

연우 (115960)

화장품

박은정



02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	30,000원 (U)
현재주가 (2/11)	23,950원
상승여력	25%

시가총액	2,969억원
총발행주식수	12,398,000주
60일 평균 거래대금	14억원
60일 평균 거래량	63,091주
52주 고	35,050원
52주 저	18,500원
외인지분율	13.82%
주요주주	기종현 외 2 인 61.43%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	14.3	20.4	(17.4)
상대	7.0	12.8	(5.1)
절대(달러환산)	13.5	20.7	(19.8)

분기 최대 매출 달성, 개선되는 생산성

투자 의견 BUY, 목표주가 30,000원으로 20% 상향

연우에 대한 투자 의견을 BUY로 유지하고, 목표주가는 기존 25,000원에서 30,000원으로 상향한다. 목표주가는 12MF EPS에 Target P/E 20배를 적용하여 산출하였다. 목표주가 상향의 근거는 2019년 이익 전망치 상향에 기인한다. 연우는 글로벌 화장품 기업의 핵심 고가 기초 브랜드의 용기를 납품하고 있다. 해당 브랜드의 전세계적인 수요 급증으로 연우는 수출부문의 고성장이 이어지며 분기 최대 매출을 달성했다. 다만, 지난 2년간은 설비투자, 주 52시간제 등의 노무비 확대 환경으로 수익성이 훼손되었다. 2019년은 투자 사이클 종료 및 제조인력 효율화 등의 생산 효율성 향상으로 이익 체력이 개선될 것으로 전망하며 2019년 EPS를 17% 상향 조정 하였다.

4Q18 Review: 일회성 비용 반영은 아쉬우나, 생산성 개선 방향에 주목

연우의 4분기 실적은 연결 매출 704억원(YoY+21%), 영업이익 11억원(YoY-46%)을 기록하였다. 분기 최대 매출을 달성했으나, 자동화 설비 구축에 따라 불용재고 폐기 등의 일회성 비용(37억원)이 반영되어 컨센서스 38억원 대비 아쉬운 실적을 달성했다. 당기순이익은 14억원으로 흑자전환하였다.

▶ 내수 매출(4Q18 비중 49%)은 347억원을 기록하며 전년동기비 3%, 전분기비 10% 증가했다. 4분기 내수 상위 고객사향 매출이 증가되어 3분기에 26%까지 낮아졌던 매출 비중이 29%까지 확대된 것으로 보인다.

▶ 수출 매출(비중 51%)은 전년동기비 45% 성장한 357억원을 기록했다. 미주, 유럽, 아시아 등 주요 지역향 수요가 확대됨에 따라 비수기임에도 전분기비 매출이 3% 감소하는 수준에 그쳤다. 글로벌 고객사향 수주로 판단되는 미주와 유럽향 수출은 분기 최대 매출을 달성했으며, 여전히 상승 추세에 있다. 또한 중국 브랜드의 니즈 확대로 중국향 수주 또한 사상 최대 매출을 달성했다. [참고 그림 8-11]

▶ 원가율은 전년동기비 2.5%p 증가한 90.4%를 기록했다. 이는 물류 자동화 설비 구축 및 본격 가동에 따라 불용성 재고(28억원)를 모두 폐기한 영향으로, 이를 제외 시 원가율은 86.4%로 전년동기비 1.5%p 감소되었다. 이는 8개 분기 만에 처음이다. 또한 판매관리비는 56억원 전분기비 6% 감소하여 2018년 연간 판매비율 8.7% 수준에서 4분기 8.0%까지 하락하였다.

