



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 (M)
현재주가 (11/13)	23,200원
상승여력	29%

시기총액	2,876억원
총발행주식수	12,398,000주
60일 평균 거래대금	20억원
60일 평균 거래량	83,873주
52주 고	32,350원
52주 저	19,500원
외인지분율	13.26%
주요주주	기중현 외 2 인 60.38%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.5	3.3	17.8
상대	(2.9)	(7.8)	19.4
절대(달러환산)	3.4	8.2	14.3

견고한 이익체력 확인

투자의견 BUY, 목표주가 30,000원 유지

연우에 대한 투자의견 BUY, 목표주가를 30,000원 유지한다. 연우는 2019년 3분기 누적 외주가공비 및 노무비 등이 효율화 되면서 원가율이 전년동기비 5.2%p 개선되는 이익 체력을 보여주었고, 이러한 흐름은 3분기까지도 이어졌다. 아쉽게도 업종 부진으로 수익성 개선효과가 기업가치 상승으로 이어지지 못했다. 4분기부터는 중국 생산법인 본격 가동이 예정되어 있으며 외형 확대 효과가 이어질 것으로 기대한다. 다만, 초기 고정비 부담으로 원가율 개선 흐름이 다소 약세를 보일 수 있으나 기업가치가 역사적 하단 수준에 있는 만큼 부담은 제한적일 것으로 보인다.

3Q19 Review: 컨센서스 상회, 수익성 개선 지속

연우의 3분기 실적은 연결 매출 749억원(YoY+10%), 영업이익 60억원(YoY+271%)을 기록하며 컨센서스 영업이익 47억원을 상회했다. 상반기 이어졌던 원재료비 및 노무비 부담 축소에 따른 원가율 개선효과에 기인한다. 중국제조법인 매출 또한 17억원을 기록, 전분기비 적자 수준(-3.6억원, +1.2억원 qoq)이 축소 또한 긍정적이었다.

▶ **내수 매출(3Q누적 비중 50%)**은 356억원을 기록하며 전년동기비 13% 성장했다. 상위 고객사향 수주(237억원)가 전년동기비 29%, 전분기비 26% 증가하며 성장을 주도했다. 품목별로 펌프 매출은 전년동기비 10% 증가했으며, 튜브 매출은 전년동기비 3% 상승했다. ▶ **수출 매출(3Q누적 비중 50%)**은 393억원을 달성하며 전년동기비 7% 성장했다. 지역별로 중국, 유럽, 미주향 수주가 각각 44%, 23%, 3% 증가한 것으로 파악된다. 품목별로 펌프 매출은 전년동기비 4% 증가했으며, 튜브 매출은 전년동기비 5% 상승했다. ▶ **원가율(연결)**은 84%(-4.8%p yoy)이며, 별도법인의 외주가공비/노무비 등의 효율화 효과가 상반기에 이어 지속되었다.

4Q19 중국 외형 확대 효과 기대

연우의 4분기 실적은 연결 매출 749억원(YoY+6%), 영업이익 51억원(YoY+355%)을 전망한다. 중국 법인의 가동 본격화에 따른 외형확대 효과가 예상된다. 중국 생산법인은 <중국 화장품 기업의 펌프 수요>, <중국 현지 글로벌 고객사의 생활용품 펌프 수요> 등을 대량 물량을 기대하며 투자를 진행했다. 초기 가동률 상승 기간의 고정비 부담은 존재하나 기수주된 물량(현재 120억원)이 소화됨에 따라 점진적으로 부담은 완화될 것이다.

