



# 연우 (115960)

## 화장품



박은정

02 3770 5597  
eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	<b>HOLD (D)</b>
목표주가	<b>18,000원 (D)</b>
현재주가 (8/18)	<b>16,750원</b>
상승여력	<b>7%</b>

시가총액	2,077억원
총발행주식수	12,398,000주
60일 평균 거래대금	12억원
60일 평균 거래량	67,889주
52주 고	26,000원
52주 저	14,250원
외인지분율	11.00%
주요주주	기중현 외 2 인 60.38%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.3	(10.9)	(22.8)
상대	(1.8)	(23.1)	(42.9)
절대(달러환산)	2.1	(7.2)	(21.0)

## 코로나19 영향 지속

### 2Q20 Review: 코로나19 영향 지속

연우의 2분기 실적은 연결 매출 590억원(YoY-26%), 영업이익 47억원(YoY-47%) 기록하며, 낮아진 컨센서스 55억원을 하회했다. 화장품 산업 부진이 장기화 됨에 따라 고객사의 재고조정 등의 영향으로 대체로 매출이 부진했다.

▶별도 실적은 매출 579억원(YoY-28%), 영업이익 49억원(YoY-49%) 기록했다. 코로나19 영향으로 국내외 주력 고객사의 수주 감소가 이어짐에 따라 매출이 부진했다. 내수와 수출 매출이 각각 24%, 29% 감소했다. 연우의 제품은 대체로 고가 기초 브랜드에 사용되고 있어, 전세계적인 면세 채널 부진의 직격탄을 받았을 것으로 보인다. 상위 고객사향 매출이 상이했다. 국내 1위 고객사향 매출이 전년동기비 47% 감소하고, 2위 고객사향 매출이 7% 성장함에 따라 국내 고객사 매출 1~2위 순위가 상장이후 처음 역전되었다. 글로벌 고객사향 펌프가 포함된 PKG매출은 전년동기비 20% 감소 기록했다. 대형 고객사의 매출 급감에 따른 가동률 하락으로 원가율이 전년동기비 3.4% 상승했으며, 영업이익률 또한 유사하게 하락했다. ▶중국법인은 매출 33억원 기록하며 전년동기비 44% 감소하고 영업손실 3억원 기록했다.

### 업황은 바닥을 통과 중

3분기 전세계 화장품 시장은 중국을 제외하고 대체로 여전히 어렵다. 소비는 2분기 대비 개선흐름이나, 지난해 대비 현저하게 낮아진 수준에서 소폭 개선된 정도다. 연우의 주요 고객사는 면세 채널 상황과 흐름을 같이하여 하반기가 낙관적이지는 않다. 그러나 최악은 지났다는 판단이다.

3분기 연결 매출 600억원(YoY-20%), 영업이익 28억원(YoY-54%) 전망한다. 내수와 수출 각각 18%, 21% 감소 가정했다. 면세 산업 및 관련 대형사의 면세 수요 회복을 2021년 2분기 정도로 추정하고 있어, 연우 매출의 양(+)의 성장을 2021년 1분기로 반영했다. 업황 부진을 반영하여 2020년, 2021년 이익 추정치를 각각 41%, 15% 하향 조정했다. 목표주가는 종전 2.3만원에서 1.8만원으로 22% 하향조정하며, Target P/E 15x를 적용했다. 투자의견 또한 Hold로 하향한다.

### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	590	-26.4	-4.8	647	-8.9
영업이익	47	-47.2	74.2	55	-15.2
세전계속사업이익	46	-50.3	16.0	68	-32.4
지배순이익	36	-46.8	18.7	43	-16.1
영업이익률 (%)	7.9	-3.1 %pt	+3.6 %pt	8.5	-0.6 %pt
지배순이익률 (%)	6.2	-2.3 %pt	+1.3 %pt	6.7	-0.5 %pt

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

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	2,729	2,946	2,445	2,739
영업이익	62	225	114	203
지배순이익	74	168	101	176
PER	45.6	18.1	20.5	11.8
PBR	1.8	1.4	0.9	0.9
EV/EBITDA	16.7	7.9	7.3	5.3
ROE	3.9	8.4	4.7	7.8

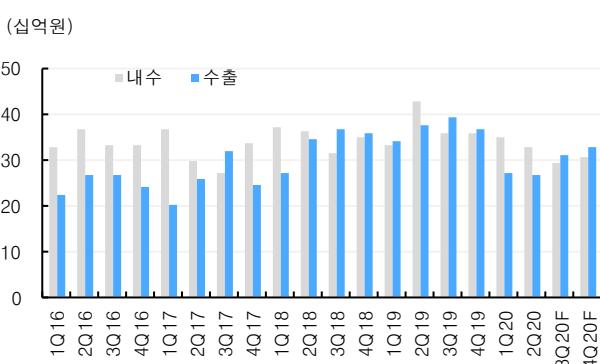
[표 1] 연우 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F	2021F
연결 매출액		67.3	80.1	74.9	72.3	62.0	59.0	60.0	63.5	272.9	294.6	244.5	273.9
별도		67.4	80.7	73.6	70.7	61.1	57.9	58.7	63.7	271.9	292.4	241.3	264.6
- 내수		33.1	42.8	35.7	35.8	34.8	32.5	29.2	30.7	139.3	147.5	127.1	146.1
- 수출		34.2	37.3	39.2	36.5	27.2	26.5	30.9	32.8	133.6	147.2	117.4	127.8
중국법인(제조+판매)		2.6	2.3	4.1	5.1	1.4	3.3	3.9	2.5	7.5	14.1	11.2	11.6
(연결조정)		-2.7	-2.9	-2.8	-3.5	-0.5	-2.2	-2.6	-2.7	-6.3	-11.9	-8.0	-2.4
% YoY	연결 매출액	5%	14%	10%	3%	-8%	-26%	-20%	-12%	19%	8%	-17%	12%
	별도	5%	15%	8%	1%	-9%	-28%	-20%	-10%	19%	8%	-17%	10%
	- 내수	-11%	19%	14%	3%	5%	-24%	-18%	-14%	10%	6%	-14%	15%
	- 수출	27%	9%	7%	2%	-20%	-29%	-21%	-10%	31%	10%	-20%	9%
	중국법인	256%	61%	82%	65%	-44%	46%	-5%	-51%	149%	88%	-21%	4%
% 비중	내수	49%	53%	48%	50%	56%	55%	49%	48%	51%	50%	52%	53%
	수출	51%	47%	52%	50%	44%	45%	51%	52%	49%	50%	48%	47%
	중국법인	4%	3%	6%	7%	2%	6%	7%	4%	3%	5%	5%	4%
매출총이익		9.1	15.6	12.0	10.2	7.8	9.4	8.1	7.2	29.9	46.9	32.5	43.3
% YoY		28%	86%	57%	50%	-14%	-40%	-32%	-29%	-2%	57%	-31%	33%
% 매출총이익률		13%	20%	16%	14%	13%	16%	13%	11%	11%	16%	13%	16%
판매관리비		5.8	6.8	5.9	5.8	5.1	4.7	5.3	5.9	23.7	24.4	21.1	23.0
% YoY		-3%	14%	-1%	3%	-13%	-31%	-10%	2%	10%	3%	-14%	9%
% 판관비율		9%	8%	8%	8%	8%	8%	9%	9%	9%	8%	9%	8%
영업이익		3.2	8.8	6.0	4.4	2.7	4.7	2.8	1.3	6.2	22.5	11.4	20.3
% YoY		203%	263%	271%	321%	-17%	-47%	-54%	-70%	-31%	260%	-49%	78%
% 영업이익률		5%	11%	8%	6%	4%	8%	5%	2%	2%	8%	5%	7%
지배주주 순이익		3.0	6.8	4.0	3.0	3.1	3.6	1.3	2.2	7.4	16.8	10.2	17.6