2019년, 수출 확대 및 수익성 개선의 두가지 가능성

2019년 매출 3,098억원(YoY+14%), 영업이익 223억원(YoY+256%)을 달성할 것으로 전망한다. 국내외 고객사의 2019년 전략이 한 목소리로 고가 브랜드 중심의 외형 성장을 목표로 하고 있으며, 중국 브랜드의 퀄리티 상승으로 안팎으로의 고성장이 기대된다. 또한 투자 사이클 종료 및 비용 효율화 기초 본격화로 2019년 연간 수익성이 개선될 전망이다. 이에 대한 자신감으로 당사는 실적 발표와 함께 가이던스로 매출액 2,950억원, 영업이익 265억원을 제시한 것으로 판단된다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	704	20.9	3.3	716	-1.6
영업이익	11	-46.4	-31.1	38	-70.1
세전계속사업이익	16	흑전	-19.9	35	-53.9
지배순이익	14	흑전	-20.9	23	-40.5
영업이익률 (%)	1.6	-2.0 %pt	-0.8 %pt	5.2	-3.6 %pt
지배순이익률 (%)	1.9	흑전	-0.6 %pt	3.2	-1.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F
매출액	2,346	2,293	2,729	3,098
영업이익	249	90	62	223
지배순이익	209	78	74	185
PER	24.4	47.8	38.3	13.9
PBR	2.8	2.0	1.5	1.2
EV/EBITDA	13.5	16.9	15.0	8.2
ROE	23.4	4.3	3.9	9.1

자료: 유안타증권

[표 1] 연우 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

	2017	2018P	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
연결 매출액	229.3	272.9	309.8	64.1	70.2	68.2	70.4	73.9	79.4	78.5	78.0
별도	228.7	271.7	307.0	64.0	70.1	68.1	69.5	73.6	79.4	77.8	76.2
- 내수	127.2	139.3	148.7	37.2	36.0	31.5	34.7	36.2	38.9	36.1	37.5
- 수출	102.1	133.6	161.2	27.0	34.2	36.7	35.7	37.7	40.5	42.4	40.6
중국법인	3.0	7.5	12.5	0.7	1.4	2.3	3.1	2.6	2.5	3.2	4.2
(연결조정)	(2.4)	(6.3)	(9.7)	(0.6)	(1.3)	(2.2)	(2.2)	(2.3)	(2.4)	(2.5)	(2.4)
% YoY											
연결 매출액	-2%	19%	14%	13%	27%	15%	21%	15%	13%	15%	11%
별도	-3%	19%	13%	14%	27%	16%	19%	15%	13%	14%	10%
- 내수	-4%	10%	7%	1%	22%	16%	3%	-3%	8%	15%	8%
- 수출	2%	31%	21%	35%	33%	15%	45%	40%	18%	15%	14%
중국법인	91%	149%	67%	-40%	261%	175%	414%	262%	76%	42%	36%
% 비중											
연결 매출액	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
내수	55%	51%	48%	58%	51%	46%	49%	49%	49%	46%	48%
수출	45%	49%	52%	42%	49%	54%	51%	51%	51%	54%	52%
중국법인	1%	3%	4%	1%	2%	3%	4%	4%	3%	4%	5%
매출총이익	30.5	29.9	47.6	7.1	8.4	7.6	6.8	10.4	13.3	12.1	11.8
판매관리비	21.5	23.7	25.4	6.0	6.0	6.0	5.6	6.4	6.2	6.3	6.5
% 판매비율	9%	9%	8%	9%	9%	9%	8%	9%	8%	8%	8%
영업이익	9.0	6.2	22.3	1.1	2.4	1.6	1.1	4.0	7.1	5.8	5.4
% YoY	-64%	-31%	256%	-55%	-20%	6%	-46%	277%	190%	255%	380%
지배주주 순이익	7.8	7.4	18.5	1.2	3.1	1.7	1.4	3.4	6.7	4.9	3.4
Margin %											
매출총이익률	13%	11%	15%	11%	12%	11%	10%	14%	17%	15%	15%
영업이익률	4%	2%	7%	2%	3%	2%	2%	5%	9%	7%	7%
순이익률	3%	3%	6%	2%	4%	3%	2%	5%	8%	6%	4%

