



| 보일러/온수기 |

경동나비엔(009450.KS)

겨울엔 경(冬) 나비엔

3Q24 Review

: 3Q24 매출 3237억원(YoY +14.3%, QoQ +4.9%), 영업이익 368억원(YoY +67.3%, QoQ +25%)을 기록했다. ▲독자적 기술, '콘덴싱' ▲ 독보적 가격 경쟁력을 기반으로, 동사는 '난방기기의 친환경+에너지효율화 Trend'에 따른 유례없는 수혜를 받을 것이라 전망된다.

Investment Point 1. 온수기 바꿀 때 됐잖아?

동사의 25E 북미 온수기 매출액 6,532원(YoY +10.01%)을 전망한다. 이는 1) 모기지 사태 이전 착공된 주택의 교체주기 도래와, 2) 플리핑에 따른 교체수요 증가, 3) CAPA 증설 에 기인한다. '04-'07 착공된 주택의 온수기 교체 수요가 28E까지 지속되고, 증축된 서탄 공장 CAPA('26년 2월 CAPA 2배 1)가 Q1 를 모두 흡수, 향후 4년간 실적 개선세가 지속될 것이라 전망된다.

Investment Point 2. 퍼니스로 Funny한 실적

4Q24E 신제품 <콘덴싱 하이드로 퍼니스> 매출액 96억원, 25E 매출액 776억원 달성을 전망한다. 제품의 1) 높은 AFUE와, 2) 북미 최초 Wave to Air 방식 채택, 3) 절대적 가격 우위에 근거해, 북미지역에서 동사는 성공적으로 신시장 개척을 이뤄낼 것이라 판단한다. 더 나아가, 동사는 1) 기 확보된 3300개 이상의 유통망, 2) 18년 간 쌓아온 브랜드 신뢰도 를 기반으로 북미 퍼니스 시장의 M/S를 확대해 나갈 것이라 전망한다.

Investment Point 3. 원가 절감 준비 갈 완료

동사 영업이익 24E 1,491억원 → 25E 1,876억원(YoY +26%)을 전망한다. 이는 1) 중국 경기 침체 및 공급 증가에 따른 철강 가격 하락세 지속, 2) 수직계열화[타임기연아시아→경동에버런→경동나비엔]에 따른 비용 안정화에 기인한다. 철강 가격 하락 추세가 단기간에 해소는 어려울 것으로 전망되는 바, 지속적인 동사의 수익성 개선세가 기대된다.

Valuation

동사의 주가 추정 기법으로는 Peer PER Method을 채택했다. 신시장 진출 기대감과 북미 지역을 필두로 동사가 누리게 될 증익을 함께 반영하기 위함이다.

이에 따라, **목표 주가 131,800원, 상승여력 71%, 투자 의견 BUY**를 제시한다.

투자의견

BUY

목표주가

131,800원

현재주가(11.26)

77,200원

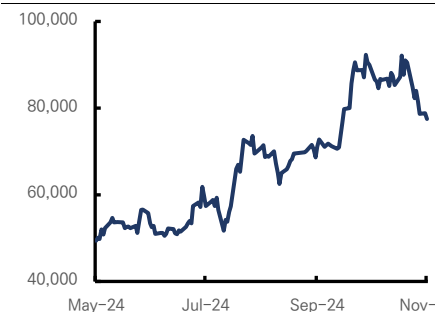
상승여력

71%

Stock Data

KOSPI(4/2)	2520
KOSDAQ	683
시가총액	1조 1,247억원
발행주식수(주)	14,568,592
52주 최고/최저(₩)	94,300/43,550
외국인지분율(%)	10.19%
주요주주(%)	경동원 외 1인 57.61%
	국민연금공단 6.1%
주가상승률(%)	1개월 -10.85%
	6개월 54.09%
	12개월 62.18%

Stock Price



Investment Fundamentals

(억원, 원, 배)

FYE Dec	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	11,029	11,609	12,043	13,652	16,623
영업이익	643	598	1,059	1,491	1,876
순이익	807	536	831	1,148	1,463
EPS	5,826	3,678	5,707	7,878	10,040
PER	9.42	9.19	8.27	9.8	7.7
PBR	1.76	0.94	1.17	1.7	1.5
OPM	5.8	5.1	8.8	10.9	11.3
ROE	20.2	11.07	15.09	17.5	19.2

Research Team 4

팀장	38기 신정빈	sjb4275@naver.com
	37기 남민수	skaalstn211@naver.com
	38기 박성은	sungeun6841@naver.com
	39기 오승은	ose0628@gmail.com
	39기 이호찬	leehe9415@naver.com
	39기 정예윤	junggy1234@naver.com

CONTENTS

I. 산업분석

1. 필연적인 친환경 흐름.....	1
2. 국내 난방기기 시장.....	1
3. 돌파구 : 북미시장.....	2

II. 기업개요..... 5

III. Investment Point

1. 온수기 바꿀 때 됐잖아?

1-1) 온수기 교체수요 증가 → Q.....	7
1-2) Q 내가 다 먹을거야.....	9
1-3) CAPA 증설.....	9

2. 퍼니스로 Funny한 실적

2-1) 막강한 품질경쟁력으로 진입하는 나비엔.....	10
2-2) 저렴한 가격까지 금상첨화.....	11
2-3) 진출 가능성? 아무것도 없던 옛날보다 나올 것.....	12

3. 원가 절감 준비 갈 완료

3-1) 원가 스프레드 개선.....	13
3-2) 수직계열화, 원가 절감에 더한 유연한 사고.....	14

IV. Check Point. SK 매직 사업 인수15

V. Risk.....16

VI. Appendix.....17

VII. Estimate Logic

VIII. Valuation

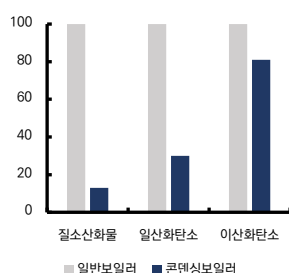
I. 산업분석

1. 필연적인 친환경 흐름

산업 TREND

: 친환경 + 에너지 효율화

콘덴싱 기술의 온실가스 감축 효과



IRA 법안,

‘고효율 콘덴싱 기기 교체’

→ 세액 공제 30%

글로벌 난방기기 시장은 CAGR 5.6%, '24E 1,108억 4천만 달러 → '32E 1,717억 5천만 달러로 성장할 것으로 전망된다. 난방기기 산업 내 Key Driver는 '친환경'이다. 난방으로 인한 온실가스 배출은 글로벌 배출량의 25%를 차지하는 만큼 환경과 밀접한 관련이 있기 때문이다. 이에 따라 산업 전반에서 대표적 친환경 기술, 1) 콘덴싱 기술의 적용 범위 확대와 2) 각국의 환경 규제 강화 트렌드에 주목할 필요가 있다.

1-1) 콘덴싱 기술

친환경 난방 기술의 대표 주자인 콘덴싱 기술의 확장세에 주목해야 한다.

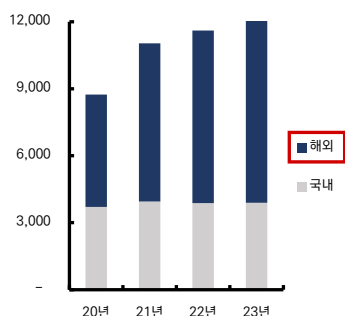
콘덴싱 기술은 1) 열 효율이 97%로 매우 높고 2) 열을 재활용해 친환경적인 특성을 갖추고 있어, 난방기기 산업에서 큰 주목을 받고 있다. 이에 따라 보일러 뿐만 아니라 펌프, 히트펌프 등 다양한 제품군으로 적용 범위가 확장되고 있다. 따라서, 콘덴싱 기술 경쟁력은 곧 산업 내 경쟁력으로 이어지며, 관련 기술의 우위를 보이는 기업에 주목할 필요가 있다.

1-2) IRA 법안

난방기기의 친환경 전환을 촉구하는 각국의 법안은 산업 내 친환경화를 가속화할 전망이다. 특히, 전세계적으로 큰 영향을 미치는 미국의 IRA(Inflation Reduction Act) 법안은 전체 집행 예산 4,370억 달러 중 3,690억 달러(84%)를 에너지 안보와 기후 변화 분야에 집중하고 있으며, 이는 친환경이 산업의 주요 화두임을 방증한다. 특히, 고효율 콘덴싱 기기 교체할 경우 30%의 세액 공제 혜택을 제공하는 지원책이 도입됨에 따라, 관련 제품 생산 기업의 가파른 성장세가 예상된다.

경동나비엔의 매출 국가 비중

- 해외만 성장 (단위: 십억 원)



2. 국내 난방기기 시장

국내 난방기기 시장에서 적극적인 해외 판로를 확대하는 기업의 경쟁 우위를 전망한다. 국내 난방기기 산업은 대표적인 성숙기 산업으로 성장이 정체되었기 때문이다.

본 리서치 팀은 국내 난방기기 시장은 아래 이유에 따라 제한적인 성장이 나타나는 것으로 판단한다.

▶ **제한적인 신규 수요** : '21년 기준 국내 난방기기 미설치 비율은 0.3%이며, '24년 인구 성장률은 0.07%로 계속 감소하는 추세이다. 난방기기의 높은 보급율과 인구 감소 추세는, 내수 시장의 성장에 제약으로 작용한다.

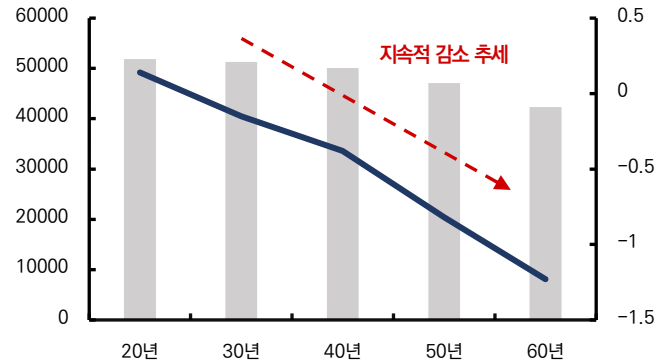
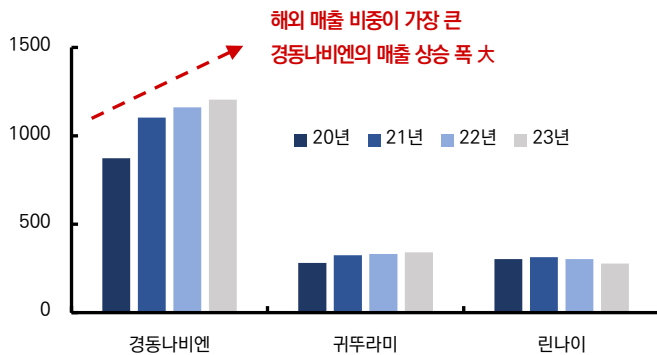
실제로 국내 주요 난방기기 플레이어 [경동나비엔(68%) 귀뚜라미(10%), 린나이(50%)] 중 해외 매출액 비중이 가장 높은 '경동나비엔'만이 매출 개선 흐름을 보이는 바, 국내 난방기기 업체의 실적 상방은 해외 시장 개척에 달려 있다고 판단한다.

국내 난방기기 3사 매출 추이 ('20년~'23년)

(단위: 십억 원)

국내 인구 감소 추이

(총인구수: 명, 인구 성장률: %)



출처: 각사, RFS Team 4

출처: 통계청, RFS Team 4

3. 돌파구 : 북미 시장

전술했듯, 국내 난방기기 제조업체에게 가장 중요한 것은 **수출 실적**이다. 특히 성숙기 산업임에도 괄목할 만한 성장을 보이는 **북미 시장에 집중**해야 하며, **북미 난방기기 시장의 특징을 분석하여 그 성장 여력을 살펴**해보고자 한다.

북미는 **온수기와 퍼니스를 중심으로 한 중앙집중형의 난방 방식이 발달**하였다. 이는 북미 주택 구조와 난방 방식의 특성에 기인한다. 북미는 대지 면적이 넓어 단독 주택이 보편화되었기 때문에 구역마다 냉난방을 하는 것보다 집 전체를 중앙 통제하는 방식이 더 효과적이다. 또한 정체된 공기에 대한 거부감을 바탕으로 바닥 난방이 아닌 공기를 통한 대류 난방 방식이 보편적이다.

즉, 우리나라는 보일러를 통해 온수와 난방을 모두 해결하는 반면, 북미는 온수와 난방을 위한 기기가 각각 **온수기와 퍼니스로 구분**되어 있다. 이에 **1) 온수기와 2) 퍼니스**는 북미 시장 내 가장 전형적인 난방기기로, 둘을 구분하여 살펴볼 필요가 있다.

