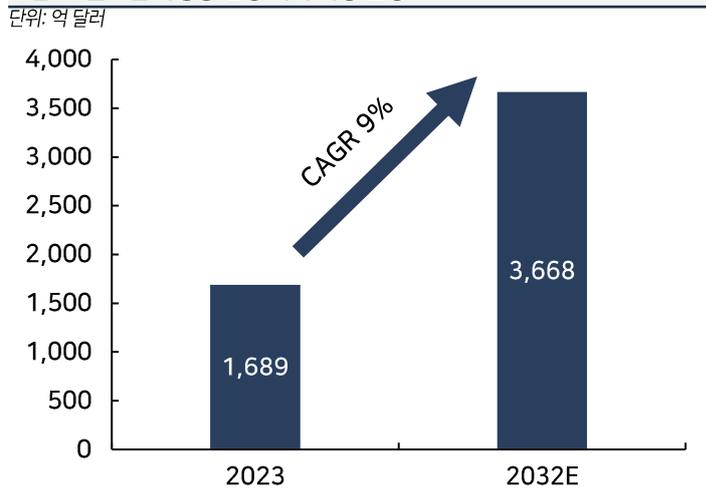
AFUE(Annual Fuel Utilization Efficiency)는 연간 연료 이용 효율을 의미하며, 가스 퍼네스 또는 보일러의 효율성을 나타내는 수치이다. AFUE는 백분율로 표현되며, 연소 과정에서 생산되는 에너지를 표시함으로써 연료 중 손실되거나 낭비되는 양을 나타낸다. 예를 들어, 어떤 난방 기기의 AFUE가 97%라 하면 투입된 연료의 97%가 열에너지로 전환되고, 나머지 3%는 손실된다는 것을 의미한다. 자동차에 비유하자면 연비와 비슷한 지표이다.

그림 8. HVAC 산업 내 시장의 세부 분류



출처: Global Market Insights, YIG

그림 9. 글로벌 가정용 난방 기기 시장 전망



출처: Global Market Insights, YIG

산업분석

가정용 온수기 시장

온수기라고 다 같은 온수기가 아니다

전기나 가스나,
저탄식이나, 순간식이나

가정용 온수기는 사용 에너지원에 따라 전기와 가스 온수기로 양분되며, 물을 저장하는 탱크의 유무에 따라 저탄식 온수기와 순간식 온수기로 구분할 수 있다. 전기 온수기는 전기 저항을 활용해 물을 데우는 전통적 방식과, 에어컨의 원리를 역이용한 히트 펌프 방식으로 세분화된다. 한편, 가스 온수기에도 가스를 연소하며 나오는 열로 물을 데우는 일반 온수기와 가스를 연소하며 나오는 배기가스의 열을 바로 배출하는 대신 물을 가열하는데 한번 더 사용하는 콘덴싱 온수기가 있다.

높은 성장률을 보일
순간식 온수기 시장

가정에서의 사용에 적합한 순간식 온수기

순간식 온수기는 저탄식 온수기와 달리 별도의 탱크 설치가 필요 없어 공간 효율성 측면에서 우위가 있다. 또한, 탱크에 저장된 온수의 온도를 유지하며 발생하는 에너지의 손실이 없어 에너지의 효율이 더 높아 전기 및 가스비가 절감된다. 이런 장점에서 기인한 견조한 수요에 힘입어 **순간식 온수기 시장은 2025년 기준 44.7억 달러 규모인 것으로 추정되며, 2032년까지 80.2억 달러까지 성장해 8.7%의 CAGR을 기록할 것으로 예상된다.** 이는 동 기간 5.5%의 CAGR을 보일 것으로 전망되는 가정용 온수기 시장 대비 약 3%p 높은 성장률이다. 2000년부터 2025년 사이 전체 온수기 시장에서 저탄식의 비중은 60%에서 40%로 감소한 반면, 순간식 가스 온수기의 비중은 5%에서 16%까지 상승해왔다.

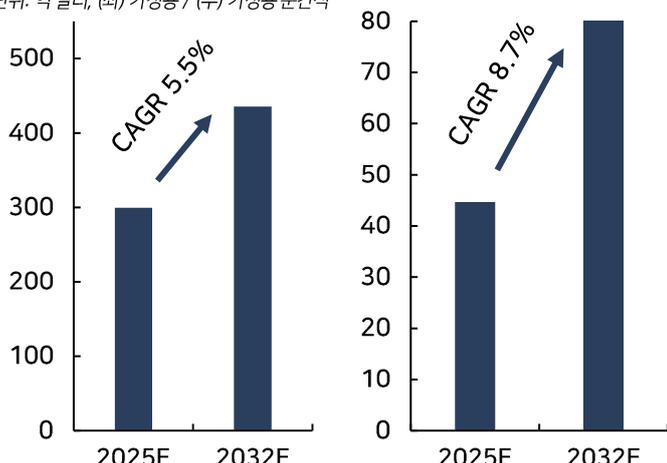
콘덴싱은 비용 깎패

온수기의 정점, 콘덴싱 가스 온수기

전기 온수기는 일반적으로 90~100% 수준의 높은 열효율을 보임에도 불구하고, 전기세가 가스비 대비 비싸 가스 온수기보다 운영 비용이 높게 나타난다. 한편 일반적인 순간식 가스 온수기는 AFUE 80 수준의 효율을 나타내는데, 콘덴싱 기술을 활용해 효율을 높인 순간식 가스 온수기는 최대 98의 AFUE를 달성 가능하다. 하루 약 80갤런의 온수를 화씨 70도 가열해 사용하는 4인 가구를 상정할 경우 한 달에 1.4백만 BTU의 온수 성능을 필요로 한다. 미국의 평균 전기세(\$0.15 per kWh)와 가스비(\$1.10 per therm)를 적용해 해당 온수 성능을 달성하는데 필요한 월 비용을 계산하면, 콘덴싱 가스 온수기 대비 전기 온수기는 한 달에 운영 비용이 4배에 달하며, 일반 가스 온수비와 비교해도 약 30%의 비용 절감이 가능하다. 이런 장점을 바탕으로 콘덴싱 방식의 온수기는 순간식 온수기 시장 안에서도 높은 매출 성장을 보일 것으로 전망한다.

그림 10. 가정용 온수기와 가정용 순간식 온수기 시장 전망

단위: 억 달러, (좌) 가정용 / (우) 가정용 순간식



출처: GrandViewResearch, YIG

그림 11. 전기와 가스 온수기 요금 비교

분류		에너지 효율 (AFUE)	요금
전기	전기 저항	100%	\$61.54
	히트 펌프	300%	\$20.52
가스	저탄식	60%	\$25.66
	일반 순간식	80%	\$19.25
	콘덴싱 순간식	98%	\$15.72

출처: YIG

기업분석

기업개요

기업개요

기업 개요

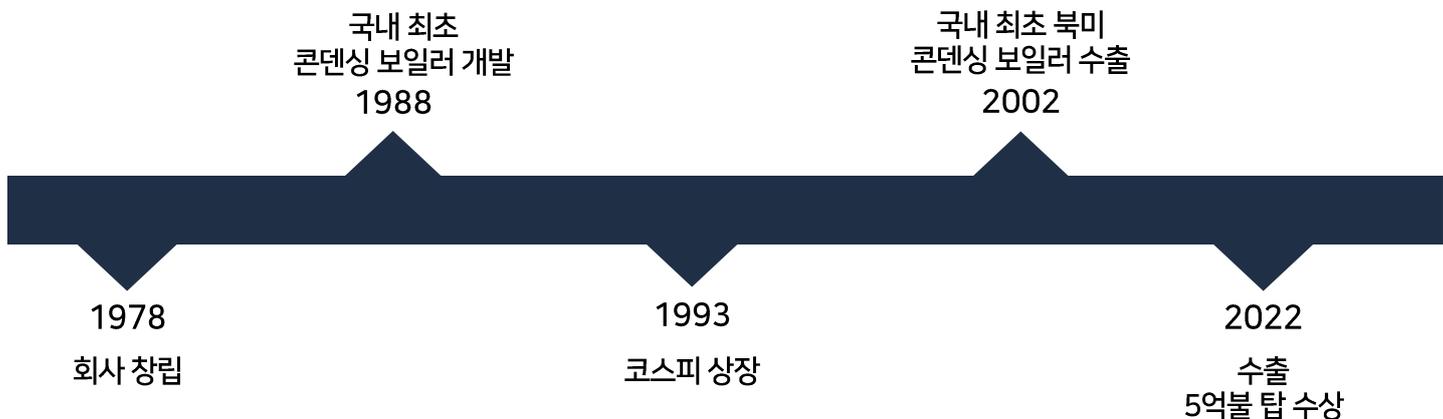
동사는 1978년 설립되어 가스 보일러, 가스 온수기 판매를 주력으로 하는 기업이다. 동사는 1988년 국내 최초로 콘덴싱 보일러를 개발하였으며 가정용, 산업용 등 다양한 분야로 판매하고 있다. 1993년 코스피에 상장하였으며 2006년 이후 현재의 사명을 유지 중이다. 동사는 **현재 국내 보일러 및 미국 가정용 콘덴싱 순간식 온수기 점유율 1위 기업이다**. 동사는 2008년 미국 연간 2만 대에 불과했던 콘덴싱 순간식 온수기 시장에 진입하여 2024년 현재 시장규모를 80만 대 이상으로 키웠고, 그 중 30% 후반의 점유율을 차지 중이다.

높은 해외시장 매출 비중

수출 국가 수 확대

동사는 매출 중 69.6%가 수출에 해당하며, 7개 해외 법인을 통해 47개국에 수출 중이다. **주요 수출 국가로는 미국, 중국, 러시아 등이 있으며 2024년 매출액 기준 각각 57.2%, 5.7%, 2.2%의 비중을 차지한다.** 이외에도 중앙아시아, 중남미 등지로 수출을 확대하고 있다.

그림 12. 경동나비엔 연혁



출처: 경동나비엔 YIG

그림 13. 2024년 품목별 매출 비중

단위: %

■ 보일러 ■ 온수기 ■ 기타

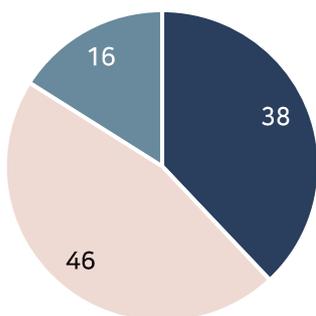
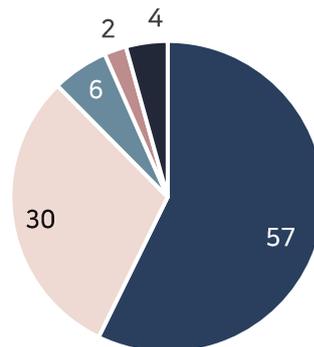


그림 14. 2024년 국가별 매출 비중

단위: %

■ 북미 ■ 한국 ■ 러시아 ■ 중국 ■ 기타



출처: 경동나비엔 YIG

출처: 경동나비엔 YIG

기업분석

제품 포트폴리오

개요

포트폴리오 개요

동사의 사업부문은 크게 보일러와 온수기로 분류된다. 그 중 보일러는 콘덴싱 가스 보일러와 일반 가스 보일러, 콘덴싱 기름 보일러와 일반 기름 보일러, 전기 보일러로 나누어지며 온수기의 경우에도 가스 온수기 및 기름 온수기, 전기 온수기로 나뉘어진다. 이외 제품군으로는 콘덴싱 하이드로 퍼네스, 환기청정기, 숙면매트 등이 포함된다. 작년 5월 SK 매직의 주방가전 사업권을 인수한 이후 주방기기 또한 추가되었다.

콘덴싱에 진심

국내: 콘덴싱 가스 보일러

동사의 국내향 주력제품인 NCB 시리즈는 콘덴싱 가스 보일러이다. 동사는 **즉각적인 온수 공급 및 넉넉한 온수량, 소음 차단 설계** 등을 앞세워 국내 보일러 시장 1위를 유지하고 있다. 최근에는 스마트 IoT 기술과 결합하여 원격 온도제어 및 실시간 날씨 맞춤 기능 등을 통해 소비자 편의성을 강조하고 있다.

북미: 콘덴싱 가스 온수기

동사의 북미향 주력 제품인 NPE 시리즈는 콘덴싱 순간식 가스 온수기이다. 동사는 특히 기술인 **ComfortFlow 기술을 사용하여 샌드위치 현상 해소, 물 낭비 최소화 등의 장점**을 갖는다. 저탕식 온수기와 비콘덴싱 온수기에 비해 콘덴싱 온수기가 가지고 있는 장점을 앞세워서 시장 점유율을 확장 중이다.

신제품:

콘덴싱 하이드로 퍼네스

동사는 **2023년 11월 콘덴싱 하이드로 퍼네스를 출시**하였다. 위 제품을 통해 온수기 시장에 치우쳐 있었던 동사의 매출군을 추가적으로 확장하고자 하고 있으며 2025년 하반기에 출시될 히트펌프와 병행하여 효율적인 냉난방 솔루션을 제공하고자 한다.

그림 15. 경동나비엔 콘덴싱 가스 보일러 제품군

콘덴싱 가스 보일러



NCB354



NCB582



NCB782



NCB900

출처: 경동나비엔 YIG

그림 16. 경동나비엔 콘덴싱 가스 온수기

콘덴싱 가스 온수기



NPE-S2

출처: 경동나비엔 YIG

그림 17. 경동나비엔 콘덴싱 하이드로 퍼네스

콘덴싱 하이드로 퍼네스



NPF-700

출처: 경동나비엔 YIG

기업분석

콘덴싱 순간식 가스 온수기의 장점

저탕식 온수기 vs 순간식 온수기

저탕식 vs 순간식

저탕식(storage) 가스 온수기에 비해 순간식(tankless) 가스 온수기가 가지는 장점은 크게 3가지이다. **첫째, 순간식 가스 온수기는 실내 공간 효율성을 높인다.** 순간식 온수기는 물 저장탱크를 필요로 하지 않아 평균적으로 70% 이상의 공간을 절약할 수 있다. 더 나아가 대부분의 순간식 가스 온수기가 벽걸이형으로 설계되어 있고 다양한 장소에 설치할 수 있어 설치 유연성 측면에서도 유리하다.

