



2019년 2월 11일 | Equity Research

# 연우 (115960)

## 4QRe: 2019년 중국 시장 진출 본격화 기대

### 4분기 영업이익 YoY 46% 감소 부진

4분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 21% 증가, 46% 감소한 704억원과 11억원을 기록했다. 내수 부진 (매출 347억원, YoY 3%)에도 불구하고, 유럽과 미주 등 해외매출이 YoY 45% 큰 폭 증가하면서 기대치에 부합했다. (YoY, 유럽 70%, 미주 57%, 아시아 15%). 특히, 대중국 수출 규모는 31억원까지 증가하면서 2019년 기대를 더해주고 있다(1Q 8, 2Q 17, 3Q 23, 4Q 31). 다만, 일회성 비용 37억 원(재고폐기손실 24억원, 보증충당금 등 13억원 등) 영향 GPM은 9.6%(YoY -2.5%p)까지 하락했고, 전분기 대비 판관비 감소에도 불구하고, 원가율 상승 영향 영업이익률은 1.6%(YoY -2%p)까지 떨어졌다. 일회성 비용 제거시 영업이익은 48억원(OPM 6.8%)으로 높은 수준이다.

### 2019년 본격적인 투자회수기, 중국 시장 기대

회사 측에서는 2019년 가이던스로 매출 YoY 8%, 영업이익 265억원(OPM 9%)을 제시했다. 265억원은 하나금융투자 기준 예상치(140억원)의 거의 2배 해당하는 높은 수준이다. 높은 수익성 개선의 근거는 1) YoY 신규 투자가 부재하고, 2) 물류자동화로 인건비 5% 내외 감소, 3) 대 바이어/협력업체 협상력 제고 때문이다. 2019년은 무엇보다 대 중국 사업 확대 가능성이 긍정적이다. 이미 2월 현재 연간 수주량 120억 원을 받아 높은 상태로 파악되고 있다. 중국 공장은 4월 개통 예정인데, 수출 물량 합산 중국법인 연간 매출 150억원, BEP 이상을 목표하고 있다.

### 목표주가 3.6만원으로 상향 조정, 비중확대 유효

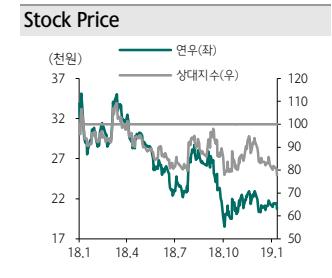
실적추정치 상향 조정에 따라 목표주가를 3.2만원에서 3.6만원으로 올린다. 3.6만원은 12MF PER 25배다. 1) 높은 기술력과 진입장벽으로 온라인/벤처 브랜드 확대 및 한국 화장품 산업 확대의 낙수효과를 온전히 취할 수 있으며, 2) 중국 로컬 화장품 업체들의 사업규모 확대와 프리미엄 진출 시장에 따른 수요 확대 수혜도 클 것으로 예상된다. 현재 주가는 12MF PER 16.6배로 높은 성장 여력과 진입장벽 감안시 주가 상승 여력이 크다. 비중확대가 유효하다.

### Earnings Review

BUY

| TP(12M): 36,000원(상향) | CP(2월 8일): 20,750원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSDAQ 지수 (pt)	728.74		
52주 최고/최저(원)	35,050/18,500	274.1	309.3
시가총액(십억원)	257.3	9.1	17.1
시가총액비중(%)	0.10	9.2	15.0
발행주식수(천주)	12,398.0	EPS(원)	727 1,203
60일 평균 거래량(천주)	52.8	BPS(원)	15,766 16,956
60일 평균 거래대금(십억원)	1.1		
18년 배당금(예상,원)	0		
18년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	13.48		
주요주주 지분율(%)			
기증연 외 2 인	61.43		
PKG Group, LLC	6.83		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	2.2 (11.7) (29.7)		
상대	(6.2) (5.0) (16.8)		



### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	234.6	229.3	272.9	312.9	348.8
영업이익	십억원	24.9	9.0	6.2	17.4	24.4
세전이익	십억원	26.2	7.4	8.7	19.9	26.8
순이익	십억원	20.9	7.8	7.4	16.9	22.8
EPS	원	1,687	628	599	1,362	1,839
증감률	%	N/A	(62.8)	(4.6)	127.4	35.0
PER	배	22.85	47.91	38.23	15.24	11.28
PBR	배	2.67	2.00	1.46	1.22	1.10
EV/EBITDA	배	12.69	16.95	15.35	8.26	6.03
ROE	%	11.68	4.26	3.90	8.35	10.27
BPS	원	14,451	15,038	15,637	16,999	18,839
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 박종대

02-3771-8544

forsword@hanafn.com

RA 서현정

02-3771-7552

hjs0214@hanafn.com

하나금융투자

표 1. 연우 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

4분기 연결 매출은  
704억원과 11억원 기록

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018년	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2019년
매출액	64.1	70.2	68.2	70.4	272.9	73.9	82.0	77.7	79.3	312.9
내수	37.2	36.0	31.5	34.7	139.3	40.1	39.2	33.7	38.2	151.2
수출	27.0	34.3	36.7	35.7	133.6	33.7	42.8	44.0	41.1	161.7
영업이익	1.1	2.4	1.6	1.1	6.2	3.3	5.3	2.7	6.0	17.4
순이익	1.2	3.1	1.7	1.4	7.4	3.3	5.1	2.8	5.6	16.9
영업이익률(%)	1.7	3.5	2.4	1.6	2.3	4.5	6.5	3.5	7.6	5.6
순이익률(%)	3.2	8.7	5.5	4.0	2.7	8.3	12.9	8.4	14.8	5.4

자료: 연우, 하나금융투자

표 2. 연우 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결) (단위: 십억원)

2019년 매출과 영업이익은 각각  
YoY 15%, 179% 성장한 3,129억원,  
174억원으로 추정

	2017	2018P	2019F	2020F	2021F
매출액	229.3	272.9	312.9	348.8	384.2
내수	127.2	139.3	151.2	162.8	174.1
수출	102.1	133.6	161.7	186.0	210.1
매출총이익	30.6	29.9	42.7	50.6	59.0
영업이익	9.0	6.2	17.4	24.4	32.2
세전이익	7.4	8.7	19.9	26.8	34.6
당기순이익	7.8	7.4	16.9	22.8	29.4
적정시가총액	362	398	437	481	529
주식수(천주)	12,398	12,398	12,398	12,398	12,398
적정주가(원)	29,162	32,078	35,286	38,815	42,696
적정PER(배)	46	54	26	21	18
EPS(원)	628	599	1,362	1,839	2,372
YoY %					
매출액	-2.2	19.0	14.6	11.5	10.2
내수	-6.0	9.5	8.5	7.7	6.9
수출	2.9	30.9	21.0	15.0	13.0
영업이익	-63.8	-30.6	178.8	40.1	31.9
당기순이익	-62.8	-4.7	127.4	35.1	29.0
영업이익률	3.9	2.3	5.6	7.0	8.4
세전이익률	3.2	3.2	6.3	7.7	9.0
순이익률	3.4	2.7	5.4	6.5	7.7

