

연우(115960)

매수(유지) / TP: 34,000원(유지)

주가(4/3, 원)	34,100
시가총액(십억원)	423
발행주식수(백만)	12
52주 최고/최저가(원)	36,050/22,550
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	2,358
유동주식비율(%)	37.5
외국인지분율(%)	12.4
주요주주(%)	기중현 외 1 인
	PKG Group, LLC
	6.8

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2016A	235	25	21	1,688	6.6	37	22.8	12.7	2.7	12.4	-
2017A	229	9	8	645	(61.8)	23	46.7	16.8	2.0	4.4	-
2018F	257	17	13	1,034	60.4	36	33.0	12.5	2.1	6.6	-
2019F	288	23	18	1,413	36.6	48	24.1	9.5	2.0	8.4	-
2020F	326	32	25	2,022	43.1	64	16.9	7.2	1.8	10.9	-

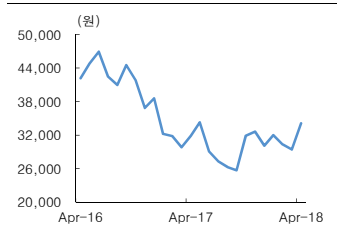
주: 순이익은 지분법적용 순이익

재도약 시점!

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	16.0	32.7	11.1
상대주가(%)	14.6	(0.9)	(27.7)

주가추이



수출과 주력 바이어 회복 긍정적: 용기 업체인 연우 실적도 바닥을 통과했다. 1분기 매출액은 전년대비 15% 증가한 640억원, 영업이익은 14% 증가한 25억원(영업이익률 3.9%)으로 예상된다. 작년 1분기 수출 주요 고객사 리뉴얼로 인해 부진했던 수출 회복과 주력 바이어인 아모레퍼시픽향 매출도 3분기 연속 감소 이후 증가한 것으로 추정된다. 아모레퍼시픽의 재고 조정 일단락과 주력 브랜드인 설화수 최저임금상승과 물류자동화시스템 등 비용 요인으로 인해 비용 부담은 지속되었으나 외형 회복으로 이익 개선도 가시화될 것이다. 비용 관련 요인은 2분기부터 완화될 것이고 가동률이 상승하면서 실적은 점진적으로 개선될 전망이다.

2018년 수요 회복과 비용 부담 완화: 2017년 약 35%의 캐파가 증설되었으나 수출 주요 브랜드들의 수주 공백, 전체 매출의 약 25%를 차지하는 아모레퍼시픽 실적 부진 및 재고 조정 영향으로 매출이 전년보다 감소했다. 매출 부진에도 증가한 설비 투자로 감가상각비, 외주가공비 등 비용은 증가하면서 매출원가율이 86.9%로 전년대비 6.1%p 상승하며 수익성 부진의 주요인이었다. 수출은 작년 1분기를 바닥으로 증가하고 있으며 최근 호조인 일본향 수요도 일부 확보하고 있다. 내수는 아모레퍼시픽의 설화수 리뉴얼 제품 등이 본격적으로 출시되면서 회복되고 있다.

프리미엄 용기 1위 업체, 산업 성장 수혜 누릴 것: 한국 화장품 산업은 면세점과 수출 위주로 산업 성장률이 높아지고 있다. 이에 글로벌 고가 브랜드사들 역시 중국 수요 확대에 힘입어 양호한 매출 성장을 시현하고 있다. 랑콤 등 고가 브랜드를 확보한 동사는 프리미엄 시장 성장 수혜가 예상되고 최근 국내 설화수 등 고가 브랜드의 점유율 확대를 위한 노력 또한 긍정적이다. 동사의 주력인 펌프 제품의 경우 동사의 시장 점유율은 38%에 달하고 상위 4개사가 약 80%를 점유하는 과점 시장이다. 2018, 2019년에도 15% 내외의 외형 성장과 60%, 36% 높은 EPS 성장이 예상된다. 투자의견 '매수'와 목표주가 34,000원(12MF PER 28배)을 유지한다. 조정 시 매수를 권유한다.

