

# 연우 (115960)

## 화장품



박은정

02 3770 5597  
eunjung.park@yuantakorea.com

RA 이광현

02 3770 5733  
kwanghyun.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	30,000원 (D)
현재주가 (10/21)	22,250원
상승여력	35%

시가총액	2,759억원
총발행주식수	12,398,000주
60일 평균 거래대금	15억원
60일 평균 거래량	69,495주
52주 고	32,350원
52주 저	18,500원
외인지분율	16.29%
주요주주	기중현 외 2 인 60.38%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.4)	(4.9)	(4.5)
상대	(2.4)	(1.3)	8.9
절대(달러환산)	(1.1)	(4.7)	(7.8)

## 수익성 개선 지속

### 투자의견 BUY, 목표주가 30,000원으로 14% 하향

연우에 대한 투자의견을 BUY 유지하나, 목표주가를 30,000원으로 14% 하향한다. 목표주가 하향의 근거는 1) 중국 생산법인의 본격 가동(19년 9월)에 따라 고정비 반영으로 2020년 EPS를 10% 하향하였고, 2) 업종 밸류에이션 하락에 따라 Target P/E를 종전 22x에서 18x로 하향 조정함에 기인한다.

연우는 2019년 상반기 외주가공비 및 노무비 등이 효율화 되면서 원가율이 전년동기비 5.2%p 개선되는 이익 체력을 보여주었고, 이러한 흐름은 3분기까지도 이어질 전망이다. 아쉽게도 업종 부진으로 디레이팅되며 주가 약세가 이어졌다. 4분기부터는 중국 생산법인의 본격 가동에 따라 초기 고정비 부담으로 원가율 개선 흐름이 더딜 것으로 예상된다. 중국 생산법인은 〈중국 화장품 기업의 펌프 수요〉, 〈중국 현지 글로벌 고객사의 생활용품 펌프 수요〉 등의 대량 물량을 기대하며 투자가 진행된 것으로 초기 부담은 존재하나 기수주된 물량(현재 120억원)이 소화됨에 따라 점진적으로 부담은 완화될 전망이다.

### 3Q19 Preview: 수익성 개선 지속

연우의 3분기 실적은 연결 매출 753억원(YoY+11%), 영업이익 68억원(YoY+317%)을 달성할 전망으로 컨센서스 영업이익 45억원을 상회할 것으로 예상한다. 노무비 부담 축소에 따른 원가율 개선효과에 기인한다.

▶ **내수 매출(1H19 비중 52%)**은 전년동기비 18% 성장할 것으로 추정된다. 상반기에 이어 주력 대형 고객사의 성장세는 여전한 가운데, 중소형 브랜드향 수주가 더해지며 내수 매출이 견고했던 것으로 파악된다.

▶ **수출 매출(1H19 비중 48%)**은 전년동기비 4% 성장할 전망이다. 유럽향 수주가 견고한 가운데, 미주향 수출이 약세를 보이며 다소 아쉬운 성장세가 예상된다.

▶ **원가율(연결)**은 82.3%(-6.5%p yoy)으로 추정하며, 별도법인의 외주가공비/노무비 등의 효율화 효과가 상반기에 이어 지속될 전망이다. 다만, 9월부터 본격 가동된 중국 생산법인의 고정비 부담이 일부 반영되기 시작할 것으로 판단한다.

#### Quarterly earning Forecasts

	3Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비	(억원, %)
매출액	753	10.5	-6.0	729	3.3	
영업이익	68	316.8	-23.3	45	50.0	
세전계속사업이익	68	233.5	-26.7	43	56.2	
지배순이익	54	213.3	-20.5	37	48.6	
영업이익률 (%)	9.0	+6.6 %pt	-2.0 %pt	6.2	+2.8 %pt	
지배순이익률 (%)	7.2	+4.7 %pt	-1.3 %pt	5.0	+2.2 %pt	

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	2,293	2,729	2,973	3,217
영업이익	90	62	239	279
지배순이익	78	74	196	227
PER	47.8	45.6	14.1	12.2
PBR	2.0	1.8	1.3	1.2
EV/EBITDA	16.9	16.7	7.8	6.8
ROE	4.3	3.9	9.8	10.3