둘째, 사용자 경험 측면에서 유리하다. 물을 사용하는 즉시 가열하기 때문에 빠른 온수 제공이 가능하며, 저장된 물을 사용하는 방식이 아니기 때문에 물을 사용하는 동안 계속해서 온수를 안정적으로 공급할 수 있다. 또한 탱크에 물을 저장하지 않기 때문에 세균 증식의 가능성이 적어 깨끗한 물의 공급이 가능하다.

셋째, 높은 에너지 효율을 가지고 있다. 평균적인 저탕식 가스온수기의 에너지 효율이 60%에 불과한 반면, 순간식 가스온수기는 80% 이상의 에너지 효율을 통해 운영 비용 절감이 가능하다. 예를 들어 하루에 약 155L의 물을 사용할 경우 순간식 온수기는 저탕식 온수기에 비해 에너지 효율이 24~34% 높다.

논콘덴싱 온수기 vs 콘덴싱 온수기

논콘덴싱 vs 콘덴싱

콘덴싱(condensing) 순간식 가스 온수기가 논콘덴싱(non-condensing) 순간식 가스 온수기에 비해 가지는 장점은 크게 2가지이다. **첫째, 압도적인 에너지 효율을 통한 경제성이다.** 콘덴싱 온수기는 배기가스의 열을 최대한 회수하여 재활용하기 때문에 논콘덴싱 온수기와 비교했을 시 최대 20%의 에너지 효율차를 가진다. 이를 통해 콘덴싱 온수기는 논콘덴싱 온수기에 비해 최대 30%의 난방비를 절약하여 총 운영비용에서의 우위를 갖는다.

둘째, 환경 친화적이다. 콘덴싱 온수기는 논콘덴싱 대비 질소산화물(NOx) 배출량을 87%, 일산화탄소 배출량을 70.5% 감소시키며 이산화탄소 또한 19% 감소시킨다. 기타 유지 편의성, 크기에 비해선 논콘덴싱 온수기가 약간의 우위를 점하지만 소비자들의 최대 관심사가 고효율 제품에 있다는 점을 고려했을 때 콘덴싱 온수기는 앞으로도 전체 온수기 시장 내에서의 점유율 확대가 가능할 것으로 보인다.

그림 18. 저탕식, 논콘덴싱, 콘덴싱 온수기 비교

단위: 1 ~3, 3으로 갈수록 비용, 에너지 효율성, 설치자유도, 친환경성이 커짐

	저탕식 온수기	논콘덴싱 온수기	콘덴싱 온수기
초기 구매 비용	1	2	3
총 운영 비용	3	2	1
에너지 효율성	1 (60~65%)	2 (80~82%)	3 (91~96%)
설치 자유도	1 (실외만 가능)	3 (실외, 실내 가능)	2 (실외, 실내 가능, 일부 제한)
친환경성	1	2	3

출처: 경동나비엔, A.O. Smith, Rinnai, YIG

기업분석

재무 분석

높은 매출 성장률과 영업이익률

안정적인 매출 성장률,
증가 중인 영업이익률

동사의 매출액은 2020년 8,730억 원에서 2024년 1조 3,539억 원으로 **연평균 매출 성장률 약 11.6%**를 기록하였다. 특히 동사의 주요 수출처인 북미 매출의 경우 2020년 3,920억 원에서 2024년 7,749억으로 **연평균 매출 성장률 약 18.6%**를 기록했다. 안정적인 매출 성장률은 생소했던 콘덴싱 온수기 시장 개척을 통한 선점 효과 및 북미 콘덴싱 가스 온수기 시장 자체의 확대에 기인한다.

영업이익률의 경우 **2020년 7.7%에서 2022년 5.1%까지 하락하였지만 2024년 9.8%로 회복**을 넘어서서 성장하였다. 2022년까지의 영업이익률 하락 이유는 일시적인 운임비 상승에 의한 것으로 2020년 판관비율이 30.1%에서 2022년 35.2%까지 상승한 것이 이를 뒷받침한다.

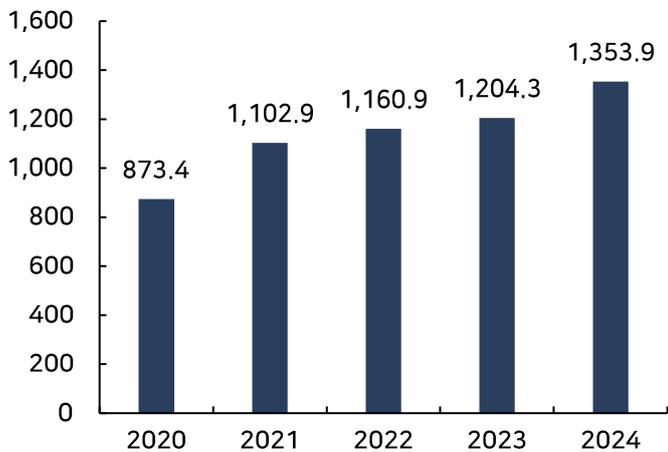
안정적인 부채비율

감소 중인 부채비율

부채비율의 경우 **2020년 111.0%에서 2023년 81.4%까지 감소**했다. 다만 2024년 부채비율이 95.4%로 상승했는데, 이는 진행 중인 CAPA 증설 및 SK매직 가전 사업부 인수의 영향이다. 이에 따라 유형자산 CAPEX는 2020년 387억 원에서 2024년 943억 원까지 상승하였다. 동사의 이익 체력이 안정적으로 유지된다는 점을 감안했을 때, 소폭의 부채비율 상승은 크게 우려할 점은 아니다.

그림 19. 경동나비엔 연도별 매출액

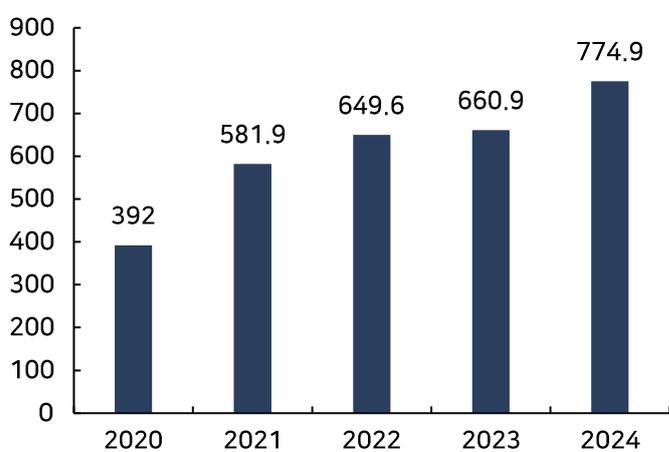
단위: 십억 원



출처: 경동나비엔, YIG

그림 20. 경동나비엔 연도별 북미 매출액

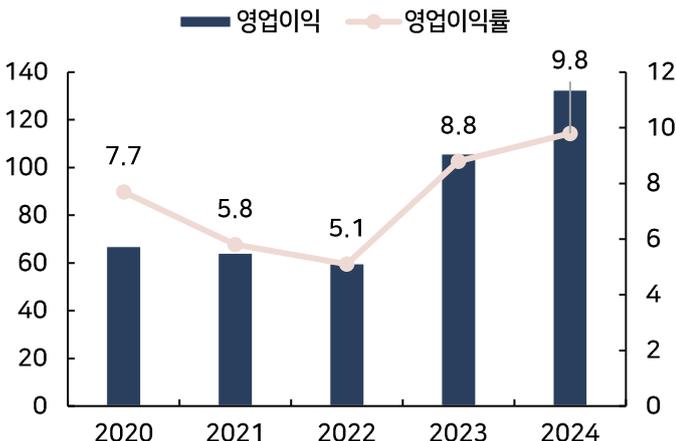
단위: 십억 원



출처: 경동나비엔, YIG

그림 21. 경동나비엔 연도별 영업이익 및 영업이익률

단위: 십억 원 (좌), % (우)



출처: 경동나비엔, YIG

그림 22. 경동나비엔 연도별 부채비율 및 유형자산

단위: 십억 원 (좌), % (우)



출처: 경동나비엔, YIG

기업분석

경쟁사 분석

국내 - 보일러

안정적 과점 체제

국내 보일러 산업은 시장 성숙도가 높아 신규 진입이 어렵고 안정된 시장 구조를 형성하고 있다. 보일러의 평균 교체 주기는 7~10년으로, 신규 수요보다는 교체 수요 위주로 시장이 형성되어 있다. 현재 국내 보일러 시장은 상위 4개 기업이 시장 점유율의 대부분을 차지하는 과점 체제로 운영되고 있으며, 경쟁 기업 간의 점유율 변동이 크지 않은 편이다.

경동나비엔은 2023년 기준 약 38%의 점유율을 차지하며 업계 선두에 위치해 있다. 그 이외 경쟁사로는 귀뚜라미, Rinnai Korea, 대성썬텍에너지스가 있다. 경쟁사 모두 콘덴싱 가스 보일러 제품이 존재하지만 동사에 비해 점유율이 낮아 2티어 업체로 분류된다. 귀뚜라미의 경우 점유율 약 24%, Rinnai Korea는 약 21%, 대성썬텍은 약 17%를 유지 중이다. 귀뚜라미와 대성썬텍은 비상장사이다.

경쟁사들의 경우 동사처럼 수출 비중을 높이기보다는 가격 경쟁을 통해 같은 2티어 업체들의 점유율을 침식하거나, 냉방 쪽으로 제품군을 넓히며 국내 시장에서의 HVAC 포트폴리오를 확장하는 데 주력하였다. 따라서 동사에게 있어 직접적인 위협이 되기는 어렵다고 판단된다.

미국 - 온수기

콘덴싱 가스온수기 1위

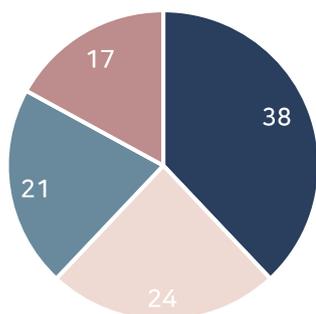
미국 온수기 시장은 미국 업체인 A.O. Smith, Rheem, Bradford White가 주요 플레이어이며 그 이외에는 일본 업체인 Rinnai, 동사 등이 존재한다. 이 중 상장사이면서 동사와 유사한 사업을 영위 중인 A.O Smith, Rinnai가 우선적인 경쟁사로 분류된다.

A.O. Smith는 북미 온수기 시장 점유율 최대 업체로 다양한 제품군을 가지고 있지만 주력 제품은 저탄소 가스 온수기이다. 반면 Rinnai의 경우 주력 제품은 논콘덴싱 순간식 가스 온수기이다. 두 경쟁사 모두 최근 들어 콘덴싱 온수기의 라인업을 추가하고 있지만, 동사에 비해 후발주자인 상황이다. 동사는 콘덴싱 가스온수기 부문에서의 높은 브랜드 인지도 및 경쟁사 대비 긴 A/S 기간 등에 힘입어 소비자 선호도 측면에서 앞서 있다. 따라서 동사는 경쟁사 대비 2020년 이후 평균 매출 성장률의 우위를 보이고 있으며 콘덴싱 순간식 가스 온수기 시장 점유율을 안정적으로 유지 중이다.

그림 23. 국내 보일러 시장 점유율

단위: %

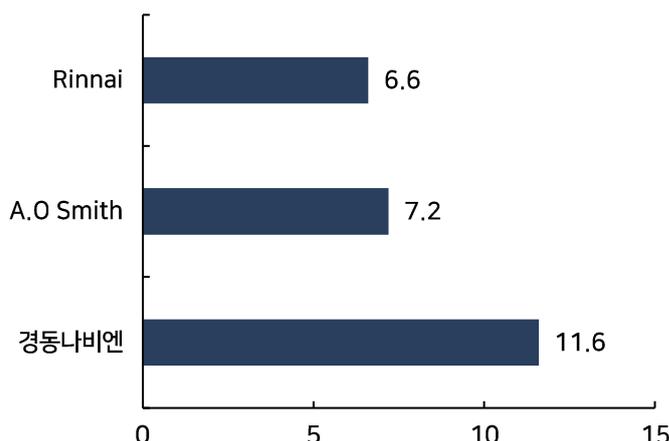
■ 경동나비엔 ■ 귀뚜라미 ■ Rinnai Korea ■ 대성썬텍



출처: 각사, YIG

그림 24. 경쟁사 연평균 매출 성장률 (2020 ~ 2024)

단위: %



출처: MarketScreener, YIG

기업분석

주가추이 분석

5개년 주가추이 분석

① 친환경 보일러 설치 의무화

2020년 3월부터 2020년 9월까지 동사의 주가는 약 40% 상승하였다. 환경부의 미세먼지 저감 대책에 따른 대기관리권역 내 친환경 콘덴싱 보일러 설치를 의무화하면서 고마진인 동사의 콘덴싱 보일러 판매 비중이 늘어날 것이라는 기대감 때문이었다. 또한 환기시스템, 온수매트 등 신사업 진출 또한 동사 투자 심리에 긍정적인 영향을 미쳤다.

② 미국 수요 증가 및 중국 턴어라운드 기대감

2021년 2월부터 2021년 7월까지 동사의 주가는 약 45% 상승하였다. 해당 기간 동사는 **이상기후로 인한 국내 및 북미 시장의 성장세가 가팔랐다.** 미국 주택 분양 경기 및 리모델링 사업 호조 기대감과 중국 법인 턴어라운드 기대감까지 합쳐져 창사 최초로 매출 1조원을 달성할 수 있다는 예측이 강하게 반영되었다.

③ 원재료비, 물류비 급등

2021년 11월부터 2022년 9월까지 동사의 주가는 약 50% 하락하였다. **주요 하락 원인은 원재료비 및 물류비의 증가였다.** 동사는 이를 제품 가격 인상으로 대응하고자 하였으나 우크라이나 전쟁으로 인한 물류비 상승이 장기화되었고, 해당 기간 계열사의 부당 지원 행위 등 법적 리스크까지 터지며 주가는 추가 하락하였다.