나은채

ec.na@truefriend.com

〈표 15〉 연간 실적 전망

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	199	235	229	257	288
내수	104	133	127	143	159
수출	92	100	102	114	129
펌프형	142	177	167	193	213
내수	67	93	89	100	109
수출	75	84	79	93	104
튜브형	27	29	30	28	36
내수	17	18	15	16	20
수출	10	11	15	12	15
견본품	26	27	28	36	39
내수	19	22	22	27	29
수출	6	5	7	9	10
매출액 비중	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
내수	52.1	56.5	55.6	55.6	55.1
수출	46.0	42.7	44.6	44.4	44.9
펌프형	71.5	75.4	73.1	75.1	74.0
내수	47.3	52.4	50.0	53.0	53.0
수출	52.7	47.6	50.0	47.0	47.0
튜브형	13.8	12.4	13.0	10.9	12.4
내수	62.3	60.8	52.0	50.0	53.0
수출	37.7	39.2	48.0	50.0	47.0
견본품	12.9	11.5	12.4	14.0	13.6
내수	75.7	82.7	80.0	75.0	75.0
수출	24.3	17.3	20.0	20.0	20.0
매출액 증감	18.0	18.1	(2.7)	12.5	12.1
내수	20.9	28.0	(4.3)	12.4	11.1
수출	13.5	9.6	1.7	11.9	13.3
펌프형	18.8	24.4	(5.6)	15.6	10.4
내수	25.0	37.8	(4.7)	13.1	9.4
수출	13.7	12.3	(6.6)	18.4	11.6
튜브형	11.7	6.4	2.2	(5.8)	26.9
내수	1.4	3.9	(15.2)	8.4	24.3
수출	34.1	10.5	29.3	(20.2)	30.5
견본품	15.4	5.4	4.9	26.7	9.3
내수	28.0	15.1	(3.6)	23.7	9.6
수출	(11.7)	(24.6)	45.4	36.2	8.5

자료: 연우, 한국투자증권

〈표 16〉 분기 실적 전망

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2017				2018F			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF
매출액	56	55	59	58	64	65	64	64
증감	2.1	(13.0)	(0.7)	2.0	15.0	17.0	9.0	9.3
내수	36	29	27	33	38	37	34	33
수출	20	25	32	24	26	27	30	31
매출총이익	7	8	8	7	9	11	11	10
매출총이익률	13.3	14.5	12.9	11.9	13.8	17.0	16.5	15.7
영업이익	2	3	2	2	3	5	4	5
증감	(63.0)	(71.6)	(68.2)	(31.1)	14.0	61.9	140.7	138.8
영업이익률	3.9	5.3	3.0	3.7	3.9	7.3	6.7	8.1

자료: 연우, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

연우는 1983년 설립된 화장품 종합 포장재 기업이며, 2015년 11월 코스닥시장에 상장했다. 연우의 주요 제품은 펌프형, 튜브형, 견본용 용기로 분류되며, 펌프형 화장품 용기 시장에서 업계 1위를 기록하고 있다. 주요 고객사는 아모레퍼 시픽, LG 생활건강, 미국의 화장품 포장재 제조업체인 PKG 그룹, 스페인의 쿼드팩 그룹(Quadpack Group) 등이다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	87	84	89	94	100
현금성자산	26	22	18	14	10
매출채권및기타채권	34	36	41	45	51
재고자산	20	21	24	27	31
비유동자산	149	173	203	227	253
투자자산	7	5	6	7	7
유형자산	127	153	180	202	224
무형자산	2	4	5	5	6
자산총계	236	257	292	322	353
유동부채	34	48	70	83	89
매입채무및기타채무	20	22	24	27	31
단기차입금및단기사채	0	12	22	22	22
유동성장기부채	7	12	16	21	26
비유동부채	23	23	22	21	21
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	16	14	13	11	9
부채총계	57	70	93	104	110
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	67	67	67	67	67
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	106	114	127	144	169
자본총계	179	187	199	217	242

