

연우 (115960)

3QPre: 구조적 수익성 개선 지속

3분기 영업이익 YoY 182% 전망

3분기 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 5%, 182% 증가한 720억원과 46억원으로 추정한다. 국내 대형 바이어 매출이 YoY 15% 이상 증가함에도 불구하고, 중소형 바이어향 매출 저하와 수출 부문 높은 베이스로 전체 외형 성장률은 제한적인 수준에 머물 전망이다. 3분기는 비수기로 절대적인 매출 규모가 작은 반면, 정기 상여금이 2회 한꺼번에 지출(약 30억원)됨에 따라 수익성에 제약이 있다. 다만, 외주가 공비율 하락과 인건비 부담 완화로 영업이익률은 6.4%(YoY 4%p)까지 상승할 것으로 기대한다.

대 중국 수출 회복 효과 기대

국내외적으로 온라인/벤처 시대 불확실성이 커지고 있다. 중국 화장품 시장 온라인 로컬 브랜드들이 약진하면서, 국내 화장품 수출이 위축되었다. 이니스프리부터 토니모리, 미샤까지 대 중국 사업이 부진한 상황이다. 이는 코스맥스/한국콜마 등 ODM 업체들을 거쳐 용기업체들까지 부정적 영향이 이어지고 있다. 다만, 최근 화장품 수출 회복은 고무적이다. 9월 화장품 수출이 YoY 21% 큰 폭 증가했다. 대 중국 수출은 YoY 51%까지 크게 올랐다. 7월 이후 3개월 연속 회복세가 가파르다. 브랜드 업체들의 재고 소진 이후 4분기 발주 증가로 이어질 경우 매출 성장률 회복을 기대할 수 있겠다.

투자이견 '매수', 목표주가 3만원 유지

목표주가 3만원은 12MF PER 18배 수준이다. 연우는 2019년 물류 자동화와 외주 및 인건비 구조 효율화를 통해 큰 폭의 수익성 제고 과정에 있다. 다만, 화장품 소비패턴 변화에 따른 과도기적 불확실성 하에서 주가가 주춤한 상황이다. 기술력 기반 높은 진입장벽과 중장기 성장 여력은 변함 없다. 단기적으로 4분기 주주 회복 여부를 확인할 필요가 있다. 중장기적으로 9월 가동 시작한 중국 생산 공장이 정상화될 경우 신규 성장 동력과 높은 주가 모멘텀이 기대된다. 현재 주가는 12MF PER 13배다. 조정시마다 매수 전략이 유효하다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 30,000원 | CP(10월 10일): 22,550원

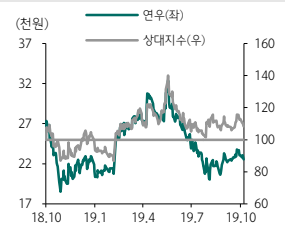
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	634.73
52주 최고/최저(원)	32,350/18,500
시가총액(십억원)	279.6
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	12,398.0
60일 평균 거래량(천주)	69.7
60일 평균 거래대금(십억원)	1.6
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	16.37
주요주주 지분율(%)	
기중연 외 2인	60.38
PKG Group, LLC	7.88
주가상승률	1M 6M 12M
절대	1.1 (16.2) (15.9)
상대	(0.7) 0.4 (0.9)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	299.1	335.1
영업이익(십억원)	22.5	27.0
순이익(십억원)	18.2	21.6
EPS(원)	1,484	1,770
BPS(원)	16,845	18,530

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	229.3	272.9	293.9	318.2	345.9
영업이익	십억원	9.0	6.2	22.3	26.0	30.3
세전이익	십억원	7.4	8.6	24.7	28.5	32.7
순이익	십억원	7.8	7.4	18.6	21.3	24.6
EPS	원	628	594	1,496	1,722	1,981
증감률	%	(62.8)	(5.4)	151.9	15.1	15.0
PER	배	47.91	38.57	15.07	13.10	11.38
PBR	배	2.00	1.48	1.33	1.21	1.09
EV/EBITDA	배	16.95	14.34	7.85	6.65	5.43
ROE	%	4.26	3.89	9.24	9.67	10.08
BPS	원	15,038	15,453	16,950	18,671	20,652
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 박종대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 서현정
02-3771-7552
hjs0214@hanafn.com