Quarterly earning Forecasts

	3Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비	(억원, %)
매출액	749	9.9	-6.5	730	2.7	
영업이익	60	271.2	-31.7	47	27.7	
세전계속사업이익	54	166.3	-41.5	49	10.8	
지배순이익	40	129.9	-41.7	38	4.7	
영업이익률 (%)	8.1	+5.7 %pt	-2.9 %pt	6.5	+1.6 %pt	
지배순이익률 (%)	5.3	+2.8 %pt	-3.2 %pt	5.2	+0.1 %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	232	274
지배순이익	78	74	190	223
PER	47.8	45.6	15.3	13.0
PBR	2.0	1.8	1.4	1.3
EV/EBITDA	16.9	16.7	8.3	7.2
ROE	4.3	3.9	9.5	10.2

자료: 유안타증권

[표 1] 연우 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

		2018	2019F	2020F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19F
연결 매출액		272.9	297.3	321.7	64.1	70.2	68.2	70.4	67.3	80.1	74.9	74.9
별도		271.9	295.5	317.1	64.0	70.1	68.1	69.7	67.4	80.7	73.8	73.5
- 내수		139.3	150.5	161.2	37.2	36.0	31.5	34.7	32.9	43.1	35.6	39.0
- 수출		133.6	146.8	160.5	27.0	34.2	36.7	35.7	34.4	37.0	39.3	36.0
중국법인(제조+판매)		7.5	13.2	17.2	0.7	1.4	2.3	3.1	2.6	2.3	4.1	4.2
(연결조정)		(6.3)	(11.4)	(12.5)	(0.6)	(1.3)	(2.2)	(2.2)	(2.7)	(2.9)	(3.1)	(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%	8%	5%
	- 내수	10%	8%	7%	1%	22%	16%	3%	-12%	20%	13%	12%
	- 수출	31%	10%	9%	35%	33%	15%	45%	28%	8%	7%	1%
	중국법인	149%	76%	30%	-40%	261%	175%	414%	256%	61%	82%	36%
% 비중	연결 매출액	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	내수	51%	51%	50%	58%	51%	46%	49%	49%	54%	47%	52%
	수출	49%	49%	50%	42%	49%	54%	51%	51%	46%	53%	48%
	중국법인	3%	4%	5%	1%	2%	3%	4%	4%	3%	6%	6%
매출총이익		29.9	48.2	54.6	7.1	8.4	7.6	6.8	9.1	15.6	12.0	11.5
판매관리비		23.7	24.9	27.2	6.0	6.0	6.0	5.6	5.8	6.8	5.9	6.4
% 판관비율		9%	8%	8%	9%	9%	9%	8%	9%	8%	8%	8%
영업이익		6.2	23.2	27.4	1.1	2.4	1.6	1.1	3.2	8.8	6.0	5.1
% YoY		-31%	272%	18%	-55%	-20%	6%	-46%	203%	263%	271%	355%
지배주주 순이익		7.4	19.0	22.3	1.2	3.1	1.7	0.2	3.0	6.8	4.0	4.9
Margin %	매출총이익률	11%	16%	17%	11%	12%	11%	10%	13%	20%	16%	15%
	영업이익률	2%	8%	9%	2%	3%	2%	2%	5%	11%	8%	7%
	순이익률	3%	6%	7%	2%	4%	2%	2%	4%	9%	5%	7%

