



연우 (115960)

화장품



박은정

02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	38,000원 (U)
현재주가 (5/14)	29,300원
상승여력	30%

시가총액	3,633억원
총발행주식수	12,398,000주
60일 평균 거래대금	21억원
60일 평균 거래량	75,840주
52주 고	30,550원
52주 저	15,600원
외인지분율	18.98%
주요주주	기중현 외 2 인 60.38%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.0	9.1	55.4
상대	4.9	8.9	11.0
절대(달러환산)	(1.1)	7.0	69.1

2021년 최대 성과 전망

1Q21 Review: 컨센서스를 25% 상회

연우의 1분기 실적은 연결 매출 710억원(YoY+15%), 영업이익 64억원(YoY+140%) 기록하며 상향된 컨센서스 영업이익을 25% 상회했다. 매출 또한 상향된 컨센서스를 상회했다. 외형 확대에 따른 레버리지 효과, 효율적인 비용 관리 등으로 수익성이 두배 이상 증가되었다.

업황 회복 초입에 2019년을 상회하는 성과를 나타냈다. 내수와 수출 성장률은 각각 17%, 9% 기록했다. ▶내수의 경우 주요 고객 매출이 강한 가운데, 중소형 브랜드향 매출도 코로나19 이후 처음 (+) 전환되었다. 핵심 고객 매출은 249억원(YoY+26%, QoQ+2%)으로 사상 최대액을 기록했다. 중소형 브랜드 매출은 163억원(YoY+12%, QoQ+16%) 달성했다. ▶수출의 경우 전년동기비 9% 성장했으나, 달러기준 성장률은 16% 추정된다. 수출 매출의 50%를 차지하는 미주 매출이 190억원(YoY+27%, QoQ+23%) 성장을 주도했으며, 중국과 일본을 포함한 아시아 매출 또한 전년동기비 10% 증가했다. 유럽향 수출은 여전히 약세 이어졌다. ▶중국법인 매출은 전년동기비 77% 증가한 25억원 기록했다. ▶외형 확대, 믹스 개선, 자동화 설비 구축에 따른 효율화 등으로 원가율이 3.9%p 하락했으며, 비용 관리 등에 힘입어 영업이익률은 9%로 전년동기비 4.7%p 개선되었다.

2021년 최대 성과 전망

연우의 2021년 실적은 최대 실적 기대된다. 연결 매출 2,973억원(YoY+18%), 영업이익 300억원(YoY+88%) 전망한다. 내수와 수출 각각 26%, 9% 성장 가정했다. 업황 회복 초입에 호실적을 기록한 1분기 실적은 연중 실적 호조의 가능성을 높인다. 내수 회복, 중국 강세 지속, 미국 호조, 유럽 회복 등이 나타남에 따라 연우의 실적 모멘텀은 강화될 것으로 기대한다. 2분기는 연결 매출 763억원(YoY+29%, QoQ+7%), 영업이익 91억원(YoY+95%, QoQ+42%) 전망한다. 기저효과가 존재하나, 절대 수주 확대로 이익 모멘텀이 극대화될 것으로 예상된다. 내수와 수출 성장률을 각각 50%, 6% 가정했다. 투자의견 BUY 유지, 추정치 상향에 근거 목표주가를 3.8만원으로 상향한다. 중소형주 최선호주 유지한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	710	14.6	6.5	697	1.9
영업이익	64	140.4	-3.2	51	25.3
세전계속사업이익	75	88.6	83.0	51	45.9
지배순이익	59	91.3	76.5	32	86.0
영업이익률 (%)	9.1	+4.8 %pt	-0.9 %pt	7.4	+1.7 %pt
지배순이익률 (%)	8.2	+3.3 %pt	+3.2 %pt	4.5	+3.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	2,946	2,512	2,973	3,411
영업이익	225	160	300	380
지배순이익	168	114	251	316
PER	18.1	20.8	14.5	11.5
PBR	1.4	1.1	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.9	6.6	7.2	5.8
ROE	8.4	5.3	10.9	12.4