자료: 유안타증권 리서치센터
 [참고] 별도 실적은 유안타증권 추정치

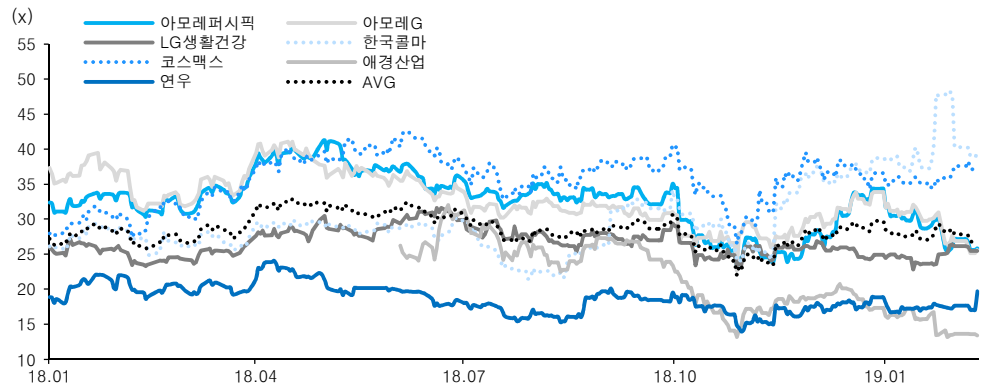
[표 2] 연간 실적 변동표

(단위: 십억원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2018P	2019F	2018P	2019F	2018P	2019F
매출액	273	310	273	310	0%	0%
영업이익	8	17	6	22	-18%	32%
영업이익률	3%	5%	2%	7%	0%p	2%p
지배주주순이익	9	16	7	18	-18%	16%
순이익률	3%	5%	3%	6%	-1%p	1%p
EPS	724	1,279	599	1,491	-17%	17%

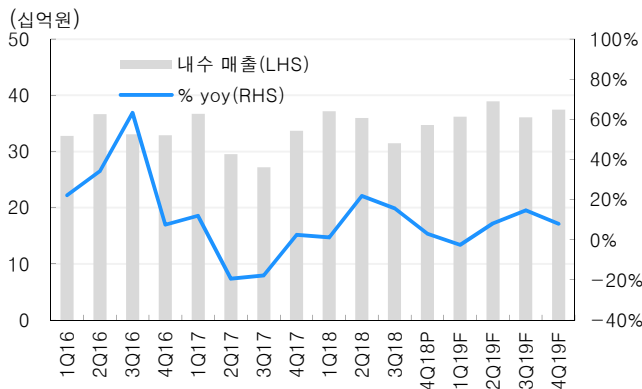
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 국내 주요 화장품 기업 Fwd P/E Chart



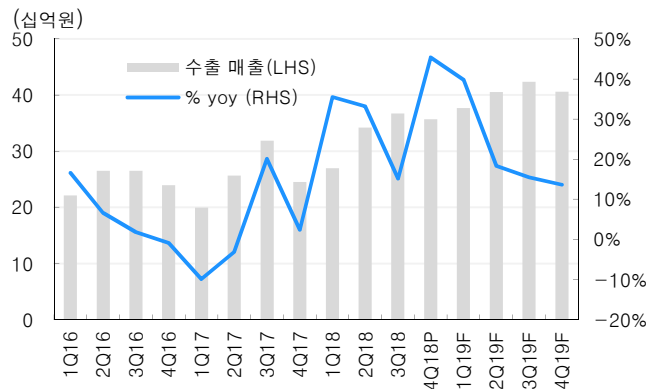
자료: bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 내수 매출 추이 및 전망



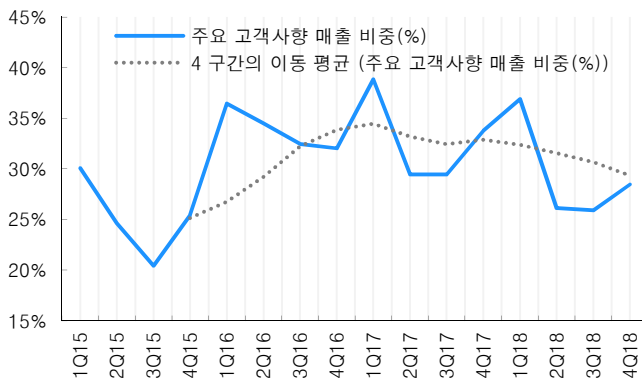
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 수출 매출 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