우리나라 → 보일러

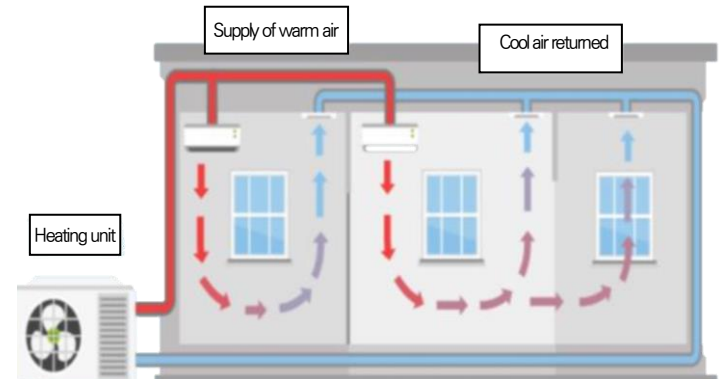
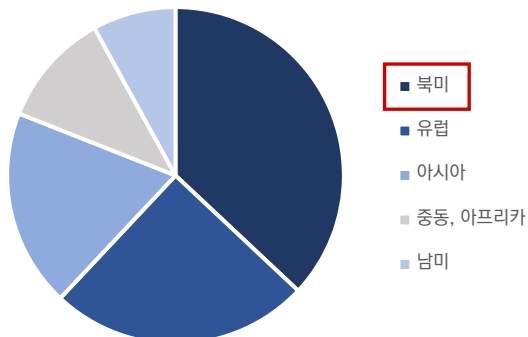
북미 → 1) 온수기 2) 퍼니스

북미 온수기 + 퍼니스 시장
= 난방기기 산업의 KEY

글로벌 가정용 난방기기 국가별 비중

(단위: %)

북미 중앙집중식 난방 구조



출처: Market Research Intellect, RFS Team 4

출처: OSB HEAT PUMPS, RFS Team 4

3-1) 온수기 시장

온수기 전환 흐름

- 1) 논콘덴싱 → 콘덴싱
- 2) 탱크식 → 탱크리스식

난방기기 산업의 친환경 트렌드가 북미 온수기 시장의 구조적 변화를 이끈다. 온수기 시장은 논-콘덴싱(Non-condensing) 방식과 콘덴싱(Condensing) 방식, 온수를 저장하는 탱크의 유무에 따라 탱크식(저당식)과 탱크리스(순간식) 방식으로 구분된다. 친환경 트렌드는 논콘덴싱 → 콘덴싱으로의 전환을, 에너지 부족 문제는 탱크식 → 탱크리스식으로의 전환을 이끌고 있으며, DOE 법안은 온수기의 콘덴싱화를 촉진하는 트리거가 될 것으로 전망한다.

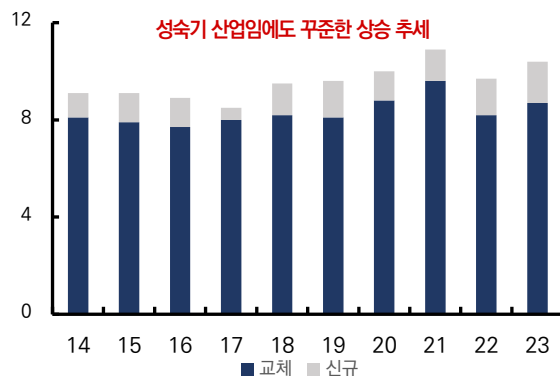
이에 '콘덴싱 탱크리스 온수기' 시장은 CAGR+8.7%의 '22년 4조 5,400억 → '30년 8조 8,500억으로 가 빠르게 성장을 보일 전망이다.

온수기 분류 및 전환 이유

콘덴싱 기술 적용 유무	탱크(온수 저장) 유무
논-콘덴싱 → 콘덴싱	탱크식(저당식) → 탱크리스식(순간식)
콘덴싱 온수기가 열 효율이 98%로 더 높고, 열을 재활용하여 친환경적	탱크리스식 온수기가 에너지 효율이 25~35% 더 높아 매년 100~200 달러 이상의 전기세 절약 가능

북미 주거용 온수기 산업 교체 및 신규 수요 추이

(단위: 백만 개)



출처: RFS Team 4

출처: AOSmith, RFS Team 4

▶ DOE 법안

DOE 법안 : '29년까지 히트펌프 & 콘덴싱 기술 탑재 의무화

미국의 에너지부(Department of Energy)는 '24년 4월 EPCA(The Energy Policy and Conservation Act) 법안을 통해 온수기의 에너지 효율에 대한 규정을 확정했다. 이에 따라 '29년부터 판매되는 전기 온수기는 히트펌프를, 가스 온수기는 콘덴싱 기술을 의무적으로 채택해야 하며, 상업용 온수기 관련 표준은 '26년 10월부터 시행될 계획이다. 이 법안의 시행으로 인해 향후 30년간 1,240억 달러의 에너지 비용 절감과 3.3억 톤의 CO2 배출 감소가 예상된다.

즉, 논-콘덴싱 온수기 플레이어들의 콘덴싱으로의 전환이 예상되는 바, 북미 온수기 시장 내 주요 경쟁력은 콘덴싱 기술의 확보 유무와 더불어 기존 시장 내 포지셔닝인 것으로 판단한다.

3-2) 펄니스 시장

펄니스, 실적 견인

1) 큰 시장 규모

2) 가장 상용화된 난방기기

3) 대체 불가능

북미의 필수 난방기기인 펄니스 시장의 지속적 성장을 전망한다. 펄니스 시장(연간 약 470만 대)은 앞서 살핀 콘덴싱 온수기 시장의 약 5배 규모로, 1) 시장 규모가 크고, 2) 북미 지역 내 가장 상용화된 난방기기이자, 3) 대체 불가능한 필수 난방기기이기 때문이다.

펄니스 시장에서의 경쟁력 또한 친환경 기술인 콘덴싱으로 판단한다. 산업 내 친환경화와 에너지 효율화의 흐름 속에서 펄니스 시장 또한 <가스 → 기름 → 천연가스 → 콘덴싱>으로 발전을 거치며 기존 펄니스의 단점을 보완하고 있다. 전술한 바와 같이, 콘덴싱 기술은 열 효율을 높이고 친환경적인 특성을 갖추어 향후 펄니스 시장에서도 중요한 경쟁력으로 작용할 것으로 전망한다.

펄니스의 변천사: 가스 - 기름 - 전기 - 천연가스 - 콘덴싱

	가스	기름	전기	천연가스	콘덴싱
에너지 효율(AFUE)	65%	80%	100%	80~98%	90~100%
장점	낮은 사용 비용, 빠른 가열 속도	외진 지역에서도 이용 가능	초기 비용 저렴, 설치와 온도조절 용이	낮은 사용 비용, 빠른 가열 속도	친환경적, CO2 누출로부터 안전, 지속 가능성
단점	비효율적, 높은 초기 설치 비용	비친환경적, 높은 유지 및 사용 비용	높은 전기 요금, 추운 곳에서는 비효율적	비친환경적 (CO2 배출량 多)	높은 초기 설치 비용
수명(단위:년)	15~20	15~25	20~30	15~30	20~30

출처: Angi, Service Champions, RFS Team 4

뿐만 아니라 현 시점, 펄니스는 대체 불가능한 난방기기로 펄니스 시장의 성장성은 향후에도 견고하다. 이는 북미권 지역의 기후에 따라 적합한 난방기기가 다르기 때문이다. 평균 기온이 높은 남부 및 해안 지역은 히트펌프가, 평균 기온이 낮은 미북부는 펄니스가 더 적합하다. 히트펌프가 가장 이상적인 대안으로 떠오르고 있지만, 펄니스를 완전히 대체할 수 없기 때문에 펄니스 시장은 향후에도 견고할 것이다.

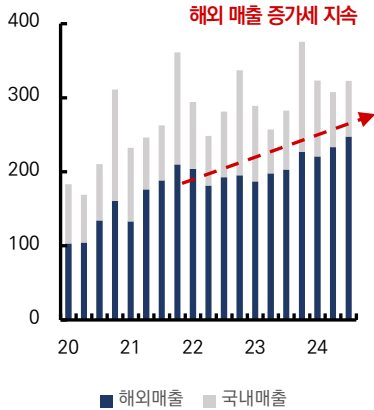
TOP PICK : 경동 나비엔

현재 난방기기 산업의 흐름을 종합하면, 전세계적으로 1) 친환경과 에너지 효율의 중요성이 강조되고 있고, 2) 북미를 비롯한 해외 시장으로 눈길을 돌려야 하며, 3) 해당 시장 내 경쟁력의 핵심은 '콘덴싱' 기술임을 확인할 수 있다.

따라서, 본 리서치 팀은 ①친환경 기술인 콘덴싱의 기술 경쟁력을 바탕으로 ②북미 온수기 시장의 성공적인 진출 경험을 모두 갖추었으며, ③ 본격적 신시장(북미 펄니스) 진출을 감행한 경동나비엔에 주목할 것을 제안한다.

II. 기업개요

1. 기업개요



동사는 1978년 설립되어 **국내 보일러 업계에서 압도적 1위**를 유지하고 있다. 국내 최초로 콘덴싱 기술을 도입하여 기름보일러, 가스보일러, 전기 및 가스 온수기를 주로 생산하고 있다. 에너지 기기의 핵심 부품인 열교환기, 버너 등을 생산하는 경동에버런, 플라스틱 및 고무 제품을 생산하는 경동폴리움, 서비스 부문을 담당하는 경동티에스, 가스 밸브를 생산하는 타임기연아시아에 더하여 해외 영업과 판매를 위한 법인 총 12개를 두고 있으며 1993년 상장했다.

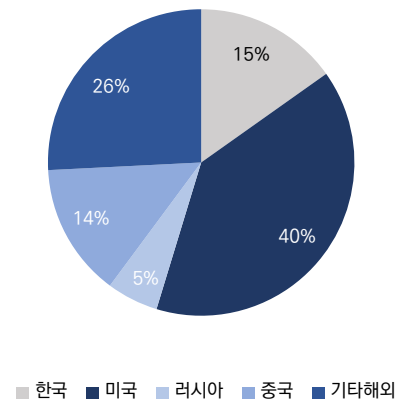
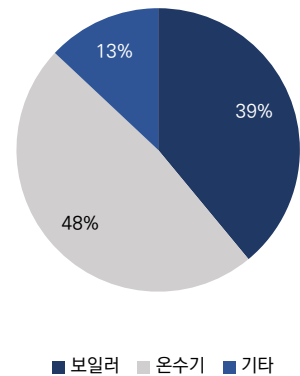
2. 주요 제품 소개, 제품별/지역별 매출

온수기(48%), 보일러(39%)가 동사의 주력 제품이며, 매출의 85%가 수출로 구성되어 있다. 가장 높은 비중을 차지하는 지역은 미국을 비롯한 북미로 성장세를 바탕으로 해외 매출은 지속적 증가 추세이다.

사업부 개요 및 주력 제품 소개

품목(3Q24기준)	주력제품	특징
보일러 (매출비중 39%)	 NCB900 콘덴싱 가스 보일러	NEW ASA 온도제어 → 쾌적한 난방 제공
온수기 (매출비중 48%)	 NPE-A2 콘덴싱 가스 온수기	1. 스테인리스 열교환기 2. 98% 이상의 열효율
퍼니스 (23.11 출시 신제품)	 NPF700 콘덴싱 하이드로 퍼니스	물을 데워 공기 가열 → 1) 건조한 실내 2) 유해가스 유입 문제 해소
기타 (매출비중 13%)	숙면매트 / 3D에어후드 / 나비엔청정환기시스템 등 + SK 매직 가스레인지, 전기레인지, 오븐	

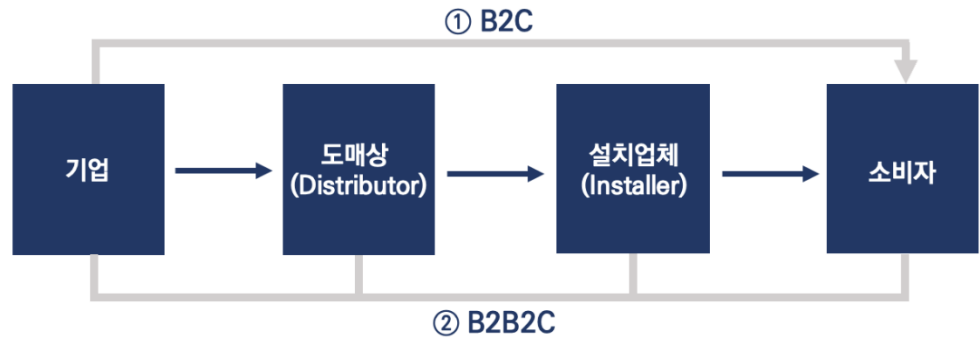
주요제품별 매출 비중(상), 지역별 매출 비중(하)



출처: 경동나비엔, RFS Team 4

출처: 경동나비엔, RFS Team 4

3. 비즈니스 모델



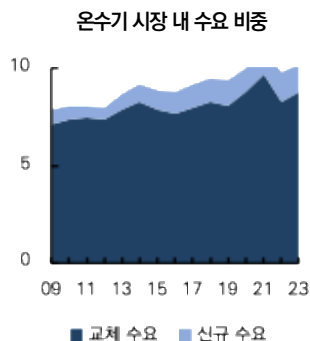
동사는 판매 방법(①직판 ②대리점 판매 ③수출)에 따라 B2C, B2B2C의 비즈니스 모델을 지닌다.