자료: 유안타증권

[표 1] 연우 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

		2018	2019F	2020F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F
연결 매출액		272.9	297.3	321.7	64.1	70.2	68.2	70.4	67.3	80.1	75.3	74.5
별도		271.9	296.3	316.6	64.0	70.1	68.1	69.7	67.4	80.7	75.0	73.1
- 내수		139.3	152.0	162.9	37.2	36.0	31.5	34.7	32.9	43.1	37.3	38.8
- 수출		133.6	145.3	158.9	27.0	34.2	36.7	35.7	34.4	37.0	38.0	35.8
중국법인		7.5	12.3	17.5	0.7	1.4	2.3	3.1	2.6	2.3	3.2	4.2
(연결조정)		(6.3)	(11.3)	(12.4)	(0.6)	(1.3)	(2.2)	(2.2)	(2.1)	(2.9)	(3.0)	(2.8)
% YoY	연결 매출액	19%	9%	8%	13%	27%	15%	21%	5%	14%	10%	6%
	별도	19%	9%	7%	14%	27%	16%	19%	5%	15%	10%	5%
	- 내수	10%	9%	7%	1%	22%	16%	3%	-12%	20%	18%	12%
	- 수출	31%	9%	9%	35%	33%	15%	45%	28%	8%	4%	0%
	중국법인	149%	64%	43%	-40%	261%	175%	414%	256%	61%	42%	36%
% 비중	연결 매출액	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	내수	51%	51%	51%	58%	51%	46%	49%	49%	54%	50%	52%
	수출	49%	49%	49%	42%	49%	54%	51%	51%	46%	51%	48%
	중국법인	3%	4%	5%	1%	2%	3%	4%	4%	3%	4%	6%
매출총이익		29.9	49.5	55.0	7.1	8.4	7.6	6.8	9.1	15.6	13.3	11.4
판매관리비		23.7	25.5	27.1	6.0	6.0	6.0	5.6	5.8	6.8	6.5	6.3
% 판관비율		9%	9%	8%	9%	9%	9%	8%	9%	8%	9%	8%
영업이익		6.2	23.9	27.9	1.1	2.4	1.6	1.1	3.2	8.8	6.8	5.1
% YoY		-31%	283%	16%	-55%	-20%	6%	-46%	203%	263%	317%	354%
지배주주 순이익		7.4	19.6	22.7	1.2	3.1	1.7	0.2	3.0	6.8	5.4	4.4
Margin %	매출총이익률	11%	17%	17%	11%	12%	11%	10%	13%	20%	18%	15%
	영업이익률	2%	8%	9%	2%	3%	2%	2%	5%	11%	9%	7%
	순이익률	2%	7%	7%	2%	4%	2%	2%	5%	9%	7%	6%

자료: 유안타증권 리서치센터

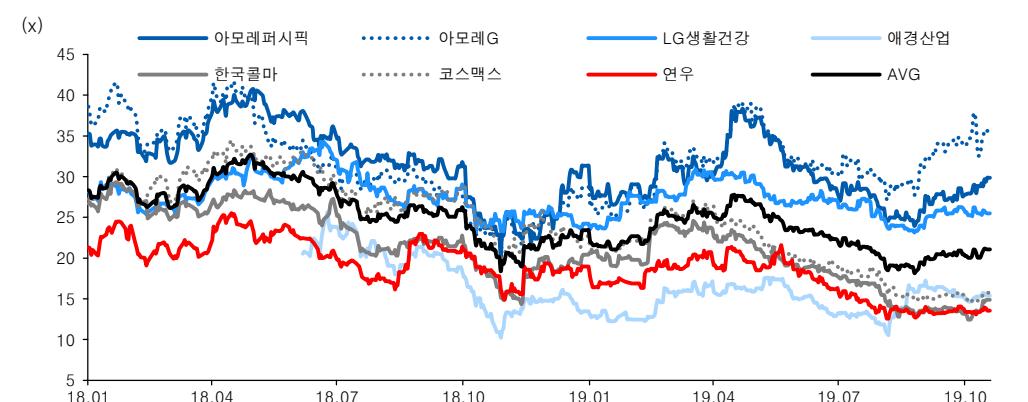
[표 2] 연우의 2018년 Review 및 2019년 가이던스

(단위: 십억원)