자료: 연우, 하나금융투자

## 추정 재무제표

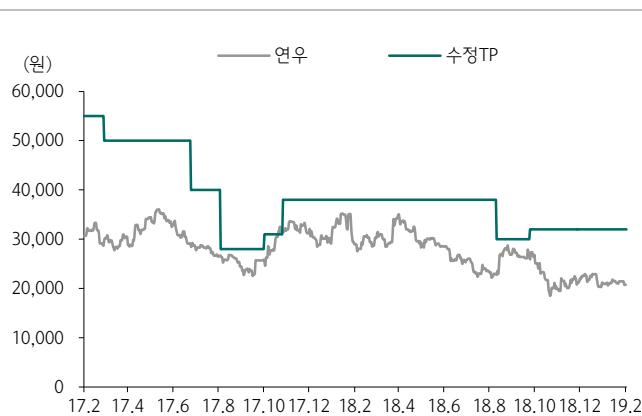
손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>		<b>234.6</b>	<b>229.3</b>	<b>272.9</b>	<b>312.9</b>	<b>348.8</b>
매출원가		189.0	198.7	243.0	270.2	298.2
매출총이익		45.6	30.6	29.9	42.7	50.6
판관비		20.7	21.5	23.7	25.3	26.2
<b>영업이익</b>		<b>24.9</b>	<b>9.0</b>	<b>6.2</b>	<b>17.4</b>	<b>24.4</b>
금융손익		0.6	(2.0)	1.5	1.5	1.5
종속/관계기업손익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익		0.7	0.3	1.0	1.0	1.0
<b>세전이익</b>		<b>26.2</b>	<b>7.4</b>	<b>8.7</b>	<b>19.9</b>	<b>26.8</b>
법인세		5.3	(0.4)	1.3	3.0	4.0
계속사업이익		20.9	7.8	7.4	16.9	22.8
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>		<b>20.9</b>	<b>7.8</b>	<b>7.4</b>	<b>16.9</b>	<b>22.8</b>
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>		<b>20.9</b>	<b>7.8</b>	<b>7.4</b>	<b>16.9</b>	<b>22.8</b>
지배주주지분포괄이익		19.7	7.3	7.4	16.9	22.8
NOPAT		19.9	9.5	5.3	14.8	20.7
EBITDA		36.8	22.7	18.3	28.0	33.8
<b>성장성(%)</b>						
매출액증가율		N/A	(2.3)	19.0	14.7	11.5
NOPAT증가율		N/A	(52.3)	(44.2)	179.2	39.9
EBITDA증가율		N/A	(38.3)	(19.4)	53.0	20.7
영업이익증가율		N/A	(63.9)	(31.1)	180.6	40.2
(지배주주)순익증가율		N/A	(62.7)	(5.1)	128.4	34.9
EPS증가율		N/A	(62.8)	(4.6)	127.4	35.0
<b>수익성(%)</b>						
매출총이익률		19.4	13.3	11.0	13.6	14.5
EBITDA이익률		15.7	9.9	6.7	8.9	9.7
영업이익률		10.6	3.9	2.3	5.6	7.0
계속사업이익률		8.9	3.4	2.7	5.4	6.5
<b>투자지표</b>						
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>						
EPS		1,687	628	599	1,362	1,839
BPS		14,451	15,038	15,637	16,999	18,839
CFPS		3,517	2,236	1,708	2,479	2,927
EBITDAPS		2,968	1,828	1,476	2,262	2,724
SPS		18,920	18,495	22,014	25,237	28,131
DPS		0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>						
PER		22.8	47.9	38.2	15.2	11.3
PBR		2.7	2.0	1.5	1.2	1.1
PCFR		11.0	13.5	13.4	8.4	7.1
EV/EBITDA		12.7	17.0	15.4	8.3	6.0
PSR		2.0	1.6	1.0	0.8	0.7
<b>재무비율(%)</b>						
ROE		11.7	4.3	3.9	8.3	10.3
ROA		8.9	3.1	2.9	6.2	7.7
ROIC		12.1	5.3	2.8	7.8	11.2
부채비율		31.8	39.0	34.5	34.4	33.2
순부채비율		(6.1)	5.9	(1.6)	(12.2)	(22.9)
이자보상배율(배)		57.8	15.5	10.1	34.0	47.6

