



연우 (115960)

화장품



박은정

02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

RA 임혜정

02 3770 5590
hyejeong.lim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	33,000원 (U)
현재주가 (2/15)	27,250원
상승여력	21%

시기총액	3,378억원
총발행주식수	12,398,000주
60일 평균 거래대금	24억원
60일 평균 거래량	100,235주
52주 고	27,250원
52주 저	14,250원
외인지분율	18.47%
주요주주	기중현 외 2 인 60.38%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	20.6	43.4	22.7
상대	18.4	22.6	(13.9)
절대(달러환산)	20.4	45.3	31.8

업황 개선 신호

4Q20 Review: 업황 개선 신호

연우의 4분기 실적은 연결 매출 667억원(YoY-8%), 영업이익 67억원(YoY+52%)를 기록하며, 최근 높아진 컨센서스를 26% 상회했다. 전년동기비 매출은 감소했으나, 제품 믹스 개선 및 체질 개선 등에 힘입어 수익성 측면에서 시장 기대치를 넘어섰다. 영업 외에 외화환산손실 26억원 존재했다.

실적 내용이 좋았다. 전부문 업황 개선 신호가 보인다. ►내수의 경우 ①대중국 수요에 기인, 국내 핵심 고객향 매출이 빠르게 개선되었다. 내수 매출은 388억원(YoY+8%, QoQ+16%)을 기록했는데, 국내 대형사향 매출(244억원)은 전분기비 28% 증가했다. ②국내 업황도 개선 시그널이 보인다. 3분기 누적 전년동기비 11% 감소하던 국내 기타(주요 고객 외) 매출이 4분기는 전년동기 수준에 도달했다. 견본품(매출 견인을 위한 판촉 제품) 매출도 2017-19년의 분기 평균 매출 수준에 도달했다. ►수출 또한 저점은 지났다. 4분기 달러기준 매출은 19% 감소하고, 전분기비 flat 하여 코로나19 영향에 따른 수요 충격은 일단락 흐름이다. 특히 수출 매출의 50%를 차지하는 미주향 매출, 22%를 차지하는 아시아 매출이 2분기를 저점으로 개선되고 있다. 유럽향 매출이 아직 부진하나, 2021년은 편안한 수출 성장이 기대된다. ►체질 개선도 동반되었다. 전년동기비 매출이 감소했으나, 원가율은 전년동기비 2%p 개선되었다. 자동화 설비 구축에 따라 자연스럽게 인력이 효율화 되었으며, 시스템 구축으로 로스율까지 하락했다.

앞으로 더 기대되는 이유

연우는 국내 럭셔리 브랜드 스킨케어 용기를 대부분 생산한다. 각사 모두 럭셔리 중심 성장 전략이 강조되며 연우의 주가는 연초 이후 42% 상승했다. 앞으로 더 기대되는 이유는 ►4분기 호실적이 국내외 업황 '저점'에서 창출된 점, ►국내외 고가 브랜드 용기를 생산, 이를 중국 소비자가 성장 주도하는 점, 마지막으로 ►중국 로컬 브랜드는 현재 질적 성장 중으로 이는 연우의 고객군 확대로 이어질 것이기 때문이다. 연우의 중국 매출은 2019년 141억원(YoY+88%), 2020년 133억원을 기록했다. 성장은 못했으나, 잊지는 않았다. 오히려 고객사의 제품믹스 개선으로 4분기 흑자전환에 성공했다. 향후 중국 고객사향 확대가 기대되며, 2021년 중국법인 매출은 220억원(YoY+66%) 예상한다. 연우의 2021년 매출 2.8천억원(YoY+12%), 영업이익 253억원(YoY+53%) 전망하며 추정치 상향에 기인, 목표주가 3.3만원으로 상향한다. 중소형주 최선후주 유지한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	667	-7.7	5.1	676	-1.4
영업이익	67	52.2	235.2	53	26.1
세전계속사업이익	41	0.4	139.7	47	-12.5
지배순이익	33	10.0	144.0	33	0.3
영업이익률 (%)	10.0	+4.0 %pt	+6.9 %pt	7.8	+2.2 %pt
지배순이익률 (%)	5.0	+0.8 %pt	+2.9 %pt	4.9	+0.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F
매출액	2,729	2,946	2,512	2,819
영업이익	62	225	160	253
지배순이익	74	168	114	206
PER	45.6	18.1	20.9	16.4
PBR	1.8	1.4	1.1	1.4
EV/EBITDA	16.7	7.9	7.2	7.7
ROE	3.9	8.4	5.3	9.0