	2018	2019G	% YoY	
- 내수	1,393	1,500	8%	- 중국법인 4월 가동 시작. 본생산 5월 예상
- 수출	1,336	1,495	12%	- 중국향 수출+중국법인 합산 매출 목표 150억원
매출 합계	2,729	2,950	8%	- 영업이익률 9% 타겟

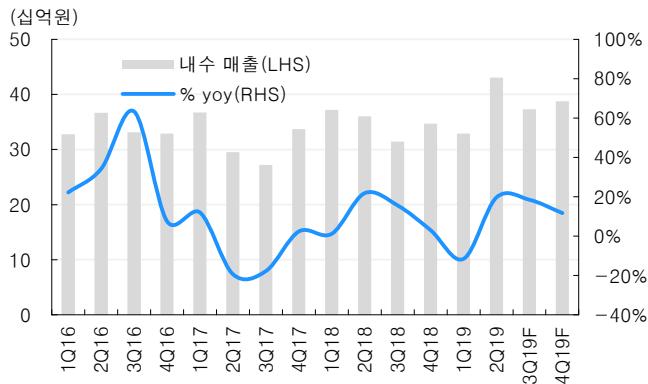
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 국내 주요 화장품 기업 Fwd P/E Chart



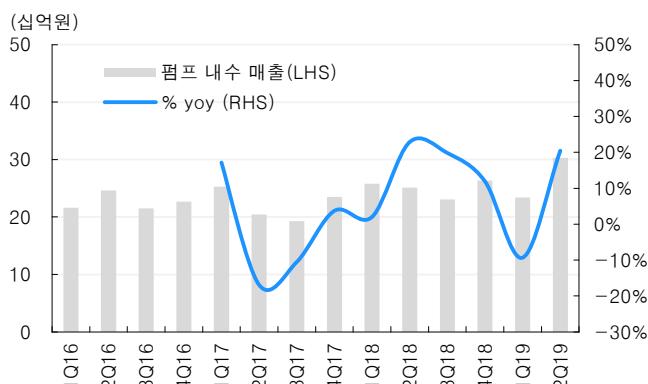
자료: bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 내수 매출 추이 및 전망



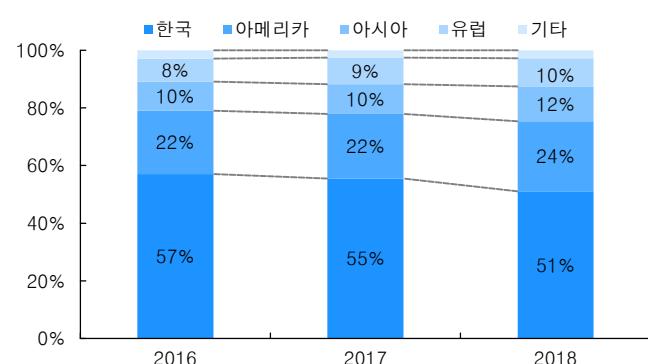
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 펌프 내수 매출 추이



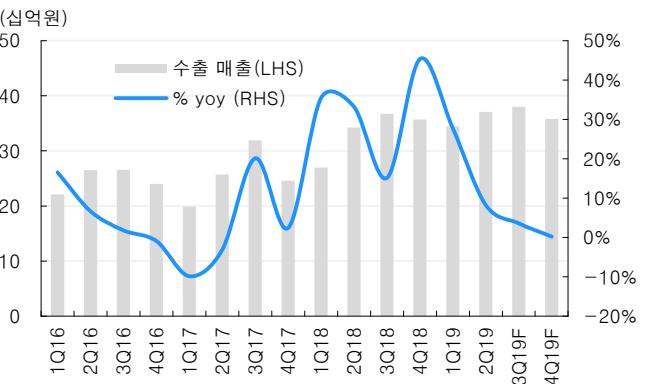
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 연간 지역별 비중 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 수출 매출 추이 및 전망