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	25	19	34	44	49
당기순이익	21	8	13	18	25
유형자산감가상각비	11	13	19	25	31
무형자산상각비	0	1	1	1	1
자산부채변동	(14)	(4)	1	0	(9)
기타	7	1	0	0	1
투자활동현금흐름	(36)	(37)	(52)	(51)	(58)
유형자산투자	(33)	(45)	(50)	(51)	(56)
유형자산매각	0	4	4	4	4
투자자산순증	(2)	3	(1)	(1)	(1)
무형자산순증	(1)	(2)	(1)	(2)	(2)
기타	0	3	(4)	(1)	(3)
재무활동현금흐름	(1)	15	13	3	3
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(1)	15	13	3	3
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	(1)	0	0	0
현금의증가	(11)	(4)	(5)	(4)	(6)

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

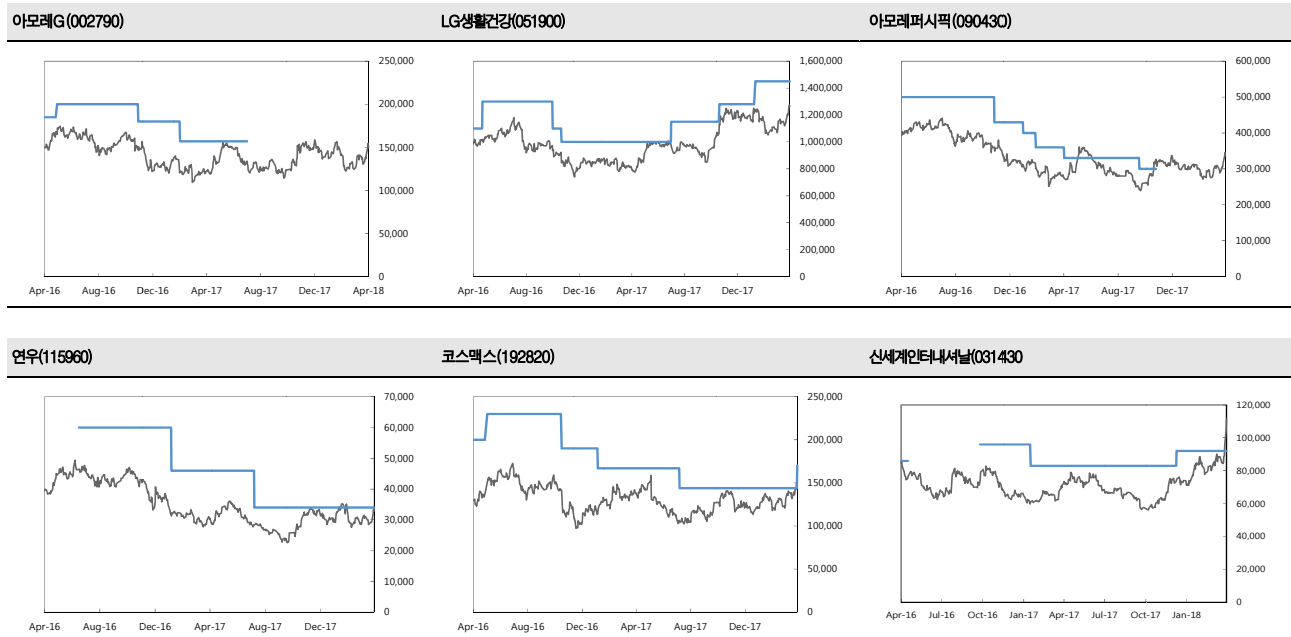
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	235	229	257	288	326
매출원가	190	199	217	239	263
매출총이익	45	30	41	50	63
판매관리비	20	21	24	27	31
영업이익	25	9	17	23	32
금융수익	3	2	0	0	0
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	3	4	1	1	1
이자비용	0	1	1	1	1
기타영업외손익	1	0	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	26	8	16	22	31
법인세비용	5	(0)	3	4	6
당기순이익	21	8	13	18	25
기타포괄이익	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
총포괄이익	20	8	13	17	25
EBITDA	37	23	36	48	64

