

연우 (115960)

화장품



박은정

02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

RA 임혜정

02 3770 5590
hyejeong.lim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (U)
목표주가	25,000원 (U)
현재주가 (11/16)	19,400원
상승여력	29%

시가총액	2,405억원
총발행주식수	12,398,000주
60일 평균 거래대금	13억원
60일 평균 거래량	66,151주
52주 고	26,000원
52주 저	14,250원
외인지분율	18.70%
주요주주	기중현 외 2인 60.38%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.7	9.9	(19.8)
상대	2.1	8.3	(36.8)
절대(달려환산)	7.3	17.4	(15.7)

저점 통과, 럭셔리 수요 회복

3Q20 Review: 저점 통과

연우의 3분기 실적은 연결 매출 635억원(YoY-15%), 영업이익 20억원(YoY-67%)을 기록하며, 낮아진 컨센서스 35억원을 하회했다. 매출은 예상을 상회했으나, 매출 감소에 따른 고정비 부담이 예상보다 컸다. 긍정적인 점은 럭셔리 수요 회복과 함께 전분기비 매출이 증가하고 있다는 점이다. 전세계 화장품 수요 회복과 방향을 같이 하고 있다.

▶ 별도 실적은 매출 616억원(YoY-16%, QoQ+6%), 영업이익 20억원(YoY-68%) 기록했다. 코로나19 영향권으로 전년동기비 매출이 약했다. 내수와 수출 각각 7%, 23% 감소했다. 지역별 매출성장률은 미주 flat, 유럽-65%, 아시아-18%이다. 미주와 아시아는 전분기비 각각 23%, 11% 성장하며, 빠르게 회복 중이며 유럽은 아직 약세 지속되고 있다. 연우의 제품은 대체로 고가 브랜드의 용기로 사용되고 있어, 전세계 면세 시장 위축 영향을 직접적으로 받았다. 다만 점차 수요가 완만하게 회복되는 만큼 최악의 상황은 지난 것으로 보인다. 핵심 3개 고객사 매출도 상반기에는 전년동기비 19% 감소했으나, 3분기는 전년동기비 12% 감소하고, 전분기비 10% 증가했다. 수익성은 다소 아쉬웠는데 아직은 전년동기비 매출이 감소하고 있어 원가율이 상승하고(+3%p yoy), 영업이익률이 하락했다(5%p yoy). ▶ 중국법인의 경우 매출이 전년동기비 유사한 41억원을 기록했으며, 외형이 확대됨에 따라 고정비 부담은 축소 중이다. 이번 분기 손익분기점 수준까지 이익체력이 상승한 것으로 파악된다.

럭셔리 수요 회복

전세계 화장품 시장이 중국을 선두로 개선 중이다. 중국은 강한 구매력을 바탕으로 화장품 시장 성장이 가속화 되고 있으며, 유럽과 미주는 락다운 영향이 대체로 해소됨에 따라 점진적으로 수요가 상승하고 있다. 아직까지는 면세 수요 회복이 요원하나, 저점을 통과 중이다. 게다가 중국 온쇼어가 럭셔리 중심으로 강한 성장이 나타나고 있는 만큼 재고 리스타킹 사이클에 연우의 용기 수요가 두드러질 것으로 판단한다. 4분기 연결 매출 667억원(YoY-8%), 영업이익 26억원(YoY-40%)로 올해까지는 매출 감소 추세가 지속될 것으로 전망하나, 2021년은 용기부터 빠르게 회복될 것으로 기대한다. 2021년은 연결 매출 2,843억원(YoY+13%), 영업이익 234억원(YoY+96%)을 전망하며 투자 의견 BUY 상향, 목표주가 2.5만원으로 상향한다. 12M Fwd EPS에 2019년 수요 회복 사이클에 적용 받던 Target P/E 18배 반영했다.

Quarterly earning Forecasts

	3Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	635	-15.3	7.6	605	5.0
영업이익	20	-67.1	-57.5	35	-43.6
세전계속사업이익	17	-68.6	-63.8	40	-57.0
지배순이익	14	-65.9	-62.7	26	-47.3
영업이익률 (%)	3.1	-5.0 %pt	-4.8 %pt	5.8	-2.7 %pt
지배순이익률 (%)	2.1	-3.2 %pt	-4.1 %pt	4.3	-2.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액		2,729	2,946	2,511	2,843
영업이익		62	225	120	234
지배순이익		74	168	104	198
PER		45.6	18.1	23.0	12.1
PBR		1.8	1.4	1.1	1.0
EV/EBITDA		16.7	7.9	8.3	5.7
ROE		3.9	8.4	4.9	8.7