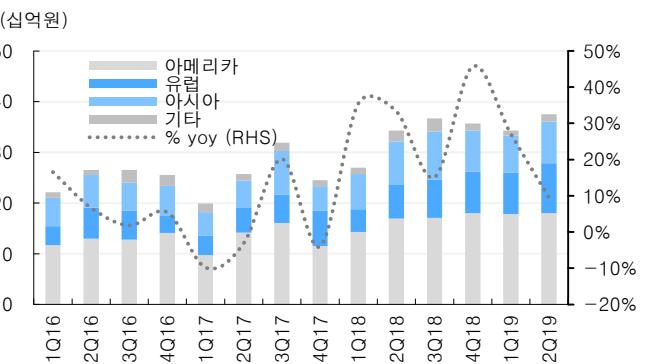
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 펌프 수출 매출 추이



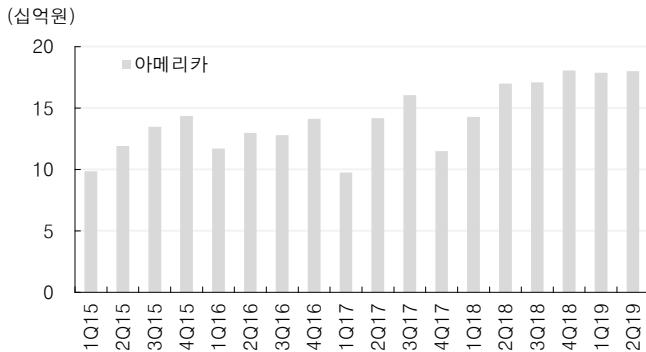
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 분기 지역별 매출액 및 성장률 추이



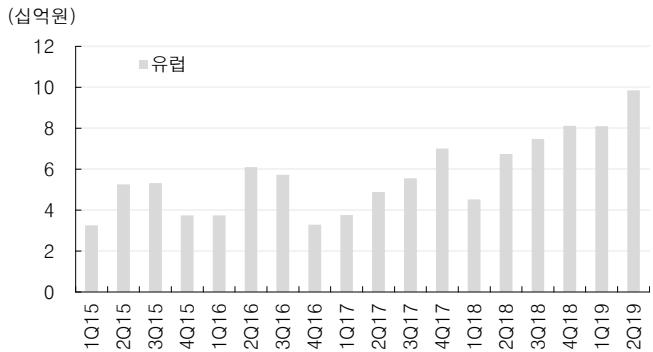
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 미주향 수출액 추이



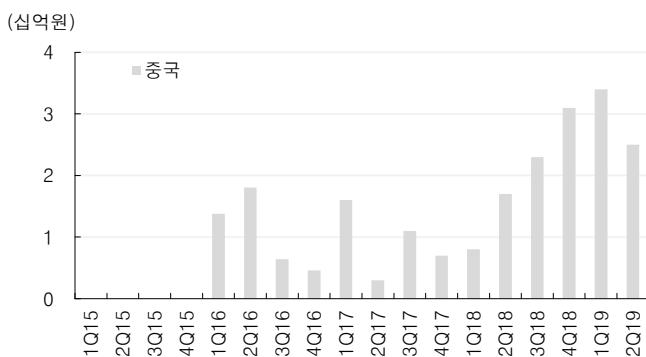
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 유럽향 수출액 추이



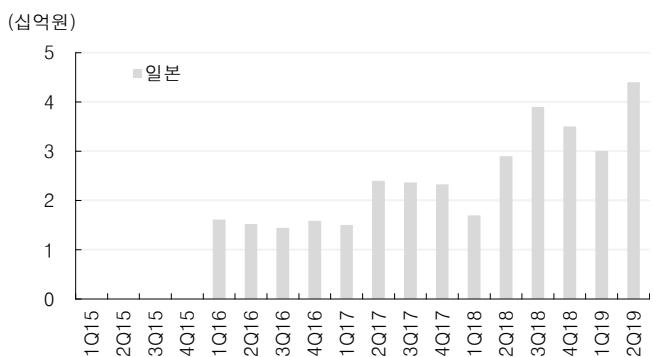
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 중국향 수출액 추이