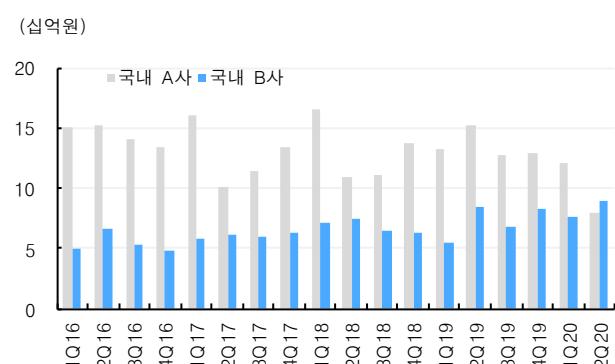
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 내수, 수출 매출 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 국내 상위 고객사별 매출 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

## 연우 (115960) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,729	2,946	2,445	2,739	2,916	
매출원가	2,431	2,477	2,120	2,306	2,403	
매출총이익	299	469	325	433	514	
판관비	237	244	211	230	242	
영업이익	62	225	114	203	271	
EBITDA	224	407	292	382	430	
영업외손익	25	1	15	17	20	
외환관련손익	12	8	10	10	10	
이자손익	-10	-13	-6	-5	-2	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	22	6	11	11	11	
법인세비용차감전순손익	86	225	129	220	291	
법인세비용	13	57	28	44	58	
계속사업순손익	74	168	101	176	233	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	74	168	101	176	233	
지배지분순이익	74	168	101	176	233	
포괄순이익	51	180	113	188	245	
지배지분포괄이익	51	180	113	188	245	

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	109	436	350	286	343	
당기순이익	74	168	101	176	233	
감가상각비	155	174	171	172	153	
외환손익	2	3	-10	-10	-10	
증속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-183	-22	17	-121	-101	
기타현금흐름	61	114	70	69	69	
투자활동 현금흐름	-348	-263	-225	-189	-9	
투자자산	0	0	0	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-353	-259	-215	-180	0	
유형자산 감소	7	5	0	0	0	
기타현금흐름	-2	-10	-9	-9	-9	
재무활동 현금흐름	226	-92	-94	-94	-94	
단기차입금	-70	63	63	63	63	
사채 및 장기차입금	295	-155	-137	-137	-137	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	0	0	-20	-20	-20	
기타현금흐름	1	0	0	0	0	
연결범위변동 등 기타	-8	1	25	19	19	
현금의 증감	-21	82	55	22	259	
기초 현금	263	242	324	379	401	
기말 현금	242	324	379	401	660	
NOPLAT	62	225	114	203	271	
FCF	-322	69	69	40	274	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

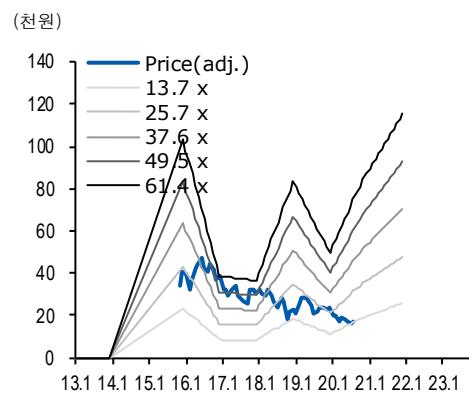
3. ROE,ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산		948	998	951	1,033	1,327
현금및현금성자산		242	324	379	401	659
매출채권 및 기타채권		441	453	382	424	449
재고자산		228	182	151	169	180
비유동자산		1,910	1,961	1,998	2,000	1,841
유형자산		1,724	1,792	1,836	1,844	1,691
관계기업등 지분관련자산		0	0	0	0	0
기타투자자산		0	6	6	6	6
자산총계		2,858	2,959	2,949	3,032	3,169
유동부채		444	610	644	715	783
매입채무 및 기타채무		201	217	202	210	214
단기차입금		197	173	237	300	363
유동성장기부채		18	156	156	156	156
비유동부채		498	254	116	-21	-158
장기차입금		410	204	67	-70	-207
사채		0	0	0	0	0
부채총계		942	863	760	694	625
지배지분		1,916	2,096	2,189	2,338	2,544
자본금		62	62	62	62	62
자본잉여금		670	670	670	670	670
이익잉여금		1,190	1,367	1,448	1,585	1,778
비지배지분		0	0	0	0	0
자본총계		1,916	2,096	2,189	2,338	2,544
순차입금		366	184	55	-41	-373
총차입금		625	534	460	386	312