자료: 유안타증권

[표 1] 연우 실적 추이 및 전망

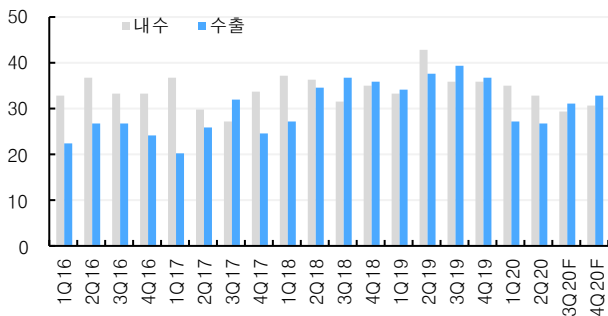
(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20F	2018	2019	2020F	2021F
연결 매출액	67.3	80.1	74.9	72.3	62.0	59.0	63.5	66.7	272.9	294.6	251.1	284.3
별도	67.4	80.7	73.6	70.7	61.1	57.9	61.6	66.6	271.9	292.4	247.1	274.9
- 내수	33.1	42.8	35.7	35.8	34.8	32.5	33.4	33.8	139.3	147.5	134.5	155.0
- 수출	34.2	37.3	39.2	36.5	27.2	26.5	30.1	32.8	133.6	147.2	116.6	129.3
중국법인(제조+판매)	2.6	2.3	4.1	5.1	1.4	3.3	4.1	2.5	7.5	14.1	11.4	11.8
% YoY												
연결 매출액	5%	14%	10%	3%	-8%	-26%	-15%	-8%	19%	8%	-15%	13%
별도	5%	15%	8%	1%	-9%	-28%	-16%	-6%	19%	8%	-16%	11%
- 내수	-11%	19%	14%	3%	5%	-24%	-7%	-5%	10%	6%	-9%	15%
- 수출	27%	9%	7%	2%	-20%	-29%	-23%	-10%	31%	10%	-21%	11%
중국법인	256%	61%	82%	65%	-44%	46%	-1%	-51%	149%	88%	-19%	4%
% 비중												
내수	49%	53%	48%	50%	56%	55%	53%	51%	51%	50%	54%	55%
수출	51%	47%	52%	50%	44%	45%	47%	49%	49%	50%	46%	45%
중국법인	4%	3%	6%	7%	2%	6%	6%	4%	3%	5%	5%	4%
매출총이익	9.1	15.6	12.0	10.2	7.8	9.4	8.3	8.6	29.9	46.9	34.0	48.1
% YoY	28%	86%	57%	50%	-14%	-40%	-31%	-15%	-2%	57%	-27%	41%
% 매출총이익률	13%	20%	16%	14%	13%	16%	13%	13%	11%	16%	14%	17%
판매관리비	5.8	6.8	5.9	5.8	5.1	4.7	6.3	6.0	23.7	24.4	22.1	24.7
% YoY	-3%	14%	-1%	3%	-13%	-31%	6%	3%	10%	3%	-9%	12%
% 판매비율	9%	8%	8%	8%	8%	8%	10%	9%	9%	8%	9%	9%
영업이익	3.2	8.8	6.0	4.4	2.7	4.7	2.0	2.6	6.2	22.5	12.0	23.4
% YoY	203%	263%	271%	321%	-17%	-47%	-67%	-40%	-31%	260%	-47%	96%
% 영업이익률	5%	11%	8%	6%	4%	8%	3%	4%	2%	8%	5%	8%
지배주주 순이익	3.0	6.8	4.0	3.0	3.1	3.6	1.4	3.1	7.4	16.8	11.2	19.8

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 내수, 수출 매출 추이 및 전망

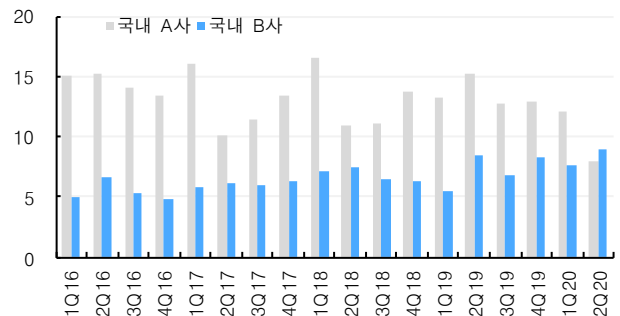
(십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 국내 상위 고객사향 매출 추이

(십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

연우 (115960) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,729	2,946	2,511	2,843	3,044
매출원가	2,431	2,477	2,171	2,363	2,453
매출총이익	299	469	340	481	591
판매비	237	244	221	247	262
영업이익	62	225	120	234	329
EBITDA	224	407	298	412	487
영업외손익	25	1	14	14	16
외환관련손익	12	8	10	10	10
이자손익	-10	-13	-8	-8	-6
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	22	6	11	11	11
법인세비용차감전순이익	86	225	133	248	345
법인세비용	13	57	29	50	69
계속사업순이익	74	168	104	198	276
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	74	168	104	198	276
지배지분순이익	74	168	104	198	276
포괄순이익	51	180	117	210	288
지배지분포괄이익	51	180	117	210	288

