



연우 (115960)

화장품



박은정

02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	38,000원 (M)
현재주가 (8/24)	26,300원
상승여력	44%

시가총액	3,261억원
총발행주식수	12,398,000주
60일 평균 거래대금	13억원
60일 평균 거래량	46,809주
52주 고	31,600원
52주 저	17,200원
외인지분율	19.30%
주요주주	기중현 외 2 인 60.38%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(5.2)	(6.2)	52.9
상대	(1.3)	(12.2)	23.1
절대(달러환산)	(6.4)	(9.3)	56.0

NDR 후기: 수요 증가, 체질 개선 지속

투자의견 BUY, 목표주가 38,000원 유지

연우의 2분기 실적은 연결 매출 771억원(YoY+31%), 영업이익 99억원(YoY+113%), 영업이익률 13%(+5.0%p yoy)으로 시장 기대치를 상회하는 실적 기록했다. 국내 주요 고객사 및 미주향 물량 증가와 체질 개선에 근거한다.

연우의 주가는 실적 호조에도 7월 이후 추세 반전하며 7% 하락, 동일 기간 코스닥 지수 대비 5%p 더 하락하며 부진했다. 원인은 국내 주요 고객사의 ①중국 점유율 하락 및 ②시장 눈높이를 하회하는 2분기 실적에 기인하며, 향후 연우의 수주 둔화를 우려한 조정이었다. 연우의 매출 및 이익에서 주요 고객사의 비중은 약 30% 수준으로 주가 하락 움직임은 당연했다.

8/23-24 2일간 기관투자가 대상으로 NDR을 진행, 미팅을 통해 3분기 수요가 견고하며 2분기에 이어 체질 개선 효과가 지속되고 있다는 것을 확인했다. 특히 글로벌 고객사를 추가 확보하여 2022년 성장 동력을 확보한 것도 유의미했다. 현재 주가는 12M Fwd P/E 10x 수준으로 매력적인 구간이다. 연우에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 38,000원 유지한다.

수요 증가, 체질 개선 지속

3분기 수주 현황에 대한 질문이 지속되었으며, 시장 참여자의 관심은 크게 3가지로 요약된다. 1) 국내 주요 고객사향 매출 동향, 2) 미국향 수출 강세 원인 및 지속 여부, 3) 높은 수익성 유지 가능성 등이다.

▶주요 고객사향 매출 견고: 3분기 주력 고객사향 물량 2분기와 유사. 특히 L사향 매출 지속 증가. 7월 역대 최대 기록. A사향 매출도 대다수 중고가로 수주 변동성은 낮음

▶미국향 수출 확대 기대: 글로벌 M사향 매출(미주 매출의 3~40% 수준) 증가 중. 리오프닝 효과 동반 되는 것으로 판단. 또한 글로벌 고객 P, E, U사 향 수주도 이번 분기 증가함. 아직 대형 프로젝트는 아니나 늘려가며 성장 엔진으로 공략. 추후 물량/품목 증가 기대됨

▶단계별 수익성 개선 예상: 인력 효율화/자동화율 상승으로 제조 효율성 상승. 노무비/외주가공비/수선비/소모품비 등의 비용 또한 타이트한 관리로 안정화 추세. 믹스 개선/물량 증가로 추가적인 수익성 개선 가능. 국내 기타/해외 수출은 두 자리 수 고마진(주요 고객사 물량은 단가 상승, 생산 효율화로 수익성 상승). 하반기 견고한 가운데, 업황 회복/고객군 확대로 단계별 수익성 개선 예상

Quarterly earning Forecasts

	2Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	771	30.6	8.5	760	1.5
영업이익	99	113.0	54.3	89	11.4
세전계속사업이익	100	113.9	32.6	85	17.6
지배순이익	81	122.2	37.9	69	17.1
영업이익률 (%)	12.9	+5.0 %pt	+3.8 %pt	11.7	+1.2 %pt
지배순이익률 (%)	10.5	+4.3 %pt	+2.3 %pt	9.1	+1.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