자료: 유안타증권

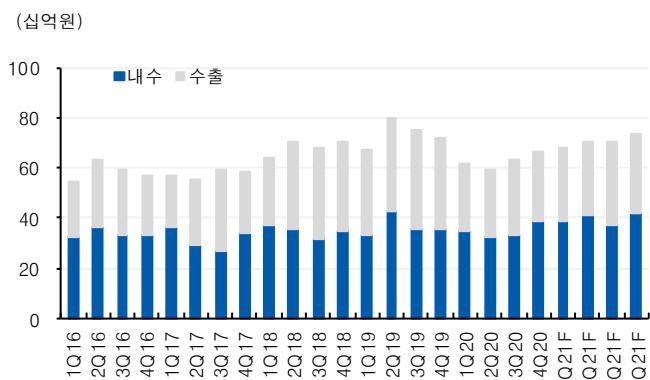
[표 1] 연우 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2018	2019	2020P	2021F
연결 매출액		62.0	59.0	63.5	66.7	67.7	70.3	70.3	73.6	272.9	294.6	251.2	281.9
내수		34.8	32.5	33.4	38.8	39.1	41.1	36.8	42.1	139.3	147.5	139.4	159.1
- 주요고객		19.7	17.0	19.0	24.4	23.7	23.2	22.5	27.2	79.7	83.3	80.1	96.6
- 국내기타		15.0	15.5	14.4	14.4	15.4	17.9	14.3	14.9	59.6	64.1	59.3	62.4
수출		27.2	26.5	30.1	27.9	28.6	29.3	33.5	31.5	133.6	147.2	111.7	122.9
중국법인		1.4	3.3	4.1	4.4	4.0	5.0	6.0	7.0	7.5	14.1	13.3	22.0
% YoY	연결 매출액	-8%	-26%	-15%	-8%	9%	19%	11%	10%	19%	8%	-15%	12%
	내수	5%	-24%	-7%	8%	12%	26%	10%	9%	10%	6%	-5%	14%
	- 주요고객	5%	-28%	-2%	14%	20%	36%	18%	12%	6%	5%	-4%	21%
	- 국내기타	5%	-19%	-11%	0%	4%	21%	1%	3%	15%	8%	-8%	7%
	수출	-20%	-29%	-23%	-23%	5%	11%	11%	13%	31%	10%	-24%	10%
	- 달러기준	-25%	-32%	-23%	-19%	14%	23%	16%	10%	35%	4%	-25%	16%
	중국법인	-44%	46%	-1%	-13%	182%	50%	47%	58%	149%	88%	-6%	66%
% 비중	내수	56%	55%	53%	58%	58%	58%	52%	57%	51%	50%	56%	56%
	수출	44%	45%	47%	42%	42%	42%	48%	43%	49%	50%	44%	44%
매출총이익		7.8	9.4	8.3	10.5	10.0	13.6	11.7	13.4	29.9	46.9	35.9	48.8
% YoY		-14%	-40%	-31%	3%	29%	45%	42%	72%	-2%	57%	-23%	36%
% 매출총이익률		13%	16%	13%	16%	15%	19%	17%	18%	11%	16%	14%	17%
영업이익		2.7	4.7	2.0	6.7	4.2	7.9	5.8	7.3	6.2	22.5	16.0	25.3
% YoY		-17%	-47%	-67%	52%	56%	70%	195%	173%	-32%	264%	-29%	58%
% 영업이익률		4%	8%	3%	10%	6%	11%	8%	10%	2%	8%	6%	9%
지배주주 순이익		3.1	3.6	1.4	3.3	4.4	6.3	4.4	5.5	7.4	16.8	11.4	20.6