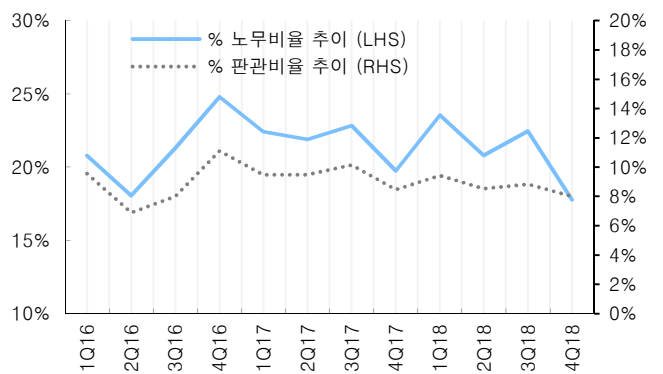
[그림 4] 주요 국내 고객사향 매출비중 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

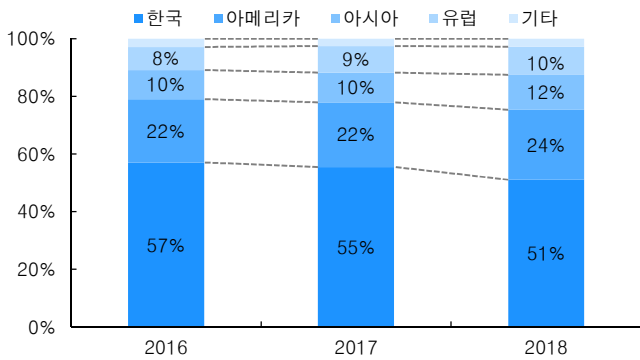
[그림 5] 노무비(원가) 및 판관비율 추이

: 매출상승에 따라 4Q18 해당비율 하락, 2019년은 보다 생산 효율성 확대 목표
 : 노무비 4Q16-3Q18 20%중반 도달 이후, 4Q18 18% 까지 하락
 : 비용효율화 기조로 판관비를 4Q18 8%까지 하락, 판관비 QoQ 6%감소



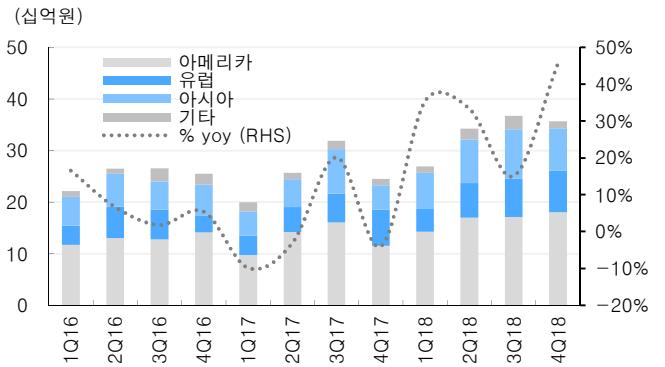
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 연간 지역별 비중 추이



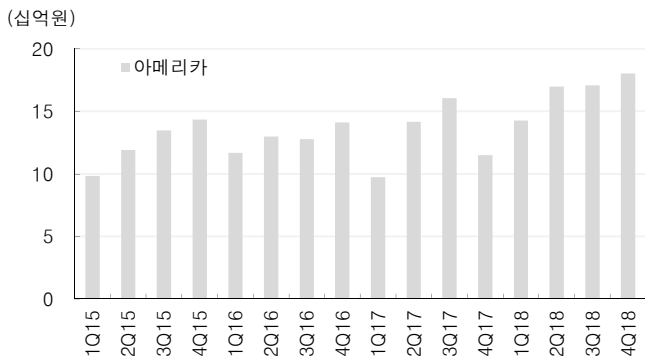
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 분기 지역별 매출액 및 성장률 추이



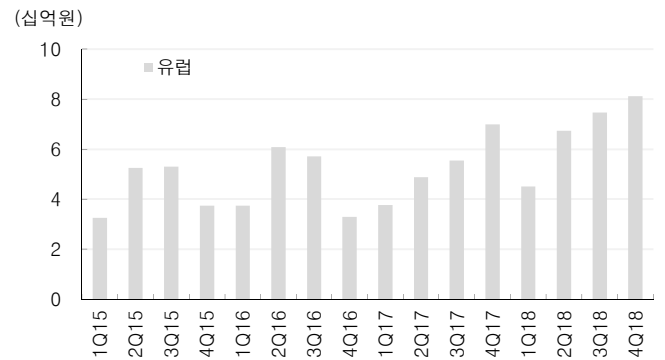
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 미주향 수출액 추이: 4Q18 분기 최대 수출액 달성