3분기 매출과 영업이익은 각각
전년 동기대비 5%, 182% 증가한
716억원과 46억원으로 추정

표1. 연우 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018년	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2019년
매출액	64.1	70.2	68.2	70.4	272.9	67.3	80.1	71.6	74.9	293.9
내수	37.2	36.0	31.5	34.7	139.3	32.9	42.6	33.0	37.7	146.3
수출	27.0	34.3	36.7	35.7	133.6	34.4	37.5	38.5	37.2	147.7
영업이익	1.1	2.4	1.6	1.0	6.2	3.2	8.8	4.6	5.6	22.3
순이익	1.2	3.1	1.7	1.3	7.4	3.0	6.8	3.9	4.8	18.6
영업이익률(%)	1.7	3.5	2.4	1.5	2.3	4.8	11.0	6.4	7.5	7.6
순이익률(%)	3.2	8.7	5.5	3.8	2.7	9.1	16.0	11.8	12.8	6.3
매출(YoY,%)	13.2	27.1	15.2	20.9	19.0	4.9	14.1	5.0	6.4	7.7
내수	1.2	21.7	15.4	3.0	9.5	-11.5	18.4	5.0	8.8	5.0
수출	35.4	33.3	15.1	45.3	30.9	27.7	9.5	5.0	4.2	10.5
영업이익(YoY,%)	-54.6	-19.6	5.5	-50.3	-31.6	203.4	263.1	181.6	441.5	261.4
순이익(YoY,%)	흑전	-45.5	-29.8	흑전	-549.7	148.1	119.0	125.1	270.0	152.0

자료: 연우, 하나금융투자

2019년 매출과 영업이익은 각각
YoY 8%, 261% 성장한 2,939원,
223억원 전망

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

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	229	273	294	318	346
내수	127	139	146	153	159
수출	102	134	148	165	187
매출총이익	31	30	48	53	59
영업이익	9	6	22	26	30
세전이익	7	9	25	28	33
당기순이익	8	7	19	21	25
적정시가총액	285	314	345	380	418
주식수(천주)	12,398	12,398	12,398	12,398	12,398
적정주가(원)	23,004	25,304	27,835	30,618	33,680
적정PER(배)	37	43	19	18	17
EPS(원)	628	594	1496	1722	1981
YoY %					
매출액	-2.2	19.0	7.7	8.3	8.7
내수	-6.0	9.5	5.0	4.5	4.1
수출	2.9	30.9	10.5	12.0	13.0
영업이익	-63.8	-31.6	261.4	16.7	16.5
당기순이익	-62.8	-5.5	152.0	15.1	15.1
영업이익률	3.9	2.3	7.6	8.2	8.8
세전이익률	3.2	3.2	8.4	8.9	9.5
순이익률	3.4	2.7	6.3	6.7	7.1

자료: 연우, 하나금융투자

추정 재무제표

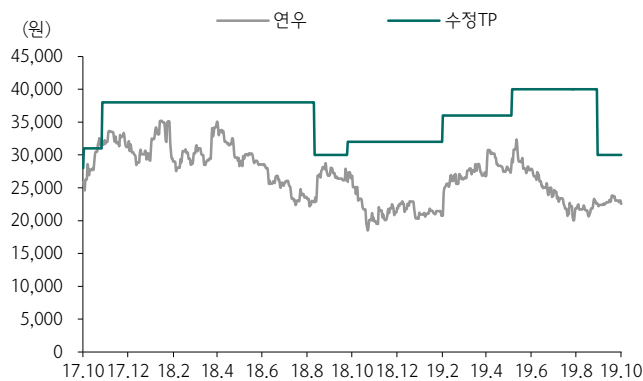
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	229.3	272.9	293.9	318.2	345.9
매출원가	198.7	243.1	246.1	265.1	286.7
매출중이익	30.6	29.8	47.8	53.1	59.2
판매비	21.5	23.7	25.6	27.1	28.9
영업이익	9.0	6.2	22.3	26.0	30.3
금융손익	(2.0)	0.4	0.4	0.4	0.4
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	2.0	2.0	2.0	2.0
세전이익	7.4	8.6	24.7	28.5	32.7
법인세	(0.4)	1.3	6.2	7.1	8.2
계속사업이익	7.8	7.4	18.6	21.3	24.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	7.8	7.4	18.6	21.3	24.6
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	7.8	7.4	18.6	21.3	24.6
지배주주지분포괄이익	7.3	5.1	18.6	21.3	24.6
NOPAT	9.5	5.3	16.7	19.5	22.7
EBITDA	22.7	22.4	36.5	38.5	41.3
성장성(%)					
매출액증가율	(2.3)	19.0	7.7	8.3	8.7
NOPAT증가율	(52.3)	(44.2)	215.1	16.8	16.4
EBITDA증가율	(38.3)	(1.3)	62.9	5.5	7.3
영업이익증가율	(63.9)	(31.1)	259.7	16.6	16.5
(지배주주)순이익증가율	(62.7)	(5.1)	151.4	14.5	15.5
EPS증가율	(62.8)	(5.4)	151.9	15.1	15.0
수익성(%)					
매출중이익률	13.3	10.9	16.3	16.7	17.1
EBITDA이익률	9.9	8.2	12.4	12.1	11.9
영업이익률	3.9	2.3	7.6	8.2	8.8
계속사업이익률	3.4	2.7	6.3	6.7	7.1
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	628	594	1,496	1,722	1,981
BPS	15,038	15,453	16,950	18,671	20,652
CFPS	2,236	2,544	3,233	3,377	3,583
EBITDAPS	1,828	1,803	2,944	3,106	3,330
SPS	18,495	22,014	23,708	25,668	27,901
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	47.9	38.6	15.1	13.1	11.4
PBR	2.0	1.5	1.3	1.2	1.1
PCFR	13.5	9.0	7.0	6.7	6.3
EV/EBITDA	17.0	14.3	7.8	6.6	5.4
PSR	1.6	1.0	1.0	0.9	0.8
재무비율(%)					
ROE	4.3	3.9	9.2	9.7	10.1
ROA	3.1	2.7	6.3	6.7	7.2
ROIC	5.3	2.5	7.5	9.2	11.1
부채비율	39.0	49.2	45.1	42.1	39.3
순부채비율	5.9	19.1	3.3	(10.2)	(21.6)
이자보상배율(배)	15.5	5.3	16.0	18.9	22.1