④ 안정적 북미 매출 및 환차익

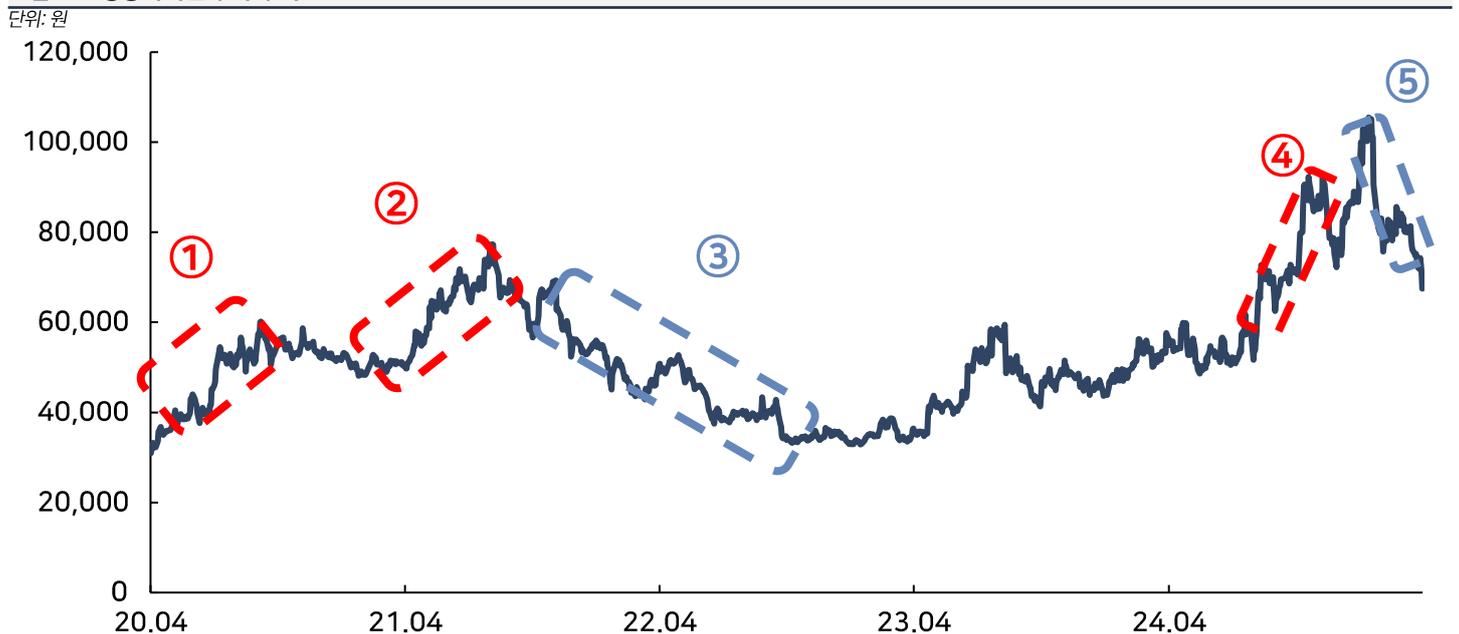
2024년 7월부터 12월까지 동사의 주가는 약 70% 상승하였다. **북미 시장에서의 안정적인 온수기 매출 성장 및 2023년 11월 출시된 신제품 콘덴싱 하이드로 퍼네스 대응을 위한 서탄 공장 증설, 강달러 지속으로 인한 환차익 효과까지 부각되었다.**

⑤ 컨센서스 하회

2025년 1월 중순 2024년 잠정 실적이 발표된 이후 동사 주가는 컨센서스를 하회하는 실적을 기록해 주가가 약 25% 하락하였다. 이는 일부 물량 이연, 북미향 신규 프로모션 비용 등이 복합적으로 작용한 결과이다. 동사의 온수기 매출은 일반적으로 4분기에 연간 매출의 35% 이상이 실현되는 계절성이 나타나는데, **2024년에는 연주의 금리 인하 사이클 개시로 인한 달러 가치 절하 우려 및 트럼프 당선에 따른 선제적 재고 축적의 영향으로 이런 계절성이 약화된 바 있다.**

온수기 매출이 주가 변동과 관계없이 과거 3년간 약 12%에 달하는 높은 성장률을 보이고 있음에 주목해야 한다. 동사의 5년 중 최저 PER은 약 7.2배인데 반해 현재 PER 수준은 약 7.9배에 불과해, 추가 하락의 가능성도 낮다. 현재의 부진은 일시적 현상에 불과할 것으로 전망된다.

그림 25. 경동나비엔 주가 추이



출처: 인베스팅닷컴, YIG

투자포인트

1. 미국에서 통하는 블랙핑크급 존재감

미국인에게 온수기하면 바로 떠오르는 기업, Navien

미국 시장에서 가장 인지도가 높은 나비엔

동사는 미국 콘덴싱 가스 온수기 시장에서 소비자들에게 Rinnai와 함께 품질과 후속 서비스 등 여러 측면에서 가장 선호되는 선택지로서 그 입지를 공고히 하고 있다. 동사는 Reddit에서 Rinnai와 함께 순간식 가스 온수기 하면 항상 언급되는 업체이다. 대부분의 소비자들이 동사와 Rinnai 사이에서 선택을 고려하며, 이 두 업체를 제외한 나머지 업체는 고려 대상이 아니라는 언급도 자주 보인다. 즉, 동사는 미국시장에 단순히 진출함을 넘어서 이미 소비자들의 뇌리에 고정적으로 자리잡은 친숙한 기업이라는 것이다.

소비자들은 편리한 것을 좋아한다

그렇다면 이렇게 동사가 미국 소비자들을 사로잡은 비결은 무엇일까? 가장 큰 강점은 **무엇보다도 저렴한 가격과 설치와 정비의 편리함**이다. 순간식 가스 온수기의 특성상 기술적인 허들은 크게 높지 않기에, 동사를 비롯하여 Rinnai와 Noritz 등 경쟁사들의 유사 사양 제품들의 스펙은 비슷한 편이다. 그렇기에 **소비자들은 기술적인 특성보다는 얼마나 저렴한지, 그리고 편리한지를 우선 순위**에 두고 판단한다. 동사의 제품은 동일 스펙 타 제품 대비 150~300달러 가량 저렴한 편으로, 가격 경쟁력에서 경쟁사 대비 10~20%가량 우위에 있다. 또한 미국 전역에 걸친 광범위한 공급망과 높은 부품 호환성을 보유하고 있는데, 이러한 편리함이 중요한 이유는 한국과 달리 미국은 땅이 넓기에 부품이나 수리 서비스에 쉽게 접근하기 힘들기 때문이다. 그러한 이유로 부품을 쉽게 구할 수 있는지가 중요한 요인으로 작용한다. Reddit에서도 동사는 **부품을 구하기가 쉽고 구조가 직관적이라서 유지보수가 편하다는 평가가 주류**를 이룬다. 조금 더 자세히 설명한다면 환기배관을 설치함에 있어서 Rinnai는 자체 규격인 동심원 배관 시스템을 사용해 \$200~300의 추가 비용이 발생하고 따로 이들 부품을 찾아야 하는 불편함을 감수해야 하는 반면, 동사는 표준 규격인 PVC 배관과 호환이 가능하기에 훨씬 더 저렴하고 편리하게 수리가 가능하다.

인지도의 비결은 강력한 영업망

나아가 동사를 더 매력적으로 만드는 요인은 **도매상 및 배관공과의 파트너십을 바탕으로 한 강력한 영업망**이다. 경쟁사인 Rinnai는 영업망보다는 Homedepot와 같은 채널을 통해 직접적으로 소비자에게 판매하는 전략이 주류를 이룬다. 하지만 가스 온수기 특성상 여러 제반작업을 포함하여 설치가 쉽지 않기에 상당수의 소비자들은 배관공을 불러서 설치를 수행한다. 동사는 이러한 점을 절묘히 파고들어 배관공들에게 **경쟁사보다 더 높은 커미션을 제공함과 동시에 설치 방법에 대한 교육을 광범위하게 실시**함으로써, 현지 배관공들로 하여금 설치하기 쉬우면서도 더 높은 수익을 낼 수 있는 선택지로 자리매김하였다. 그렇기에 미국 내 커뮤니티에서는 배관공들이 소비자에게 항상 동사의 온수기를 우선적으로 권유한다는 반응이 지배적이다. 이렇듯 동사는 가격 경쟁력과 강력한 영업망을 바탕으로 미국 시장에서 확고한 입지를 유지하고 있기에 콘덴싱 가스 온수기의 수요가 늘어나는 현 시점에서, 동사의 성장성도 확고하다.

그림 26. Reddit의 동사에 관한 댓글들

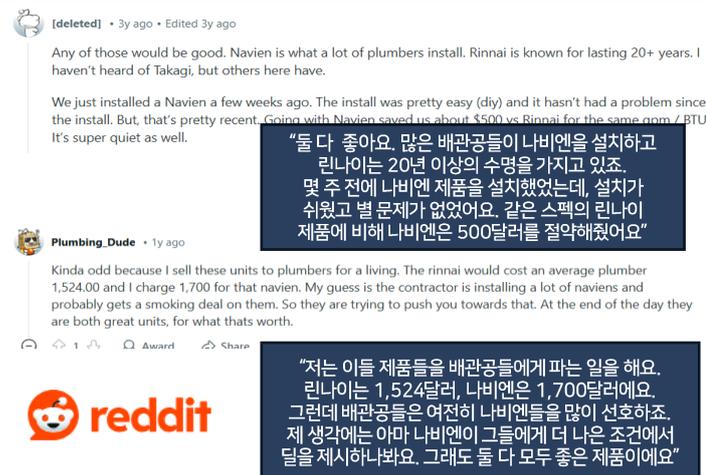
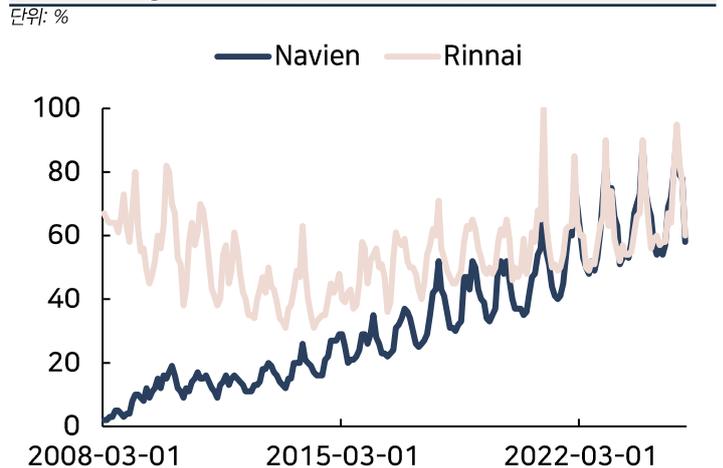


그림 27. Google Trend 동사와 Rinnai 검색 추이(2008~2025)



출처: Reddit, YIG

출처: Google Trend, YIG

투자포인트

입 벌려, 보조금 들어간다

정부 혜택으로 콘덴싱 온수기의 수요 증가

이러한 동사의 경쟁사 대비 높은 가격 경쟁력과 견고한 판매라인 및 인지도는 최근 도입된 미국 정부의 콘덴싱 온수기에 대한 적극적인 보조금과 시너지를 내어 향후 최대의 수혜를 볼 것으로 전망된다.

IRA 법안과 Energy Stars

그 시작은 2023년 도입된 Inflation Reduction Act(IRA)로서, 에너지 안보와 기후 변화 대응, 보건 의료 지원을 위해 10년간 약 4850억 달러를 투자하는 법안이다. 여기서 주목할 점은 IRA의 세부 프로그램 중 하나인 Energy Efficient Home Improvement Credit(EEHIC)와 같은 해 10월에 공시된 상업용 온수기 에너지 절약 표준 개정안이다. 설명에 앞서 Energy Stars에 대해 알고 넘어갈 필요가 있다. Energy Stars는 미국 EPA와 DOE가 공동으로 운영하는 에너지 효율 인증 프로그램으로, 특정 환경 기준을 통과한 제품이나 건물에 부여되는 인증이다. 미 연방정부는 기후변화 대응을 위해 이러한 Energy Stars에 포함되는 제품을 구매할 경우 여러 혜택을 제공하고 있는데, EEHIC가 대표적인 예시이다.

저탄소 만큼 저렴한 콘덴싱 가스 온수기

EEHIC 프로그램은 Energy Stars에 포함된 온수기를 구매할 경우 소비자 부담 가격의 30%가량을 Tax Credits으로 세액공제 혜택을 제공한다. 가스 온수기 중에서 이러한 Energy Stars 요건은 순간식 가스 온수기 중에서도 콘덴싱 온수기만이 충족할 수 있다. 그렇기에 순간식 가스 온수기 시장에서의 콘덴싱의 비중이 2029년까지 대폭 증가 및, 가스 온수기의 80%를 차지하던 저탄소 온수기의 점유율도 일부 가져올 수 있을 것이라고 판단된다. 콘덴싱 온수기가 높은 가격으로 인해서 지금까지 크게 각광받지 못했던 것을 감안할 때, 이러한 정책적 변화는 그야말로 동사를 위한 최고의 기회라고 할 수 있다.

DOE 에너지 효율 기준

이에 더해 같은 해 2023년 초안이 발표된 DOE의 에너지 효율 기준은 동사가 논콘덴싱 가스 온수기 시장의 점유율도 추가적으로 확보할 수 있을 것이라는 전망을 더해주었다. 2023년 10월 DOE는 온수기를 포함한 난방기기의 새로운 에너지 효율 기준의 초안을 발표하였는데, 여기서 가스 순간식 온수기는 2029년 이후로는 콘덴싱 기술을 적용한 제품만 판매될 수 있음을 규정하였다.

최대 수혜 대상은 바로 콘덴싱 가스 온수기

이 두 제도는 미국이 순간식 가스 온수기 시장에서 소비자들로 하여금 콘덴싱을 구매하도록 장려함과 동시에 점진적으로 논콘덴싱을 배제하고 콘덴싱만 남길 의도임을 보여준다. 그렇기 때문에 미국에서 콘덴싱 가스 온수기 점유율 1위를 자랑하는 동사야말로 그 최대의 수혜대상이라고 확신한다. 이미 동사는 2008년 미국에 진출한 이래 콘덴싱 온수기의 불모지였던 미국에서 10년만에 콘덴싱 온수기 점유율을 6.7%까지 끌어올린 신화를 가지고 있다. 하지만 동사의 미국 성장세는 여기서 끝이 아닌, 여기서 시작인 셈이다.