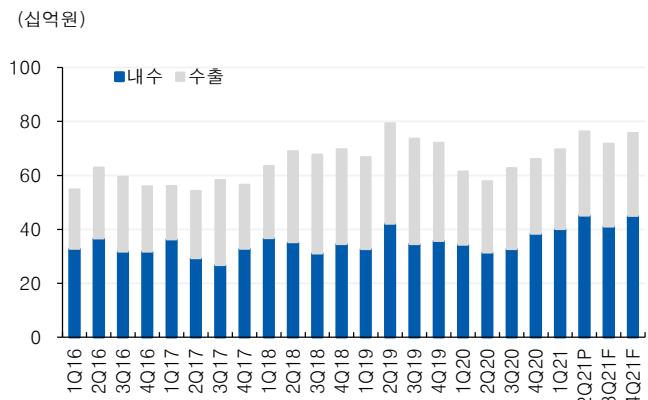
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	2,946	2,512	2,991	3,461
영업이익	225	160	312	414
지배순이익	168	114	264	343
PER	18.1	20.8	12.4	9.5
PBR	1.4	1.1	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.9	6.6	6.2	4.8
ROE	8.4	5.3	11.4	13.4

자료: 유안타증권

연우 실적 추이 및 전망									(단위: 십억원, %)				
		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
연결 매출액		62.0	59.0	63.5	66.7	71.0	77.1	74.6	76.4	294.6	251.2	299.1	346.1
내수		34.3	31.3	32.7	38.4	40.1	45.1	43.0	45.0	144.7	136.7	173.2	189.3
- 주요고객		19.7	17.0	19.0	24.4	24.9	29.2	28.0	30.0	83.3	80.1	112.1	123.3
- 국내기타		14.5	14.3	13.7	14.0	16.3	16.5	15.0	15.0	61.4	56.5	62.8	65.9
수출		27.2	26.5	30.1	27.7	29.6	31.2	30.8	30.8	147.2	111.6	122.4	152.9
중국법인		1.4	3.3	4.1	4.4	2.5	2.8	3.0	5.0	14.1	13.3	13.3	22.0
% YoY	연결 매출액	-8%	-26%	-15%	-8%	15%	31%	17%	15%	8%	-15%	19%	16%
	내수	5%	-25%	-5%	8%	17%	44%	32%	17%	5%	-6%	27%	9%
	- 주요고객	5%	-28%	-2%	14%	26%	71%	47%	23%	5%	-4%	40%	10%
	- 국내기타	5%	-22%	-9%	-2%	12%	15%	10%	7%	6%	-8%	11%	5%
	수출	-20%	-29%	-23%	-24%	9%	18%	2%	11%	11%	-24%	10%	25%
	- 달려기준	-25%	-32%	-23%	-20%	16%	28%	6%	8%	5%	-25%	15%	23%
	중국법인	-44%	46%	-1%	-13%	77%	-16%	-27%	13%	88%	-6%	0%	65%
% 비중	내수	55%	53%	51%	58%	56%	58%	58%	59%	49%	54%	58%	55%
	수출	44%	45%	47%	42%	42%	41%	41%	40%	50%	44%	41%	44%
매출총이익		7.8	9.4	8.3	10.5	10.9	14.5	12.1	13.7	46.9	35.9	51.2	66.5
% YoY		-14%	-40%	-31%	3%	41%	54%	47%	30%	57%	-23%	42%	30%
% 매출총이익률		13%	16%	13%	16%	15%	19%	16%	18%	16%	14%	17%	19%
영업이익		2.7	4.7	2.0	6.7	6.4	9.9	6.4	8.4	22.5	16.0	31.2	41.4
% YoY		-17%	-47%	-67%	52%	140%	113%	223%	27%	264%	-29%	95%	33%
% 영업이익률		4%	8%	3%	10%	9%	13%	9%	11%	8%	6%	10%	12%
지배주주 순이익		3.1	3.6	1.4	3.3	5.9	8.1	5.1	7.3	16.8	11.4	26.3	34.3

