



하나금융그룹

2021년 01월 20일 | Equity Research

연우 (115960)

2021년 진짜 실력을 보이다

4분기 영업이익 YoY 46% 증가 전망

4분기 연결 매출은 666억원으로 전년동기대비 8% 감소하지만, 영업이익 YoY 46% 증가한 64억원 수준이 가능할 전망이다. 최대 바이어인 L사 매출이 YoY 30% 증가세를 지속하고, A사 향 매출 역시 QoQ 회복 전환하면서 전체 내수 매출이 YoY 0% 수준까지 올라올 것으로 보인다. 미국 향 매출은 3분기와 유사, 유럽 향 매출도 3분기보다는 나은 수준, 중국 법인은 흑자전환이 예상된다. 물류자동화와 생산 효율화로 재고자산처분손실이 제한적인 수준에 그치고, 외주용역비가 크게 줄고, 인건비 등 고정비 부담이 완화되면서 영업이익률은 9.6%(YoY +3.6%p)까지 상승할 것으로 추정한다.

2021년 영업이익 250억원(YoY 58%) 증가 전망

2021년은 고진감래(苦盡甘來)의 시기가 될 것으로 예상한다. 연결 매출이 2019년에 근접한 2,880억원(YoY 15%) 수준까지 회복되는 한편, 2019년 이후 2년간 이어진 구조조정과 재고 및 생산 효율화 작업이 마무리되면서, 원가율은 83.8%(YoY -1.7%p)로 하락, 영업이익률은 8.7%(YoY +2.5%p)까지 상승할 것으로 예상한다. A사 향 매출이 정상화(YoY 20%)되고, L사 향 매출이 고신장(YoY 15%)을 이어가면서 내수 매출이 YoY 10% 증가할 전망이다. 수출 매출이 YoY 20% 크게 증가할 것으로 예상되는데, 미주 사업이 글로벌 대형 브랜드 향 매출을 중심으로 정상화되고(YoY 20%), 중국 사업 매출이 YoY 70%(170억원 추정) 큰 폭 증가할 것으로 보인다. 특히, 중국 사업은 Top 10 브랜드 가운데 3~4개와 거래중인데, 화장품 소비 회복과 로컬 브랜드 프리미엄화로 중장기 성장 여력이 크다. 유럽은 에이전트 체제에서 직접 영업으로 전환, 가격 경쟁력을 제고하고, 높은 네임밸류를 기반으로 공격적인 영업을 전개할 계획이다.

목표주가 1.9→2.9만원, 투자의견 '중립'→'매수' 상향 조정

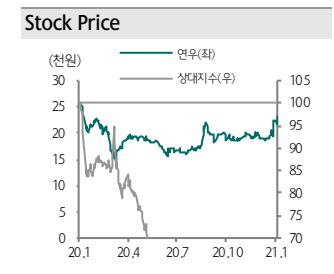
실적 추정치 및 적정 밸류에이션 상향 조정으로 목표주가를 2.9만원으로 올린다. 2.9만원은 12MF PER 18배로, 1) 국내외 높은 기술력과 진입장벽으로 화장품 시장 회복 수혜폭이 클 것으로 예상되며, 2) 사업 구조조정 효과로 실적 개선 여력을 크게 높였다. 3) 중국 사업 본격화는 중장기 밸류에이션 프리미엄 요인이다. 4분기 이후 가파른 실적 텐어라운드가 기대된다. 비중확대가 유효하다.

기업분석(Report)

BUY(상향)

| TP(12M): 29,000원(상향) | CP(1월19일): 23,050원

Key Data	Consensus Data	
	2020	2021
KOSDAQ 지수 (pt)	957.75	
52주 최고/최저(원)	25,600/14,250	
시가총액(십억원)	285.8	
시가총액비중(%)	0.07	
발행주식수(천주)	12,398.0	
60일 평균 거래량(천주)	57,042.6	
60일 평균 거래대금(십억원)	1.2	
20년 배당금(예상,원)	160	
20년 배당수익률(예상,%)	0.82	
외국인지분율(%)	18.40	
주요주주 지분율(%)		
기증현 외 2 인	60.38	
PKG Group, LLC	16.13	
주가상승률 1M 6M 12M	20.1 38.0 (10.0)	
절대	18.7	
상대	12.9 (35.3)	



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	272.9	294.6	251.1	284.7	312.8
영업이익	십억원	6.2	22.5	15.7	24.8	31.0
세전이익	십억원	8.6	22.5	16.7	24.9	31.2
순이익	십억원	7.4	16.8	13.0	19.4	24.3
EPS	원	594	1,355	1,050	1,567	1,960
증감율	%	(5.41)	128.11	(22.51)	49.24	25.08
PER	배	38.55	17.23	18.29	13.85	11.07
PBR	배	1.48	1.38	1.08	1.13	1.03
EV/EBITDA	배	14.34	7.56	7.13	5.11	3.86
ROE	%	3.89	8.37	6.05	8.47	9.75
BPS	원	15,453	16,906	17,797	19,203	21,004
DPS	원	0	160	160	160	160