그림 28. 미국 상업용 온수기 에너지 절약 표준 개정안

장비	최소 열효율 (15.10.09)	최소 열효율 (26.10.09)
전기 축열식 온수기	N/A	N/A
가스연소 저장식 온수기 및 즉시 가열식 온수기	80	95
기름 연소 축열식 온수기	80	80
전기 즉시 가열식 온수기	80	80
가스연소 즉시 가열식 온수기 및 온수 공급 보일러	80	96

출처: DOE, 국가기술표준원, YIG

그림 29. 미국 HOMES 리베이트 조건 및 액수

절약 정도	단독 주택	다가구 건물	저소득 가구
15% 이상	10% 절약당 \$1,000 또는 총비용의 50% 중 적은 금액	10% 절약당 \$1,000 또는 총비용의 50% 중 적은 금액	10% 절약당 \$2,000 또는 총비용의 80% 중 적은 금액
20% 이상 35% 이하	\$2,000 또는, 총비용의 50% 중 적은 금액	\$2,000 또는, 총비용의 50% 중 적은 금액 (건물당 최대 \$2,000)	\$4,000 또는, 총비용의 80% 중 적은 금액
35% 이상	\$4,000 또는 총비용의 50% 중 적은 금액	\$2,000 또는, 총비용의 50% 중 적은 금액 (건물당 최대 \$2,000)	\$8,000 또는 총비용의 80% 중 적은 금액

출처: Energystar.gov, YIG

투자포인트

진짜 큰 거 온다. 온수기 교체주기도 돌아오는 중

2025년 이후 온수기 교체주기 도래에 따른 수요 대거 발생

여기서 끝이 아니다. 결정적으로 2025년부터 2030년까지 과거 건축 호황기 대거 건축된 주택들의 온수기 교체주기가 다가오면서, 온수기 전체 매출의 86%를 차지하는 **교체 수요가 2029년까지 최대로 증가할 전망이다**. 2000년부터 2005년까지 미국의 신규 주택 착공 건수는 매년 고점을 갱신하여 206만 대를 달성하였다. 여기에 저탄식과 순간식 가스 온수기의 평균적인 교체 수명이 각각 12년, 20년이라는 점에서 2025년부터 2029년 사이에는 2000년에서 2005년 사이 대거 착공된 신규주택들의 온수기들의 교체주기가 대거 겹친다. **이러한 교체주기의 도래는 실제 기업의 매출과도 큰 상관관계**를 가진다. 좌측 하단 장표에서 볼 수 있듯이, 저탄식 가스 온수기를 주력으로 하는 A.O. Smith는 2005년 설치된 온수기들이 교체 주기가 돌아온 2015년 전후로 높은 매출 성장을 경험하였다.

고효율 콘덴싱 온수기, 지금 설치하면 반값이라고?

콘덴싱 온수기에 대한 세액공제와 리베이트

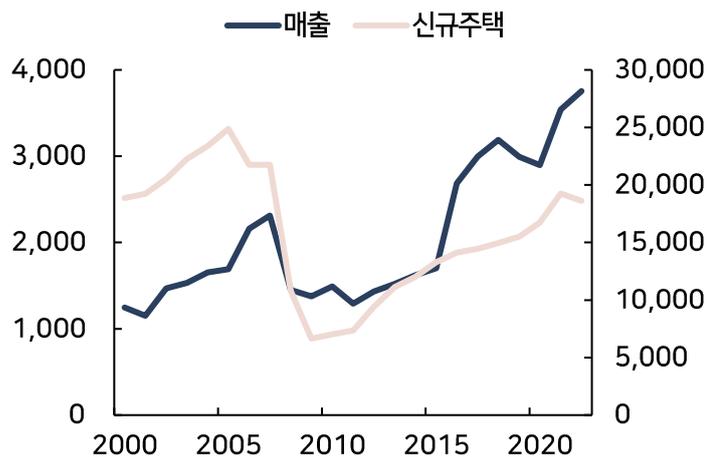
교체주기의 도래에 더해 **열효율에 우호적인 연방정부 및 주정부 혜택은 콘덴싱 교체의 수요를 증가시킬 것이다**. 연방정부 차원에서 본다면 국세청의 EEHC 프로그램은 열효율 95%이상의 순간식 가스 온수기에 대해서는 최대 600 달러의 Tax Credit을 2023년부터 2030년까지 제공한다. 또한 DOE에서도 주택 설비 변경 및 개수를 통해 에너지 열효율을 증가시킬 경우 2,000 달러에서 최대 8,000 달러의 리베이트를 제공하는 Home Efficiency Rebates를 2032년까지 시행하고 있다. 이에 더해 주정부 역시 연방정부와는 별개로 비슷한 혜택을 제공하고 있다. 뉴욕주에서는 New York state energy star program을 통해서 Energy Star 인증을 받은 제품을 구매할 경우 온수기와 히트펌프에 대해 각각 최대 600 달러, 2,000 달러의 리베이트를 제공하고 있다. 이외에도 미시시피, 루이지애나 등 여러 주들 역시 Energy Star 인증을 받은 제품들에 대해서 평균 300 달러 정도의 Rebate를 제공하고 있으며, 더 나아가 도매업체와 유틸리티 기업, 각 도시에서도 자체적으로 리베이트를 제공하고 있다. 이러한 리베이트는 **기존 저탄식 및 논콘덴싱 사용자로 하여금 콘덴싱 구매를 주저하게 만드는 요인이던 높은 가격 장벽을 무너뜨려 구매를 유도하는 효과를 가져올 것이다**.

정부 혜택으로 가격 경쟁력을 확보하다

동사의 평균 판매 가격인 1,800 달러 정도의 콘덴싱 온수기를 구매한다고 가정할 경우, 우선 주 정부 혜택인 300달러의 Rebate를 받고, 남은 1,500달러 내에서 EEHC에 근거한 30%의 세액공제인 450달러의 혜택을 받으면 실질적인 부담금액은 1,050달러 내외이다. 이는 혜택 적용 대상이 아닌 가정용 중형 논콘덴싱 가스 온수기를 평균 판매 가격인 1,250 달러보다 훨씬 저렴하기에 논콘덴싱 점유율을 추가로 확보 가능할 것으로 기대된다. 여기에 더해 저소득층은 평균적으로 900달러 정도의 저탄식 온수기를 사용한다는 점을 감안할 때, 이러한 혜택으로 **저탄식 온수기 시장에서도 침투가 가능할 것으로 전망된다**.

그림 30. A.O. Smith 매출 추이 및 신규주택 착공 건수 비교

단위: 백만 달러(좌), 천 호(우)



출처: U.S. Census Bureau, SEC, YIG

그림 31. 4인 가정용 기준 온수기의 실질적 평균 부담 금액

단위: 달러

	동사 콘덴싱 가스 온수기	논콘덴싱 온수기 평균 가격	저탄식 온수기 평균 가격
평균 구매 가격	1,800	1,250	900
주 정부 리베이트 (300\$)	300	X	X
연방 세액공제 (30%)	450	X	X
실질적 부담금액	1,050	1,250	900

출처: YIG

투자포인트

2. 보일러 재평가 될 2025년

영업과 기술의 승리 공식으로 글로벌 시장 장악

해외 보일러 시장에 주목

최근 몇 년간 동사가 북미 시장에서의 온수기 매출 성장과 신제품 출시 효과로 주목을 받는 사이, 동사의 또 다른 핵심 사업인 보일러 부문은 국내 건설 경기 악화로 인한 신규 수요 감소로 인해 상대적으로 저평가되어 왔다. 그러나 동사가 영위하는 보일러 사업의 국내 비중은 40% 이하에 불과하며, 해외 시장이 빠르게 성장 중이다. 글로벌 보일러 시장은 2034년까지 연평균 5% 이상의 성장률을 기록할 것으로 전망되어 국내 시장과는 확연히 다른 성장성을 시사한다. 이에 따라 동사의 보일러 사업에 대한 재평가가 필요한 시점이다.

기술에 영업력까지 탑재

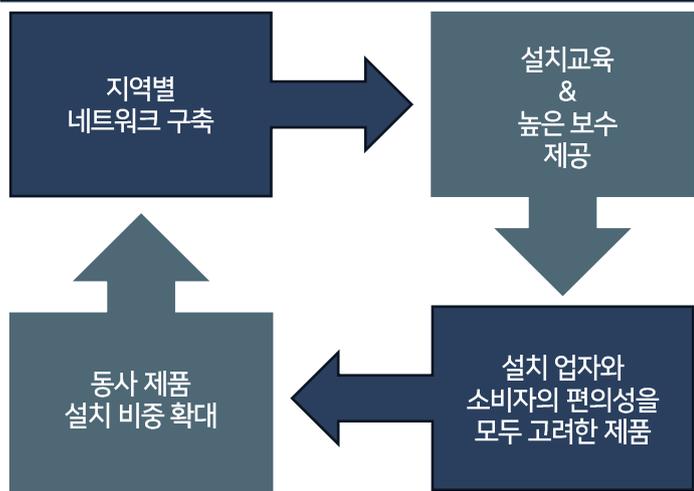
동사는 북미를 비롯한 글로벌 시장에서 점유율 확대 전략을 펼치며 유의미한 성과를 기록하고 있다. 이는 글로벌 시장의 중요성에 대한 인식과, 차별화된 기술력 및 지역 특화 영업망 구축이 합쳐진 결과이다. 보일러는 필수재이지만 소비자의 특성을 지닌 제품으로, 기술력뿐만 아니라 영업력 또한 중요하다. 동사는 두 가지 측면 모두에서 경쟁사 대비 높은 경쟁력을 확보하고 있다. 올해부터 동사가 주요 시장으로 공략 중인 북미 지역의 신규 주택 착공이 턴어라운드할 것으로 예상되며, 이는 동사의 보일러 사업에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다. 더불어, 신형 시장들의 도시화 및 인프라 재건에 따른 보일러 수요 증가 또한 동사에 유리한 환경을 조성할 것으로 보인다.

북미 콘덴싱 보일러도 1위 기업 나비엔

북미 전역 섭렵한 영업망

동사는 온수기뿐만 아니라 보일러 시장에서도 트렌드에 맞는 고효율 콘덴싱 제품을 선보이며, 북미 지역에서 시장점유율 1위를 기록 중이다. 동사 콘덴싱 보일러는 2020년부터 2024년까지 12%의 CAGR을 기록하고 있는데, 이는 전체 콘덴싱 보일러 시장의 성장률(약 5%)을 상회하는 압도적인 성장세이다. 동사의 촘촘한 영업망과 기술적 신뢰성이 그 비결이다. 동사는 미국 동부와 서부에 각각 거점을 두어 북미 전역에 빠르고 효율적인 제품 공급이 가능한 유통 네트워크를 구축했다. 또한, 뉴저지 사무소와 같은 지역별 시설을 통해 설치업자들에게 제품 설치 및 유지보수에 대한 교육과 커미션을 광범위하게 제공한다. 더 나아가 유통배관 연결 설계 및 OTA(Over-the-Air) 시스템을 적용해 설치업자의 작업 효율성까지 고려한다. 자연스럽게 설치업자들은 동사의 제품을 소비자들에게 추천하게 된다. 이러한 동사의 영업망은 타사 대비 뛰어난 기술력과 합쳐져 더욱 신뢰성을 얻고 있다.

그림 32. 영업 네트워크 구축의 선순환



출처: YIG

그림 33. 경쟁사 대비 경동나비엔 보일러 경쟁력

	경동나비엔	Rinnai	Bosch
열효율	98.8%	98% 이하	98% 이하
가스비 절감	최대 28.4%	25% 이하	25% 이하
스테인리스 열 교환기	전 모델	일부 모델	일부 모델
스마트 기능	AI 최적화 + 원격제어	WiFi 일부 지원	스마트 컨트롤 지원

출처: 경동나비엔, Rinnai, Bosch, YIG

투자포인트

북미 신규 주택 수요 턴어라운드로 날개 단 나비엔

착공 턴어라운드

미국 주택 시장은 지난해까지 고금리와 부동산 가격 상승으로 인해 신규 착공이 부진했으나, 2025년에는 신규 주택 착공 건수 점진적 회복세가 예상된다. **올해 150만 호의 신규 주택 착공과 함께 2025년부터 2029년 사이 연평균 168만 호 공급될 것으로 보이며**, 이는 최근 10년 평균치인 130만 호보다 약 30% 높은 수치이다. 특히 동사의 주력 사업 지역인 북동부의 경우 올해 초 주택 착공 건수가 47.4% 증가하며 두드러진 성장세를 보이고 있다. 또한, 서부의 경우 주택 매물 증가로 인해 주택 수요자의 가격 협상력이 높아짐에 따라 신규주택 수요가 증가하는 추세이며 착공 시작 건수도 전년대비 **26.2% 증가**하였다. **환경 친화적 고효율 제품 선호 흐름 속 주택 시장 턴어라운드는 콘덴싱 보일러 도입을 가속화할 것으로 예상되며, 특히 보일러 사용 여부가 착공 시점에서 결정되는 만큼 현재가 매출 확대의 적기로 판단된다.**

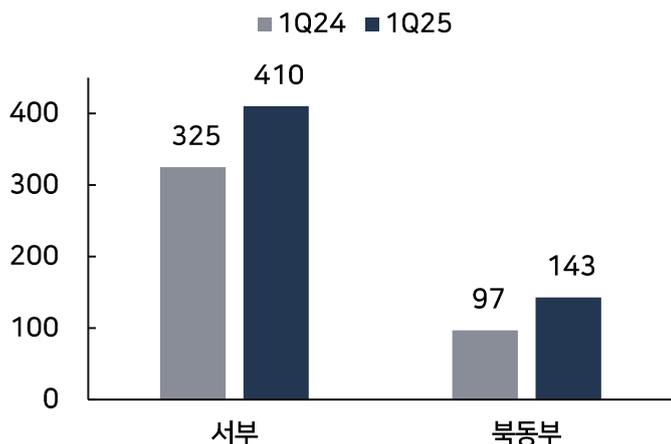
시베리아 혹한 속에서도 강했던 보일러, 종전 후 더 뜨거워질 전망

러시아 종전 수혜 가능성

동사는 러시아 시장에서 차별화된 기술력을 바탕으로 빠르게 입지를 넓히며, **2014년 이후 벽걸이 보일러 시장 점유율 1위(23% 이상)를 유지해왔다.** 특히, 저전압 환경에서도 안정적으로 작동하는 컨트롤러와 혹한·강풍 속에서도 안정적인 난방을 제공하는 APS 기술을 앞세워, 유럽 브랜드가 주도하던 시장에서 강한 경쟁력을 구축했다. 전쟁 이전에는 연간 90억 원 이상의 순이익을 기록하며 높은 수익성을 지녔으나, 러우 전쟁 장기화로 인해 지난 해 적자로 전환되며, **안정적인 매출액에 반해 수익성이 악화된 상황이다.** 그러나 글로벌 기관들은 2025년 말~2026년 종전을 전망하고 있으며, **이에 따라 25년도 말 부터 동사도 러시아 유통망 회복, 환 차손 회복 등으로 인한 상당한 수익성 개선이 기대된다.** 또한 인프라 복구 및 도시 재건이 본격화되면서 보일러 및 난방 솔루션 수요가 증가할 것으로 예상된다. 특히, **러시아 시장 내 높은 점유율과 브랜드 신뢰도를 감안하면 동사는 전후 복구 과정에서 가장 큰 수혜를 받을 가능성이 높다.** 경제위기 속에서도 두 자릿수 매출 성장률을 보인만큼, 종전 이후 빠른 실적 반등이 기대된다. 이에 따라 올해를 기점으로 러시아 법인의 수익성이 점진적으로 회복되며, 종전 이후 본격적으로 순이익이 증가하는 구조적 성장 국면에 진입할 것으로 전망된다.