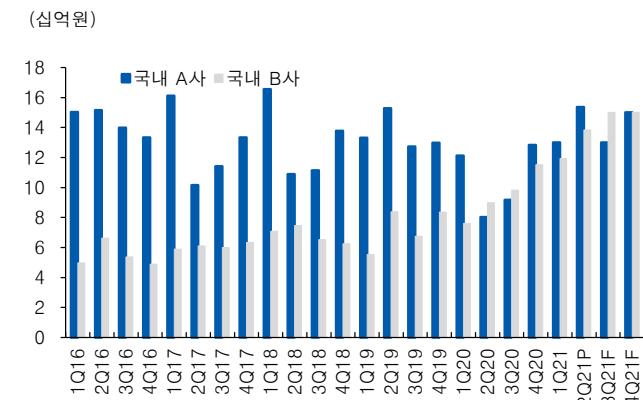
자료: 유안타증권 리서치센터, 한국은행통계시스템

[그림 1] 내수, 수출 매출 추이 및 전망



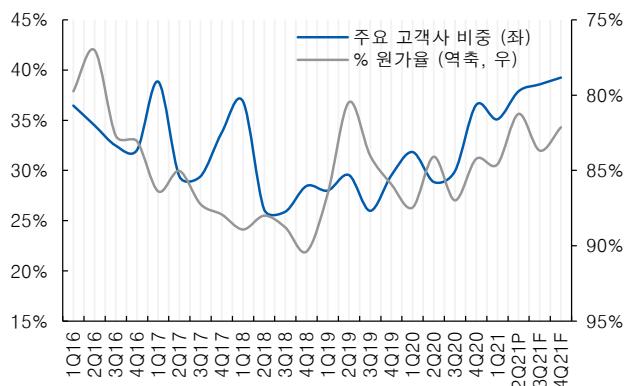
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 국내 주요 고객사별 매출 추이



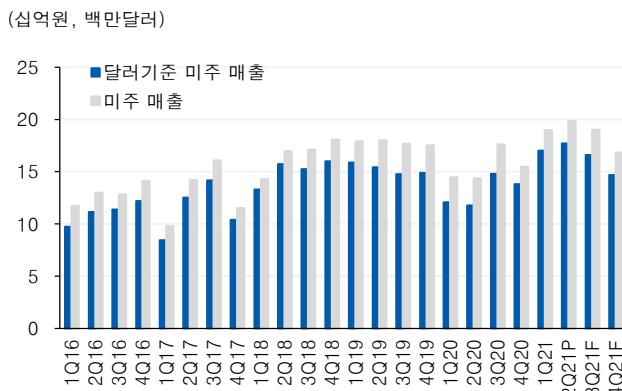
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 국내 주요 고객사 비중 및 원가율 추이



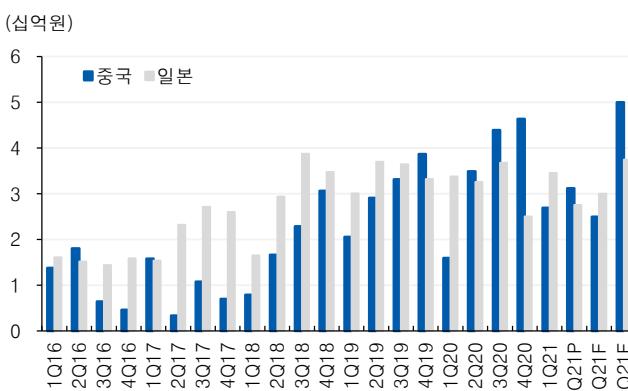
자료: 유안타증권 리서치센터

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



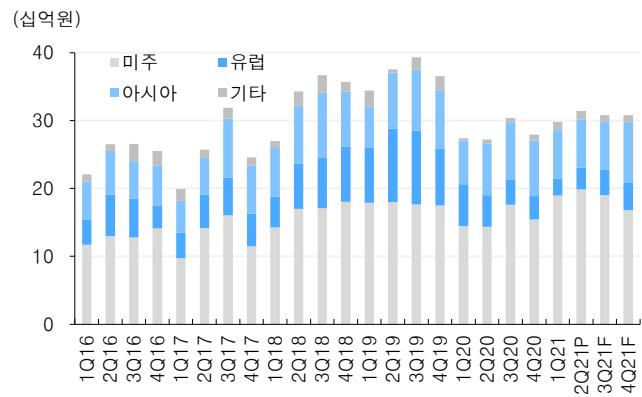
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 지역별 수출 추이: 2Q21 다소 부진