자료: 유안타증권

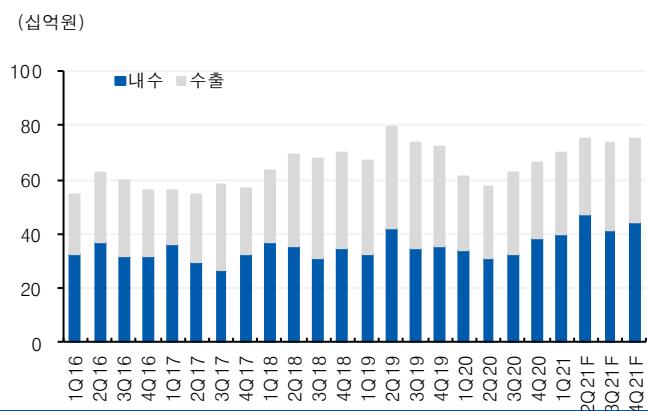
[표 1] 연우 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
연결 매출액		62.0	59.0	63.5	66.7	71.0	76.3	74.6	75.4	294.6	251.2	297.3	341.1
내수		34.3	31.3	32.7	38.4	40.1	47.0	41.0	44.0	144.7	136.7	172.1	186.1
- 주요고객		19.7	17.0	19.0	24.4	24.9	29.0	25.0	28.0	83.3	80.1	106.9	116.5
- 국내기타		14.5	14.3	13.7	14.0	16.3	18.0	16.0	16.0	61.4	56.5	66.3	69.6
수출		27.2	26.5	30.1	27.7	29.6	28.0	32.8	30.8	147.2	111.6	121.2	150.6
중국법인		1.4	3.3	4.1	4.4	2.5	3.5	4.5	5.5	14.1	13.3	16.0	22.0
% YoY	연결 매출액	-8%	-26%	-15%	-8%	15%	29%	17%	13%	8%	-15%	18%	15%
	내수	5%	-25%	-5%	8%	17%	50%	25%	15%	5%	-6%	26%	8%
	- 주요고객	5%	-28%	-2%	14%	26%	70%	32%	15%	5%	-4%	33%	9%
	- 국내기타	5%	-22%	-9%	-2%	12%	26%	17%	14%	6%	-8%	17%	5%
	수출	-20%	-29%	-23%	-24%	9%	6%	9%	11%	11%	-24%	9%	24%
	- 달려기준	-25%	-32%	-23%	-20%	16%	16%	13%	8%	5%	-25%	13%	23%
	중국법인	-44%	46%	-1%	-13%	77%	5%	10%	24%	88%	-6%	21%	37%
% 비중	내수	55%	53%	51%	58%	56%	62%	55%	58%	49%	54%	58%	55%
	수출	44%	45%	47%	42%	42%	37%	44%	41%	50%	44%	41%	44%
매출총이익		7.8	9.4	8.3	10.5	10.9	14.9	12.3	13.1	46.9	35.9	51.2	63.3
% YoY		-14%	-40%	-31%	3%	41%	58%	49%	25%	57%	-23%	42%	24%
% 매출총이익률		13%	16%	13%	16%	15%	19%	16%	17%	16%	14%	17%	19%
영업이익		2.7	4.7	2.0	6.7	6.4	9.1	6.6	7.9	22.5	16.0	30.0	38.0
% YoY		-17%	-47%	-67%	52%	140%	95%	231%	19%	264%	-29%	88%	27%
% 영업이익률		4%	8%	3%	10%	9%	12%	9%	10%	8%	6%	10%	11%
지배주주 순이익		3.1	3.6	1.4	3.3	5.9	7.6	5.6	6.2	16.8	11.4	25.2	31.6