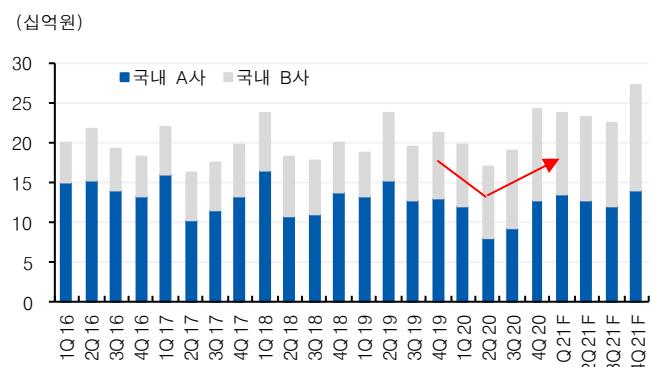
자료: 유안타증권 리서치센터, 한국은행통계시스템

[그림 1] 내수, 수출 매출 추이 및 전망



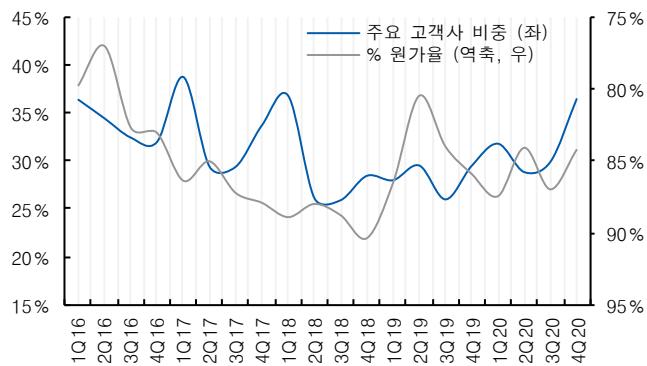
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 국내 주요 고객사별 매출 추이



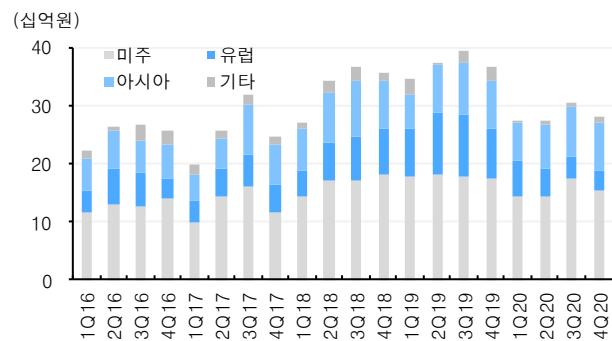
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 국내 주요 고객사 비중 및 원가율 추이



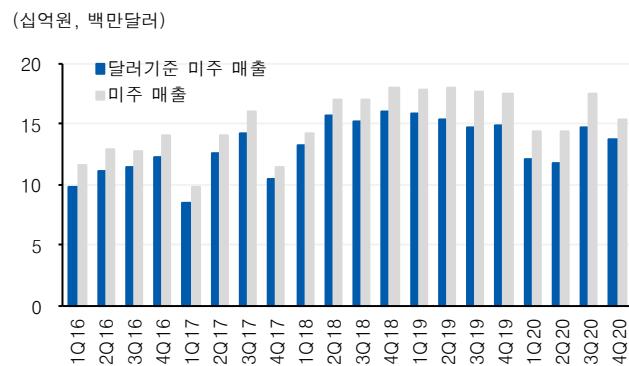
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 지역별 수출액 추이: 전체