① 직판 : ▲기업 → 소비자 (B2C)의 판매 경로를 지니며, 중간 유통과정을 거치지 않고 곧바로 판매, 설치, 시운전 등의 비용을 동사가 부담한다.

② 대리점 판매 ③ 수출 : ▲ 기업 → 도매상(Distributor) → 설치업체(Installer) → 소비자 (B2B2C)의 경로로, 중간 유통과정에 따른 물류비용은 동사가 부담한다. 매출 인식은 제품의 출고를 기준으로 하며, 특히 수출의 경우 선적 시점이 아닌 현지 물류 공장에서의 출고 시점을 기준으로 매출을 인식한다.

III. 투자포인트

Investment Point1. 온수기, 바꿀 때 됐잖아?



북미 내 순간식 가스 온수기 시장 M/S(40%) 1위를 차지하는 동사의 25E 북미 온수기 매출액 6,532억 원(YoY+10.01%)을 전망한다. 이는 1) 늘어나는 온수기 교체수요로 인한 Q 증가와 함께 2) 가격과 품질 면에서의 높은 경쟁력에서 기인하며, 동사는 구조적 Q 증가의 수혜를 오롯이 누릴 것으로 예상한다.

1. 온수기 교체 수요 증가 → Q

온수기 수요의 경우 크게 ① 기존 주택에서의 교체 수요 ② 새로 공급된 주택에 설치되는 신규 수요로 나뉘며 '23년 기준 약 86%가 교체 수요로 구성되어 있다. 이에 본 리서치 팀은 Q 측면에서의 의미있는 추가 상방 여력은 ① 교체 수요의 관점에서 바라보는 것이 합당하다고 판단하며, 다음과 같은 세 가지 요인을 바탕으로 온수기 교체 수요의 증가세를 전망한다.

1-1) 과거 준공 주택의 온수기 교체 주기 도래

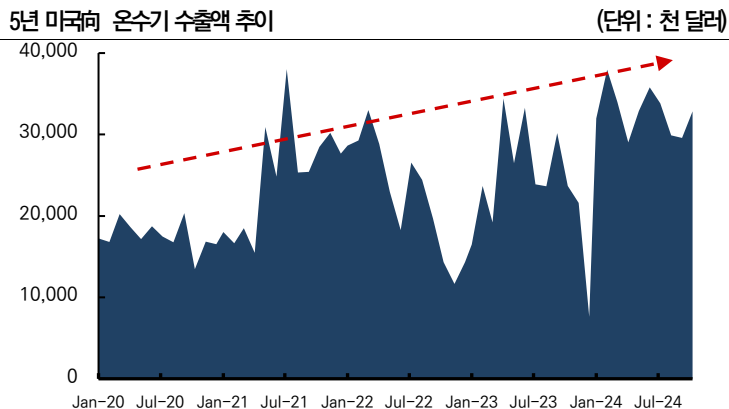
현재 북미에서는 온수기 교체수요의 호황기가 도래했다. 이는 과거 모기지 사태 이전 '07년까지 폭증한 미국 내 신규 주택들의 착공 건수로부터 기인한다.

2000년대 초반 미국의 부동산 가격 급등으로 모기지론 업체들이 경쟁적으로 주택담보 대출을 확대하며 폭발적인 주택 구입 및 투기를 유도했다. 서브프라임 모기지의 증가와 더불어 증가한 주택 수요는 곧 신규 주택의 착공으로 이어졌다. 실제로 '05년에는 2,400만 개의 주택이 착공에 돌입했으며, '23년 착공 주택 1,600만개와 비교해도 전례없이 높은 수준이었음을 파악할 수 있다.

중요한 것은 '04-'07년간 약 3년 동안의 신규 주택 착공에 따라 설치됐던 온수기의 교체주기가 도래한 것이다. 온수기의 평균 수명(15~20년)을 바탕으로, 주택 착공에서 준공까지의 기간을 1년으로 가정했을 때, 최대 '28E까지의 교체 수요 증가세가 이어질 것으로 판단한다. 실제로 전체 미국 내 온수기 부문 1위 업체 A.O.Smith와 동사의 경우 작년부터 매출액의 유의미한 증가를 보였으며, 이는 전술한 온수기 교체수요로부터 나타난 것으로 판단한다.

서브 프라임 모기지 사태
이전 폭증했던 주택 착공

준공 시점, 온수기 수명
→ 유례없는 교체 수요 호황기



출처: 수출입무역통계, RFS Team 4

출처: US Census Bureau, RFS Team 4

1-2) 플리핑

지속적으로 발생할 플리핑의 수요에 따라, 온수기의 교체 수요 또한 지속적으로 발생할 것으로 판단한다.

일반 주택 ROI: 30%
온수기 교체 ROI: 103.5%

매년 미국 주택 매매에서 6~8%의 비중을 차지하는 플리핑은 주택을 개조해 단기간에 수익을 창출하는 행위이다. 플리핑에서 중요한 것은 수익률이며, 수익률 기여도가 높은 온수기 교체는 미국 내 플리핑 증가와 동행한다. 플리핑 내 일반 주택은 30%대의 ROI를 기록하는 것에 비해 온수기 시설 교체는 103.5%의 높은 ROI를 기록하고 있다.

현재 미국 전체 주택 플리핑의 ROI는 2Q24 기준 30.4% 전년 대비 2.6 포인트 상향되었다. 이는 주택 매물 부족과 금리 하락의 영향으로 플리핑의 수요는 지속적으로 발생할 것으로 전망되며, 이에 따른 온수기 교체 수요 증가를 예상한다.

1-3) IRA 온수기 세액공제 혜택

교체 > 수리

앞서 살핀 두 가지 Q 증가 측면 모두 온수기의 노후화가 주된 이유임에 따라 교체가 아닌 수리로 이어질 가능성이 존재한다. 다만, 본 리서치 팀은 친환경 온수기에 부과되는 30%의 세액 공제 혜택을 바탕으로 기존 제품 '수리' 보다는 제품 '교체'의 수요가 지배적일 것이라 전망한다.

신규 설치 비용
부담 절감 효과

이는 수리 비용과 신제품 설치 비용 간 스프레드 축소에 기인한다. IRA의 일환으로 미 정부에서는 열 효율(UEF)이 0.95 이상인 탱크리스 온수기 설치에 최대 \$600의 30% 세액 공제 혜택을 부여한다. '23년부터 '32년까지 신규 설치된 제품에 적용되는 혜택으로, 장기적인 제품 교체 수요를 이끌 것이라 전망한다.

Plumber(배관공) 부족으로
수리 비용 상승

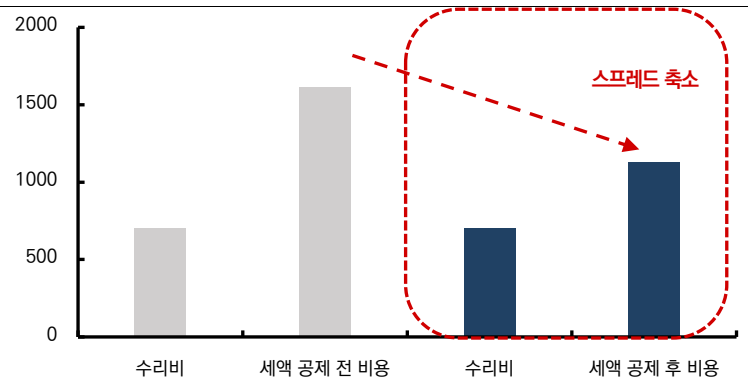
미국에는 현재 Plumber들의 부족으로 인해 온수기 평균 수리 비용이 \$700의 높은 가격을 형성하고 있다. 수리비에 버금가는 가격인 최대 \$600의 세액 공제 혜택은 신제품 설치의 대안을 더욱 매력적이게 하는 소비자 유인책으로서 노후화 된 온수기의 교체수요를 이끌 것이라 판단한다.

IRA 난방, 냉방 관련 세액공제 혜택 품목

난방, 냉방 및 온수 관련	2023-2032 과세 혜택
히트 펌프	비용의 30%(최대 \$2,000)
히트 펌프 온수 보일러	비용의 30%(최대 \$2,000)
바이오매스 스토브	비용의 30%
지열 히트 펌프	비용의 30%
태양열 온수 보일러	비용의 30%
친환경 온수장비	비용의 30%(최대 \$600)

세액 공제 후 신제품 설치 비용 절감

(단위: 천 건)



출처: 세계법제정보센터, RFS Team 4

출처: US Census Bureau, RFS Team 4

2. Q 내가 다 먹을거야

투자포인트 1-1을 통해 '온수기 Q 증가'라는 우호적인 사업환경이 나타나고 있음을 확인했다. 북미에서 온수기는 ▲ 기업 → 도매상(Distributor) → 설치업체(Installer) → 소비자의 유통 절차를 거치며, 시장 내 M/S 확보는 각 절차 상 이해관계자의 선호도를 모두 만족시킬 수 있는 경쟁력을 갖춰야 한다. 본 리서치 팀은 동사의 제품이 유통 ①중간과정(도매상, 설치업체)과 ②소비자의 선호도를 모두 만족시키는 경쟁우위를 바탕으로 Q 증가의 수혜를 오롯이 누릴 것이라 전망한다.

① 중간과정(도매상, 설치업체)

각각 유통과 설치를 담당하는 도매상과 설치업체에게도 결국 중요한 것은 마진이다. 유통과 설치 모두 단위 면적 당 매출을 중시하기에, **제품의 크기가 주요 경쟁력**으로 작용한다. 동사의 제품을 너비와 높이를 기준으로 비교했을 때, 경쟁상품 대비 컴팩트한 사이즈를 지니고 있음을 확인할 수 있다. 뿐만 아니라 동사의 제품은 쉬운 설치법을 제공한다는 점에서 이점을 제공한다.

② 소비자

소비자에게 중요한 것은 **제품 가격과 에너지 효율을 비롯한 품질**이다. 세액 공제 혜택 제품에 해당하지 않는 UEF 0.95미만 제품을 제외, 동사의 제품은 가격 경쟁력을 지니고 있는 것으로 판단한다. 더불어, 동사의 제품은 업계 내 가장 높은 에너지 효율을 지닌다. UEF(Uniform Energy Factor)를 기준으로, 동사의 제품 NPE-210A2은 업계 최상위의 기술을 보유하고 있다.

즉, 동사의 제품은 전 유통과정을 망라하는 경쟁 우위를 지니고 있으며 동사의 미국 내 탱크리스 온수기 M/S 1위는 그 경쟁력을 방증한다. **확실한 Q 성장이 예고되어 있는 우호적인 시장 환경 속 동사의 외형성장은 지속될 전망이다.**

제품의 크기가 작을수록
단위 면적 당 마진 상승

UEF : 온수기 효율 척도
값이 클수록 효율 중대

경쟁제품 간 스펙 비교

브랜드	모델명	가격(\$)	열 용량(BTU)	열 효율(UEF)	세액 공제 혜택 여부	크기
경동 나비엔	NPE-210A2	1,524	150,000~199,000	0.96	O	43.9cm W x 69.6cm H
	NPE-210S2	1,399	150,000~180,000	0.95	O	43.9cm W x 69.6cm H
Rinnai	RU series	1,632	130,000~199,000	0.95	O	56cm W x 86cm H
	RSC series	2,061	160,000~199,000	0.95	O	47cm W x 67cm H
Rheem	RTGH-RH	1,673	180,000~199,000	0.94	X	45cm W x 75.7cm H
	RTGH-DLVN	1,341	120,000~199,000	0.93	X	45cm W x 60.2cm H
AO smith	AT-HX3	1,667	160,000~190,000	0.95	O	46cm W X 60.2cm H

출처 : 각사, RFS Team 4

3. CAPA 증설

'26년까지 CAPA
200만대 → 439만대

동사는 예정된 Q 성장에 따라, 동사의 주요 생산 시설인 서탄공장의 CAPA 를 200 만대에서 '26 년 2 월까지 439 만대로, 약 2 배 이상 확장할 예정이다. CAPA 확장에 더해, 생산- 검사 - 물류 공정을 모두 디지털화 하는 스마트팩토리 시스템으로의 전환까지 동시에 이루어질 것으로 판단되는 바, 동사는 CAPA 확장으로 Q 증가에 비용 절감효과까지 누릴 수 있을 것이다.