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,688	645	1,034	1,413	2,022
BPS	14,449	15,074	16,088	17,480	19,482
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	18.1	(2.7)	12.5	12.1	13.1
영업이익증가율	32.2	(63.6)	84.0	36.1	41.9
순이익증가율	37.0	(61.8)	60.3	36.6	43.1
EPS증가율	6.6	(61.8)	60.4	36.6	43.1
EBITDA증가율	24.9	(38.4)	60.7	32.8	32.0
수익성(%)					
영업이익률	10.6	4.0	6.5	7.9	9.9
순이익률	8.9	3.5	5.0	6.1	7.7
EBITDA Margin	15.7	9.9	14.2	16.8	19.6
ROA	9.3	3.2	4.7	5.7	7.4
ROE	12.4	4.4	6.6	8.4	10.9
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	(7)	13	28	34	40
차입금/자본총계비율(%)	13.4	20.6	25.6	24.8	23.4
Valuation(X)					
PER	22.8	46.7	33.0	24.1	16.9
PBR	2.7	2.0	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	12.7	16.8	12.5	9.5	7.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
아모레G(002790)	2016.03.08	매수	185,000원	-18.1	-9.2	연우(115960)	2017.09.23	매수	300,000원	-7.8	8.8
	2016.05.02	매수	200,000원	-20.5	-12.8		2017.10.31	중립	-	-	-
	2016.11.01	매수	180,000원	-26.3	-13.1		2015.11.02	NR	-	-	-
	2017.02.03	매수	157,000원	-16.2	-0.3		2016.06.22	매수	60,000원	-30.5	-20.5
	2017.07.05	중립	-	-	-		2017.01.12	매수	46,000원	-31.9	-21.6
LG생활건강(051900)	2016.03.23	매수	1,100,000원	-10.7	-7.4	코스맥스(192820)	2017.07.14	매수	34,000원	-	-
	2016.04.26	매수	1,300,000원	-20.7	-9.2		2016.02.16	매수	200,000원	-36.4	-29.8
	2016.10.05	매수	1,100,000원	-17.2	-14.4		2016.05.09	매수	230,000원	-34.4	-25.0
	2016.10.25	매수	1,000,000원	-13.1	0.7		2016.10.23	매수	190,000원	-40.0	-32.6
	2017.07.05	매수	1,150,000원	-17.1	-6.9		2017.01.12	매수	167,000원	-22.0	-5.1
	2017.10.24	매수	1,280,000원	-6.6	-2.3		2017.07.14	매수	144,000원	-13.9	5.9
	2018.01.15	매수	1,450,000원	-	-		2018.04.04	매수	170,000원	-	-
아모레퍼시픽(090430)	2016.03.08	매수	500,000원	-20.2	-11.8	신세계인터내셔널(031430)	2016.02.15	중립	-	-	-
	2016.11.01	매수	430,000원	-22.9	-11.6		2016.09.28	매수	96,000원	-27.0	-13.8
	2017.01.05	매수	400,000원	-21.8	-18.8		2017.01.19	매수	83,000원	-18.9	-4.8
	2017.02.02	매수	360,000원	-21.2	-14.6		2017.12.12	매수	92,000원	-11.2	21.2
	2017.04.07	매수	330,000원	-9.1	9.4		2018.04.04	매수	133,000원	-	-
							2016.02.15	중립	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 4일 현재 아모레G, LG생활건강, 아모레퍼시픽, 연우, 코스맥스, 신세계인터내셔널 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 LG생활건강, 아모레퍼시픽 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.