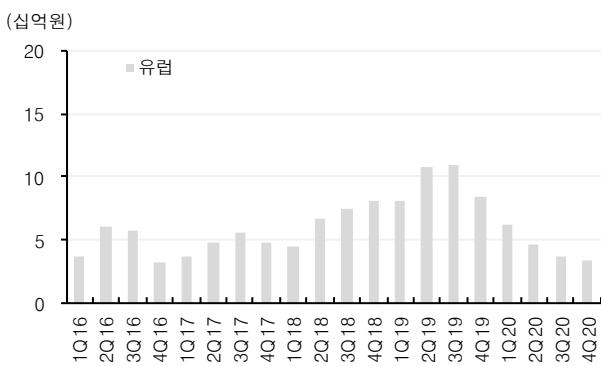
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 지역별 수출액 추이: 미주, 2Q20를 저점으로 매출 회복흐름



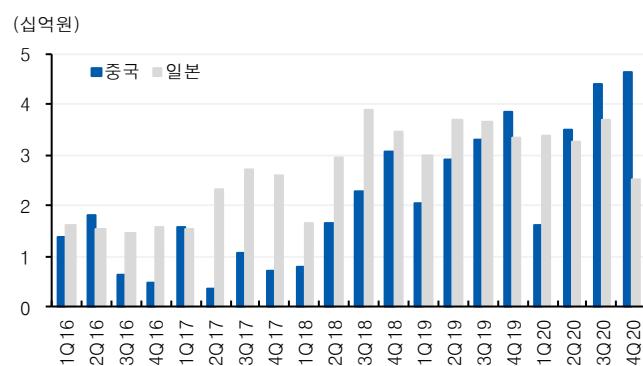
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 지역별 수출액 추이: 유럽, 코로나 19 이후 낮은 매출 수준에서 유지



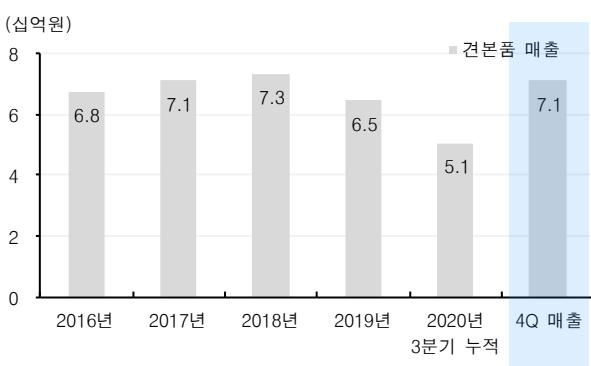
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 지역별 수출액 추이: 중국, 1Q20를 저점으로 빠르게 매출 상승



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 견본품 매출액 추이: 분기 평균 비교



자료: 유안타증권 리서치센터

연우(115960) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 억원)				
결산(12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,729	2,946	2,512	2,819	2,984	
매출원가	2,431	2,477	2,152	2,332	2,425	
매출총이익	299	469	359	488	558	
판관비	237	244	199	235	244	
영업이익	62	225	160	253	315	
EBITDA	224	407	338	431	490	
영업외손익	25	1	-16	4	5	
외환관련손익	12	8	10	10	10	
이자손익	-10	-13	-8	-7	-7	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	22	6	-18	2	2	
법인세비용차감전순손익	86	225	144	257	320	
법인세비용	13	57	31	51	64	
계속사업순손익	74	168	114	206	256	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	74	168	114	206	256	
지배지분순이익	74	168	114	206	256	
포괄순이익	51	180	126	218	268	
지배지분포괄이익	51	180	126	218	268	

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	313	385	
당기순이익	74	168	114	206	256	
감가상각비	155	174	171	172	170	
외환손익	2	3	-10	-10	-10	
증속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-183	-22	5	-124	-99	
기타현금흐름	61	114	70	69	69	
투자활동 현금흐름	-348	-263	-225	-189	-159	
투자자산	0	0	0	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-353	-259	-215	-180	-150	
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	147	170	282	
기초 현금	263	242	324	471	641	
기말 현금	242	324	471	641	923	
NOPLAT	62	225	160	253	315	
FCF	-322	69	94	77	178	