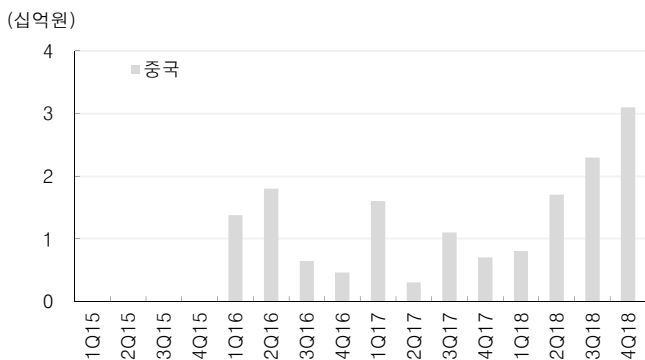
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 유럽향 수출액 추이: 4Q18 분기 최대 수출액 달성



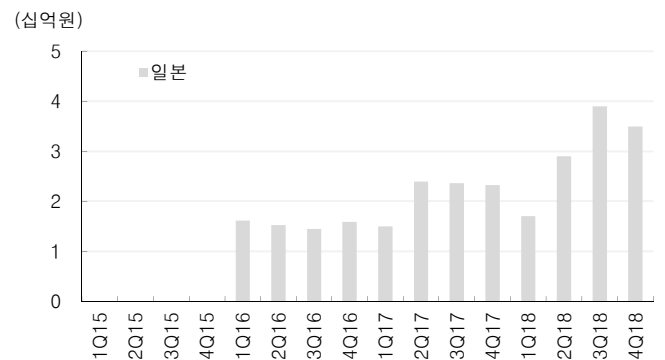
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 중국향 수출 추이: 4Q18 분기 최대 수출액 달성(대형고객사 수주는 아직)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 일본향 수출액 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

연우 (115960) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F	2020F
매출액	2,346	2,293	2,729	3,098	3,384
매출원가	1,890	1,987	2,430	2,622	2,835
매출충이익	456	306	299	476	549
판매비	207	215	237	254	273
영업이익	249	90	62	223	276
EBITDA	368	227	207	355	399
영업외손익	13	-17	25	9	1
외환관련손익	9	-24	-2	-2	-12
이자손익	0	-4	0	4	7
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	5	12	26	6	6
법인세비용차감전순이익	262	74	87	231	277
법인세비용	53	-4	13	46	55
계속사업순이익	209	78	74	185	222
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	209	78	74	185	222
지배지분순이익	209	78	74	185	222
포괄순이익	197	73	69	180	217
지배지분포괄이익	197	73	69	180	217

주: 영업외이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F	2020F
유동자산	914	885	1,181	1,665	2,175
현금및현금성자산	308	263	451	844	1,284
매출채권 및 기타채권	331	356	421	475	518
재고자산	206	225	268	305	333
비유동자산	1,447	1,706	1,713	1,631	1,559
유형자산	1,272	1,537	1,549	1,471	1,402
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	22	5	5	5	5
자산총계	2,361	2,591	2,894	3,296	3,733
유동부채	337	498	632	753	875
매입채무 및 기타채무	196	221	245	256	268
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	961	1,182	1,403
지배지분	1,792	1,864	1,934	2,113	2,330
자본금	62	62	62	62	62
자본잉여금	670	670	670	670	670
이익잉여금	1,059	1,135	1,209	1,394	1,616
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,792	1,864	1,934	2,113	2,330
순차입금	-113	110	132	-51	-281
총차입금	236	400	610	820	1,030