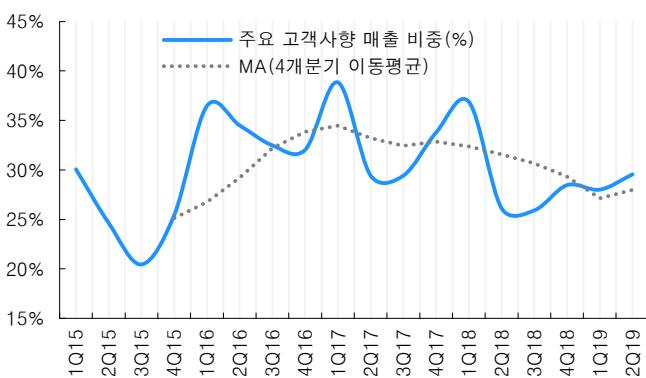
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 일본향 수출액 추이



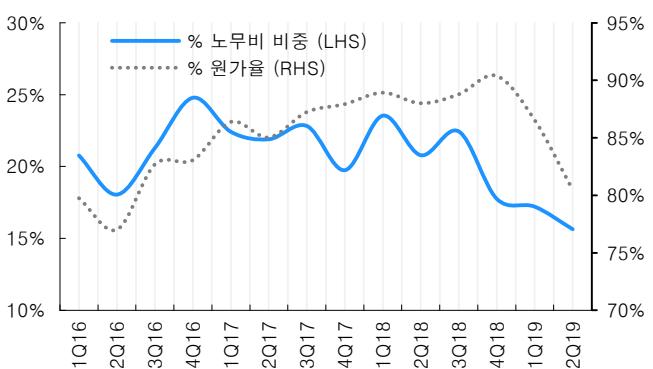
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 주요 고객사향 매출 비중 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 13] 노무비 및 원가율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

## 연우(115960) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산(12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	2,293	2,729	2,973	3,217	3,423
매출원가	1,987	2,431	2,478	2,667	2,794
매출총이익	306	299	495	550	629
판관비	215	237	255	271	283
영업이익	90	62	239	279	345
EBITDA	227	224	401	450	520
영업외손익	-17	25	14	5	3
외환관련손익	-24	12	20	15	15
이자손익	-4	-10	-13	-16	-18
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	12	22	7	7	7
법인세비용차감전순손익	74	86	253	284	349
법인세비용	-4	13	57	57	70
계속사업순손익	78	74	196	227	279
증단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	78	74	196	227	279
지배지분순이익	78	74	196	227	279
포괄순이익	73	51	174	205	257
지배지분포괄이익	73	51	174	205	257

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

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산(12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	885	948	1,231	1,610	2,082
현금및현금성자산	263	242	468	788	1,213
매출채권 및 기타채권	356	441	478	516	547
재고자산	225	228	249	269	286
비유동자산	1,706	1,910	2,042	2,116	2,145
유형자산	1,537	1,724	1,862	1,942	1,976
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	5	0	0	0	0
자산총계	2,591	2,858	3,273	3,725	4,227
유동부채	498	444	376	313	249
매입채무 및 기타채무	221	201	203	211	216
단기차입금	137	197	127	57	-13
유동성장기부채	119	18	18	18	18
비유동부채	229	498	808	1,118	1,428
장기차입금	145	410	720	1,030	1,340
사채	0	0	0	0	0
부채총계	727	942	1,184	1,431	1,677
지배지분	1,864	1,916	2,090	2,294	2,551
자본금	62	62	62	62	62
자본잉여금	670	670	670	670	670
이익잉여금	1,135	1,190	1,386	1,612	1,891
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,864	1,916	2,090	2,294	2,551
순차입금	110	366	380	299	115
총차입금	400	625	865	1,105	1,345

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산(12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	194	109	276	326	389
당기순이익	78	74	196	227	279
감가상각비	131	155	156	166	170
외환손익	13	2	-20	-15	-15
증속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-43	-183	-120	-114	-107
기타현금흐름	15	61	63	63	62
투자활동 현금흐름	-390	-348	-288	-239	-198
투자자산	11	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-455	-353	-294	-245	-204
유형자산 감소	39	7	0	0	0
기타현금흐름	16	-2	6	6	6
재무활동 현금흐름	162	226	241	241	241
단기차입금	137	-70	-70	-70	-70
사채 및 장기차입금	27	295	310	310	310
자본금	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-2	1	1	1	1
연결범위변동 등 기타	-11	-8	-2	-7	-7
현금의 증감	-45	-21	226	321	424
기초 현금	308	263	242	468	789
기말 현금	263	242	468	789	1,213
NOPLAT	95	62	239	279	345
FCF	-266	-322	-66	35	140