자료: 유안타증권 리서치센터

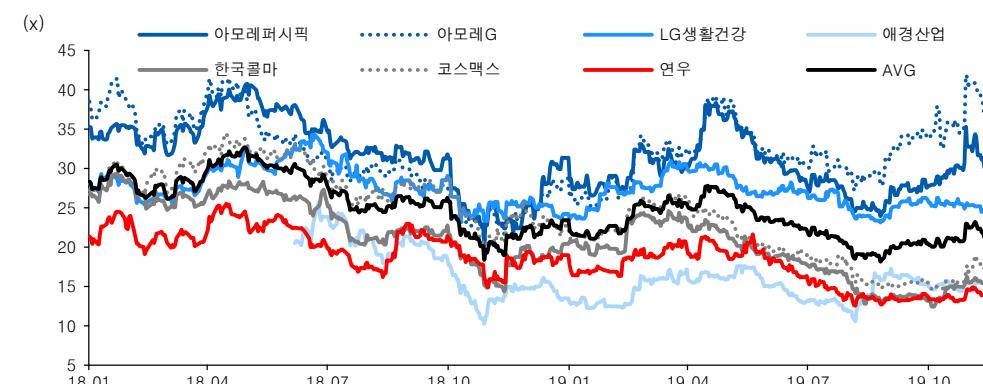
[표 2] 연우의 2018년 Review 및 2019년 가이던스

(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

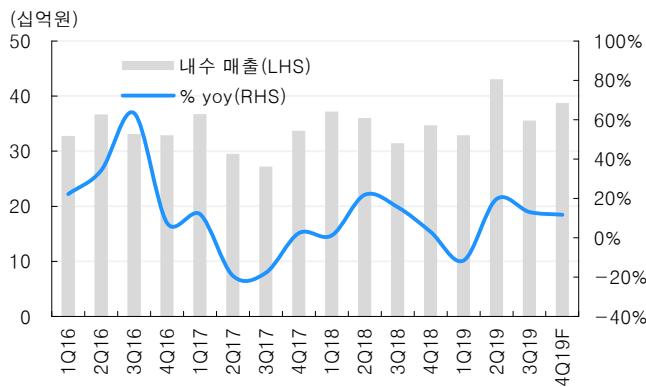
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 국내 주요 화장품 기업 Fwd P/E Chart



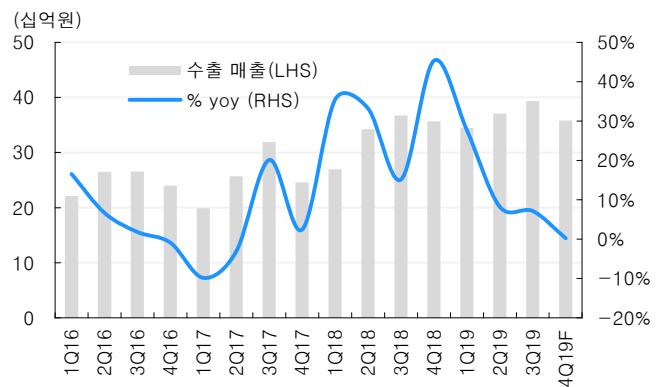
자료: bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 내수 매출 추이 및 전망



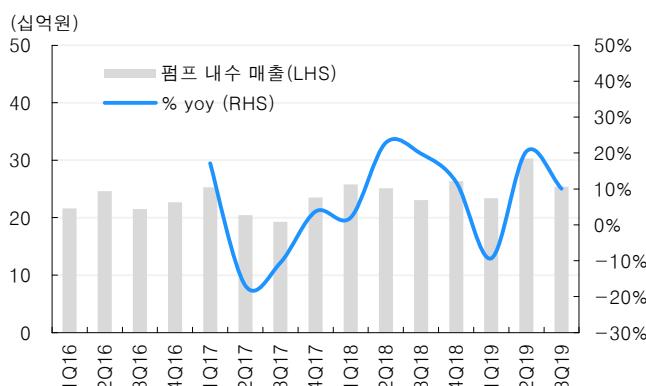
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 수출 매출 추이 및 전망



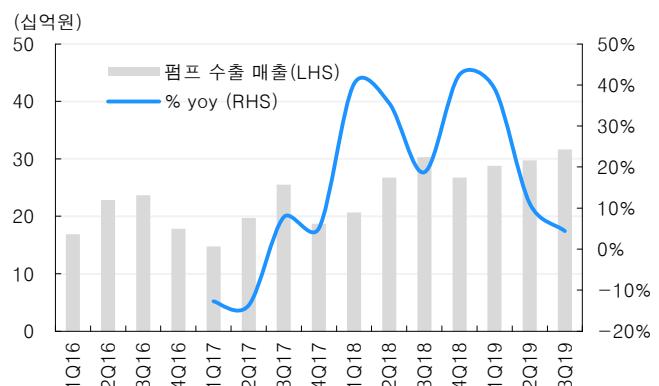
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 펌프 내수 매출 추이