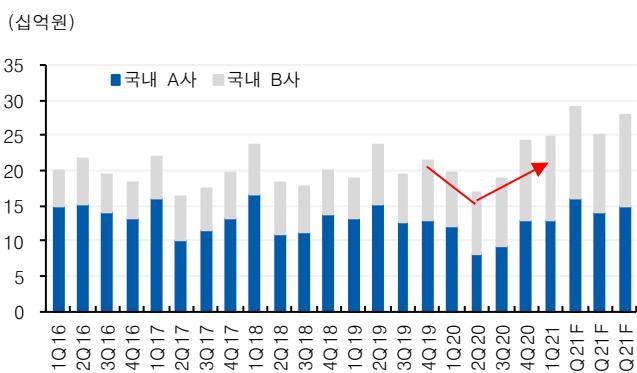
자료: 유안타증권 리서치센터, 한국은행통계시스템

[그림 1] 내수, 수출 매출 추이 및 전망



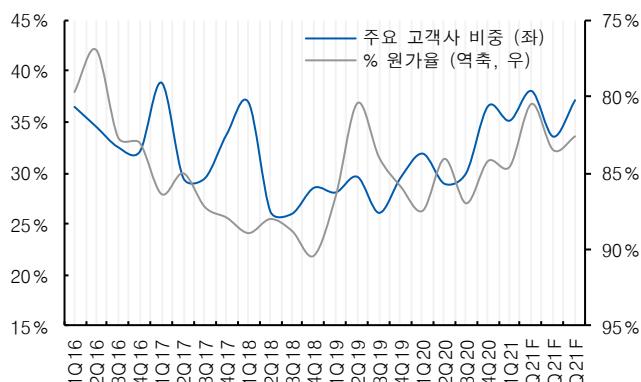
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 국내 주요 고객사별 매출 추이



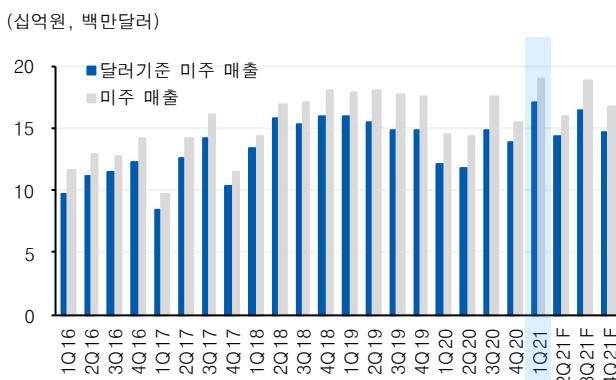
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 국내 주요 고객사 비중 및 원가율 추이



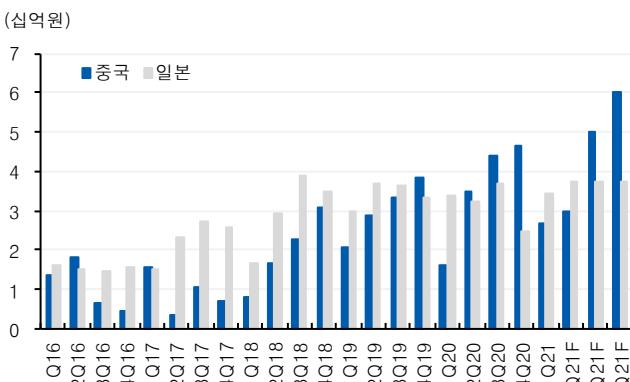
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 지역별 수출액 추이: 미주, 2Q20 를 저점, 1Q21 사상 최대



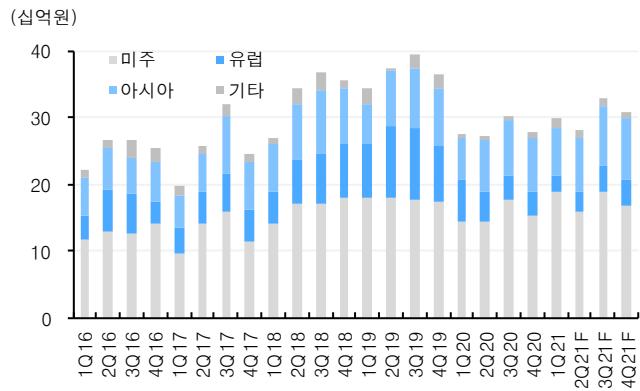
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 지역별 수출액 추이: 중국, 1Q20 를 저점으로 빠르게 매출 상승



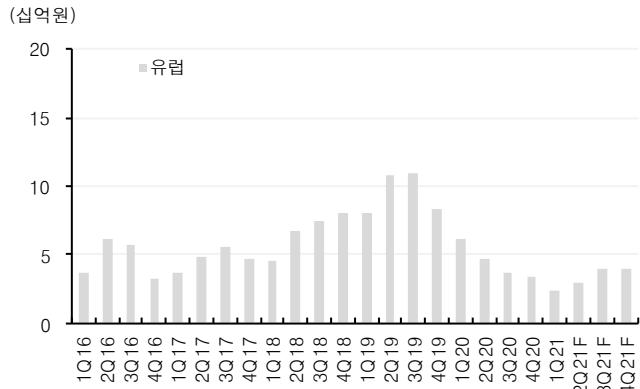
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 지역별 수출액 추이: 전체