Analyst 박종대

02-3771-8544

forsword@hanafn.com

RA 서현정

02-3771-7552

hjs0214@hanafn.com

하나금융투자

표 1. 연우 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

4분기 연결 매출 YoY 8% 감소한
666억원, 영업이익 YoY 46% 증가한
64억원 전망

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019년	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2020년
매출	67	80	75	72	295	62	59	63	67	251
	내수	33	43	36	147	35	32	33	36	135
	수출	34	38	39	148	27	27	30	31	116
영업이익	3	9	6	4	22	3	5	2	6	16
순이익	3	7	4	3	17	3	4	1	5	13
영업이익률(%)	4.8	11.0	8.1	6.0	7.6	4.3	7.9	3.1	9.6	6.2
순이익률(%)	9.1	16.0	11.2	8.4	5.7	8.9	11.4	4.1	14.0	5.2
매출(YoY, %)	4.9	14.1	9.9	2.7	7.9	-7.9	-26.4	-15.3	-7.8	-14.8
내수	-11.5	18.4	13.1	3.0	5.4	5.2	-25.5	-6.9	-0.4	-8.0
수출	27.7	9.5	7.1	2.4	10.6	-20.4	-27.4	-22.8	-15.1	-21.5
영업이익(YoY, %)	203.4	263.1	271.2	320.4	264.6	-17.1	-47.2	-67.1	45.7	-30.2
순이익(YoY, %)	148.1	119.0	129.9	129.8	128.2	2.6	-46.8	-65.9	65.0	-22.5

자료: 연우, 하나금융투자

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

(단위: 십억원)

2021년 매출과 영업이익은 각각
YoY 15%, 60% 성장한 2,878억원,
251억원으로 추정

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	273	295	251	288	316
	내수	139	147	135	149
	수출	134	148	116	139
매출총이익	30	47	36	47	54
영업이익	6	22	16	25	31
세전이익	9	23	17	25	32
당기순이익	7	17	13	20	25
적정시가총액	269	295	325	358	393
주식수(천주)	12,398	12,398	12,398	12,398	12,398
적정주가(원)	21,665	23,831	26,214	28,836	31,719
적정PER(배)	36	18	25	18	16
EPS(원)	594	1,355	1,050	1,584	1,982
YoY %					
매출액	19.0	7.9	-14.8	14.6	9.9
	내수	9.5	5.4	10.0	8.0
	수출	30.9	10.6	20.0	12.0
영업이익	-31.6	264.6	-30.2	59.7	25.2
당기순이익	-5.5	128.2	-22.5	50.8	25.2
영업이익률	2.3	7.6	6.2	8.7	9.9
세전이익률	3.2	7.6	6.6	8.7	10.0
순이익률	2.7	5.7	5.2	6.8	7.8

자료: 연우, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	272.9	294.6	251.1	284.7	312.8	
매출원가	243.1	247.7	214.7	238.5	259.5	
매출총이익	29.8	46.9	36.4	46.2	53.3	
판관비	23.7	24.4	20.7	21.4	22.3	
영업이익	6.2	22.5	15.7	24.8	31.0	
금융손익	0.4	(0.9)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	2.0	0.9	1.8	0.9	0.9	
세전이익	8.6	22.5	16.7	24.9	31.2	
법인세	1.3	5.7	3.7	5.5	6.9	
계속사업이익	7.4	16.8	13.0	19.4	24.3	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	7.4	16.8	13.0	19.4	24.3	
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
지배주주순이익	7.4	16.8	13.0	19.4	24.3	
지배주주지분포괄이익	5.1	18.0	13.0	19.4	24.3	
NOPAT	5.3	16.8	12.2	19.3	24.2	
EBITDA	22.4	40.7	31.8	39.0	43.6	
성장성(%)						
매출액증가율	19.01	7.95	(14.77)	13.38	9.87	
NOPAT증가율	(44.21)	216.98	(27.38)	58.20	25.39	
EBITDA증가율	(1.32)	81.70	(21.87)	22.64	11.79	
영업이익증가율	(31.11)	262.90	(30.22)	57.96	25.00	
(지배주주)순익증가율	(5.13)	127.03	(22.62)	49.23	25.26	
EPS증가율	(5.41)	128.11	(22.51)	49.24	25.08	
수익성(%)						
매출총이익률	10.92	15.92	14.50	16.23	17.04	
EBITDA이익률	8.21	13.82	12.66	13.70	13.94	
영업이익률	2.27	7.64	6.25	8.71	9.91	
계속사업이익률	2.71	5.70	5.18	6.81	7.77	