그림 34. 미국 지역별 신규 주택 착공 건수

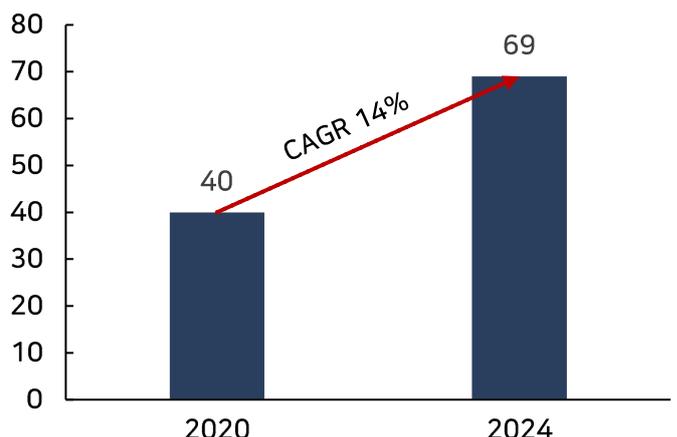
단위: 천 건



출처: Census Bureau, YIG

그림 35. 러시아 매출 성장 추이

단위: 십억 원



출처: 경동나비엔, YIG

투자포인트

보일러 본고장 영국에서도 먹히는 공식

유통처 확보 통해 매출 급성장

동사는 영국 최대 유통업체 중 하나인 APP 홀세일과의 독점 계약을 통해 현지 시장에서의 입지를 크게 확대했다. 동사는 APP 홀세일의 2,000개 이상의 소비자 접점과 익일 배송 시스템을 활용해 빠른 제품 공급과 브랜드 신뢰도 향상을 이끌었다. **브랜드 인지도 또한 상승** 중이다. '인스톨러 쇼'에 4년 연속 참가하며 마케팅을 강화하고, 현지 수요에 맞춘 소형 평수용 친환경 보일러를 출시하는 등 **현지 맞춤형 전략을 전개**하고 있다.

새로운 시장 등장으로 침투를 더욱 증가

매출 또한 급성장했다. 영국 법인은 2023년 154억 원의 매출을 기록하며 전년대비 약 82.5% 증가하는 모습을 보여주었고, 2024년에는 220억 원으로 2023년 대비 42.9% 성장했다. 이는 **2023년부터 시작된 APP 홀세일과의 협력 효과와 현지화 전략이 주효했음을 보여준다**. 또한, 영국 정부의 탄소중립 정책에 발맞춰 '수소 레디' 인증을 받은 친환경 콘덴싱 보일러를 공급하며, 100% 수소 연료 보일러 개발 및 정부 실증사업에도 적극 참여하고 있다. **영국 가정용 보일러 시장은 2023년 기준 약 12조 원이며, 콘덴싱 보일러는 그 중 95%를 차지한다**. 영국 정부 주도의 교체 수요가 태동하는 현재, 동사는 거대 시장을 새로이 개척해 미국 진출 초기의 기적적인 성장 스토리를 재현할 수 있을 것으로 기대된다.

신흥시장으로 영토 확장

중양아시아 점유율 확대

동사는 최근 중양아시아 보일러 시장에서도 급격한 성장세를 보이고 있다. 카자흐스탄에서는 시장 점유율 1위를 기록하며 높은 인지도를 확보하고 있으며, 2022년 우즈베키스탄 법인 설립 이후 2년 만에 현지 보일러 시장 3위 안에 진입하는 성과를 거두었다. 동사는 우즈베키스탄을 거점으로 중양아시아 시장 1위를 목표로 하며, **체계적인 설치 서비스와 다국어 마케팅 전략을 통해 점유율 확대에 집중**하고 있고, **현지 최대 부동산 개발사와 협력하여** 8,800가구에 대한 대규모 프로젝트도 진행 중이다. **중양아시아 보일러 시장은 정부 주도의 인프라 개발로 연간 30~35만 대의 수요가 예상된다**. 신흥시장이기에, 향후에도 꾸준히 높은 성장률이 기대되며, 동사의 시장 영향력도 점차 커질 전망이다.

그림 36. 영국 매출 성장 추이

단위: 천만 원



출처: 경동나비엔, YIG

그림 37. 경동나비엔 보일러 진출 지역

단위: 별 크기와 매출액이 비례



출처: Getty Image, YIG

투자포인트

Bonus. HVAC 시장에서의 영역 확대

콘덴싱 하이드로: 필수재에 기술을 더해 HVAC로 나아가다

고효율 친환경의
콘덴싱 하이드로

동사는 콘덴싱 하이드로 퍼네스를 북미시장에 최초로 도입하며 HVAC 시장에서의 영역을 확대해 나아가고 있다. 작년 초 열린 북미 최대 HVAC 전시회에서 콘덴싱 하이드로 퍼네스는 설비업자들에게 큰 호응을 얻으며, 긍정적인 현지 반응을 보이고 있다. 일반적인 가스 퍼네스는 연소 과정에서 생성된 배기가스를 단순히 방출하는 반면, 하이드로 콘덴싱 기술은 배기가스 내 잔여 열을 추가 회수하여 2차 열교환을 수행함으로써 연간 연료 이용 효율(AFUE) 97%를 달성한다. 이를 통해 동일한 열원으로 더 높은 난방 성능을 제공하며, 연료비 절감 및 탄소 배출 감소의 강점을 지닌다. 또한, 수열 매개 난방 방식을 적용하여 실내 공기의 직접 가열을 최소화함으로써 기존 퍼네스의 주요 단점인 과도한 실내 건조 문제를 해결하고 적정 습도를 유지한다.

안전성과 편의성까지
갖춘 콘덴싱 하이드로

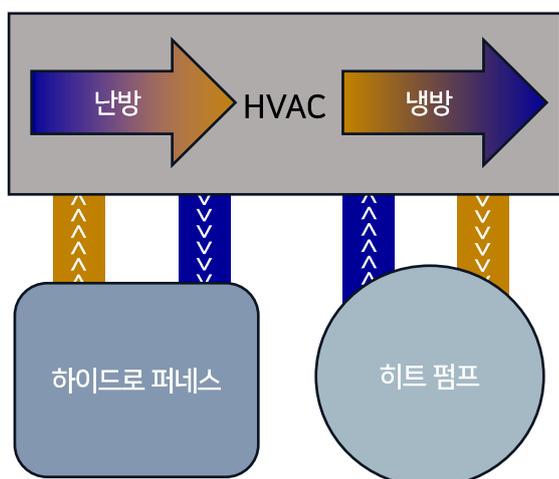
기존 퍼네스는 연소 과정에서 질소산화물(NOx)과 이산화탄소(CO₂) 등 유해가스가 다량 발생하고, 일부 가스가 실내로 유입될 위험이 있다. 실제로 최근 5년간 미국에서 주거용 퍼네스 관련 34만 건의 화재사고가 발생했으며 연간 500명의 유해가스 사망자가 발생한 바 있으며, Reddit에서는 자신의 퍼네스가 안전한지를 물어보는 게시글을 쉽게 발견할 수 있는 등 미국 소비자들에게 퍼네스의 안전 문제는 생각보다 큰 요인이다. 그런 측면에서 하이드로 콘덴싱 기술은 연소 후 배출가스를 효과적으로 처리하여 유해가스 배출을 최소화하고, 실내 유입 가능성을 낮추는 설계가 적용되기때문에 이러한 문제점을 보완할 수 있다. 이와 함께, 히트펌프와 연계한 냉난방 통합 솔루션을 통해 겨울철 난방뿐만 아니라 여름철 냉방까지 제공할 수 있어 사용자 편의성까지 극대화 시킨다.

발화점에 있는 콘덴싱 하이드로 퍼네스

콘덴싱 하이드로의
성장가능성

콘덴싱 하이드로 퍼네스는 재작년 말부터 출시되기 시작한 제품으로 정확한 시장규모를 측정할 수 없지만 북미 퍼네스 시장은 연간 약 470만 대 규모로, 콘덴싱 온수기 시장(약 80만 대) 대비 5배 이상 크다. 2023년 기준, 미국 주거용 퍼네스 시장 규모는 약 53억 달러로 추정되며, 2024년부터 2032년까지의 CAGR은 약 5% 수준으로 예상된다. 이를 반영하면, 2025년 시장 규모는 약 58.5억 달러로 증가할 것으로 전망된다. 특히 콘덴싱 하이드로 퍼네스와 유사한 친환경 장비로 분류되는 히트펌프는 2025년부터 2032년까지 10% 이상 성장할 것으로 예상된다. 이러한 추세를 고려할 때, 콘덴싱 하이드로 퍼네스 역시 이와 유사한 성장률을 기록할 가능성이 높다. 전체 주거용 퍼네스 시장의 CAGR이 5% 수준임을 고려하면, 콘덴싱 하이드로 퍼네스는 기존 퍼네스를 점차 대체해 나갈 것이다. 이러한 대체 수요는 시장 내에서 콘덴싱 하이드로 퍼네스 확장의 긍정적 요인이다.

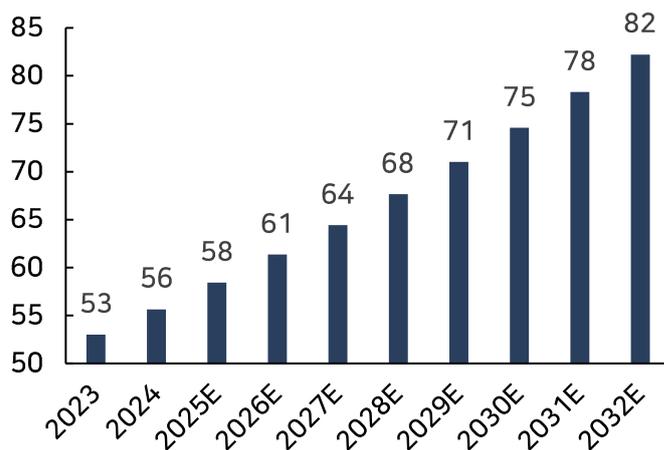
그림 38. 콘덴싱 하이드로 퍼네스와 히트펌프로 이루어진 HVAC



출처: YIG

그림 39. 미국 주거용 퍼네스 시장규모

단위: 억 달러



출처: GMI, YIG

투자포인트

가격과 인지도로 경쟁력 확보

가격 & 인지도 투트랙

동사는 퍼네스 시장으로의 진출은 처음이지만, 콘덴싱 온수기 시장에서 절반 가량의 점유율을 차지하며 **상당한 브랜드 인지도**를 가진다. 온수기의 경우 퍼네스와 유사 제품군이기에도 퍼네스 시장에서도 동사의 브랜드 가치는 유의미하다. 동사는 퍼네스 시장에서의 신규수요 확보를 위해 **가성비 전략**을 택한 것으로 보인다. 동사의 콘덴싱 하이드로 퍼네스 제품인 NPF700의 경우 제품 단가가 설치비 포함 4,750~5,800달러 정도이지만, 현재 점유율 1위 기업인 Trane의 경우 기존 퍼네스 제품의 단가를 설치비 포함 6,500달러까지 책정하고 있다. NPF700과 유사한 성능을 가지고 있는 하이엔드 모델의 경우 8,500달러에 이른다는 점을 감안하면 **NPF700은 1.5배 정도의 가격 경쟁력을 가진다.**

CAPA 증설로 생산력도 UP!