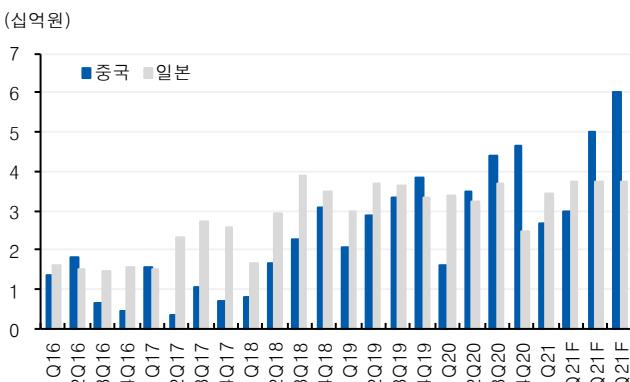
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 지역별 수출액 추이: 유럽, 코로나19 이후 낮은 매출 수준에서 유지



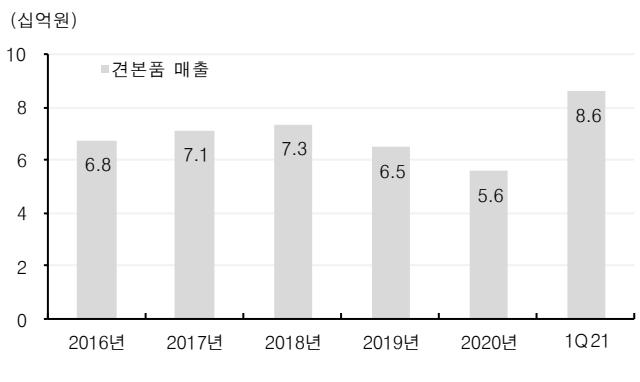
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 지역별 수출액 추이: 중국, 1Q20 를 저점으로 빠르게 매출 상승



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 견본품 매출액 추이: 1Q21 사상 최대



자료: 유안타증권 리서치센터

연우(115960) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 억원)				
결산(12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액	2,946	2,512	2,973	3,411	3,660	
매출원가	2,477	2,152	2,461	2,777	2,963	
매출총이익	469	359	512	633	697	
판관비	244	199	212	253	270	
영업이익	225	160	300	380	427	
EBITDA	407	360	474	542	576	
영업외손익	1	-15	23	27	32	
외환관련손익	8	-22	1	1	1	
이자손익	-13	-8	-3	1	6	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	6	15	24	24	24	
법인세비용차감전순손익	225	144	323	407	458	
법인세비용	57	31	72	91	102	
계속사업순손익	168	114	251	316	356	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	168	114	251	316	356	
지배지분순이익	168	114	251	316	356	
포괄순이익	180	110	247	313	353	
지배지분포괄이익	180	110	247	313	353	

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

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산(12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
영업활동 현금흐름	436	364	302	361	419	
당기순이익	168	114	251	316	356	
감가상각비	174	191	166	155	144	
외환손익	3	23	-1	-1	-1	
증속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-22	4	-177	-171	-140	
기타현금흐름	114	32	63	62	61	
투자활동 현금흐름	-263	-140	-110	-95	-82	
투자자산	0	-11	0	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-259	-111	-93	-77	-64	
유형자산 감소	5	2	0	0	0	
기타현금흐름	-10	-20	-17	-17	-17	
재무활동 현금흐름	-92	-118	30	19	14	
단기차입금	63	10	10	10	10	
사채 및 장기차입금	-155	-107	40	34	28	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	0	-20	-20	-24	-24	
기타현금흐름	0	-1	-1	-1	-1	
연결범위변동 등 기타	1	-20	46	38	37	
현금의 증감	82	87	268	323	388	
기초 현금	242	324	410	678	1,001	
기말 현금	324	410	678	1,001	1,390	
NOPLAT	225	160	300	380	427	
FCF	178	253	209	284	355	