전체 CAPA 준공 이전
부분적으로 가동 가능

위 CAPA 는 전방 수요에 따라서, **전체 CAPA 준공 이전 부분적으로 가동이 가능**할 것으로 판단된다. 동사는 벨류체인 수직계열화로 인해 **주로 조립 공정만을 영위**하기에, 위와 같은 시스템이 타 생산 시설에 비해 **용이한 것으로 추정**된다. 따라서, 성수기를 맞이할 동사의 Q 증가에 따른 공급 부족 문제는 없을 것으로 전망한다.

Investment Point2. 퍼니스로 Funny한 실적

설치업체, 딜러에게 제품
기술 교육 필요
→ NPF700의 본격적 매출
발생은 4Q24 ~

동사는 '23년 11월 '콘덴싱 하이드로 퍼니스'(이하 NPF700) 출시를 통해 **연간 약 470만대 규모(콘덴싱 온수기 시장의 약 5배 규모)의 미국 퍼니스 시장에 진출했다**. 시장 내 후발주자로서 동사에게 중요한 것은 경쟁 제품 대비 차별적 우위를 점할 수 있는지의 여부에 달려있다. 본 리서치 팀은 동사의 신제품이 **1) 탁월한 품질 및 2) 가격경쟁력, 3) 과거와는 다른 영업환경에 기반하여 경쟁 우위를 점하고 있다고 판단, 4Q24E 관련 매출액 96억원, 25E 매출액 776억원** 달성을 전망한다.

1. 막강한 품질경쟁력으로 진입하는 나비엔

동사의 NPF700은 **1) 높은 AFUE 2) Water to Air 방식의 탁월성**을 기반으로 기존 제품 대비 막강한 품질 경쟁력을 보유하고 있다고 판단한다. 높은 에너지 효율은 친환경적 가치 창출 뿐 아니라, 소비자의 가스요금 절감에 이바지하며 퍼니스 시장에서의 주요 경쟁력으로 작용한다.

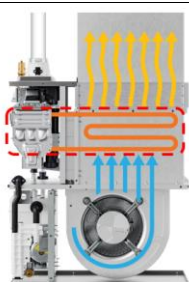
1-1) 업계 최고 수준 연료 효율

NPF700의 높은 AFUE(97%)는 고효율에 대한 수요가 높은 퍼니스 시장에서의 주요 경쟁력이다. 현재 미국 시장 내 **AFUE 97%의 고효율 제품은 전체 제품 중 오직 약 6%**로 집계되며, 위 기준을 충족하는 제품에 한하여 세액 공제 혜택이 제공되기 때문이다. 즉, 시장에서 퍼니스에게 요구하는 주요 경쟁력은 고효율 제품이며, 이를 만족하는 NPF700의 차별성에 주목할 필요가 있다.

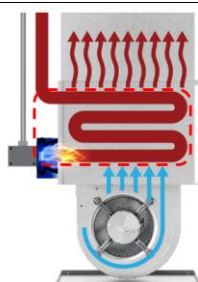
1-2) 복미 최초 Water to Air 방식 채택

NPF700은 복미 최초로 'Water to Air' 방식을 채택, 기존 퍼니스의 단점을 보완한다. 기존 퍼니스의 공기 직접 가열 방식은 불연소 유해가스 혼입 가능성과 더불어 공기가 쉽게 건조해지는 단점이 있다. 이에 반해 'Water to Air(공기간접가열방식)'은 물을 매개로 하여 유해가스 혼입 예방과 동시에 공기 또한 덜 건조해지며 높은 실내 공기질 유지가 가능하다.

NPF700의 Water to Air 방식과 직접 가열 방식 비교



〈Water to air 방식〉
최대 150°F 온도에서
물의 열을 조절된 공기로 전달

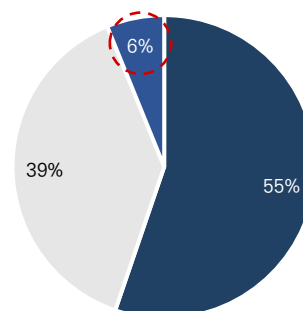


〈직접 가열 방식〉
조절된 공기를 직접 가열하여
최대 1000°F의 온도에 노출시킴

복미 퍼니스 시장 AFUE 수준 별 제품 비중

(단위: %)

■ 80-89%
■ 90-96%
■ 97%-



출처: 경동나비엔, RFS Team 4

출처: Ferguson, RFS Team 4

2. 저렴한 가격까지 금상첨화

동사의 NPF700은 1) 절대적 가격 경쟁 우위에 2) IRA 세액 공제 혜택까지 더해져 소비자의 최종 선택을 받을 것으로 전망한다. 제품을 직접 구매, 사용하는 소비자에게 중요한 것은 합리적인 가격의 고효율 제품이며, NPF700은 이를 모두 충족하기 때문이다.

2-1) 절대적 가격우위

가격 경쟁력의 원천

→ 업계 최고의 콘덴싱 기술

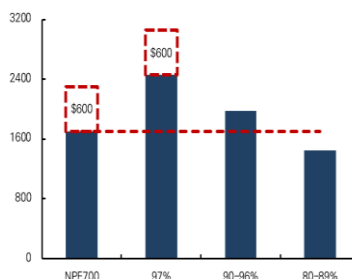
NPF700은 동일 성능(AFUE 기준) 제품 대비 30% 이상 우수한 가격경쟁력을 보유하여 소비자의 선택을 받을 메리트가 충분하다. AFUE 97% 수준의 퍼니스 제품 평균 가격은 \$3,057인 반면, 동사 제품은 \$2,150-2,450 수준임에 따라 동일 성능 내 가격 경쟁이 가능한 제품은 없는 것으로 판단한다. 심지어 90-96%의 상대적 저성능 제품군 평균 가격도 \$1,980로, 한 단계 낮은 체급과의 가격 경쟁 또한 가능하다.

2-2) 고효율 제품에 제공되는 보조금까지?

동사의 NPF700은 AFUE 97%의 열효율을 보유함에 따라 IRA의 세액 공제 혜택 30%(최대 \$600)를 지원 받을 수 있는 기준에 해당하며 더욱 막강한 가격 경쟁력을 지닌다. 보조금 반영 시 동사 제품은 \$1,550-1,850의 가격대를 형성하여 AFUE 90% 미만의 저효율 퍼니스와도 가격경쟁이 가능한 수준이다.

미국 DOE는 AFUE 90% 이상을 High-Efficiency로 정의함에 따라, 현재 시장 내 44.7%의 제품이 고효율 퍼니스에 해당한다. 하지만 IRA 세액 공제 혜택 기준은 AFUE 97% 이상으로, 전체 제품의 6%만이 보조금 혜택 대상에 포함된다.

저성능 제품보다도 저렴한 NPF700



북미 퍼니스 시장 내 경쟁제품 간 스펙 비교

브랜드	모델명	가격(\$)	열용량(BTU)	AFUE(%)	세액 공제 혜택 여부	Burner Type
경동 나비엔	NPF700	2,150-2,450	60,000-100,000	97	O	Modulating
YORK	TM9V	2,840-3,670	40,000-120,000	96	X	Dual Stage
BRYANT	925M	2,220-2,580	60,000-120,000	96.2	X	Modulating
RHEEM	R97MV	3,850-4,850	55,000-110,000	97	O	Modulating
CARRIER	59MN7	5,600-6,700	60,000-120,000	97	O	Dual Stage
TRANE	XC95M	4,900-6,600	60,000-120,000	97.3	O	Dual Stage
LENNOX	SL297NV	3,000-3,600	40,000-80,000	97.5	O	Dual Stage
GOODMAN	GMVM97	3,230-4,240	60,000-120,000	98	O	Modulating

출처 : 각사, RFS Team 4

3. 진출가능성? 아무것도 없던 옛날보단 나을 것

투자포인트 2-1, 2-2를 통해 NPF700의 시장 경쟁 우위를 확인한 바, 이제 **중요한 것은 우호적인 영업 환경의 조성 여부**이다. 기반 시설이 전무했던 동사의 콘덴싱 온수기 북미 첫 진출 당시('06년)와 달리, 현 시점에는 **1) 기존 유통망 활용 2) 축적된 브랜드 신뢰도**를 기반으로 NPF700의 성공적인 시장 진입을 예상한다.

'06년 콘덴싱 온수기 사업의 북미진출 당시는 Zero-Base로, 사업 특성상 유통망 확보가 선제적으로 이루어진 후 레퍼런스 확보를 통해 품질과 신뢰성을 증명해야 했다. 동사는 콘덴싱 온수기가 시장의 주요 제품이 아니었음에도, 콘덴싱 기술의 차별성을 선보여 성공적으로 시장에 진입할 수 있었다.

동사는 과거 북미 시장 기진출을 통해 현재 미국 내 3,300개 이상의 영업점을 확보했으며, 현재 NPF700 진출의 밑거름이 된다. 동사는 NPF700라는 차별화된 제품으로 북미 퍼니스 시장에 다시 도전한다. 퍼니스 또한 Distributor를 통해 Installer, 그리고 소비자에게 도달하는 방식이기에 중간 유통망 구축여부가 중요하기 때문이다.

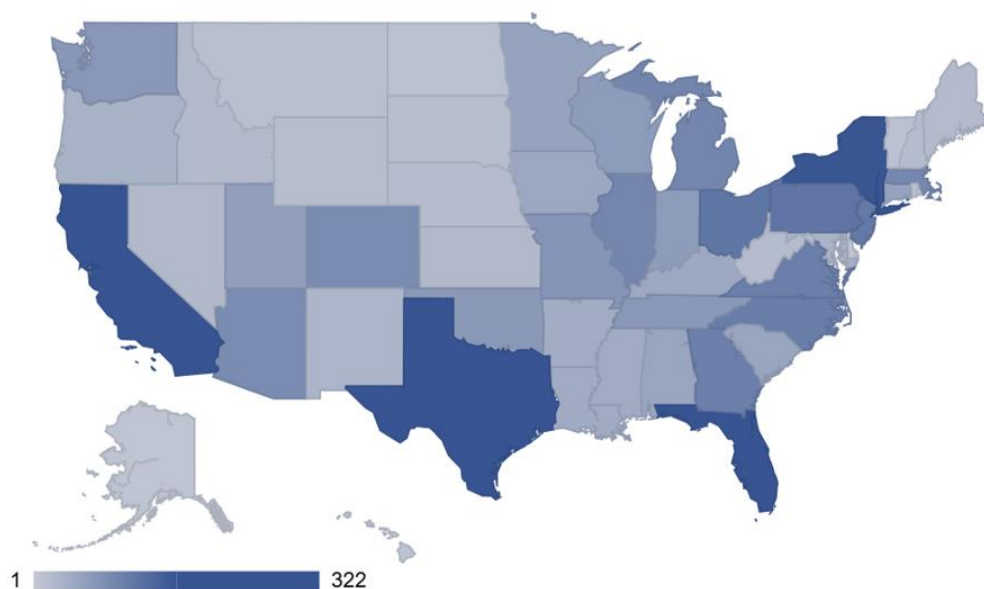
또한 과거와 달리 **미국 시장에서 확보해온 신뢰도를 기반으로 형성된 레퍼런스를 충분히 활용 가능**할 것으로 기대한다. 동사가 십수년간 쌓아온 브랜드 이미지로, '23년 미국 시장조사기관 스타티스타가 발표한 'World's most trustworthy companies'에서 글로벌 20위권에 들었다. 결국, 동사의 퍼니스 시장 진출은 적어도 과거 온수기 시장에 처음 진입하던 시기보다 나은 영업환경에 위치해 있다고 판단한다.

과거 레퍼런스 활용의 이점

→ 1) 영업점

→ 2) 브랜드 신뢰도

미국 내 지역별 경동나비엔 영업점(Distributor) 현황



가구 수 Top 10 State
101~322개 영업점 분포

State	가구 수	영업점 수
CA	1400만	322개
TX	1000만	241개
FL	800만	171개
NY	800만	159개
PA	500만	116개
OH	500만	115개
GA	500만	101개
NC	400만	104개
NJ	350만	110개
VA	350만	103개

Investment Point 3. 원가 절감 준비 갈 완료

원가 스프레드 개선

철광석 가격 하향세

→ 원가 스프레드 개선

1) 지속적인 철광석 가격 하향세와 2) 밸류체인 수직 계열화로 동사의 영업이익은 지속적으로 증가할 것으로 판단된다. 제조업의 특성상, 원부재료 가격 하향세는 스프레드 개선에 직접적인 영향을 미친다. 동사의 냉·난방기에 사용되는 주요 원부재료는 철판, 열교환기로 철광석의 비중이 대부분을 차지한다. 현재 철광석 가격은 지속적인 하향세를 보이고 있으며 이는 동사의 원가 스프레드 개선으로 이어질 것으로 판단된다.

