

연우 (115960)

화장품



박은정
02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	BUY (I)
목표주가	36,000원 (I)
현재주가 (5/29)	29,200원
상승여력	23%

시기총액	3,620억원
총발행주식수	12,398,000주
60일 평균 거래대금	26억원
60일 평균 거래량	84,467주
52주 고	35,200원
52주 저	22,550원
외인지분율	12.18%
주요주주	기중현 외 2 인 61.42%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	(7.7) (3.8) (14.7)
상대	(6.0) (5.2) (37.0)
절대(달러환산)	(7.5) (3.0) (11.0)

아쉽지만, 회복추세 확인

투자의견 매수, 목표주가 36,000원 제시하며 커버리지 개시

연우에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 36,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF EPS 1,206원에 Target PER 30배를 적용하여 산출하였다. 글로벌 동종기업 평균 PER이 30 배 수준으로 Target PER은 높은 수준이다. 아직 본격화되지 않았으나 점차 중국 로컬 화장품의 고가 브랜드에 대한 니즈가 확대될 것이며, 고가 브랜드의 용기를 생산하는 동사의 가치는 장기적으로 상승 할 것이다. 또한 용기 제조기업은 많은 물량을 생산할수록 높은 레버리지를 나타낼 수 있어, 수익성에 서도 긍정적으로 작용할 것으로 본다. 장기 성장성과 수익성 상승이 동반될 것으로 예상되어 고밸류에 이션이 합당한 것으로 본다.

1분기 실적의 함의: 수주 급증에 주목할 때

1분기 연결 매출과 영업이익은 641억원(YoY+13%), 21억원(YoY-55%) 달성하며 컨센서스 대비 하회하는 실적을 발표했다. 주요 고객사의 수주가 정상화 되면서 분기 사상 최대 매출을 달성했으나, 수주가 급격하게 상승하면서 외주가공 물량이 동반 상승할 수 밖에 없었던 것으로 보인다. 또한 최저임금 상승으로 인건비가 전년동기대비 10% 수준 상승하여, 수익성 하락에 영향을 미쳤다.

2018년, 영업상황 정상화의 원년

2018년 연결 매출액은 2,826억원(YoY+23%), 영업이익은 151억원(YoY+68%) 달성할 것으로 전망 한다. 동사는 2016년 4분기 증설완료 후 2년이 소요되었으나, 영업상황의 정상화는 2018년이 원년으로 판단된다. 이제 주요 고객사의 고가 화장품 라인업 확대 시기로 연우의 분기 수주가 지속 성장할 것으로 본다. 지난해 11월 중국 시틱그룹 산하 CITIC Capital China Partners가 프리미엄 색조, 기초 용기를 납품하는 엑실론(Axilone) 인수를 발표했다. 화장품 산업에서 브랜드 아이덴티티 강화와 화장 품의 기능을 강화하기 위해 기술 집약적인 용기는 필수적 요소이다. 이는 중국 화장품 산업 내에서 프리미엄 용기 시장의 개화 가능성을 시사하는 것으로 판단하며 연우의 장기성장성은 유효할 것으로 전망한다.

Quarterly earning forecasts

	1Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비	(억원, %)
매출액	641	13.2	10.1	632	1.5	
영업이익	11	-54.6	-49.1	29	-63.8	
세전계속사업이익	13	흑전	흑전	19	-27.8	
지배순이익	12	흑전	흑전	20	-39.6	
영업이익률 (%)	1.7	-2.4 %pt	-1.9 %pt	4.7	-3.0 %pt	
지배순이익률 (%)	1.9	흑전	흑전	3.2	-1.3 %pt	

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	2,346	2,293	2,826	3,098
영업이익	249	90	151	205
지배순이익	209	78	128	180
PER	24.4	47.8	28.3	20.1
PBR	2.8	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	13.5	16.9	13.0	10.7
ROE	23.4	4.3	6.6	8.7