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	88.5	94.8	128.1	164.6	203.3
금융자산	29.0	25.9	53.9	84.4	116.0
현금성자산	26.3	24.2	52.1	82.4	113.9
매출채권 등	35.6	44.1	47.5	51.4	55.9
재고자산	22.5	22.8	24.6	26.6	28.9
기타유동자산	1.4	2.0	2.1	2.2	2.5
비유동자산	170.6	191.0	176.8	164.3	153.3
투자자산	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
금융자산	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	153.7	172.4	158.8	146.9	136.5
무형자산	5.9	6.7	6.1	5.5	4.9
기타비유동자산	10.5	11.9	11.9	11.9	11.9
자산총계	259.1	285.8	304.8	328.9	356.6
유동부채	49.8	44.4	44.2	46.2	48.4
금융부채	25.6	21.6	19.7	19.7	19.7
매입채무 등	22.1	20.1	21.7	23.5	25.5
기타유동부채	2.1	2.7	2.8	3.0	3.2
비유동부채	22.9	49.8	50.5	51.3	52.2
금융부채	14.5	41.0	41.0	41.0	41.0
기타비유동부채	8.4	8.8	9.5	10.3	11.2
부채총계	72.7	94.2	94.7	97.4	100.5
지배주주지분	186.4	191.6	210.1	231.5	256.0
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	(0.2)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
이익잉여금	113.5	119.0	137.5	158.8	183.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	186.4	191.6	210.1	231.5	256.0
순금융부채	11.1	36.7	6.8	(23.6)	(55.2)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	19.4	10.9	29.8	30.4	31.7
당기순이익	7.8	7.4	18.6	21.3	24.6
조정	15.9	21.8	14.1	12.5	11.0
감가상각비	13.7	16.2	14.2	12.5	11.0
외환거래손익	1.3	0.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.9	5.4	(0.1)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(4.3)	(18.3)	(2.9)	(3.4)	(3.9)
투자활동 현금흐름	(39.0)	(34.8)	(0.1)	(0.2)	(0.2)
투자자산감소(증가)	1.6	0.5	(0.0)	(0.0)	(0.0)
유형자산감소(증가)	(41.6)	(34.6)	0.0	0.0	0.0
기타	1.0	(0.7)	(0.1)	(0.2)	(0.2)
재무활동 현금흐름	16.2	22.6	(1.8)	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	16.0	22.5	(1.8)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(4.5)	(2.1)	27.9	30.3	31.5
Unlevered CFO	27.7	31.5	40.1	41.9	44.4
Free Cash Flow	(26.1)	(24.4)	29.8	30.4	31.7

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

연우



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.9.9	BUY	30,000		
19.5.16	BUY	40,000	-38.58%	-19.13%
19.2.11	BUY	36,000	-23.60%	-14.58%
18.10.5	BUY	32,000	-32.22%	-14.53%
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%
17.10.10	Neutral	28,000	-7.68%	-7.68%
17.7.5	BUY	40,000	-34.47%	-26.88%

투자등급 관련사항 및 투자이견 비율공시

- 투자이견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 10월 10일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박중대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 10월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박중대)는 2019년 10월 11일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.