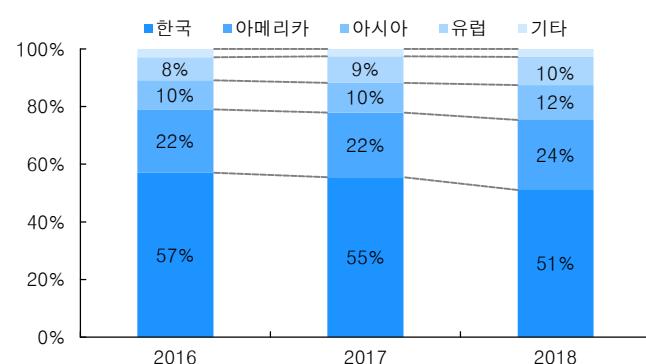
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 펌프 수출 매출 추이



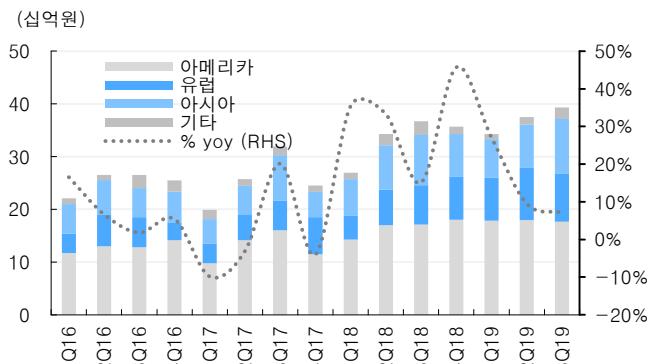
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 연간 지역별 비중 추이



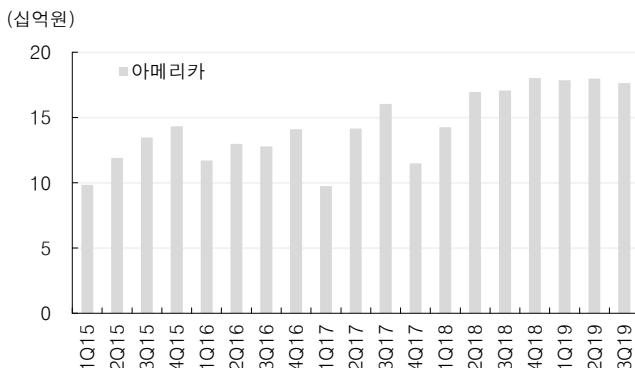
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 분기 지역별 매출액 및 성장률 추이



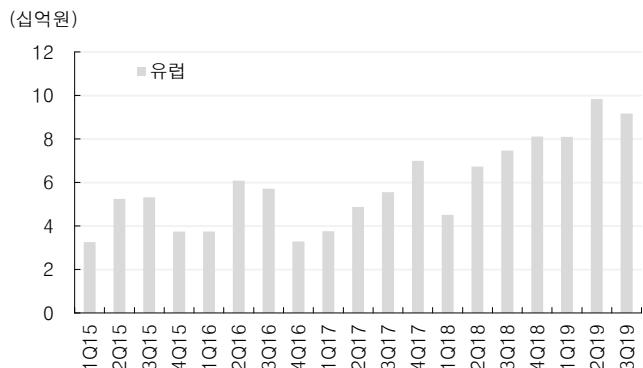
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 미주향 수출액 추이