CAPA 2배 증설

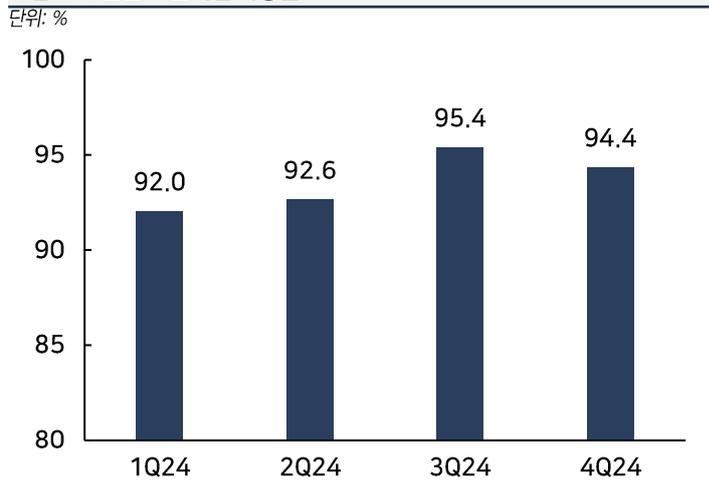
동사는 수요 확보 노력과 함께 생산능력 확보에도 박차를 가하고 있다. **전년도 3분기부터 서탄공장에 1,380억원의 추가적인 공장 증설을 진행함으로써 CAPA에 대대적인 투자중이다.** 이로 인해 기존의 CAPA 또한 **200만 대에서 440만 대로 두 배 이상 증가할 전망이다.** 주로 콘덴싱 가스 온수기와 같은 북미 수출품들의 생산라인이 가동 중이며, 최근 양산을 시작한 하이드로 콘덴싱 퍼네스와 올해부터 출시할 히트펌프 모두 서탄 공장에서 생산된다. 또한 생산라인에 AI와 로봇을 도입하여 품질을 향상하고 모든 공정을 디지털화하는 스마트팩토리로 전환할 예정이다. **서탄공장의 전년도 가동률은 1분기 92.04%, 2분기 92.64%, 3분기 95.39%, 4분기 94.35%로 높은 수요를 보여준다.** 이러한 기존 수요를 바탕으로 공장 증설에 힘입어 HVAC시장 공략에 본격적으로 돌입한 것으로 보여진다.

그림 40. AFUE 대비 가격 비교

AFUE(열효율) & 성능	경동나비엔	Trane
Low-End (80)	-	3,000~4,500
Mid-Range (80)	-	4,500~6,500
High-End (97)	4,750~5,800	6,500~8,500+

출처: 경동나비엔, Trane, YIG

그림 41. 전년도 분기별 가동률



출처: 경동나비엔, YIG

리스크포인트

트럼프 2기, 세액공제 관철을까?

Make America Great Again

그리웠지?
미국이 돌아왔다

동사의 매출 성장 동력이 친환경 제품에 대한 정부 혜택에 의존하고 있다는 점에서, 이번 **트럼프 행정부 2기 출범은 큰 불확실 요소로 작용**한다. 이러한 거시적인 리스크 요인은 자국 제조업 우선 정책, 친환경에 대한 적대적 기조, 그리고 상하원을 공화당이 모두 장악했다는 점에서 오는 강력해진 추진능력이다.

Make Gas
Great Again
화석연료를 위대하게

첫번째는 **도널드 트럼프 대통령의 친환경 적대 기조로 인해 IRA가 축소될 가능성이 커졌다**는 점이다. 도널드 트럼프 대통령은 1기때부터 기후 변화는 존재하지 않는다고 주장하며, 이와 관련된 정부 지출을 낭비로 규정할 정도로 강력한 기후변화 부정론자이다. 그렇기에 그는 1기때부터 전기차를 비롯한 친환경 산업에 대한 보조금 철폐를 지속적으로 주장해왔고 그 결과 일부 프로그램들이 사라지기도 하였다. IRA는 법안이기 때문에 완전한 폐지는 현실적으로 임기내에 어렵겠지만, **행정명령을 통해 프로그램에 대한 보조금을 삭감하거나 폐지하는 등의 영향력은 행사할 수 있다**. 이것이 위협적으로 다가오는 이유는 상술한 바와 마찬가지로 **Tax Credit이 폐지된다면 콘덴싱 가스 온수기에 대한 기대 수요도 함께 감소할 것**이기 때문이다. 콘덴싱 가스 온수기는 전체 온수기 시장을 놓고 본다면 2~3배 가량 비싼 고가의 프리미엄 제품군으로서 높은 초기 비용을 감당하기 어려운 저소득층, 그리고 하위 중산층에게는 부담스러운 선택지였다. Tax Credit은 이러한 부담을 줄임으로써 가스 요금을 절약할 수 있는 콘덴싱 가스 온수기에 대한 접근성을 대폭 강화하였지만, 만약 이러한 혜택이 사라진다면 콘덴싱 온수기 구매 역시 초기 예상한 것보다 감소할 것임은 분명하다.

America First,
미국 제조업을 위대하게

두번째는 **도널드 트럼프 대통령의 자국 제조업 육성을 위한 보호무역에 따른 수출 경쟁력 약화**이다. 1990년대 NAFTA 출범 이후 미국 제조업은 지속적으로 내리막길을 걸어왔다. 높은 인건비로 인해 같은 수준의 제품이라도 더 싸게 팔아야 했고, 이는 가격 경쟁력 약화를 초래하여 미국의 제조업 기업들은 사업을 중단하거나 혹은 생산공장을 해외로 돌릴 수 밖에 없었다. 이러한 상황에서 도널드 트럼프 대통령은 자국 제조업 기업의 경쟁력을 강화하기 위해 **법인세율을 현재 21%에서 15%로 낮추고, 수입 품목에 대해서 관세를 10~20%로 올릴 것**을 예고하였다. 이는 동사에게 특별히 치명적인 위협으로 다가오는데, 경쟁기업인 Rinnai, A.O. Smith는 모두 미국에 생산공장을 가지고 있는 기업으로서 이러한 제도적 수혜를 받을 수 있지만, 동사는 국내에서 생산하여 미국으로 수출을 하는 구조이기에 상대적으로 경쟁력 약화를 초래할 위험이 있다.

트럼프 2기
매운 맛도 2배
브레이크는 없다

가장 우려되는 점은 이번 2기에는 1기와 달리 이러한 공약을 더욱 거침없이 실행에 옮길 수 있어졌다다는 것이다. 민주당이 하원을 차지했던 트럼프 1기와는 달리 이번 2기에는 **상하원 모두 공화당이 과반을 차지**하였고, 행정부 주요 인사들 역시 비교적 온건파이던 1기와 달리 충성파 인사들로 구축하였기에 이러한 **정책에 제동을 걸 세력이 같은 공화당을 제외하면 실질적으로 미비하다**.

그림 42. 트럼프 1기 2기 상하원 구성

	트럼프 1기 (2018)		트럼프 2기 (2025)	
	상원	하원	상원	하원
민주당	47	235	45	215
공화당	51	199	53	220
결과	하원 민주당 우세 상원 공화당 우세		상하원 모두 공화당 우세	

출처: YIG

그림 43. 도널드 트럼프 대통령 2기 주요 공약

공약	주요 내용
관세 부과	- 모든 수입품에 대한 보편 관세 10~20% - 상호관세
법인세 인하	- 21%에서 15%로 인하
친환경 정부 지출 축소	- 친환경 인프라 자금 지급 중단 - 전기차 보조금 폐지 환경규제완화



출처: YIG

리스크포인트

하지만 넘어야 할 벽이 너무 높다

폐지를 위해 필요한 의석 과반수, 1년 반 만에 확보는 불가능

공화당 내부에서도 복잡하게 얽힌 보조금 철폐

.트럼프 행정부가 친환경 기조에 적대적인 것은 분명하나, **보조금 철폐는 대통령의 행정명령만으로 철폐가 불가능하며 상하원의 동의가 필요하다**는 점, 공화당 내에서도 친환경과 제조업 측면에서 입장이 갈라짐에 반란 표의 위험이 크다는 점에서 현실적으로 빠르게 철폐되긴 어렵다. 산업관련 제조업들의 주요 공장은 대부분 공화당 텃밭 주위에 위치해 있기 때문에, **보조금 철폐 관련 사안에 있어서는 공화당 내에서도 의견이 분분하다**. 올해 2월에도 공화당 하원의원 21명이 하원의장에게 전기차 세액공제 유지를 요구하는 서한을 보내기도 하였다. 세액공제 프로그램을 폐지하려면 상원 하원 과반의 동의가 필요하다. 결국 공화당은 다음 중간선거까지 남은 1년 반동안 이러한 내부 이해 갈등을 해소하고, 의석 과반을 확보해야 하는데, 이는 현실적으로 어렵다.

'미국' 제조업, 하지만 생산량 대부분은 해외에 의존

경쟁사들도 해외 생산 비중이 높다

온수기를 비롯하여 대부분의 미국 제조업 업체들은 생산량의 절반 이상을 해외 생산에 의존하고 있다. 미국 제조업 기업들에게 있어서 미국은 높은 인건비와 엄격한 노동 규제, 부족한 노동력으로 인해 생산공장으로서는 부적절하다는 평가를 받아왔고, NAFTA 출범 이후 대부분 멕시코, 인도 등 해외로 생산공장을 옮긴지 오래이다. 이는 경쟁사인 Rinnai와 A.O. Smith도 마찬가지로서, 이들 모두 각각 전체 생산의 95%, 65%를 **해외 생산에 의존하고 있다**. 그렇기에 현재의 법인세 인하 혜택에도 불구하고, 미국의 높은 인건비가 이를 상쇄하여 이들 경쟁사가 받는 수혜는 사실상 없는 수준에 가까울 것이다.

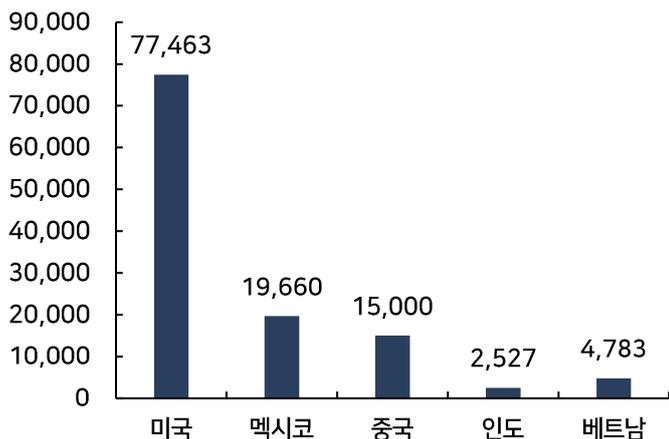
America First? 오히려 기회는 동사에게

경쟁사들은 비용 압박 동사는 문제 없음

더 나아가 현재의 관세 정책을 비롯한 보호무역 기조는 주요 경쟁사인 **미국 제조업의 원가 부담을 가중함으로써 오히려 동사에게 기회로 작용할 가능성이 높다**. 관세는 제조업 기업에 있어서 보복 관세에 따른 원자재 비용 상승 위험 및 고객 국가들의 경제 침체에 따른 매출 하락 위험을 초래한다. 그렇기에 실제로 A.O. Smith는 SEC 10-K 보고서에서 자국의 무역장벽 및 관세를 Risk에 포함하여 서술하고 있으며, 미국의 알루미늄 제조 기업인 알코아는 상술한 요인들로 인해 2018년 이후 주가가 80% 가량 하락한 바 있다.

그림 44. 미국 및 주요 제조업 생산기지 국가 연평균 인건비

단위: 달러



출처: Trading Economics, Kotra, YIG

그림 45. 알코아 주가 추이

단위: 달러



출처: 인베스팅닷컴, YIG

추정

추정 개요

매출 추정 개요

매출 추정 개요

본 리포트에서는 동사의 매출을 **온수기와 보일러로 구분하여 추정**하였다. 온수기의 경우 주요 판매 지역인 북미 지역의 온수기 매출을 추정하였다. 온수기는 신규수요와 교체수요로 나누되, 교체수요의 비중이 압도적인 만큼 온수기 수명, 주택 대수, 소비 패턴을 반영하여 모델링을 수행하였고, 가격탄력성을 반영하여 콘덴싱의 점유율 변화를 추정하였다. 신규수요는 산업 평균적으로 15%이며, 향후 금리 추이 전망이 불투명하다는 점을 감안하여 교체수요에서 역산하여 추정하였다. 보일러의 경우 가장 큰 비중을 차지하고 있는 북미, 국내, 러시아향을 위주로 교체수요와 신규수요를 나누어 각각 산출한 후 합산하는 방식으로 추정하였다. 러시아는 종전으로 인한 재건 수요를 26년부터 추가적으로 적용해주었다. 중국은 보수적으로 일정한 값을 채택하여 추정하였고 중앙아시아와 영국은 시장의 연평균 성장률을 적용하였다.

비용 추정 개요

본 리포트에서는 동사의 비용을 **매출 원가, 판매비와 관리비, 영업 외 손익, 그리고 법인세 비용으로 구분**해서 추정하였다. 매출 원가의 경우, 재고자산의 변동, 원재료 및 상품 매입액, 인건비, 감가상각비, 그리고 기타 매출원가로 구분하였다. 판매비와 관리비의 경우, 인건비, 감가상각비, 경상연구개발비, 지급수수료, 판매촉진비 및 광고선전비, 운반비, A/S비, 기타 판매비와관리비로 구분하였다.

그림 46. 경동나비엔 추정 손익계산서

(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,160.9	1,204.3	1,353.9	1,629.4	1,896.0
YoY(%)	5.3%	3.7%	12.4%	20.3%	16.4%
매출원가	693.0	690.3	743.3	934.4	1,080.3
매출총이익	467.9	514.0	610.6	695.0	815.7
GPM(%)	40.3%	42.7%	45.1%	42.7%	43.0%
판매비와관리비	408.1	408.1	478.0	539.0	626.5
영업이익	59.8	105.9	132.6	155.9	189.2
YoY(%)	-7.0%	77.2%	25.2%	17.6%	21.3%
OPM(%)	5.1%	8.8%	9.8%	9.6%	10.0%
영업외손익	13.0	1.4	20.2	27.0	23.3
법인세차감전순이익	72.7	107.3	152.8	183.0	212.6
법인세비용	19.1	24.1	28.4	41.8	48.6
당기순이익	53.6	83.1	124.3	141.2	163.9
YoY(%)	-33.6%	55.2%	49.5%	13.5%	16.1%
NPM(%)	4.6%	6.9%	9.2%	8.7%	8.6%
EPS(원)	3,707	5,753	8,603	9,676	11,252

출처: YIG

추정

매출 추정

북미 온수기 매출 추정 (Base Case)

북미 온수기 매출 추정

북미 온수기 매출은 고려해야 하는 변수가 많기에 본 리서치팀은 자체적으로 모델링을 제작하여 분석을 실시하였다. 큰 틀에서는 온수기 수요를 교체 수요와 신규 수요로 구분하였으며, 각각의 비중은 산업 평균인 85%와 15%로 나누었다. 교체 수요는 건축 건수가 1959년 이후 중간값에 가까운 2000년을 기준으로 신규 주택과 기존 주택으로 나누어 분석하였다. 한 가구당 1개의 온수기를 수요로 한다고 가정하였으며, 전체 가구 대비 보급률은 보수적으로 99%로 가정한다.