매출액, 매출원가, 원재료비 추이

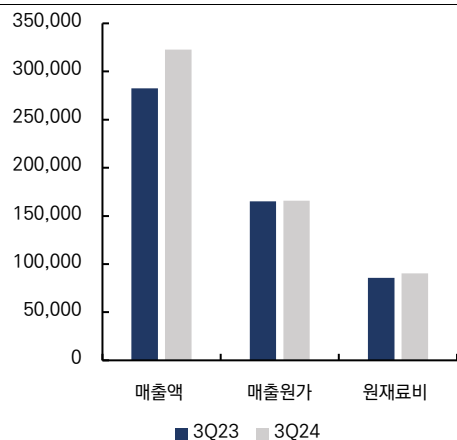
(단위: 백만 원)

원재료 가격 추이

(단위: 원)

철광석(TiOcl) 추이

(단위: 달러)



원재료	3Q23	3Q24
흑파이프(본)	29,820	26,533
스텐파이프(kg)	7,190	7,351
철판(kg)	1,102	997
코일철판(kg)	1,219	1,029



출처: 경동나비엔, RFS Team 4

출처: 경동나비엔, RFS Team 4

출처: Investing.com, RFS Team 4

실제로, 3Q24 매출액은 YoY +14%를 달성한 것에 비해, 매출원가의 50% 이상을 차지하는 원재료비는 YoY +6%를 기록했으며, 철광석 가격 하락이 마진에 긍정적으로 적용한 것으로 판단한다. 현재 철광석의 가격 하향세는 중국 경기 부진과 주 생산국인 호주, 브라질의 공급 증가가 주요 요인으로, 단기간 내 해소는 어려울 것으로 전망됨에 따라 동사의 마진 스프레드 개선 효과가 전망된다.

수직 계열화, 원가 절감에 더한 유연한 사고

벨류체인 수직 계열화로 원가 경쟁력 확보

또한, 동사는 벨류체인 수직계열화에 따라서 자회사로부터 부재료를 납품받아 원가 경쟁력 확보에 유리한 구조를 가지고 있다. 동사 부재료 납입액 19.81%를 차지하고 있는 자회사인 경동에버런은 '23년 5월, 보일러 핵심 부품을 제조하는 타임기연아시아의 지분 100%를 인수하여 ▲ 타임기연아시아 → 경동에버런 → 경동나비엔으로 이어지는 벨류체인 수직계열화를 이루어냈다.

원재료 매입 비중

매입유형	품목	매입액 비율	공급사
원재료	철판/스텐철판/스텐파이프	6.33%	포스코, 영진철강 외
부재료	열교환기, 버너	19.81%	경동에버런 외
	가스밸브	3.50%	TIME 외
	컨트롤러/룸콘	11.39%	선린전자, 리모트솔루션 외

출처 : 경동나비엔, RFS Team 4

이에 더해 동사는 수직계열화에 따라서 공급망 안정화와 원가 절감효과를 누릴 뿐만 아니라, 온전히 조립 공정에만 집중할 수 있다. 이는 **전방수요에 따라 제품군을 변경해서** 라인을 가동할 수 있기에 **수요에 따른 유연한 대처가 가능**하다는 장점을 지닌다.

전방 수요에 따라 생산 라인 유연한 적용 가능

즉, 제품군의 수요에 따라서 신제품 라인을 따로 증설하지 않아도 기존 라인을 변경해서 적용할 수 있는 것이다. 이는 올해 4분기부터 본격적인 첫 성수기를 맞을 동사의 퍼니스 초기 CAPA 조율에 있어 긍정적으로 작용할 것으로 전망한다.

IV. Check Point. SK매직 사업 인수

동사는 지난 9월 30일 SK 매직의 3개 사업부(가스레인지, 전기레인지, 전기오븐)의 영업권을 양수했다. 이는 기존 동사의 국내 **환기 사업부에 시너지 효과를 불러 일으킬 것으로 전망한다.**

생활 환경 솔루션 기업으로의 발판

동사는 ① '06년 환기시스템 사업 연구 → ② '19년 환기 청정 사업 출시 → ③ '24년 SK 매직 인수를 통해 통합 환기 솔루션을 구축하였다.

① '06년 국토교통부 [공동주택 및 다중이용시설의 환기설비기준]에서 100세대 이상 공동주택에 환기 설비 설치 의무화 규정이 제정됨에 따라 환기 시스템 사업 연구에 돌입,

② 13년만인 '19년 환기청정기를 신규 출시, '20년 30세대 이상으로 규정 적용 대상이 확대됨에 따라 '21년 환기사업이 포함된 동사 기타 매출은 YoY +37%의 쾌거를 이뤘으며,

③ 동사는 '21년 3D 에어후드 출시와 함께 '24년 SK 매직으로부터 주방가전 사업을 인수해 **[요리 → 주방후드 → 환기청정기]의 통합 환기 솔루션을 구축할 전망이다.**

보일러+환기+주방가전
국내 턴키 공급가능사는
동사가 유일

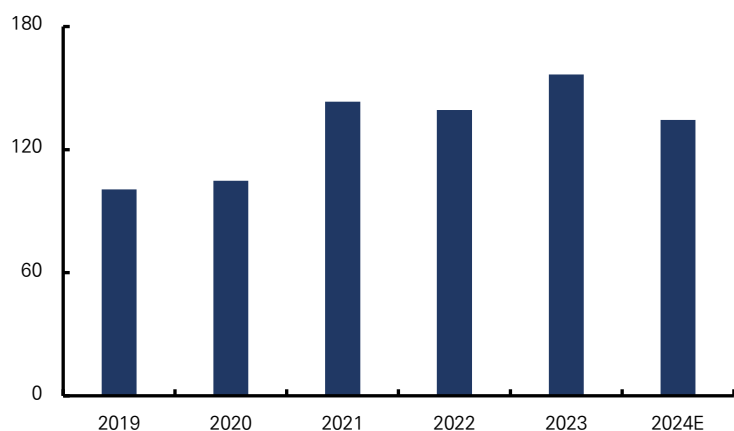
가정용 공기청정기 시장은 연평균 8.2% 가량 성장할 것으로 예상되는 고성장 산업군이다. 동사는 위 환기청정기 부문에서 소비자 만족도 조사 4년 연속 1위를 차지하고 있는 증명된 기업이다. 이에 **SK 매직 영업부문 인수로 가전 부문까지 사업을 확장한 동사는, 보일러 + 환기 + 주방가전을 턴키 방식으로 건설사에 납품할 수 있는 유일무이한 생활 환경 솔루션 기업으로 발돋움 할 수 있을 것으로 전망된다.**

턴키는 제품을 구매자가 바로 사용할 수 있도록 생산자가 인도하는 방식을 의미한다. 동사가 턴키 방식으로 건설사에 납품하게 되면, 여러 브랜드에서 각각 가전제품을 들여오는 것보다 가격 경쟁력에서 우위를 점할 수 있다. 또한, 소비자 입장에서 시스템 통합할 수 있어 더욱 편리하다.

이에, SK 매직 인수는 단순한 사업부 확장이 아니라, 보일러 기업에서 생활 환경 솔루션 기업으로의 발돋움을 하고 있는 동사를 뒷받쳐 줄 수 있는 발판이 될 수 있을 것으로 판단한다.

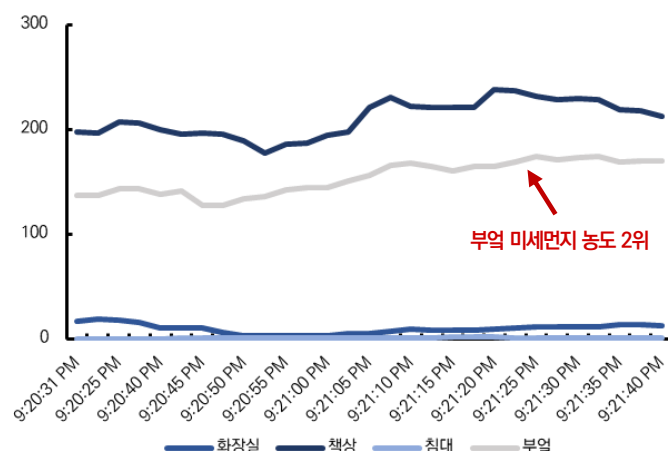
동사 가전사업 매출 증가 추이 (2019~2024E)

(단위: 십억 원)



가정 내 미세먼지 농도(화장실, 부엌, 책상, 침대)

(단위: μg)



V. RISK

트럼프 2기 보편적 관세 부과

선거 이후 트럼프 정부의 자국우선주의 정책 기조가 부각되면서, 선거 전 내세운 보편적 관세 부과 공약에 따라 **모든 수입품에 10~20% 수준의 관세가 부과될 것으로 전망**되어 현지 경쟁사 대비 **동사의 제품 가격 경쟁력이 우려**되고 있다.

현재 국내 소비재는 자유무역협정(FTA)에 따라 무관세로 미국에 수출되고 있다. 하지만, 트럼프의 보편적 관세 부과 정책이 시행되면 현지에 생산공장이 없는 동사는 법안에 직접적인 영향을 받을 수밖에 없는 구조다. 트럼프는 1기 집권 당시, 자국 업체 보호를 명분으로 국내 세탁기 업체들에 50%의 관세를 부과한 적이 있어 그 우려가 더욱 심화되고 있다.

트럼프 통상정책 주요 공약

정책	주요 내용
상호무역법 제정	상대국이 미국에 부과하는 관세와 동일한 세율 부과
보편적 관세	모든 국가의 수입품에 10%의 관세 부과
대중국 관세	대중 관세율 60% 이상 상향, 최혜국 대우 박탈
친환경 정책	IRA 폐지, 화석연료 발전 확대

출처 : 언론종합, RFS Team 4

하지만, 미국의 최우선 경쟁국인 중국산 제품에 60% 추가 관세 정책까지 실행하면서, 보편적 관세를 부과하기에는 미국 내 인플레이션을 촉진할 것이라는 현지 여론 또한 부각되고 있기에 속단할 상황은 아닌 것으로 판단한다. 또한, 트럼프 1기 당시 세탁기 반덤핑 관세는 실질적인 효과 없이 **미국 소비자들의 가격 부담만 증폭**시켰다는 평가를 받는다는 점에서 과거와 같이 극단적인 상황은 이루어지지 않을 것으로 전망된다. 이에 더해, 화석 연료에 우호적인 트럼프 정부가 **천연가스 생산량을 증대**시킬 것으로 예측된다는 점에서, **오히려 동사에 우호적인 사업 환경이 조성**될 가능성 또한 존재한다. 따라서, 현재는 선제적으로 관세 리스크를 우려하기보다는, 신제품 첫 성수기를 맞은 동사의 성장 여력에 집중하는 것이 중요한 시점이라고 판단한다.

VI. APPENDIX

동사의 높은 수출 비중(72%)에 따라 ①환율 ②해상운임비는 핵심 실적 변수이다. 현재 동사 업황에는 우호적으로 작용하고 있음에 따라 Risk로의 편입은 타당하지 않다고 판단, 본 장에서 각 효과를 살펴본다.

1. 환율

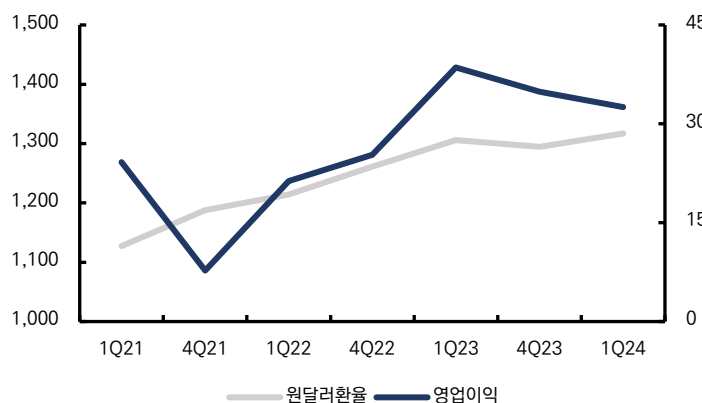
고환율 기조 유지는 4Q24-1Q25 동사의 수익성 개선에 일조한다. 이는 환율과 영업이익 간 유의미한 상관관계를 보임을 바탕으로 환노출에 대한 헷징을 하지 않는 동사의 영업방침에 기인한다.