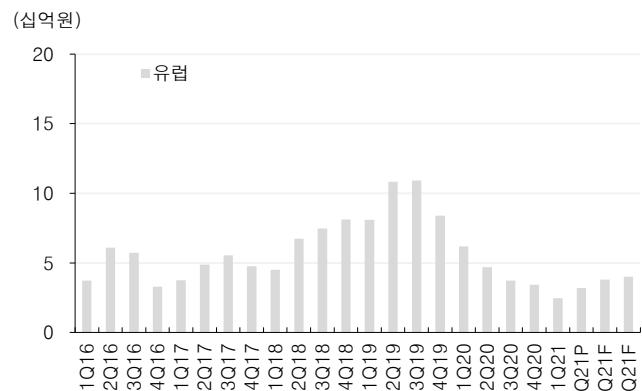
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 지역별 수출 추이: 전체



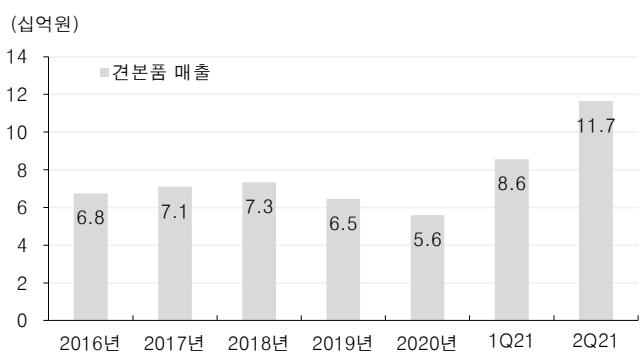
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 지역별 수출 추이: 유럽, 코로나19 이후 매출 증가 추세 전환



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 견본품 매출 추이: 2Q21 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	2,991	3,461	3,711	
매출원가	2,477	2,152	2,479	2,796	2,980	
매출총이익	469	359	512	665	731	
판관비	244	199	200	251	268	
영업이익	225	160	312	414	462	
EBITDA	407	360	486	576	612	
영업외손익	1	-15	23	27	32	
외환관련손익	8	-22	1	1	1	
이자순익	-13	-8	-3	2	7	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	6	15	24	24	24	
법인세비용차감전순손익	225	144	335	441	495	
법인세비용	57	31	72	98	110	
계속사업순손익	168	114	264	343	385	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	168	114	264	343	385	
지배지분순이익	168	114	264	343	385	
포괄순이익	180	110	260	340	382	
지배지분포괄이익	180	110	260	340	382	

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	312	381	448	
당기순이익	168	114	264	343	385	
감가상각비	174	191	166	155	144	
외환손익	3	23	-1	-1	-1	
증속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-22	4	-179	-178	-141	
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	47	37	37	
현금의 증감	82	87	279	343	417	
기초 현금	242	324	410	689	1,032	
기말 현금	324	410	689	1,032	1,449	
NOPLAT	225	160	312	414	462	
FCF	178	253	219	304	384	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