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

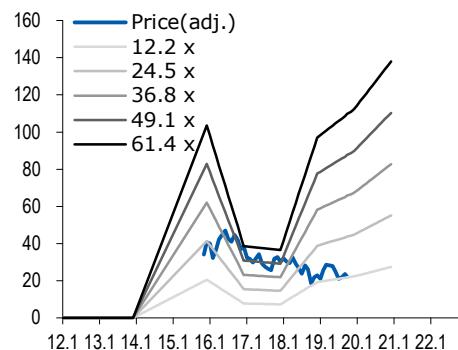
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

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

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	628	594	1,582	1,830	2,249
BPS	15,038	15,453	16,856	18,507	20,577
EBITDAPS	1,828	1,803	3,237	3,628	4,196
SPS	18,495	22,014	23,976	25,952	27,609
DPS	0	0	0	0	0
PER	47.8	45.6	14.1	12.2	9.9
PBR	2.0	1.8	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	16.9	16.7	7.8	6.8	5.5
PSR	1.6	1.2	0.9	0.9	0.8
재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	-2.2	19.0	8.9	8.2	6.4
영업이익 증가율 (%)	-63.8	-31.6	288.3	16.4	23.9
지배순이익 증가율 (%)	-62.8	-5.5	166.4	15.7	22.9
매출총이익률 (%)	13.3	10.9	16.6	17.1	18.4
영업이익률 (%)	3.9	2.3	8.1	8.7	10.1
지배순이익률 (%)	3.4	2.7	6.6	7.1	8.1
EBITDA 마진 (%)	9.9	8.2	13.5	14.0	15.2
ROIC	5.4	2.5	7.9	8.9	10.6
ROA	3.1	2.7	6.4	6.5	7.0
ROE	4.3	3.9	9.8	10.3	11.5
부채비율 (%)	39.0	49.2	56.6	62.4	65.7
순차입금/자기자본 (%)	5.9	19.1	18.2	13.1	4.5
영업이익/금융비용 (배)	15.5	5.3	14.9	12.6	12.8

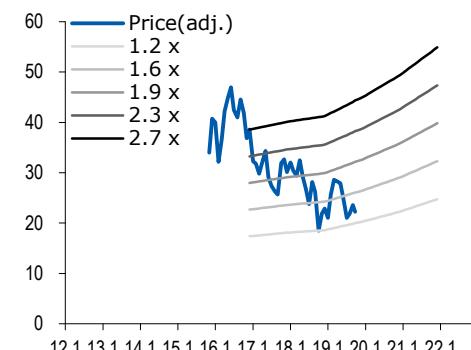
## P/E band chart

(천원)



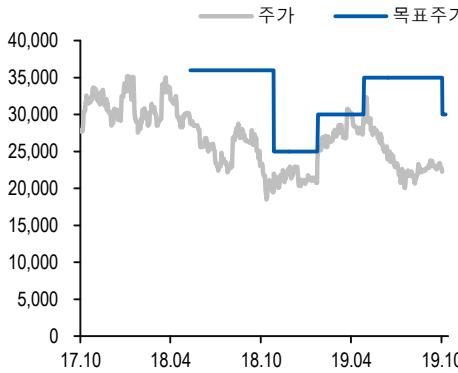
## P/B band chart

(천원)



## 연우 (115960) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-10-22	BUY	30,000	1년		
2019-05-16	BUY	35,000	1년	-31.13	-7.57
2019-02-12	BUY	30,000	1년	-7.90	2.50
2018-11-15	BUY	25,000	1년	-14.00	-4.20
2018-05-30	BUY	36,000	1년	-30.83	-19.17
담당자변경					
2017-05-31	BUY	41,000	1년	-27.32	-14.15

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)	0.6
Buy(매수)	85.2
Hold(중립)	14.2
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-10-20

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 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 기준 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 투자 의사결정은 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.