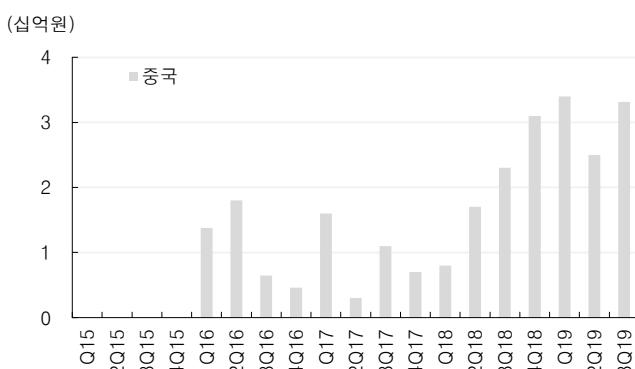
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 유럽향 수출액 추이



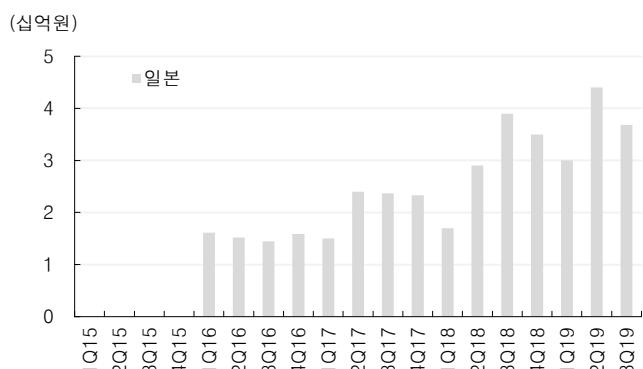
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 중국향 수출액 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 일본향 수출액 추이



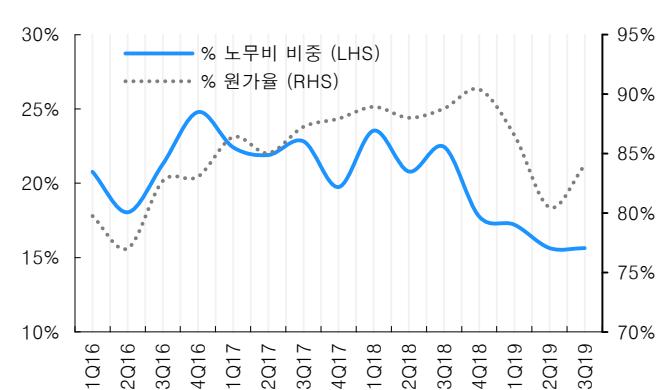
자료: 유안타증권 리서치센터

[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	2,491	2,671	2,799
매출총이익	306	299	482	546	624
판관비	215	237	249	272	284
영업이익	90	62	232	274	340
EBITDA	227	224	394	445	515
영업외순익	-17	25	14	5	3
외환관련순익	-24	12	20	15	15
이자순익	-4	-10	-13	-16	-18
관계기업관련순익	0	0	0	0	0
기타	12	22	7	7	7
법인세비용차감전순순익	74	86	246	279	343
법인세비용	-4	13	56	56	69
계속사업순순익	78	74	190	223	275
증단사업순순익	0	0	0	0	0
당기순이익	78	74	190	223	275
지배지분순이익	78	74	190	223	275
포괄순이익	73	51	168	201	252
지배지분포괄이익	73	51	168	201	252

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	1,226	1,601
현금및현금성자산		263	242	463	779
매출채권 및 기타채권		356	441	478	516
재고자산		225	228	249	269
비유동자산		1,706	1,910	2,042	2,116
유형자산		1,537	1,724	1,862	1,942
관계기업등 지분관련자산		0	0	0	0
기타투자자산		5	0	0	0
자산총계		2,591	2,858	3,268	3,716
유동부채		498	444	376	314
매입채무 및 기타채무		221	201	204	211
단기차입금		137	197	127	57
유동성장기부채		119	18	18	18
비유동부채		229	498	808	1,118
장기차입금		145	410	720	1,030
사채		0	0	0	0
부채총계		727	942	1,184	1,432
지배지분		1,864	1,916	2,084	2,285
자본금		62	62	62	62
자본잉여금		670	670	670	670
이익잉여금		1,135	1,190	1,380	1,603
비지배지분		0	0	0	0
자본총계		1,864	1,916	2,084	2,285
순차입금		110	366	385	308
총차입금		400	625	865	1,105