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 기준일로 함

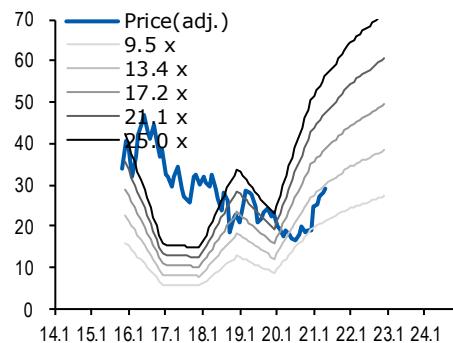
재무상태표		(단위: 억원)				
결산(12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산		998	993	1,356	1,768	2,207
현금및현금성자산		324	410	679	1,001	1,389
매출채권 및 기타채권		453	350	409	465	497
재고자산		182	194	229	263	282
비유동자산		1,961	1,895	1,814	1,730	1,645
유형자산		1,792	1,689	1,615	1,538	1,458
관계기업등 지분관련자산		0	0	0	0	0
기타투자자산		9	31	31	31	31
자산총계		2,959	2,888	3,170	3,498	3,852
유동부채		610	478	493	522	543
매입채무 및 기타채무		217	221	240	259	270
단기차입금		173	184	194	204	214
유동성장기부채		156	48	48	48	48
비유동부채		254	223	263	297	325
장기차입금		204	204	244	278	306
사채		0	0	0	0	0
부채총계		863	701	756	819	868
지배지분		2,096	2,186	2,414	2,680	2,985
자본금		62	62	62	62	62
자본잉여금		670	670	670	670	670
이익잉여금		1,367	1,453	1,684	1,953	2,262
비지배지분		0	0	0	0	0
자본총계		2,096	2,186	2,414	2,680	2,985
순차입금		184	5	-213	-492	-842
총차입금		534	436	487	530	568

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS		1,355	917	2,023	2,552	2,872
BPS		16,906	17,635	19,469	21,613	24,076
EBITDAPS		3,287	2,906	3,823	4,372	4,646
SPS		23,763	20,258	23,982	27,511	29,519
DPS		160	190	190	190	190
PER		18.1	20.8	14.5	11.5	10.2
PBR		1.4	1.1	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA		7.9	6.6	7.2	5.8	4.8
PSR		1.0	0.9	1.2	1.1	1.0

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)		7.9	-14.7	18.4	14.7	7.3
영업이익 증가율 (%)		264.6	-28.9	87.8	26.7	12.2
지배순이익 증가율 (%)		128.2	-32.3	120.5	26.1	12.5
매출총이익률 (%)		15.9	14.3	17.2	18.6	19.0
영업이익률 (%)		7.6	6.4	10.1	11.2	11.7
지배순이익률 (%)		5.7	4.5	8.4	9.3	9.7
EBITDA 마진 (%)		13.8	14.3	15.9	15.9	15.7
ROIC		7.5	5.9	11.3	14.3	16.3
ROA		5.8	3.9	8.3	9.5	9.7
ROE		8.4	5.3	10.9	12.4	12.6
부채비율 (%)		41.2	32.1	31.3	30.6	29.1
순차입금/자기자본 (%)		8.8	0.2	-8.8	-18.4	-28.2
영업이익/금융비용 (배)		14.5	15.1	30.5	42.6	53.5

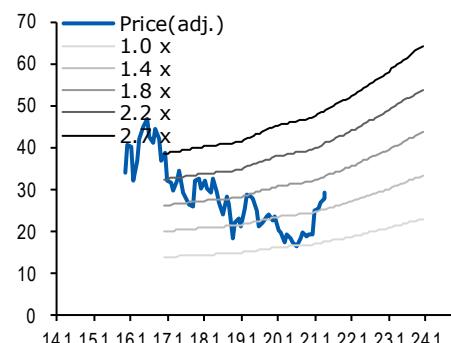
P/E band chart

(천원)



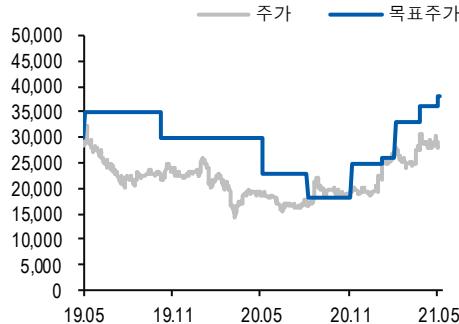
P/B band chart

(천원)



연우 (115960) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를 평균주가 최고(최저) 주가 대비	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-05-17	BUY	38,000	1년		
2021-04-08	BUY	36,000	1년	-19.40	-15.14
2021-02-16	BUY	33,000	1년	-21.45	-13.94
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

자료: 유안타증권

주: 괴리를 = (실제주가 * 100) - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-05-14

※ 해외 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 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.