투자지표		2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)						
EPS	594	1,355	1,050	1,567	1,960	
BPS	15,453	16,906	17,797	19,203	21,004	
CFPS	2,544	3,965	2,718	3,197	3,548	
EBITDAPS	1,803	3,287	2,567	3,149	3,518	
SPS	22,014	23,763	20,252	22,963	25,230	
DPS	0	160	160	160	160	
주가지표(배)						
PER	38.55	17.23	18.29	13.85	11.07	
PBR	1.48	1.38	1.08	1.13	1.03	
PCFR	9.00	5.89	7.06	6.79	6.12	
EV/EBITDA	14.34	7.56	7.13	5.11	3.86	
PSR	1.04	0.98	0.95	0.94	0.86	
재무비율(%)						
ROE	3.89	8.37	6.05	8.47	9.75	
ROA	2.70	5.78	4.47	6.53	7.58	
ROIC	2.49	7.38	5.66	9.66	12.66	
부채비율	49.15	41.18	30.18	29.32	27.85	
순부채비율	19.14	8.83	(6.41)	(17.47)	(28.01)	
이자보상배율(배)	5.31	14.51	12.85	24.46	30.61	

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위:십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산		94.8	99.8	107.3	142.2	179.7
금융자산		25.9	35.0	52.1	79.6	110.9
현금성자산		24.2	32.4	49.9	77.0	108.1
매출채권		41.8	42.0	35.8	40.6	44.6
재고자산		22.8	18.2	15.5	17.6	19.3
기타유동자산		4.3	4.6	3.9	4.4	4.9
비유동자산		191.0	196.1	179.9	165.7	153.2
투자자산		0.0	0.6	0.5	0.6	0.7
금융자산		0.0	0.6	0.5	0.6	0.7
유형자산		172.4	179.2	163.8	150.2	138.2
무형자산		6.7	5.6	4.9	4.2	3.7
기타비유동자산		11.9	10.7	10.7	10.7	10.6
자산총계		285.8	295.9	287.2	307.9	332.9
유동부채		44.4	61.0	41.9	44.6	46.9
금융부채		21.6	33.0	17.5	17.5	17.5
매입채무		10.1	11.0	9.4	10.6	11.7
기타유동부채		12.7	17.0	15.0	16.5	17.7
비유동부채		49.8	25.4	24.6	25.2	25.7
금융부채		41.0	20.5	20.5	20.5	20.5
기타비유동부채		8.8	4.9	4.1	4.7	5.2
부채총계		94.2	86.3	66.6	69.8	72.5
지배주주지분		191.6	209.6	220.6	238.1	260.4
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		(0.5)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
이익잉여금		119.0	136.7	147.7	165.2	187.5
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계		191.6	209.6	220.6	238.1	260.4
순금융부채		36.7	18.5	(41.2)	(41.6)	(72.9)

현금흐름표		(단위:십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름		10.9	43.6	34.6	29.5	33.4
당기순이익		7.4	16.8	13.0	19.4	24.3
조정		2	3	2	1	1
감가상각비		16.2	18.3	16.1	14.2	12.6
외환거래손익		0.2	0.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타		(14.4)	(15.6)	(14.1)	(13.2)	(11.6)
영업활동 자산부채 변동		(18.3)	(2.2)	5.4	(4.2)	(3.5)
투자활동 현금흐름		(34.8)	(26.3)	0.5	(0.4)	(0.3)
투자자산감소(증가)		0.5	(0.6)	0.1	(0.1)	(0.1)
자본증가(감소)		(34.6)	(25.4)	0.0	0.0	0.0
기타		(0.7)	(0.3)	0.4	(0.3)	(0.2)
재무활동 현금흐름		22.6	(9.2)	(17.6)	(2.0)	(2.0)
금융부채증가(감소)		22.5	(9.1)	(15.6)	0.0	0.0
자본증가(감소)		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		0.1	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급		0.0	0.0	(2.0)	(2.0)	(2.0)
현금의 증감		(2.1)	8.2	17.5	27.2	31.1
Unlevered CFO		31.5	49.2	33.7	39.6	44.0
Free Cash Flow		(24.4)	17.8	34.6	29.5	33.4



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

연우



날짜	투자의견	목표주가	파리를	
			평균	최고/최저
21.1.20	BUY	29,000		
20.7.7	Neutral	19,000	-0.80%	21.32%
20.4.1	BUY	23,000	-20.54%	-13.48%
20.1.8	BUY	28,000	-25.87%	-7.14%
19.9.9	BUY	30,000	-23.39%	-17.00%
19.5.16	BUY	40,000	-38.71%	-19.13%
19.2.11	BUY	36,000	-23.37%	-14.58%
18.10.5	BUY	32,000	-32.43%	-16.25%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.79%	8.21%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 01월 19일

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

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 1월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2021년 1월 20일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 것임이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.