자료: 유안타증권

연우 연결실적 전망 및 추이										(십억원, %)		
		2016	2017P	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
매출액		234.6	229.3	282.6	56.6	55.3	59.2	58.2	64.1	73.5	73.5	71.5
별도		235.1	228.7	281.6	56.1	55.4	58.9	58.4	64.0	73.2	73.2	71.2
내수		137.2	127.2	158.8	36.7	29.5	27.2	33.7	37.2	41.9	40.4	39.3
수출		98.6	102.4	122.8	20.5	25.6	31.6	24.7	26.9	31.3	32.8	31.9
중국법인		1.6	3.0	3.7	1.2	0.4	0.8	0.6	0.7	1.0	1.0	1.0
매출총이익		45.6	30.5	40.3	7.7	8.3	7.5	7.0	7.1	11.9	11.2	10.1
판매관리비		20.7	21.5	25.1	5.4	5.2	6.0	4.9	6.0	6.5	7.0	5.6
영업이익		24.9	9.0	15.1	2.3	3.0	1.5	2.1	1.1	5.4	4.2	4.5
별도		24.9	9.1	15.2	2.2	2.9	1.8	2.2	1.1	5.1	4.5	4.5
순이익		20.9	7.8	12.8	(0.3)	5.7	2.5	(0.1)	1.2	4.5	4.3	2.8
Yoy %	매출액	17.8%	-2.2%	23.3%	3.2%	-12.5%	-0.8%	2.4%	13.2%	33.0%	24.2%	22.8%
	별도	18.1%	-2.7%	23.1%	2.1%	-13.0%	-0.7%	2.0%	14.2%	32.0%	24.3%	22.0%
	내수	27%	-4%	25%	12%	-17%	-17%	-6%	1%	42%	48%	17%
	수출	7%	2%	20%	-7%	-2%	17%	5%	31%	22%	4%	29%
	중국법인	-	90.8%	23.4%	-	187.6%	-19.5%	46.3%	-39.6%	154.2%	20.5%	66.7%
	영업이익	32.0%	-63.8%	67.7%	-60.1%	-70.2%	-72.2%	-36.9%	-54.6%	77.2%	170.2%	115.4%
	- 별도	32.2%	-63.6%	67.8%	-63.0%	-71.6%	-68.2%	-31.1%	-49.6%	75.0%	151.4%	109.3%
	순이익	36.9%	-62.8%	63.9%	적전	-30.0%	-17.1%	적전	흑전	-21.8%	75.4%	흑전
Margin %	매출총이익률	19.4%	13.3%	14.2%	13.6%	15.0%	12.8%	12.0%	11.1%	16.2%	15.3%	14.1%
	영업이익률	10.6%	3.9%	5.3%	4.1%	5.5%	2.6%	3.6%	1.7%	7.3%	5.7%	6.3%
	- 별도	10.6%	4.0%	5.4%	3.9%	5.3%	3.0%	3.7%	1.7%	7.0%	6.1%	6.4%
	순이익률	8.9%	3.4%	4.5%	-0.6%	10.3%	4.2%	-0.1%	1.9%	6.1%	5.9%	3.9%

자료: 유인타증권 리서치센터

연우 (115960) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,346	2,293	2,826	3,098	3,370
매출원가	1,890	1,987	2,424	2,624	2,823
매출총이익	456	306	403	475	547
판관비	207	215	251	269	288
영업이익	249	90	151	205	259
EBITDA	368	227	277	315	355
영업외손익	13	-17	7	20	10
외환관련손익	9	-24	-12	-2	-12
이자손익	0	-4	-7	-4	-4
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	5	12	26	26	26
법인세비용차감전순손익	262	74	158	225	268
법인세비용	53	-4	30	45	54
계속사업순손익	209	78	128	180	215
증단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	209	78	128	180	215
지배지분순이익	209	78	128	180	215
포괄순이익	197	73	123	175	210
지배지분포괄이익	197	73	123	175	210

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동부채	914	885	1,367	1,873	2,400
현금및현금성자산	308	263	614	1,052	1,512
매출채권 및 기타채권	331	356	435	475	516
재고자산	206	225	278	305	331
비유동부채	1,447	1,706	1,581	1,471	1,374
유형자산	1,272	1,537	1,416	1,310	1,218
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	22	5	5	5	5
자산총계	2,361	2,591	2,948	3,343	3,774
유동부채	337	498	632	753	874
매입채무 및 기타채무	196	221	245	256	267
단기차입금	0	137	247	357	467
유동성장기부채	73	119	119	119	119
비유동부채	233	229	329	429	529
장기차입금	164	145	245	345	445
사채	0	0	0	0	0
부채총계	570	727	960	1,182	1,403
지배지분	1,792	1,864	1,987	2,162	2,372
자본금	62	62	62	62	62
자본잉여금	670	670	670	670	670
이익잉여금	1,059	1,135	1,263	1,443	1,657
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,792	1,864	1,987	2,162	2,372
순차입금	-113	110	-30	-259	-509
총차입금	236	400	610	820	1,030