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

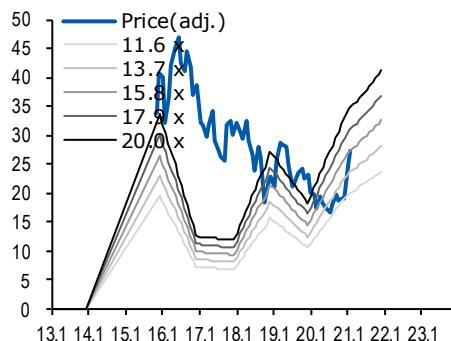
재무상태표		(단위: 억원)				
결산(12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산		948	998	1,056	1,289	1,605
현금및현금성자산		242	324	471	641	923
매출채권 및 기타채권		441	453	391	435	459
재고자산		228	182	155	174	184
비유동자산		1,910	1,961	1,998	2,000	1,974
유형자산		1,724	1,792	1,836	1,844	1,824
관계기업등 지분관련자산		0	0	0	0	0
기타투자자산		0	6	6	6	6
자산총계		2,858	2,959	3,055	3,289	3,580
유동부채		444	610	645	716	784
매입채무 및 기타채무		201	217	203	211	215
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	853	909	971
지배지분		1,916	2,096	2,202	2,380	2,609
자본금		62	62	62	62	62
자본잉여금		670	670	670	670	670
이익잉여금		1,190	1,367	1,461	1,627	1,843
비지배지분		0	0	0	0	0
자본총계		1,916	2,096	2,202	2,380	2,609
순차입금		366	184	54	-68	-292
총차입금		625	534	552	600	658

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS		594	1,355	917	1,661	2,064
BPS		15,453	16,906	17,761	19,200	21,042
EBITDAPS		1,803	3,287	2,726	3,477	3,949
SPS		22,014	23,763	20,258	22,740	24,066
DPS		0	160	160	160	160
PER		45.6	18.1	20.9	16.4	13.2
PBR		1.8	1.4	1.1	1.4	1.3
EV/EBITDA		16.7	7.9	7.2	7.7	6.3
PSR		1.2	1.0	0.9	1.2	1.1

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)		19.0	7.9	-14.7	12.2	5.8
영업이익 증가율 (%)		-31.6	264.6	-28.9	58.3	24.4
지배순이익 증가율 (%)		-5.5	128.2	-32.4	81.2	24.3
매출총이익률 (%)		10.9	15.9	14.3	17.3	18.7
영업이익률 (%)		2.3	7.6	6.4	9.0	10.5
지배순이익률 (%)		2.7	5.7	4.5	7.3	8.6
EBITDA 마진 (%)		8.2	13.8	13.5	15.3	16.4
ROIC		2.5	7.5	5.7	9.1	11.2
ROA		2.7	5.8	3.8	6.5	7.5
ROE		3.9	8.4	5.3	9.0	10.3
부채비율 (%)		49.2	41.2	38.7	38.2	37.2
순차입금/자기자본 (%)		19.1	8.8	2.5	-2.9	-11.2
영업이익/금융비용 (배)		5.3	14.5	21.1	23.9	

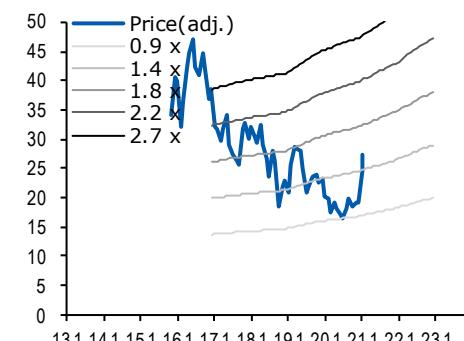
P/E band chart

(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
2021-02-16	BUY	33,000	1년		
2021-01-20	BUY	26,000	1년	-1.08	4.81
2020-11-17	BUY	25,000	1년	-20.74	-7.80
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

자료: 유안타증권

주: 괴리를 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.1
Buy(매수)	92.0
Hold(중립)	6.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-02-14

※ 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.