환율, 영업이익 간
높은 상관관계

동사의 근 3년간의 성수기(1Q, 4Q) 영업이익과 환율 간의 상관관계수는 0.7을 보임으로써 **환차손에 대한 헷징을 하지 않는 것으로** 판단한다. 더불어 동사는 주요 원자재의 100% 원화 조달에 따라, 환율 변동은 P-C 스프레드에도 영향을 미치는 수익성과 깊은 연관을 지니는 변수이다. 환율은 예측할 수 없는 영역이지만 트럼프 정부의 집권으로 현재의 고환율 기조가 단기간 내 해소되기는 쉽지 않다고 판단되는 바, 동사의 지속적인 수익성 개선이 이루어질 것으로 전망된다.

1Q, 4Q 환율 및 영업이익 추이('21-'24)

(단위: 원, 십억 원)



3년간 환율 추이('20-'24)

(단위: 원)



출처: 경동나비엔, 한국거래소, RFS Team 4

출처: 한국거래소, RFS Team 4

2. 물류비

하반기 중동 전쟁 긴장감

→ 선사들의 우회 노선 선택

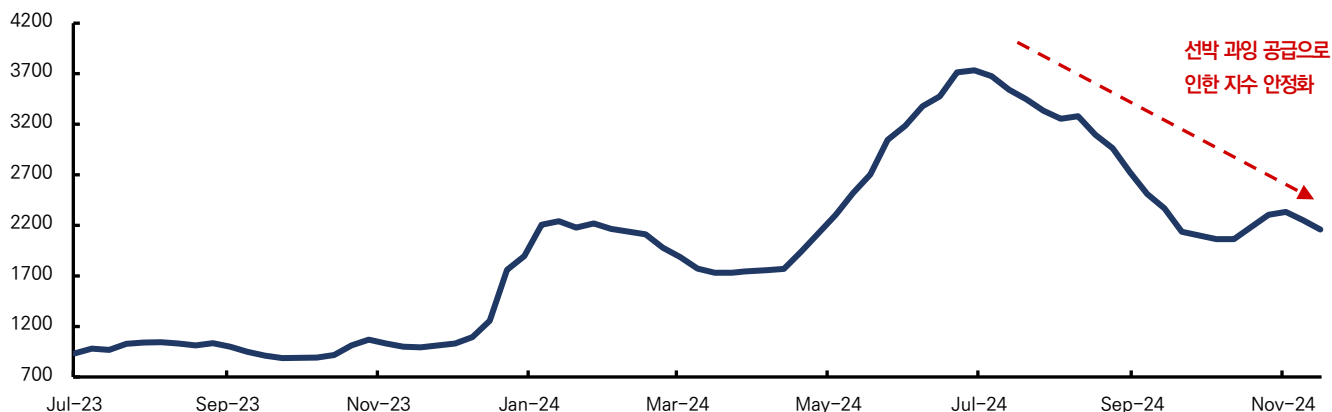
→ SCFI 지수 상승

현재 해상운임비의 하락 안정화 추세는 동사의 물류비 개선에 도움이 될 것이라 전망한다.

수출 비중이 높고 생산 공장이 국내에 위치해 있는 동사의 특성 상, 해상운임비는 직접적으로 동사의 비용단에 직접적인 영향을 미친다. 7월 SCFI 지수의 급격한 상승(YoY+301%)으로 인해 3Q24 동사의 물류비 또한 414억(YoY+176%)을 기록했다.

SCFI 지수 추이

(단위 : point)



출처 : clarkson, RFS Team 4

하지만 7월 이후, 코로나 19시기 선사들이 대거 발주한 선박들이 지속적으로 공급되며 위와 같은 하락 추세를 보이는 것으로 추정된다. '24년 10월까지 컨테이너선 250만 TEU 규모의 선박이 준공되어, 이미 '23년 전체 실적인 230만 TEU를 상회했다.

자체 기술

Stuffing 효과는 덤

'24년까지 앞으로 약 50만 TEU 규모의 선박 인도가 예정되어 있기에, 현재의 운임비 하향 추세는 지속될 것으로 판단된다. 이에 더해, 동사는 컨테이너에 최대한 많은 양을 적재할 수 있는 Stuffing 기술을 개선 중인 것으로 파악되는바, 하반기 동사의 물류비 안정화 추세가 전망된다.

VII. Estimate Logic

매출 추정 논리 – 지역, 제품별 추정

지역별(북미/국내/러시아/중국/기타지역) 매출을 구분한 후, 제품 별로 분리하여 추정했다. 이는 동사의 매출액은 북미 비중이 60%이며, 미국향 매출에 중점을 둔 투자포인트 논리를 전개하기 위함이다.

전체 매출(분기)								
(단위: 백만 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
전체 매출(분기)	323,244	307,305	322,694	411,951	400,088	393,566	406,946	464,160
북미	188,847	198,041	195,210	214,841	220,359	232,822	238,293	252,120
국내	102,534	74,378	75,016	135,241	116,301	96,804	104,192	147,052
러시아	13,777	16,364	26,882	28,422	28,772	29,126	29,484	29,846
중국 및 기타 해외	18,086	18,522	25,586	33,446	34,657	34,815	34,977	35,142

1. 북미 매출

동사의 매출 성장을 견인하는 것은 온수기 매출액이다. 콘덴싱 기술 도입 및 고효율화 규제로 인해 경쟁사가 새롭게 진입하는 상황 속, 글로벌 최상위 수준의 콘덴싱 기술력을 보유한 동사는 기술적 우위와 브랜드 인지도를 기반으로 시장 지배력을 더욱 강화할 것으로 전망된다. 본 리서치 팀은 투자포인트에 서술한 미국 시장을 기반으로 북미 매출을 추정했으며, 1) 온수기 2) 보일러 3) 퍼니스 및 기타 카테고리 매출을 구분하여 추정했다.

북미 전체 매출(연간)					
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
북미 전체 매출(연간)	581,940	649,593	660,915	786,939	941,130
온수기 매출	418,997	474,203	502,295	593,762	653,213
보일러 매출	139,666	142,910	132,183	156,190	182,900
퍼니스 매출	-	-	-	9,589	77,620
기타 매출	23,278	32,480	26,437	27,398	27,398

1-1) 북미 온수기 매출

온수기 매출 P 추정

각사에서 제공하는 가격을 기준으로 4Q24 ASP를 책정했다. 이후 공시된 동사 전체 제품의 ASP 상승 추세를 토대로 역산하여 '21년부터 '23년까지의 ASP를 도출했다. '23년 ASP 상승률 둔화의 원인은 '22년 두 차례에 걸친 판가 인상(총 13.25%)의 영향으로 판단한다. 이를 바탕으로 1Q21-3Q24의 ASP 상승률 추이를 분석한 결과, 분기별 평균 1.77%의 가격 상승이 반영되는 것으로 판단했다. 동사는 고효율 순간식 온수기와 같은 고부가가치 제품 판매를 강화하며, 고효율 제품 중심의 포트폴리오 고급화를 추진하고 있다. 이러한 전략은 시장에서 프리미엄 포지셔닝을 가능하게 하여 ASP 상승 요인으로 작용하고 있는 바, 분기별 1.77%의 ASP 상승은 타당한 것으로 판단, '24년과 '25년의 ASP를 추정했다.

온수기 매출 Q 추정

앞서 추정한 ASP를 기반으로 '21년까지의 온수기 Q를 도출했다. 투자 포인트1에서 언급했듯, 본 리서치 팀은 1) 과거 준공 주택의 온수기 교체 주기 도래 2) 플리핑 3) IRA 온수기 세액공제 혜택을 바탕으로 Q 성장이 나타날 것이라 판단했다. 이를 고려 및 보수적 추정을 위해 추가적인 성장 가능성을 반영하지 않고, 과거 주택 착공 건수를 기준으로 노후화된 온수기 수의 증가분을 산정하였다.

보다 합리적인 매출 추정을 위해 다음의 가정을 도입하였다.

온수기 내용연수 17년 가정. 착공에서 준공까지 기간 1년. $25-1-17=07$, '07년도 주택 착공시 설치된 온수기의 교체 수요가 1Q25부터 반영될 것이라 판단했다.

- ① 온수기의 내용연수는 일반적으로 15~20년으로 평가되며, 본 리서치 팀은 보수적으로 중앙값인 17년으로 가정했다.
- ② 주택 건설 시 착공에서 준공까지의 기간을 1년으로 가정했다.
- ③ 이에 따라, '25년의 경우, 주택 건설 기간(1년)과 온수기의 내용연수(17년)를 반영하여, '07년($25-1-17=07$)부터의 신규 주택 착공 건수 증가분을 기반으로 Q 증가율을 산정했다.

결론적으로, '07년도 이후 착공된 주택에 설치된 온수기의 교체 수요가 '25년 1분기부터 추가적으로 반영될 것이라 판단했다.

북미 온수기 매출(분기)								
(단위: 백만 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
온수기 매출(분기)	143,524	148,531	146,408	155,300	156,163	162,641	163,546	170,863
온수기 ASP	1,939,405	1,993,330	2,015,013	2,022,324	2,058,060	2,094,427	2,131,437	2,169,100
온수기 판매수량	74,004	74,514	72,658	76,793	75,879	77,654	76,730	78,771

1-2) 북미 보일러 매출

보일러와 온수기 매출을 분리하여 추정하였으나, 온수기 매출과 같은 PxQ 논리에 따라 추정하였다. 보일러 매출은 북미 전체 매출의 약 21%를 차지하고 있지만, 동사의 보일러 시장 점유율은 약 0.95%에 불과하며, 이미 많은 경쟁사가 자리 잡고 있어 시장 내 입지는 약한 상황이다. 또한, 동사는 상대적인 경쟁 우위나 차별화된 기술력을 보유하지 않아 성장 가능성이 매우 제한적이라 판단한다. 이러한 상황을 고려할 때, 전체 보일러 시장의 성장 추세를 반영하기보다는 교체 수요를 중심으로 매출을 추정하는 것이 더 합리적이라고 판단했다.

따라서 P 추정은 동사 홈페이지에 게시된 보일러 제품군의 가격을 활용하여 ASP를 산정, Q 추정은 교체 수요를 핵심 변수로 설정하여 이를 기반으로 이루어졌다.

북미 보일러 매출(분기)								
(단위: 백만 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
보일러 매출(분기)	32,104	39,608	40,994	43,484	43,726	45,540	45,793	47,842
보일러 ASP	4,609,461	4,737,626	4,789,160	4,806,538	4,891,472	4,977,907	5,065,869	5,155,386
보일러 판매수량	6,965	8,360	8,560	9,047	8,939	9,148	9,039	9,280

1-3) 북미 퍼니스 및 기타 매출

본 리서치팀은 동사의 신제품 'NPF700'을 온수기에 이어 북미 시장 성장을 주도할 핵심 제품으로 판단한다. 'NPF700'은 뛰어난 품질 경쟁력과 가격 경쟁력을 갖추고 있어, 주요 경쟁사들을 제치고 퍼니스 시장에서 의미 있는 입지를 확보할 것으로 기대된다. 그러나 '투자포인트 1-2'에 언급한 도매상(Distributor) → 설치업체(Installer) → 소비자로 이어지는 기존 유통구조가 퍼니스에도 동일 적용되기에, 중간 유통과정 확보에 시간이 소요되는 바, 3Q24까지는 IR 문의를 통해 신제품 'NPF700'의 유의미한 매출이 인식되지 않았음을 확인하였다. 현재는 도매상과 설치업자를 대상으로 한 사전 설치 교육이 완료된 상황임에 따라 4Q24부터는 'NPF700'의 유의미한 매출 인식이 가능할 것으로 예상된다.

보수적 추정을 위해 'NPF700'의 퍼니스 시장 침투율은 동사가 첫 북미 시장에 침투했을 당시의 온수기 시장 침투율을 기반으로 추정했다. 하지만, 투자포인트 2에서 언급했듯 현재는 이미 기확보한 유통망과 브랜드 인지도를 활용하며 시장에 진출할 수 있을 것으로 판단, 동사가 '08년 온수기 시장에 진입한 이후 약 3년간('08~'11년) 달성한 평균 침투율을 기반으로 퍼니스 시장 침투율을 가정했다.

북미 퍼니스 매출(분기)					
(단위: 백만 원)	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
퍼니스 매출(분기)	0	13,468	17,393	21,368	25,391
퍼니스 ASP(원)	3,193,533	3,213,493	3,233,577	3,253,787	3,274,123
퍼니스 판매수량	0	4,191	5,379	6,567	7,755

2. 국내 매출

국내 매출의 70%를 차지하는 보일러 매출은 산업 분석에서 언급했듯, 난방기기의 높은 보급률과 인구 감소 추세로 인해 시장이 성숙기에 접어들었다. 이러한 이유로 상방이 제한적이며, 동사의 매출액 역시 점진적으로 감소하고 있다. 이에 본 리서치 팀은 3개년 매출액 감소율을 가중평균한 -2.35%를 반영하였다. 또한, 난방 수요의 계절적 변동에 따라 보일러 매출 역시 계절별로 큰 차이를 보이며, 특히 1분기와 4분기에 보일러 설치 및 교체 수요가 증가하는 경향이 있다. 이를 고려하여 1분기를 기준으로 분기별 상대 매출액을 산정하였다.