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	248	194	156	257	316
당기순이익	209	78	74	185	222
감가상각비	114	131	140	129	119
외환손익	-4	13	2	2	12
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-144	-43	-106	-103	-81
기타현금흐름	72	15	45	45	45
투자활동 현금흐름	-313	-390	-158	-57	-57
투자자산	-1	11	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-337	-455	-152	-51	-51
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	-18	-17	-27
현금의 증감	-70	-45	188	392	440
기초 현금	379	308	263	451	843
기말 현금	308	263	451	843	1,284
NOPLAT	249	95	62	223	276
FCF	-163	-266	-60	158	212

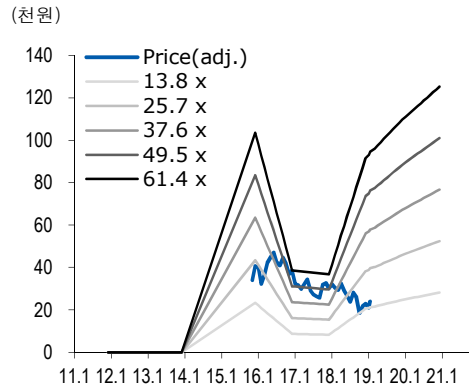
자료: 유안타증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

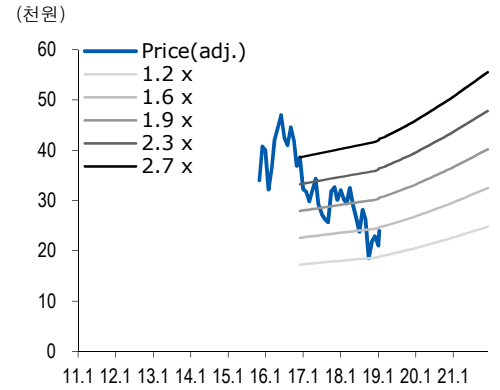
Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F	2020F
EPS	1,687	628	599	1,491	1,789
BPS	14,451	15,038	15,596	17,046	18,794
EBITDAPS	2,968	1,828	1,670	2,867	3,218
SPS	18,920	18,495	22,014	24,991	27,293
DPS	0	0	0	0	0
PER	24.4	47.8	38.3	13.9	11.6
PBR	2.8	2.0	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA	13.5	16.9	15.0	8.2	6.7
PSR	2.2	1.6	1.0	0.8	0.8

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	0.0	-2.2	19.0	13.5	9.2
영업이익 증가율 (%)	na	-63.8	-30.6	256.1	24.1
지배순이익 증가율 (%)	na	-62.8	-4.7	149.1	20.0
매출총이익률 (%)	19.4	13.3	11.0	15.4	16.2
영업이익률 (%)	10.6	3.9	2.3	7.2	8.2
지배순이익률 (%)	8.9	3.4	2.7	6.0	6.6
EBITDA 마진 (%)	15.7	9.9	7.6	11.5	11.8
ROIC	24.9	5.4	2.7	8.7	10.9
ROA	17.7	3.1	2.7	6.0	6.3
ROE	23.4	4.3	3.9	9.1	10.0
부채비율 (%)	31.8	39.0	49.7	55.9	60.2
순차입금/자기자본 (%)	-6.3	5.9	6.8	-2.4	-12.0
영업이익/금융비용 (배)	57.8	15.5	51.2	135.6	134.0

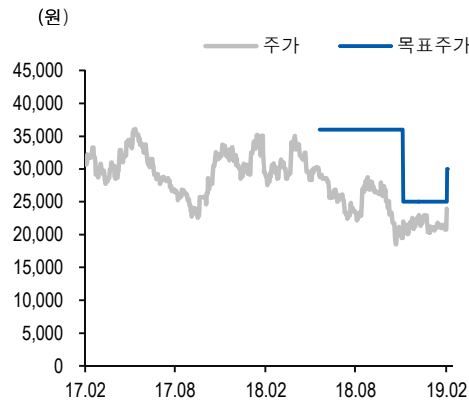
P/E band chart



P/B band chart



연우 (115960) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-02-12	BUY	30,000	1년		
2018-11-15	BUY	25,000	1년	-14.00	-4.20
2018-05-30	BUY	36,000	1년	-30.83	-19.17
	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

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	84.9
Hold(중립)	14.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-02-09

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박은정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.