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

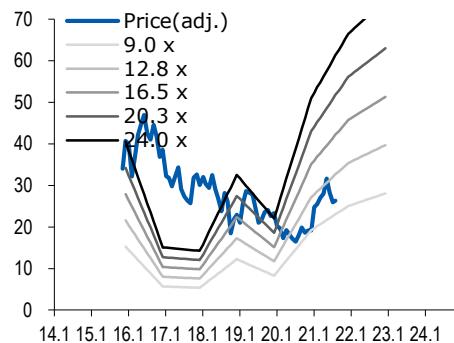
재무상태표		(단위: 억원)				
결산(12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산		998	993	1,370	1,809	2,278
현금및현금성자산		324	410	689	1,032	1,449
매출채권 및 기타채권		453	350	411	471	504
재고자산		182	194	231	267	286
비유동자산		1,961	1,895	1,814	1,730	1,645
유형자산		1,792	1,689	1,615	1,538	1,458
관계기업등 지분관련자산		0	0	0	0	0
기타투자자산		9	31	31	31	31
자산총계		2,959	2,888	3,184	3,539	3,923
유동부채		610	478	494	523	544
매입채무 및 기타채무		217	221	241	260	271
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	757	820	869
지배지분		2,096	2,186	2,426	2,719	3,054
자본금		62	62	62	62	62
자본잉여금		670	670	670	670	670
이익잉여금		1,367	1,453	1,697	1,993	2,331
비지배지분		0	0	0	0	0
자본총계		2,096	2,186	2,426	2,719	3,054
순차입금		184	5	-223	-523	-902
총차입금		534	436	487	530	568

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS		1,355	917	2,125	2,771	3,108
BPS		16,906	17,635	19,571	21,933	24,632
EBITDAPS		3,287	2,906	3,921	4,642	4,935
SPS		23,763	20,258	24,128	27,914	29,931
DPS		160	190	190	190	190
PER		18.1	20.8	12.4	9.5	8.5
PBR		1.4	1.1	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA		7.9	6.6	6.2	4.8	3.9
PSR		1.0	0.9	1.1	0.9	0.9

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)		7.9	-14.7	19.1	15.7	7.2
영업이익 증가율 (%)		264.6	-28.9	95.4	32.5	11.7
지배순이익 증가율 (%)		128.2	-32.3	131.7	30.4	12.2
매출총이익률 (%)		15.9	14.3	17.1	19.2	19.7
영업이익률 (%)		7.6	6.4	10.4	12.0	12.5
지배순이익률 (%)		5.7	4.5	8.8	9.9	10.4
EBITDA 마진 (%)		13.8	14.3	16.3	16.6	16.5
ROIC		7.5	5.9	11.9	15.6	17.6
ROA		5.8	3.9	8.7	10.2	10.3
ROE		8.4	5.3	11.4	13.4	13.3
부채비율 (%)		41.2	32.1	31.2	30.1	28.4
순차입금/자기자본 (%)		8.8	0.2	-9.2	-19.2	-29.5
영업이익/금융비용 (배)		14.5	15.1	31.8	46.4	58.0

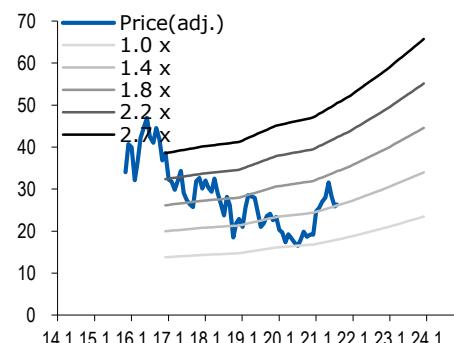
P/E band chart

(천원)



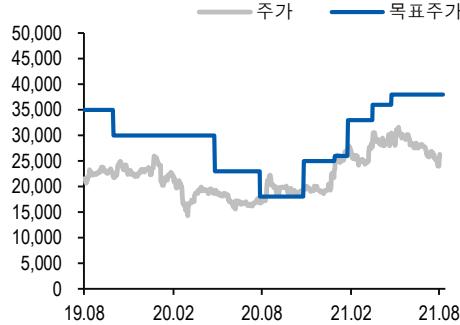
P/B band chart

(천원)



연우 (115960) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-08-25	BUY	38,000	1년		
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: 괴리율 = (실제주가 * - 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)	92.0
Hold(중립)	8.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

주: 기준일 2021-08-23

- 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.