국내 온수기 매출의 경우, 매출액 수치에서 뚜렷한 경향성을 확인하기 어렵고, 전체 매출의 약 3%를 차지하는 것으로 파악되었다. 하지만 판매량 및 수요에 대한 구체적인 데이터가 부족하여 추정 논리를 제시하기 어렵다는 점을 고려하여 3개년 평균 매출액을 기준으로 추정하였다.

국내 기타 매출의 경우, SK매직의 3개 사업부(가스레인지, 전기레인지, 전기오븐) 인수로 인해 '24년 4분기부터 환기 사업부와의 시너지 효과로 매출액 증대가 예상된다. 이에 따라 본 리서치팀은 SK매직의 '20년 당시 전기레인지 부문 매출액을 근거로 연간 약 637억 원의 매출액 증가를 예상했다.

국내 매출(분기)								
(단위: 백만 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
국내 전체 매출	102,534	74,378	75,016	135,241	116,301	96,804	104,192	147,052
보일러	66,647	48,346	48,760	90,451	62,232	42,736	50,124	92,983
온수기	8,697	8,681	8,527	8,109	8,504	8,504	8,504	8,504
기타	27,190	17,351	17,729	36,682	45,565	45,565	45,565	45,565

3. 러시아 매출

동사의 러시아 매출의 90%를 차지하는 보일러 시장은 '20년 기준 약 4억 3823만 달러 규모로, 11억 25만 달러의 시장 규모를 가진 미국에 비해 상대적으로 작다. 그러나 미국 보일러 시장의 향후 5년간 CAGR이 0.8%로 전망되는 것과 달리, 러시아는 지방지역 가스화 프로젝트를 추진함에 따라 약 5%의 CAGR이 예상되어 앞으로 성장세가 주목되는 시장이다.

러시아 보일러 수요의 50% 이상이 수입산에 의존하고 있는 상황에서, '08년도에 출시한 가스 보일러 'NAVIEN ACE'는 낮은 가스압력과 혹한 환경에서도 정상적으로 작동하는 특징의 호평을 받으며 러시아 벽걸이 보일러 시장에서 점유율 1위를 기록하고 있다. 또한, 러시아 정부가 지방 지역의 가스화 프로젝트를 추진함에 따라 가스 보일러에 대한 수요가 급증할 것으로 보이며, 이는 가스 보일러를 주력으로 수출하는 동사에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단된다.

본 리서치 팀은 동사의 우수한 경쟁력을 바탕으로, 러시아 보일러 시장의 성장 흐름을 충실히 반영할 수 있을 것으로 판단하였다. 다만, 보수적인 추정을 위해 점유율 확장에 따른 추가적인 상승 여력을 제외, 러시아 보일러 시장의 성장률 5%만을 매출액 추정에 반영하였다.

러시아 매출(분기)								
(단위: 백만 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
러시아 전체 매출	13,777	16,364	26,882	28,422	28,772	29,126	29,484	29,846
보일러	11,710	14,728	25,269	25,580	25,895	26,213	26,535	26,862
기타	2,067	1,636	1,613	2,842	2,877	2,913	2,948	2,985

4. 중국 및 기타 해외 매출

중국 보일러 시장은 세계 최대 규모를 자랑하며, 향후 민간 가스회사 주도로 가스관로 확대하는 프로젝트에 발맞춰 5년간 CAGR 8.6%가 예상되는 주목할 만한 시장이다. 특히, 가스 보일러 시장은 '19년부터 '22년까지 감소세를 보였으나, '23년에는 6%의 성장세로 전환되었다. 이처럼 가스 보일러 부문의 수요 증가가 중국 시장을 주도할 것으로 전망되며, 베이징에 공장을 설립하여 운영 중인 동사의 중국향 매출 또한 안정적인 성장세를 이어갈 것으로 기대된다.

현재 중국 내 한국 브랜드의 시장 점유율은 10% 미만으로, 유럽산 제품에 비해 상대적으로 낮은 편이나, 현재까지 보일러 산업에서 직접적인 지정학적 리스크는 크게 부각되지 않고 있다. 특히, '15년도 한중 FTA 발효 시 5%의 관세율이 적용되었으나, 이후 매년 균등하게 인하되어 '24년의 관세율은 0%에 해당한다. 이는 양국 간 보일러 제품의 무역에서 관세 장벽이 사실상 사라졌음을 의미한다. 따라서 중국 보일러 시장의 CAGR을 고려하여 동사의 중국향 매출액을 추정하였다.

동사는 유럽 등 47개국에 보일러와 온수기 등 현지 맞춤형 제품을 수출하며 글로벌 시장에서 입지를 강화하고 있다. 지난해에는 우즈베키스탄 법인과 멕시코 법인을 설립해 중앙아시아 및 중남미 시장 공략에 나섰으며, 카자흐스탄 보일러 시장에서 점유율 1위를 기록하며 기술력과 적극적인 마케팅 전략을 통해 성장 가능성을 입증하였다. 이러한 성과를 반영하듯 '23년 동사의 기타 해외 매출액은 전년 대비 100.28% 증가한 것으로 나타났다. 이에 따라 연평균 매출액 상승률을 적용하여 향후 기타 해외 매출액을 추정하였다.

중국매출(분기)								
(단위: 백만 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
중국 전체 매출	5,227	6,046	9,023	9,438	9,365	9,523	9,685	9,850
보일러	3,554	4,414	7,309	7,461	7,616	7,774	7,936	8,101
기타	1,673	1,632	1,714	1,977	1,749	1,749	1,749	1,749

비용 추정 논리

매출원가 추정											
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출원가	683,829	692,953	690,334	182,412	161,576	165,145	202,126	202,643	204,246	215,630	243,947
원재료 및 상품의 사용	582,455	484,072	482,522	104,861	79,080	90,369	119,466	116,025	114,134	118,014	134,606
% of sales	52.81%	41.70%	40.07%	32.44%	25.73%	28.00%	29.00%	29.00%	29.00%	29.00%	29.00%
급여	57,171	52,763	77,446	21,703	22,489	22,850	28,759	28,361	28,580	30,980	36,844
% of sales	5.18%	4.55%	6.43%	6.71%	7.32%	7.08%	6.15%	6.15%	6.15%	6.15%	6.15%
감가상각 및 무형자산상각비	24,816	29,861	31,709	7,770	7,692	7,558	10,212	9,918	9,756	10,088	11,506
% of sales	2.25%	2.57%	2.63%	2.40%	2.50%	2.34%	2.48%	2.48%	2.48%	2.48%	2.48%
외주용역비	42,484	44,885	49,431	13,964	14,312	12,641	16,782	16,299	16,033	16,578	18,909
% of sales	3.85%	3.87%	4.10%	4.32%	4.66%	3.92%	4.07%	4.07%	4.07%	4.07%	4.07%
지급수수료	4,651	6,188	6,839	1,497	2,033	1,341	2,128	2,044	2,139	2,100	2,408
% of sales	0.42%	0.53%	0.57%	0.46%	0.66%	0.42%	0.52%	0.51%	0.54%	0.52%	0.52%
기타	(27,747)	75,184	42,386	32,618	35,971	30,386	24,779	29,995	33,603	37,869	39,673
% of sales	-2.52%	6.48%	3.52%	10.09%	11.71%	9.42%	6.02%	7.50%	8.54%	9.31%	8.55%

판매관리비 추정											
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
판매관리비	354,822	408,137	408,068	108,291	116,536	120,709	159,313	142,596	140,607	146,894	178,093
급여	112,973	129,733	142,058	40,018	40,495	44,783	56,390	55,610	56,040	60,745	72,243
% of sales	10.24%	11.18%	11.80%	12.38%	13.18%	13.88%	13.69%	13.90%	14.24%	14.93%	15.56%
기타관리비	22,477	27,971	31,047	4,920	8,864	9,032	10,245	9,950	9,788	10,120	11,543
% of sales	2.04%	2.41%	2.58%	1.52%	2.88%	2.80%	2.49%	2.49%	2.49%	2.49%	2.49%
판매수수료	44,899	47,932	45,198	13,624	12,978	12,560	15,219	15,219	15,219	15,219	15,219
% of sales	4.07%	4.13%	3.75%	4.21%	4.22%	3.89%	3.69%	3.80%	3.87%	3.74%	3.28%
광고선전비	43,440	44,922	43,841	9,889	15,600	11,356	26,936	12,065	10,233	10,612	25,171
% of sales	3.94%	3.87%	3.64%	3.06%	5.08%	3.52%	6.54%	3.02%	2.60%	2.61%	5.42%
물류비	43,552	47,574	20,645	6,659	7,560	9,962	10,134	9,842	9,682	10,011	11,418
% of sales	3.95%	4.10%	1.71%	2.06%	2.46%	3.09%	2.46%	2.46%	2.46%	2.46%	2.46%
감가상각 및 무형자산상각비	13,693	15,028	14,842	3,729	3,978	4,241	5,213	5,063	4,980	5,150	5,874
% of sales	1.24%	1.29%	1.23%	1.15%	1.29%	1.31%	1.27%	1.27%	1.27%	1.27%	1.27%
A/S 비	22,396	26,700	37,868	10,074	10,129	8,998	11,428	11,099	10,918	11,289	12,877
% of sales	2.03%	2.30%	3.14%	3.12%	3.30%	2.79%	2.77%	2.77%	2.77%	2.77%	2.77%
기타비용	51,391	68,276	72,568	19,378	16,933	19,777	23,747	23,747	23,747	23,747	23,747
% of sales	4.66%	5.88%	6.03%	5.99%	5.51%	6.13%	5.76%	5.94%	6.03%	5.84%	5.12%

원재료 및 상품의 사용, 물류비, 광고선전비 등 투자포인트에서 주요하게 제시하고 있는 항목들인 원재료및 상품의 사용, 물류비와 상대적으로 금액적 중요성이 나타나는 판매수수료와 급여는 별도 추정하였다.

금액적 중요성을 띠는 항목들을 선정하여, 상관계수 측정을 통해 변동비 및 고정비로 분류하였다. 따라서 상관계수가 0.95가 초과하는 지급수수료, 외주용역비, A/S비 등의 항목을 변동비로 추정하였으며, 합리적 추정이 어려운 기타비용의 경우 %of sales를 보수적으로 average flat 하여 추정하였다.

원재료 및 상품의 사용액 추정

동기의 분기별 매출액에서 원재료가 차지하는 비중은 주 원재료인 철광석 가격의 변동에 따라 변화하는 것으로 판단된다. 실제로, 1Q21부터 현재까지의 기간 중, 철광석 가격이 정점을 찍었던 2Q22와 4Q23의 경우, 매출액 대비 원재료 비중이 각각 56%와 64%로 높게 나타났다. 반면, 철광석 가격이 하락세를 보였던 4Q22와 3Q24에는 비중이 각각 24%와 29%로 낮아졌다.

앞서 서술한 투자포인트 3을 기반으로, 본 리서치팀은 중국 경기 부진과 주요 생산국인 호주 및 브라질의 공급 증가로 인한 철광석 가격 하락을 예상하지만, 보다 보수적인 추정을 위해 3Q24의 비중을 반영하였다.

원재료 및 상품의 사용																	
(단위: 백만 원)	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
원재료 및 상품의 사용	224,871	145,446	139,337	119,650	79,638	88,769	71,274	85,544	236,936	104,861	79,080	90,369	118,306	114,899	113,026	116,869	133,300
매출액	361,349	294,133	248,283	281,198	337,248	289,264	257,270	282,446	375,332	323,244	307,577	322,696	411,951	400,088	393,566	406,946	464,160
원재료 및 상품의 사용/매출액	62%	49%	56%	43%	24%	31%	28%	30%	63%	32%	26%	28%	29%	29%	29%	29%	29%

물류비 추정

경동나비엔의 주요 수출 시장인 북미, 유럽, 러시아는 모두 해상운송 의존도가 높은 지역이므로 해상운임비는 동사의 물류비에 중요한 영향을 미친다. APPENDIX에서 살펴본 바와 같이, 본 리서치팀은 YoY+301% 상승하였던 SCFI 지수가 3Q24 선박 과잉 공급으로 인해 하향 안정화될 것으로 판단한다. 이에 따라 SCFI 지수가 비교적 안정화되었던 2Q24의 물류비 대비 매출액 비중을 반영하여 물류비를 추정하였다.