수요 예측 모델링

첫번째로 신규 주택은 2000년부터 2022년도까지의 신규 주택 착공 건수를 바탕으로, 시장 내 비중, 제품 수명, 소비자 교체 경향을 반영하여 2025년부터 2029년도까지의 수요를 모델링하였다. 우선 저탄식의 비중은 80%, 순간식의 비중은 20%로 설정하였다. 저탄식의 수명은 8~12년, 순간식의 수명은 15~20년으로 설정하되, 최대 수명까지 사용하는 경향이 더 크다고 가정하였다. 또한 제품 특성상 수명 초과한 사용이 많다는 점도 반영하였다. 이후 이를 기반으로 하여 2025년부터 2029년도까지 각 해에 걸치는 교체 수요의 총합을 연도별 총 교체 수요로 추정하였다.

두번째로 기존 주택은 1999년 기준 주택 수와 당시 제품 점유율을 기반으로, 수명에 따른 연평균 교체율(저탄식 1/10, 순간식 1/17)을 단순 계산하여 일괄적으로 추정하였다. 이를 통해서 총 온수기 교체 수요를 파악하였고, 2025년 기준 전기 온수기 점유율을 차감한 뒤 남은 50%를 가스 온수기 시장 수요로 가정하였다.

그 다음 2025년 기준 제품별 시장 점유율(저탄식 80%, 논콘덴싱 6%, 콘덴싱 14%)이 콘덴싱 온수기의 가격 인하(40%)에 따라 어떻게 변화하는지를 추정하였다. 수요 증가를 가격탄력성 0.5를 적용하되, 대체재라는 특성을 고려해서 논콘덴싱과 저탄식에서 점유율을 일부 가져오는 구조로 모델링하였다. 다만, 저탄식의 경우 저소득층이 주로 이용하기에 상대적으로 수요 변화가 적을 것이라고 판단, 논콘덴싱 온수기에서 점유율을 더 많이 가져오도록 가중치를 부여하였다. 이에 따라서 2029년까지 저탄식은 1.5% 하락한 78.5%, 논콘덴싱은 3.5% 하락한 2.5%, 콘덴싱은 5% 증가한 19%로 시장 침투를 가정하였고, 여기에 북미 온수기 산업 특성상 경쟁사간의 뚜렷한 점유율 변화 추세가 없다는 점을 고려, 현재 점유율인 40%로 유지될 것을 가정하여, 동사의 판매 가능 대수인 Q를 추정하였다.

그림 47. 북미향 온수기 매출 추정 (Base Case)

(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	753.9	915.9	1090.5	1290.8	1600.0
YoY(%)	21.0%	21.5%	19.1%	18.4%	24.0%
북미 온수기 매출	718.4	880.5	1056.9	1255.4	1560.5
관세로 인한 매출 감소(%)	-2.0%	-3.3%	-3.8%	-4.0%	-4.3%
2000년~2022년 주택 교체 수요	149.6	228.9	313.5	405.7	552.5
2000년 이전 주택 교체 수요	250.1	256.2	259.2	262.2	263.7
신축 주택 수요	70.5	85.6	101.1	117.9	144.0
총 수요	470.2	570.7	673.7	785.8	960.2
ASP (천 원)	1,558.9	1,594.7	1,629.8	1,664.1	1,697.3
기타 지역 매출	35.5	35.4	33.6	35.4	39.5

출처: YIG

추정

매출 추정

북미 온수기 매출 추정 (Base Case)

북미 온수기 단가 추정

다음으로 가격은 2024년 기준 동사의 북미향 ASP를 구한 후, 2025년 인플레이션율 2.4%에서 연준의 목표 인플레이션율인 2%까지 계단식으로 하락할 것이라고 가정. 이를 가격 상승률에 반영해 P를 산출하였다.

마지막으로 4/9일부터 관세 25%가 부과됨에 따라 매출액에 EIA가 추정한 온수기의 기간별 가격탄력성을 곱해 매출액에서 감소시켰다. 이때 관세율만큼 소비자에게 완전히 전가된다 가정하였다.

기타 지역 온수기 매출 추정

기타 지역은 전체 온수기 매출에서 6~8%가량 차지하며, 포함된 국가들의 비중은 서로 모두 유사한 수준이기에 개별 분석이 어렵다고 판단, 5개년 이동 평균 매출액을 이용하여 산정하였다.

북미 온수기 매출 추정 (Bear Case)

세액공제 폐지 가정

신규주택 착공 대수 및 교체주기에 근거한 온수기 교체 수요 계산까지는 동일하다. 하지만 2025년 6월에 연방정부의 세액공제 폐지가 상하원에서 통과된다고 최악의 시나리오를 가정하여 Bear Case를 산출하였다. 세액공제는 분기별로 점진적으로 감소되어 2026년부터는 완전 폐지되고, 주 정부의 리베이트는 유지된다고 가정하였다. 이러한 가정에 근거하여 저탕식과 콘덴싱, 논콘덴싱의 점유율 변화를 계산하였고, 콘덴싱의 목표 점유율을 Base Case의 19% 대신 16.4%로 변경하였다. 마지막으로 4/9일부터 관세 25%가 부과됨에 따라 매출액에 EIA가 추정한 온수기의 기간별 가격탄력성을 곱해 매출액에서 감소시켰다. 이때 관세율만큼 소비자에게 완전히 전가된다 가정하였다.

그림 48. 북미향 온수기 매출 추정 (Bear Case)

(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	662.5	755.7	856.4	972.5	1115.3
YoY(%)	6.4%	14.1%	13.3%	13.6%	14.7%
북미 온수기 매출	627.0	720.3	822.8	937.1	1075.9
관세로 인한 매출 감소(%)	-2.0%	-3.3%	-3.8%	-4.0%	-4.3%
2000년~2022년 주택 교체 수요	136.1	177.6	222.5	272.0	335.6
2000년 이전 주택 교체 수요	226.0	229.0	232.1	235.1	235.1
신축 주택 수요	63.9	71.8	80.2	89.5	100.7
총 수요	426.0	478.4	534.7	596.5	671.4
ASP (천 원)	1,558.9	1,594.7	1,629.8	1,664.1	1,697.3
기타 지역 매출	35.5	35.4	33.6	35.4	39.5

출처: YIG

추정

매출 추정

북미 보일러 매출 추정

북미 보일러 매출 추정

당사는 연도별 매출 총액에 연도별 북미 매출 비중을 적용하여 북미 매출액을 산출하였다. 북미 매출 중 캐나다의 비중은 크지 않으며, 온수기와 보일러의 비중 또한 명확하지 않으므로 미국과 동일한 비중으로 가정하였다. 이후 연도별 북미 매출액에 미국 보일러 시장의 비중을 적용하여 북미 보일러 매출액을 산출하였으며, 동사의 시장 점유율(31%)과 북미 보일러 시장 규모를 고려하여 판매량(Q)과 단가(P)를 추정하였다. 보다 구체적인 수치를 도출하기 위해 국내 시장 대비 미국 북동부 및 서부 지역의 GDP를 적용하여 보정하였다.

미국 내에서도 당사는 북동부 및 서부 지역을 중심으로 수출을 진행하고 있어 해당 지역의 주택 착공 건수를 기반으로 신규 수요 및 교체 수요를 산출하였다. 신규 수요의 경우 2024년과 2025년에는 북동부 및 서부 지역의 공개된 주택 착공 건수를 활용하였으며, 공개되지 않은 연도에 대해서는 전체 미국 주택 착공 건수 중 북동부 및 서부의 비중(30%)을 적용하여 추정하였다. 신규 수요는 "신규 주택 착공 건수 × 콘덴싱 보일러 시장 비중 × 동사 점유율(31%)"의 공식을 통해 도출하였다. 단가(P)의 경우 2025년 이후에는 과거 단가에 물가상승률을 반영하여 산출하였으며, 2026년 이후의 신규 주택 착공 건수는 기대 평균치를 기반으로 flat하게 유지하는 것으로 가정하여 신규 수요를 산출하였다. 교체 수요는 과거 교체 수요에 CAGR을 적용하여 연도별 교체 수요를 추정하였다. **신규 수요와 교체 수요를 합산하여 동사의 연도별 북미 보일러 매출을 도출하였다.** 마지막으로 4/9일부터 관세 25%가 부과됨에 따라 매출액에 EIA가 추정한 기간별 가격탄력성을 곱해 매출액에서 감소시켰다. 이때 관세율만큼 소비자에게 완전히 전가된다 가정하였다.

그림 49. 북미향 보일러 매출 추정

(단위: 십억 원, 천 대)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	169.2	173.0	180.9	189.5	198.3
관세로 인한 매출 감소(%)	-2.0%	-3.3%	-3.8%	-4.0%	-4.3%
북미 보일러 단가 (백만 원)	1.74	1.78	1.82	1.86	1.90
북미 보일러 판매 대수	98.6	99.8	102.7	105.7	108.8
주택 착공 건수	553	504	504	504	504
신규 수요 매출	46.4	47.5	51.4	55.3	59.4
교체 수요 매출	126.2	131.2	136.5	141.9	147.6

출처: YIG

추정

매출 추정

보일러 매출 추정

국내 보일러 매출 추정

국내 보일러 매출의 경우 성장이 모두 끝난 성숙 시장이며 교체 수요 위주로 발생하는 시장이다. 이를 반영하여 교체 매출 및 신규 매출을 추정하였다. 신규 매출의 경우 2025년 매출은 착공 주택 수를 조사하여 이를 기반으로 추정하였다. 이때, 보일러 설치 시기는 주택 착공 시작 후 16개월 이후라고 가정하였다. 신규 착공 주택 중 개별 난방의 비중인 61% 및 동사의 시장 점유율 38%를 활용하여 동사 보일러 신규 설치 대수를 구하였다. 2026년 신규 매출액의 경우 2024년 9~12월 매출액 추정의 합을 3배 곱하여 추정하였으며, 그 이후의 신규 설치 대수는 과거 3년의 신규 설치 대수를 이동평균하였다. 교체 매출의 경우 **국내 보일러 설치 대수의 장기 평균 성장률이 1.1%임**을 고려하여 2025년 이후 매출액에 반영하였다.

중국, 러시아 법인 보일러 매출 추정

먼저 중국의 경우 과거 3년 매출액이 일정하고 인프라 개선 사업의 속도가 미진하다는 점을 고려하여 **2024년 매출액에 flat하다고 가정하였다. 러시아의 경우 신규·교체·재건 수요를 합산하여 도출하였다.** 2025년도 신규 수요의 경우 착공 면적 예측치를 이용하였다. 2026~2029년 신규 수요의 경우 2016~2019년 주택 착공 YoY 변동률을 적용하였다. 교체 수요는 주거용 보일러 CAGR 5%를 적용하여 산출하였다. 재건 수요의 경우 2025년 말 러우 전쟁이 종전된다고 가정하였으며, 종전 후 재건 수요를 추가 반영하였다.

영국, 중앙아시아 법인 보일러 매출 추정

중앙아시아는 기준 년도 매출 성장률을 2022~2024년 연평균 성장률인 116%로, 영국은 2020~2024년 연평균 성장률인 55%로 가정하였다. 이후 두 지역 모두 2029년까지 보일러 시장 평균 성장률인 5%로 점진 하락하며, 중간 기간의 성장률은 일정한 폭으로 감소한다고 설정하였다.

기타 매출 추정

기타 매출은 기존의 기타 매출과 나비엔 매직으로부터 발생하는 매출로 구분하여 추정하였다. 기존 기타 매출의 경우 매출이 선형적으로 증가하였을 것이라고 가정하였다. 다만 **하이드로 퍼네스에 의한 매출은 별도의 성장률을 적용하였다.** 나비엔 매직의 경우 연간 매출액 1,200억 Flat으로 가정하였으며, 2025년의 경우 3개 분기 매출만을 산입하였다.

콘덴싱 하이드로 퍼네스 매출 추정

콘덴싱 하이드로 퍼네스의 경우, **24년도 기타 매출액에서 국내 향 기타 매출을 제거해준 후의 보정 값으로 2024년도의 매출액을 산출했다.** 이후 유사 제품군 시장의 연평균 성장률인 10%를 적용하여 연도별 매출을 추정하였다. 마지막으로 4/9일부터 관세 25%가 부과됨에 따라 매출액에 EIA가 추정한 퍼네스의 기간별 가격탄력성을 곱해 매출액에서 감소시켰다. 이때 관세율만큼 소비자에게 완전히 전가된다 가정하였다.

그림 50. 북미 제외 보일러 매출 및 기타 매출 추정

(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
국내	253.7	277.1	269.1	264.8	273.3
러시아	74.5	82.1	85.0	87.6	91.8
중국	23.7	23.7	23.7	23.7	23.7
영국	34.5	46.6	58.2	66.9	70.3
중앙아시아	12.1	20.8	31.1	39.6	41.5
기타 매출 총합	307.8	356.8	376.4	396.4	416.7
기존 기타 매출	189.3	205.9	222.6	239.3	256.0
하이드로 퍼네스	28.4	30.9	33.8	37.1	40.7
나비엔 매직	90.0	120.0	120.0	120.0	120.0

출처: YIG

추정

비용 추정

매출원가 추정

매출원가 추정

동사의 매출원가는 재고자산의 변동, 원재료 및 상품 매입액, 인건비, 감가상각비, 기타 매출원가로 구성되어 있다. 재고자산의 변동은 재고자산이 26년까지 과거 평균치로 수렴할 것이라는 가정 하에 구하였으며, 원재료 및 상품 매입액은 매출액 대비 비중이 5개년 이동평균과 일치할 것이라는 가정을 적용하였다. 인건비의 경우 2020년부터 2024년까지 매출액과의 상관관계를 유지할 것이라는 가정 하에 매출 추정액을 선형회귀식에 대입하여 구하였다. 감가상각비는 유형자산과 무형자산을 구분하여, 유형자산 감가상각비는 항목별 비중을 고려한 가중평균 내용연수를 이용해 구했으며, 2026년 초까지 예정된 CAPA 증설 전과 후의 가중평균 내용연수를 구분하여 산출하였다. 무형자산의 경우 동사의 회계정책에 따라 산업재산권과 소프트웨어에 대해서만 감가상각이 일어난다고 가정하였다. 기타 매출원가는 3개년 이동평균치를 사용하였다.