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산(12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	194	109	270	322	385
당기순이익	78	74	190	223	275
감가상각비	131	155	156	166	170
외환순익	13	2	-20	-15	-15
종속,관계기업관련순익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-43	-183	-119	-115	-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
자본	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	221	317	420
기초 현금	308	263	242	463	780
기말 현금	263	242	463	780	1,199
NOPLAT	95	62	232	274	340
FCF	-266	-322	-72	31	136

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

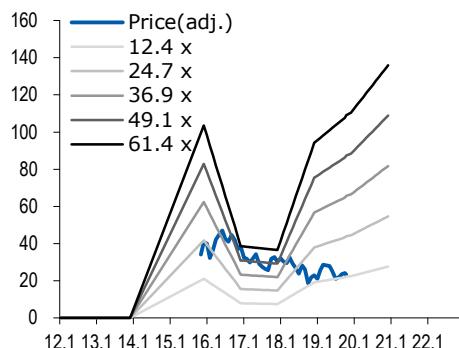
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

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	1,535	1,800
BPS		15,038	15,453	16,809	18,430
EBITDAPS		1,828	1,803	3,178	3,592
SPS		18,495	22,014	23,976	25,952
DPS		0	0	0	0
PER		47.8	45.6	15.3	13.0
PBR		2.0	1.8	1.4	1.3
EV/EBITDA		16.9	16.7	8.3	7.2
PSR		1.6	1.2	1.0	0.9
재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)		-2.2	19.0	8.9	8.2
영업이익 증가율 (%)		-63.8	-31.6	276.5	18.1
지배순이익 증가율 (%)		-62.8	-5.5	158.5	17.3
매출총이익률 (%)		13.3	10.9	16.2	17.0
영업이익률 (%)		3.9	2.3	7.8	8.5
지배순이익률 (%)		3.4	2.7	6.4	6.9
EBITDA 마진 (%)		9.9	8.2	13.3	13.8
ROIC		5.4	2.5	7.7	8.8
ROA		3.1	2.7	6.2	6.4
ROE		4.3	3.9	9.5	10.2
부채비율 (%)		39.0	49.2	56.8	62.7
순차입금/자기자본 (%)		5.9	19.1	18.5	13.5
영업이익/금융비용 (배)		15.5	5.3	14.5	12.4

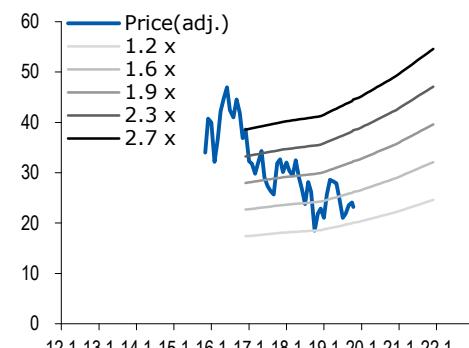
P/E band chart

(천원)



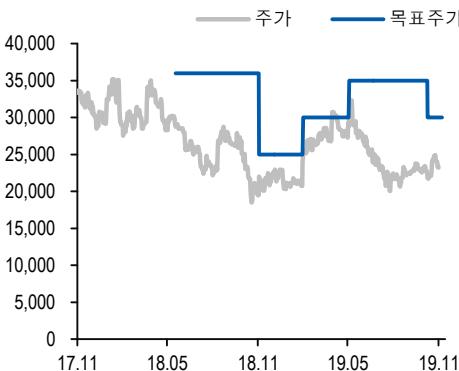
P/B band chart

(천원)



연우 (115960) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를 평균주가 대비 최고(최저) 주가 대비	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-11-14	BUY	30,000	1년		
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
디딩자변경					
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)	85.4
Hold(중립)	14.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-11-12

※ 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.