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>		91.4	88.5	102.1	135.1	172.2
금융자산		35.0	29.0	31.3	53.9	81.7
현금성자산		30.8	26.3	28.1	50.2	77.6
매출채권 등		33.1	35.6	42.4	48.6	54.2
재고자산		20.6	22.5	26.8	30.8	34.3
기타유동자산		2.7	1.4	1.6	1.8	2.0
<b>비유동자산</b>		144.7	170.6	158.7	148.1	138.8
투자자산		2.2	0.5	0.6	0.7	0.8
금융자산		2.2	0.5	0.6	0.7	0.8
유형자산		127.2	153.7	142.2	132.0	123.0
무형자산		1.8	5.9	5.4	5.0	4.6
기타비유동자산		13.5	10.5	10.5	10.4	10.4
<b>자산총계</b>		236.1	259.1	260.8	283.2	311.0
<b>유동부채</b>		33.7	49.8	42.4	46.6	50.2
금융부채		7.7	25.6	13.8	13.8	13.8
매입채무 등		19.6	22.1	26.3	30.1	33.6
기타유동부채		6.4	2.1	2.3	2.7	2.8
<b>비유동부채</b>		23.3	22.9	24.5	25.9	27.2
금융부채		16.4	14.5	14.5	14.5	14.5
기타비유동부채		6.9	8.4	10.0	11.4	12.7
<b>부채총계</b>		57.0	72.7	66.9	72.5	77.5
<b>지배주주지분</b>		179.2	186.4	193.9	210.8	233.6
자본금		6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
자본잉여금		67.0	67.0	67.0	67.0	67.0
자본조정		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액		0.1	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
이익잉여금		105.9	113.5	120.9	137.8	160.6
<b>비지배주주지분</b>		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>		179.2	186.4	193.9	210.8	233.6
<b>순금융부채</b>		(10.9)	11.1	(3.1)	(25.7)	(53.4)
<b>현금흐름표</b>						
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>		24.8	19.4	14.2	22.7	27.9
당기순이익		20.9	7.8	7.4	16.9	22.8
조정		18.3	15.9	12.1	10.6	9.4
감가상각비		11.9	13.7	12.0	10.6	9.4
외환거래손익		(0.4)	1.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타		6.8	0.9	0.1	0.0	0.0
영업활동		(14.4)	(4.3)	(5.3)	(4.8)	(4.3)
<b>투자활동 현금흐름</b>		(31.3)	(39.0)	(0.6)	(0.6)	(0.5)
투자자산감소(증가)		(2.2)	1.6	(0.1)	(0.1)	(0.1)
유형자산감소(증가)		(33.6)	(41.6)	0.0	0.0	0.0
기타		4.5	1.0	(0.5)	(0.5)	(0.4)
<b>재무활동 현금흐름</b>		(0.6)	16.2	(11.8)	0.0	0.0
금융부채증가(감소)		24.1	16.0	(11.8)	0.0	0.0
자본증가(감소)		73.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		(97.9)	0.2	0.0	0.0	0.0
배당지급		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>		(7.0)	(4.5)	1.7	22.1	27.4
Unlevered CFO		43.6	27.7	21.2	30.7	36.3
Free Cash Flow		(9.0)	(26.1)	14.2	22.7	27.9

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

## 연우



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.10.5	BUY	32,000		
18.8.21	BUY	30,000	-10.57%	-4.17%
17.11.6	BUY	38,000	-22.04%	-7.37%
17.10.12	BUY	31,000	-6.34%	5.00%
17.8.14	Neutral	28,000	-11.20%	-4.11%
17.7.5	BUY	40,000	-30.28%	-26.88%
17.3.10	BUY	50,000	-36.96%	-27.90%
17.2.27	BUY	55,000	-45.27%	-41.82%
17.1.2	BUY	60,000	-46.06%	-39.17%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

## 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

## 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.2%	5.0%	0.9%	100.1%

\* 기준일: 2019년 2월 11일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 02월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2019년 02월 11일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.