그림 51. 매출 원가 추정

(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,160.9	1,204.3	1,353.9	1,629.4	1,896.0
YoY(%)	5.3%	3.7%	12.4%	20.3%	16.4%
매출원가	693.0	690.3	743.3	934.4	1,080.3
매출원가율(%)	60%	57%	55%	57%	57%
재고자산의변동	18.8	-5.6	-22.8	-34.3	-35.4
원재료및상품매입액	484.1	482.5	544.0	724.4	831.3
인건비	53.6	77.7	91.4	112.7	146.4
감가상각비	29.7	31.6	30.9	37.4	38.7
기타매출원가	106.7	104.1	99.7	94.3	99.4

출처: YIG

추정

비용 추정

판매비와 관리비 추정

판매비와 관리비 추정

동사의 판매비와 관리비는 인건비, 감가상각비, 경상연구개발비, 지급수수료, 판매촉진비 및 광고선전비, 운반비, A/S비, 기타 판매비와관리비로 구성되어 있다. 인건비는 매출원가와 동일한 방법으로 계산하였으며, 감가상각비는 매출원가와 판매비와관리비 비중이 2024년도와 동일하게 유지될 것이라는 가정 하에 전체 감가상각비의 30%를 산입하였다. 경상연구개발비는 동사의 해외 시장 진출을 위한 R&D가 본격화된 2021년 이후의 추세를 반영하였다. 지급수수료의 경우 3개년 이동평균을 사용하였다. 판매촉진비 및 광고선전비는 동사의 판촉 및 광고를 통한 매출 확대 노력이 지속될 것이라는 판단 하에 매출액 대비 판매촉진비 및 광고선전비 비율이 3개년 이동평균을 따를 것으로 가정하였다. 운반비는 해외 판매량에 비례해 증가한다고 가정하였으며, A/S비는 동사의 제품 보증기간을 고려해 과거 5년 간의 매출에 비례해 발생한다고 가정하였다. 기타 판매비와 관리비는 3개년 이동평균 값을 적용했다.

그림 52. 판매비와 관리비 추정

(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,160.9	1,204.3	1,353.9	1,629.4	1,896.0
YoY(%)	5.3%	3.7%	12.4%	20.3%	16.4%
판매비와관리비	408.1	408.1	478.0	539.0	626.5
판매비와관리비율(%)	35%	34%	35%	33%	33%
인건비	128.9	141.8	168.2	204.9	258.4
감가상각비	13.0	12.3	13.1	16.1	16.7
경상연구개발비	14.8	13.5	16.6	18.1	19.8
지급수수료	20.9	18.6	21.8	20.5	20.3
판매촉진비및광고선전비	92.9	89.0	108.6	127.2	146.7
운반비	45.9	18.6	30.8	30.7	34.6
A/S비	26.7	37.9	43.6	49.4	55.4
기타판매비와관리비	65.1	76.3	75.1	72.2	74.5

출처: YIG

추정

비용 추정

영업외손익 및 법인세 비용 추정

영업 외 손익 추정

영업 외 손익은 금융수익, 금융비용, 기타수익, 기타비용으로 구분하여 추정하였다. 금융수익 및 금융비용은 지난해와 같은 기조가 유지될 것이라고 가정하였으며, 기타수익은 4개년 이동평균을 사용하였다.

법인세 비용 추정

동사의 법인세 비용은 2025년 기준 영리법인의 과세표준별 세율을 적용해 추정했다.

그림 53. 영업 외 손익 추정

(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,160.9	1,204.3	1,353.9	1,629.4	1,896.0
YoY(%)	5.3%	3.7%	12.4%	20.3%	16.4%
영업외손익	13.0	1.4	20.2	27.0	23.3
금융수익	51.5	25.6	53.1	53.1	53.1
금융비용	39.0	29.2	32.8	32.8	32.8
기타수익	7.0	10.3	3.5	12.5	8.3
기타비용	6.6	5.3	3.6	5.8	5.3
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

출처: YIG

그림 54. 법인세 비용 추정

(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,160.9	1,204.3	1,353.9	1,629.4	1,896.0
YoY(%)	5.3%	3.7%	12.4%	20.3%	16.4%
법인세비용	19.1	24.1	28.4	41.8	48.6
EBT	72.7	107.3	152.8	183.0	212.6
% of EBT	26%	23%	19%	23%	23%

출처: YIG

밸류에이션

1. Peer PER Valuation

매출 구조, 진출 시장 중심으로 Peer Group 선정

Peer PER Valuation 본 리서치 팀은 Peer PER Valuation 방식으로 동사의 Valuation을 진행하였다. 동사는 해외 매출 비중이 높고, 특히 북미 시장에서의 경쟁력이 강한 점을 고려하였을 때 글로벌 기업들과의 비교가 적절하다고 판단하였다.

Peer Group 선정 동사의 Peer로는 미국의 A.O.Smith, 일본의 Rinnai를 선정하였다. Peer를 선정한 기준은 매출 구조와 진출 시장이다. 동사는 순간식 온수기 및 보일러를 중점적으로 판매하고 있으며 콘덴싱 하이드로 퍼네스, 히트 펌프 출시를 통해 HVAC 제품군 영역을 확장하고 있다. 또한 미국을 중심으로 러시아, 중국 등 다양한 해외 국가에 수출을 진행하고 있다. Peer Group으로 선정된 A.O.Smith와 Rinnai는 모두 동사와 유사하게 온수기, 보일러를 중점으로 기타 HVAC 관련 사업을 영위하고, 북미 지역에서 상당한 비중의 매출을 발생시키기 때문에 적합하다 판단하였다.

투자의견 Buy 따라서 본 리서치 팀은 A.O.Smith와 Rinnai의 12MF PER 평균인 16.4배에 Peer 대비 할인율 40%를 적용, 9.8배를 동사의 목표 PER로 산정하였다. 할인의 이유는 1) 동사는 Peer Group 대비 제품군 다양화가 덜 되어 있어 일부 주력 제품에 대한 매출 의존도가 높은 점, 2) 주주환원율(EPS 배당성향)이 Peer Group 평균인 약 34% 대비 낮은 7.6%인 점을 고려하였다. 최종적으로 본 리서치 팀은 12MF EPS 10,080원에 Target PER Multiple 9.8x배를 적용하여 목표주가 98,800원을 제시한다. 현재 주가 대비 상승여력 46.4%가 있다고 판단하여 동사에 투자의견 Buy를 제시한다.

그림 55. Peer Group

Peer	경동나비엔	A.O.Smith	Rinnai
12M Forward PER	7.01	16.8	16.0
시가총액	9,834억 원	10조 7,541억 원	4조 6,517억 원
사업 지역	한국, 미국, 러시아	미국, 중국, 인도	일본, 미국, 중국
2024년 매출액	1조 3,539억 원	5조 6,064억 원	4조 1,915억 원
주요 사업	온수기, 보일러	온수기, 보일러	온수기, 주방기기

출처: MarketScreener, 각사, YIG

그림 56. Peer PER Valuation

Peer PER Valuation	
12MF EPS(원)	10,080
Target PER Multiple	X9.8
목표주가(원)	98,800
상승여력(%)	46.4%

출처: YIG

밸류에이션

2. DCF Valuation

DCF Valuation 및 기본 가정

2029년까지 발생하는 FCFF를 추정 WACC(가중평균자본비용) 4.71%를 적용하여 추정하였다. 영구성장률은 1.50%를 적용하였으며, 이를 통해 동사의 기업가치 1조 5,980억 원을 산출하였다. 이에 순차입금 1,140억 원을 제하여 주주가치 1조 4,840억원을 산출하였고, **최종적으로 본 리서치 팀은 목표주가 98,800원, 상승여력 46.4%를 제시한다.**

WACC 추정을 위해 동사의 연평균 베타 0.6을 사용하였고, 한국 MRP 4.99%를 사용하였다. 또한 무위험 이자율로는 한국 국채 10년물 금리인 2.69%를 적용하였고, 이를 통해 COE 5.68%를 산정하였다. 또한 동사의 이자율과 법인세율을 고려하여 COD 4.13%를 산정하였다. 자본구조는 2024년 하반기 말을 기준으로 산정하였으며, 이를 반영해 최종적으로 WACC를 4.71%로 계산하였다. 영구성장률은 1.5%로 가정하였다.

그림 57. DCF Valuation

(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
영업이익	155.7	188.9	224.2	258.2	304.0
(-) 조정세액	35.6	43.2	51.4	59.2	69.8
세후영업이익(NOPLAT)	120.1	145.7	172.8	199.0	234.2
(+) 감가상각비 (D&A)	53.5	55.4	60.2	65.8	72.2
(-) 순운전자본의 증감(ΔNWC)	22.0	28.0	74.8	68.6	100.8
(-) 자본적지출(CapEx)	156.5	103.8	113.6	131.1	152.7
FCFF	-5.0	69.3	44.7	65.0	52.9
기간	0.8	1.8	2.8	3.8	4.8
할인율	97%	92%	88%	84%	80%
PV of FCFF	-4.8	63.9	39.4	54.7	42.5

WACC	4.71%	DCF Valuation	
Ke(COE)	5.68%	PV(Sum of FCFF)	196
RF	2.69%	PV(Perpetuity)	1,348
Beta	0.6	(+) 비영업자산	-
MRP	4.99%	기업가치	1,543
Kd(COD)*(1-t)	4.13%	(-) 순차입금	114
이자율	5.37%	자본/지분/주주가치	1,429
법인세율	23%	유통주식수	14,452,932
자본구조(단위: 십억 원)		적정/목표주가	98,800
E(시가총액)	1,040	현재주가(원)	67,500
D(IBD)	663	상승여력	46.4%
E/(E+D)	61.1%	희석효과 고려 주가	98,800
D/(E+D)	38.9%	상승여력	46.4%

출처: YIG

Appendix

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,204.3	1,353.9	1,629.4	1,896.0	2,114.9
YoY(%)	3.7%	12.4%	20.3%	16.4%	11.5%
매출원가	690.3	743.3	934.4	1,080.3	1,150.5
매출총이익	514.0	610.6	695.0	815.7	964.4
GPM(%)	42.7%	45.1%	42.7%	43.0%	45.6%
판매비와관리비	408.1	478.0	539.0	626.0	739.8
영업이익	105.9	132.6	155.9	188.9	224.6
YoY(%)	77.2%	25.2%	17.6%	21.4%	18.7%
OPM(%)	8.8%	9.8%	9.6%	10.0%	10.6%
영업외손익	1.4	20.2	27.0	23.3	24.0
법인세차감전순이익	107.3	152.8	183.0	212.6	248.6
법인세비용	24.1	28.4	41.8	48.6	57.0
당기순이익	83.1	124.3	141.2	163.9	191.6
YoY(%)	55.2%	49.5%	13.5%	16.1%	16.9%
NPM(%)	6.9%	9.2%	8.7%	8.6%	9.1%
EPS	5,753	8,603	9,690	11,252	13,152

현금흐름표

(단위: 십억 원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	197.4	52.5	122.8	165.0	160.4
당기순이익	83.1	124.3	141.2	163.9	191.6
감가상각비	46.5	47.4	53.5	55.4	60.2
순운전자본변동	-20.3	153.5	22.3	28.2	74.9
기타	47.3	34.3	-49.5	-26.1	-16.5
투자활동현금흐름	-76.5	-114.4	-141.0	-86.4	-103.9
CapEx	74.0	120.7	156.5	103.8	113.6
기타	-2.6	6.4	15.5	17.4	9.7
재무활동현금흐름	-113.6	75.7	-3.8	-84.6	-26.2
IBD증감	-101.5	103.4	8.1	-71.0	-9.3
배당금 지급	7.2	7.9	11.9	13.6	16.8
자본금 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-4.9	-19.7	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	-2.1	3.3	0.0	0.0	0.0
현금흐름의증감	5.1	17.2	-22.1	-6.0	30.4
기초현금	77.7	82.8	100.0	77.9	71.9
기말현금	82.8	100.0	77.9	71.9	102.3

재무상태표

(단위: 십억 원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	554.9	735.1	760.5	819.8	930.9
현금및현금성자산	82.8	100.0	77.9	71.9	102.3
매출채권	150.2	192.7	215.2	244.4	268.5
재고자산	300.7	413.8	448.1	483.6	539.4
기타유동자산	21.1	28.6	19.3	20.0	20.7
비유동자산	505.7	623.7	727.1	771.6	822.5
유형자산	394.4	468.1	568.7	616.4	672.5
무형자산	18.5	32.9	36.3	39.6	43.0
이연법인세자산	53.9	86.2	78.7	71.1	63.6
기타비유동자산	38.9	36.6	43.4	44.5	43.5
자산총계	1,060.6	1,358.9	1,487.6	1,591.4	1,753.3
유동부채	410.0	581.7	590.1	545.4	527.5
매입채무	152.6	154.7	189.2	225.7	230.6
단기차입금	94.4	196.6	198.3	128.3	118.3
기타지급채무	84.8	107.7	91.8	92.6	91.4
기타유동부채	78.1	122.6	110.8	99.0	87.1
비유동부채	66.0	81.8	64.4	67.5	71.3
장기차입금	6.9	7.3	12.1	11.9	13.0
장기 리스부채	9.2	10.0	11.5	10.7	10.3
충당금부채	49.4	63.6	39.8	44.1	47.1
기타비유동부채	0.4	0.9	0.9	0.8	0.8
부채총계	476.0	663.5	654.4	613.0	598.8
지배주주지분	584.6	695.4	833.7	978.7	1,154.7
납입자본금	146.6	146.6	146.6	146.6	146.6
이익잉여금	506.3	620.8	750.0	900.3	1,075.1
기타포괄손익누계액	11.8	8.2	8.5	10.1	11.0
기타자본항목	-80.1	-80.1	-71.4	-78.3	-78.0
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	584.6	695.4	833.7	978.7	1,154.7