물류비 추정								
(단위: 백만 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
물류비		7,560		10,134	9,842	9,682	10,011	11,418
매출액		307,305		411,951	400,088	393,566	406,946	464,160
물류비/매출액		2.46%		2.46%	2.46%	2.46%	2.46%	2.46%

광고선전비 추정

동사의 광고선전비는 상관계수 0.34로 변동비적 성격을 보이지 않지만, 분기별 광고선전비를 분석한 결과 1분기와 4분기에 증가하고 2분기와 3분기에 감소하는 계절적 특성을 보인다. 이는 주요 제품군인 난방기기의 계절적 수요와 동사의 마케팅 전략에 기인한다.

동사는 겨울철을 앞둔 4분기(겨울 전환기)와 겨울이 끝난 직후의 1분기(AS 및 교체 수요 활성화)에 판매 촉진을 위해 광고 집행을 집중적으로 증가시키는 경향을 보인다. 특히, 겨울철 난방 성수기를 겨냥해 소비자들에게 난방 관련 제품의 필요성을 각인시키는 집중 캠페인을 주로 4분기에 배치하는 전략을 취하고 있어, 이를 바탕으로 분기별 광고선전비를 추정하였다.

광고선전비 추정																	
(단위: 백만 원)	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
광고선전비 추정	18,305	7,846	6,355	10,819	16,901	8,854	8,114	9,007	20,267	9,889	15,600	11,356	26,936	12,065	10,233	10,612	25,171

급여 추정

동사는 멕시코 등 해외 시장에서의 성장을 위해 현지 법인 설립과 운영을 강화하고 있다. 이러한 과정에서 현지 인력 채용이 증가하면서 전체적인 급여 비용이 증가할 것으로 판단된다. 실제로 '21년부터 매출액 대비 급여 비용 비중은 점차적으로 증가하는 추세를 보이고 있다.

이에 본 리서치팀은 해외 시장 확장에 따른 종업원 증가를 주요 논리로 설정하고, 이러한 경향성을 바탕으로 급여를 추정하였다. 이후, 추정된 급여를 매출원가와 판매비의 평균 비중에 따라 배분하였다.

급여 추정																	
(단위: 백만원)	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
급여	53,121	48,218	47,307	49,446	37,526	50,040	53,414	54,798	61,252	61,721	62,983	67,633	85,149	83,972	84,620	91,725	109,087
매출원가 급여													28,759	28,361	28,580	30,980	36,844
판매비 급여													56,390	55,610	56,040	60,745	72,243
매출액	361,349	294,133	248,283	281,198	337,248	289,264	257,270	282,446	375,332	323,244	307,577	322,696	411,951	400,088	393,566	406,946	464,160
급여/매출액	14.7%	16.4%	19.1%	17.6%	11.1%	17.3%	20.8%	19.4%	16.3%	19.1%	20.5%	21.0%	20.7%	21.0%	21.5%	22.5%	23.5%

감가상각 및 무형자산 상각비

투자포인트 1에서 언급된 바와 같이 동사는 서탄공장의 CAPA를 200만대에서 '26년 2월까지 439만대로, 약 2배 이상 확장할 예정이나 이는 '26년도 감가상각비부터 반영될 예정이다. 동사의 감가상각비는 상관계수가 0.97로 높은 연관성을 가지며, 매출액 대비 비중은 1.27%로 미미하다. 이에 따라 매출액 기준 가중평균 방식을 적용하여 감가상각비를 추정하였다.

추정 손익계산서											
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출액	1,102,947	1,160,861	1,204,313	323,244	307,305	322,694	411,951	399,935	393,169	406,209	462,985
YoY(%)	26%	5%	4%	16%	13%	10%	21%	24%	28%	26%	12%
매출원가	683,829	692,953	690,334	182,412	161,576	165,145	202,126	202,643	204,246	215,630	243,947
매출총이익	419,118	467,908	513,979	140,832	145,729	157,549	209,825	197,292	188,923	190,578	219,037
GPM(%)	38%	40%	43%	44%	47%	49%	51%	49%	48%	47%	47%
판매비와 관리비	354,822	408,137	408,068	108,291	116,536	120,709	159,313	142,596	140,607	146,894	178,093
영업이익	64,296	59,771	105,911	32,541	29,194	36,839	50,512	54,696	48,316	43,685	40,945
OPM(%)	6%	5%	9%	10%	9%	11%	12%	14%	12%	11%	9%
금융수익	1,087	51,514	25,585	10,045	12,843	327	6,753	6,753	6,753	6,753	6,753
금융비용	3,334	39,008	29,192	4,130	3,335	17,374	8,443	8,443	8,443	8,443	8,443
기타수익	56,678	7,014	10,267	768	1,240	689	1,740	1,740	1,740	1,740	1,740
기타비용	16,675	6,566	5,279	587	604	780	1,206	1,206	1,206	1,206	1,206
법인세비용 차감 전 순이익	102,051	72,725	107,292	38,636	39,337	19,701	49,356	53,539	47,159	42,528	39,788
법인세비용	21,393	19,142	24,143	7,240	11,120	3,953	9,945	10,823	9,483	8,511	7,936
당기순이익	80,658	53,583	83,149	31,396	28,218	15,748	39,411	42,716	37,676	34,017	31,853
NPM(%)	7%	5%	7%	10%	9%	5%	10%	11%	10%	8%	7%

VIII. Valuation

Peer PER Valuation

'25년 EPS 10,040원 Target PER 13.1x 목표주가 131,800원 상승여력 73%, 투자 의견 BUY 제시한다.

► Why PER?

동사는 현재 기존 1) 북미 콘덴싱 온수기 시장(M/S 1위)에서의 매출 성장이 기대되고, 2) 연간 470만대 시장 규모의 북미 펄니스 시장 새롭게 진출했다. 이에 따른 신시장 진출 기대감과 북미 지역을 필두로 동사가 누리게 될 증익을 함께 반영하기 위해 PER 방식을 채택한다.

► Why Peer PER?

결국 중요한 것은 북미향 매출 상승이며, 특히 북미 펄니스 시장으로의 본격적인 진출을 앞둔 동사는 추가 '리레이팅'의 여력이 충분하다고 판단한다. 하지만 동사는 북미에 기진출한 이력이 존재함에 따라 확보한 유통망과 브랜드 인지도를 적극 활용할 수 있을 것으로 기대된다. 즉, **현 시점 펄니스 시장으로의 진출 상황은 과거 첫 진출 당시('06년)와는 상이한** 바, Historical PER로서 그 기대감을 반영하기에는 어렵다고 판단했다.

이에 본 리서치팀이 Peer 선정을 위해 활용한 기준은 다음과 같다.

1. 온수기, 보일러 매출 비중과 북미 매출 비중이 높은 난방기기 Player
2. 펄니스 시장에 기진출한 Player

Peer Group Forward P/E				
기업명	온수기/보일러 매출 비중	북미 비중	펄니스 시장 진출 여부	Forward P/E
A.O. Smith	75%	75%	북미 펄니스 시장 기진출	18.5
Lennox	20%	95%	북미 펄니스 시장에서의 강력한 입지	20.3
Rinnai	60%	10%	펄니스 시장에서의 비중은 제한적	15.7
Ariston Holdings	70%	비교적 낮음	펄니스 시장 활동은 제한적, 기술력 보유	10.6
Trane Technologies	15%	70%	북미 펄니스 시장에서의 강력한 입지	22.4

'25E 동사는 북미 시장을 기반으로 한 이익체력의 향상이 기대되나 Peer(A.O.smith, Lennox) 대비 상대적으로 낮은 북미 매출 비중(57%)을 지니며, 북미 펄니스 시장의 후발주자로서 초기 시장 진입 비용 및 리스크를 감안한 보수적 평가가 필요하다고 판단한다.

따라서 다음 5개 Peer의 평균 Fwd P/E에 25%를 할인한 13.125를 Target P/E로 산출했다.

'25년 예상 EPS 10,040원에 앞서 도출한 Target P/E 13.125x를 곱하여 목표주가 131,800원, 상승여력 71%, 투자 의견 BUY 제시한다.

예상 포괄손익계산서 (요약)(십억 원)	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,161	1,204	1,365	1,662
매출원가	693	690	711	867
매출총이익	468	514	654	796
판매비와관리비	408	408	505	608
조정영업이익	60	106	149	187
영업이익	60	106	149	187
비영업손익	13	1	(2)	(5)
금융손익	13	(4)	(3)	(5)
관계기업등 투자손익	0	3	1	0
세전계속사업손익	73	107	147	183
계속사업법인세비용	19	24	32	37
계속사업이익	54	83	114	146
중단사업이익	-	-	-	-
당기순이익	54	83	114	146
지배주주	54	83	114	146
비지배주주	-	-	-	-
총포괄이익	74	74	98	110
지배주주	74	74	98	110
비지배주주	-	-	-	-
EBITDA	105	152	197	241
FCF	(45)	139	43	86
EBITDA 마진율 (%)	9.0	12.7	14.4	14.5
영업이익률 (%)	5.2	8.8	10.9	11.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.6	6.9	8.3	8.8

예상 현금흐름표 (요약) (십억원)	2022	2023	2024E	2025E
영업활동으로 인한 현금흐름	9	197	120	151
당기순이익	54	83	114	146
비현금수익비용가감	101	111	64	73
유형자산감가상각비	43	44	53	56
무형자산상각비	2	3	5	6
기타	56	64	6	11
영업활동으로인한자산및부채의변동	(78)	20	(35)	(35)
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	38	(80)	(15)	(33)
재고자산 감소(증가)	(46)	12	(37)	(46)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(70)	88	17	44
법인세납부	(68)	(17)	(23)	(35)
투자활동으로 인한 현금흐름	(57)	(77)	(80)	(98)
유형자산처분(취득)	(54)	(53)	(69)	(83)
무형자산감소(증가)	(5)	(6)	(9)	(11)
장단기금융자산의 감소(증가)	6	(13)	(3)	(4)
기타투자활동	(4)	(5)	1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	79	(114)	(8)	(12)
장단기금융부채의 증가(감소)	93	(98)	(11)	24
자본의 증가(감소)	-	-	-	-
배당금의 지급	(6)	(7)	(9)	(11)
기타재무활동	(8)	(9)	12	(25)
현금의 증가	31	6	32	41
기초현금	44	75	81	113
기말현금	75	81	113	154

예상 재무상태표 (요약)(십억 원)	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	523	555	711	848
현금 및 현금성자산	78	83	81	216
매출채권 및 기타채권	114	131	164	190
재고자산	312	301	398	384
기타유동자산	19	40	69	58
비유동자산	495	506	587	635
관계기업투자등	100	93	112	139
유형자산	379	394	443	457
무형자산	16	19	32	39
자산총계	1,018	1,061	1,298	1,483
유동부채	423	410	569	641
매입채무 및 기타채무	193	239	326	357
단기금융부채	154	94	98	103
기타유동부채	76	77	145	181
비유동부채	77	66	77	83
장기금융부채	37	17	18	20
기타비유동부채	40	49	59	63
부채총계	500	476	646	724
지배주주지분	518	585	652	759
자본금	15	15	15	15
자본잉여금	131	131	131	131
이익잉여금	372	439	506	613
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	518	585	652	759

예상 주당가치 및 valuation (요약)	2022	2023	2024E	2025E
P/E (x)	9.2	8.3	9.8	7.7
P/CF (x)	52.7	3.5	9.4	7.4
P/B (x)	0.9	1.2	1.7	1.5
EV/EBITDA (x)	6	4.6	3.8	3.4
EPS (원)	3,678	5,707	7,878	10,040
CFPS (원)	642	13,547	8,237	10,365
BPS (원)	35,820	40,450	44,754	52,098
DPS (원)	500	550	650	750
배당성향 (%)	13.5	9.6	8.2	7.4
배당수익률 (%)	1.5	1.2	0.8	0.9
매출액증가율 (%)	5.3	3.7	13.4	21.9
EBITDA증가율 (%)	1.7	45.6	29.6	22.3
조정영업이익증가율 (%)	(7.0)	77.2	40.6	25.5
EPS증가율 (%)	(36.9)	55.2	38.0	27.4
매출채권 회전율 (회)	9.2	10.6	9.7	8.7
재고자산 회전율 (회)	4.0	3.9	3.4	4.3
매입채무 회전율 (회)	8.2	9.1	10.8	9.9
ROA (%)	5.5	8.0	8.8	9.8
ROE (%)	11.1	15.1	17.5	19.2
ROIC (%)	5.0	11.9	11.2	13.5
부채비율 (%)	96.6	81.4	99.0	95.4
유동비율 (%)	123.4	135.3	124.9	132.3
순차입금/자기자본 (%)	26.1	2.4	24.8	27.2
조정영업이익/금융비용 (x)	8.2	11.3	18.6	20.1