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

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	109	436	342	301	381
당기순이익	74	168	104	198	276
감가상각비	155	174	171	172	153
외환손익	2	3	-10	-10	-10
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-183	-22	6	-129	-106
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	-3	28	38
단기차입금	-70	63	63	63	63
사채 및 장기차입금	295	-155	-46	-15	-5
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	18
현금의 증감	-21	82	139	158	428
기초 현금	263	242	324	462	621
기말 현금	242	324	462	621	1,048
NOPLAT	62	225	120	234	329
FCF	-322	69	62	57	315

자료: 유안타증권

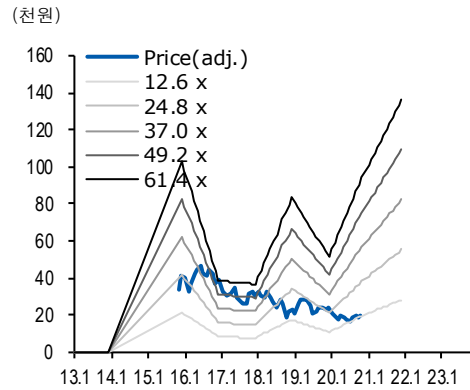
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	948	998	1,048	1,274	1,743
현금및현금성자산	242	324	463	620	1,048
매출채권 및 기타채권	441	453	391	439	467
재고자산	228	182	155	175	188
비유동자산	1,910	1,961	1,998	2,000	1,841
유형자산	1,724	1,792	1,836	1,844	1,691
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	0	6	6	6	6
자산총계	2,858	2,959	3,046	3,274	3,584
유동부채	444	610	646	718	785
매입채무 및 기타채무	201	217	204	212	216
단기차입금	197	173	237	300	363
유동성장기부채	18	156	156	156	156
비유동부채	498	254	208	193	188
장기차입금	410	204	159	143	138
사채	0	0	0	0	0
부채총계	942	863	854	910	972
지배지분	1,916	2,096	2,193	2,363	2,612
자본금	62	62	62	62	62
자본잉여금	670	670	670	670	670
이익잉여금	1,190	1,367	1,452	1,610	1,846
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,916	2,096	2,193	2,363	2,612
순차입금	366	184	62	-47	-417
총차입금	625	534	552	600	658

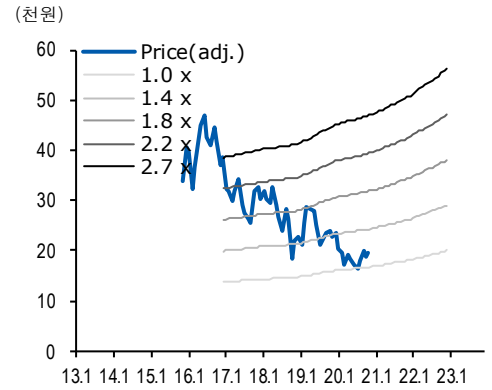
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	594	1,355	842	1,599	2,225
BPS	15,453	16,906	17,687	19,064	21,067
EBITDAPS	1,803	3,287	2,401	3,323	3,932
SPS	22,014	23,763	20,257	22,934	24,554
DPS	0	160	160	160	160
PER	45.6	18.1	23.0	12.1	8.7
PBR	1.8	1.4	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	16.7	7.9	8.3	5.7	4.1
PSR	1.2	1.0	1.0	0.8	0.8

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	19.0	7.9	-14.8	13.2	7.1
영업이익 증가율 (%)	-31.6	264.6	-46.8	95.6	40.8
지배순이익 증가율 (%)	-5.5	128.2	-37.9	89.9	39.2
매출총이익률 (%)	10.9	15.9	13.6	16.9	19.4
영업이익률 (%)	2.3	7.6	4.8	8.2	10.8
지배순이익률 (%)	2.7	5.7	4.2	7.0	9.1
EBITDA 마진 (%)	8.2	13.8	11.9	14.5	16.0
ROIC	2.5	7.5	4.2	8.4	12.0
ROA	2.7	5.8	3.5	6.3	8.0
ROE	3.9	8.4	4.9	8.7	11.1
부채비율 (%)	49.2	41.2	38.9	38.5	37.2
순차입금/자기자본 (%)	19.1	8.8	2.8	-2.0	-16.0
영업이익/금융비용 (배)	5.3	14.5	10.8	19.5	25.0

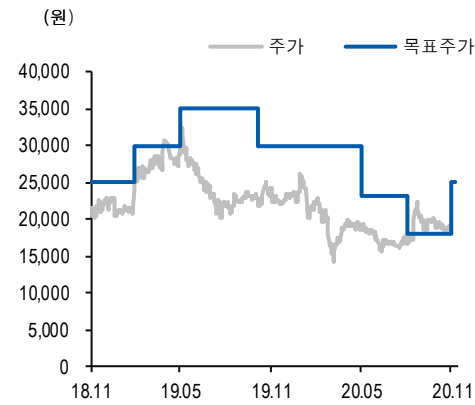
P/E band chart



P/B band chart



연우 (115960) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-11-17	BUY	25,000	1년		
2020-08-19	HOLD	18,000	1년	6.78	-
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

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)	1.2
Buy(매수)	88.4
Hold(중립)	10.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-11-15

※해의 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 투자사결정은 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.