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	248	194	176	254	285
당기순이익	209	78	128	180	215
감가상각비	114	131	121	106	93
외환손익	-4	13	12	2	12
증속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-144	-43	-130	-78	-78
기타현금흐름	72	15	45	45	45
투자활동 현금흐름	-313	-390	-6	-6	-6
투자자산	-1	11	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-337	-455	0	0	0
유형자산 감소	1	39	0	0	0
기타현금흐름	25	16	-6	-6	-6
재무활동 현금흐름	-6	162	208	208	208
단기차입금	0	137	110	110	110
사채 및 장기차입금	-6	27	100	100	100
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	-2	-2	-2	-2
연결범위변동 등 기타	1	-11	-28	-17	-27
현금의 증감	-70	-45	350	439	460
기초 현금	379	308	263	614	1,052
기말 현금	308	263	614	1,052	1,513
NOPLAT	249	95	151	205	259
FCF	-163	-266	118	196	225

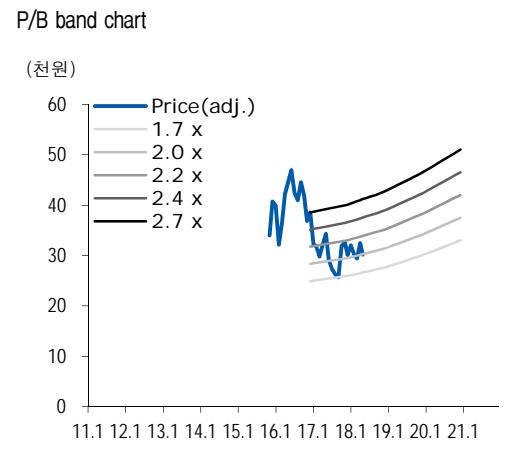
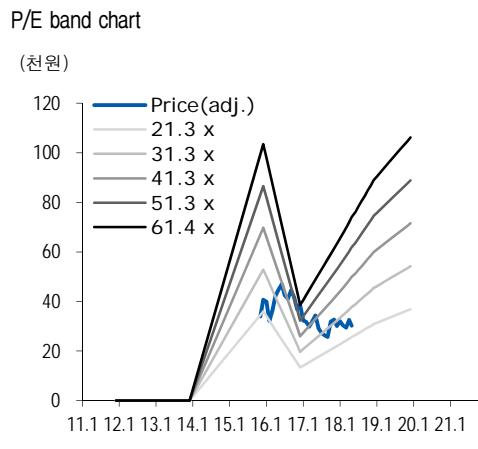
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

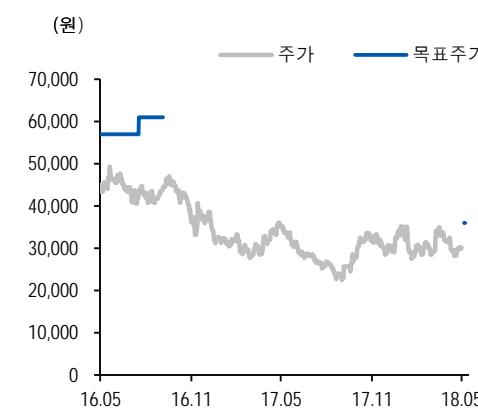
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	1,687	628	1,031	1,451	1,732
BPS	14,451	15,038	16,028	17,438	19,129
EBITDAPS	2,968	1,828	2,231	2,542	2,864
SPS	18,920	18,495	22,797	24,991	27,184
DPS	0	0	0	0	0
PER	24.4	47.8	28.3	20.1	16.9
PBR	2.8	2.0	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	13.5	16.9	13.0	10.7	8.8
PSR	2.2	1.6	1.3	1.2	1.1
재무비율					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	0.0	-2.2	23.3	9.6	8.8
영업이익 증가율 (%)	na	-63.8	67.7	35.8	26.0
지배순이익 증가율 (%)	na	-62.8	64.1	40.7	19.3
매출총이익률 (%)	19.4	13.3	14.2	15.3	16.2
영업이익률 (%)	10.6	3.9	5.3	6.6	7.7
지배순이익률 (%)	8.9	3.4	4.5	5.8	6.4
EBITDA 마진 (%)	15.7	9.9	9.8	10.2	10.5
ROIC	24.9	5.4	6.3	8.6	11.1
ROA	17.7	3.1	4.6	5.7	6.0
ROE	23.4	4.3	6.6	8.7	9.5
부채비율 (%)	31.8	39.0	48.3	54.7	59.1
순차입금/자기자본 (%)	-6.3	5.9	-1.5	-12.0	-21.5
영업이익/금융비용 (배)	57.8	15.5	17.0	17.2	17.3



연우 (115960) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-05-30	BUY	36,000	1년		
담당자 변경					
2017-05-31	BUY	41,000	1년	-27.32	-14.15
담당자 변경					
2016-08-11	BUY	61,000	1년	-40.26	-22.87
2016-05-16	BUY	57,000	1년	-21.45	-13.42

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	12.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-05-27

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외