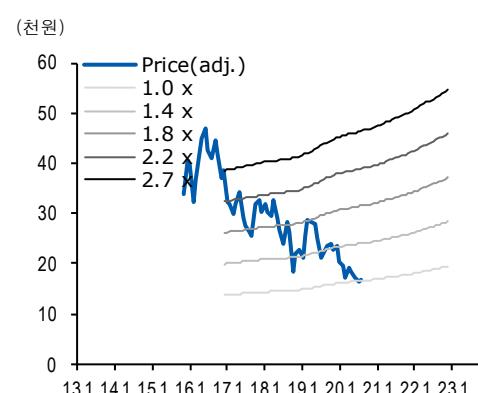
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS		594	1,355	815	1,420	1,879
BPS		15,453	16,906	17,660	18,858	20,516
EBITDAPS		1,803	3,287	2,358	3,078	3,465
SPS		22,014	23,763	19,720	22,091	23,523
DPS		0	160	160	160	160
PER		45.6	18.1	20.5	11.8	8.9
PBR		1.8	1.4	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA		16.7	7.9	7.3	5.3	4.0
PSR		1.2	1.0	0.8	0.8	0.7

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)		19.0	7.9	-17.0	12.0	6.5
영업이익 증가율 (%)		-31.6	264.6	-49.2	78.2	33.4
지배순이익 증가율 (%)		-5.5	128.2	-39.8	74.2	32.3
매출총이익률 (%)		10.9	15.9	13.3	15.8	17.6
영업이익률 (%)		2.3	7.6	4.7	7.4	9.3
지배순이익률 (%)		2.7	5.7	4.1	6.4	8.0
EBITDA 마진 (%)		8.2	13.8	12.0	13.9	14.7
ROIC		2.5	7.5	4.1	7.4	10.0
ROA		2.7	5.8	3.4	5.9	7.5
ROE		3.9	8.4	4.7	7.8	9.5
부채비율 (%)		49.2	41.2	34.7	29.7	24.6
순차입금/자기자본 (%)		19.1	8.8	2.5	-1.7	-14.7
영업이익/금융비용 (배)		5.3	14.5	12.4	26.3	43.4

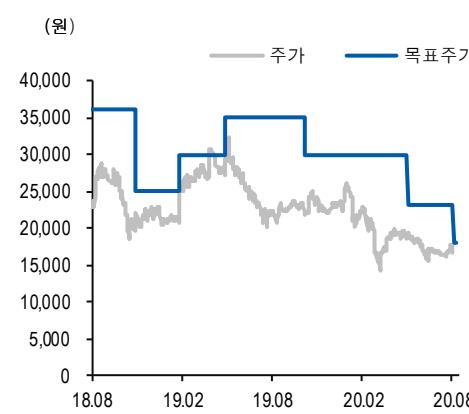
P/E band chart



P/B band chart



연우(115960) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-08-19	HOLD	18,000	1년		
2020-05-18	BUY	23,000	1년	-24.92	-16.30
2019-10-22	BUY	30,000	1년	-29.24	-13.33
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

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)	1.3
Buy(매수)	87.3
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-08-17

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정 시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간접 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 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.