

Initiation

연우
(115960)

한유정 yujung.han@daishin.com

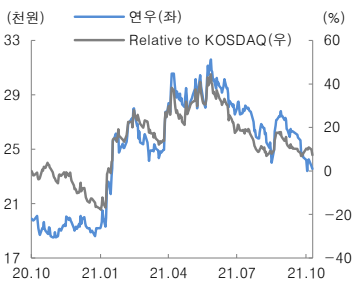
투자 의견 BUY
매수, 신규

6개월
목표주가 32,000
신규

현재주가 23,550
(21.10.13)
음식료업종

KOSDAQ	953.47
시가총액	292십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	6십억원
52주 최고/최저	31,600원 / 18,500원
120일 평균거래대금	15억원
외국인지분율	19.94%
주요주주	기중현 외 2 인 60.38% PKG Group, LLC 16.13%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.1	-15.7	-20.8	19.8
상대수익률	-2.1	-7.8	-16.1	9.6



회복되는 수요, 개선되는 수익성

투자 의견 매수, 목표주가 32,000원 제시

– 목표주가 32,000원은 12M Fwd EPS 2,177원에 Target PER 15배를 적용한 수치

2021년은 회복, 2022년은 성장의 해

- 2021년 매출액 2,910억원(+16% yoy), 2022년 매출액 3,345억원(+15% yoy) 전망
- 2021년 3분기까지 코로나 여파로 인한 물류난으로 선적되지 못한 매출 규모는 약 90억원으로 추정. 4분기까지도 적체 상황은 이어질 가능성이 높음
- 다만 전방 업체들의 실적 회복세 지속으로 수주 상황은 긍정적 분위기가 이어지고 있어 2022년 역대 최대 매출 달성 기대

기대치에 부합할 3분기

- 2021년 3분기 연우 매출액은 690억원(+9% yoy, -10% qoq), 영업이익은 55억원(+175% yoy, -45% qoq)으로 컨센서스 영업이익 57억원 부합 전망
- 국내 주요 고객사향 매출 호조 지속으로 내수 매출액은 419억원(+27% yoy), 미국향 수출의 물류 차질이 이어진 영향으로 수출 매출액은 271억원(-11% yoy)으로 추정

(단위: 십억원, %)

구분	3Q20	2Q21	3Q21(F)					4Q21		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consen	당사추정	YoY	QoQ
매출액	63	77	na	69	8.7	-10.4	72	74	10.7	7.0
영업이익	2	10	na	5	174.8	-45.1	6	8	16.6	42.2
순이익	1	8	na	4	196.1	-50.3	5	6	67.2	38.2

자료: 연우, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	295	251	291	334	368
영업이익	22	16	30	35	40
세전순이익	23	14	30	36	40
총당기순이익	17	11	24	28	32
지배지분순이익	17	11	24	28	32
EPS	1,355	917	1,896	2,271	2,550
PER	17.2	20.9	12.4	10.4	9.2
BPS	16,906	17,635	19,372	21,454	23,815
PBR	1.4	1.1	1.2	1.1	1.0
ROE	8.4	5.3	10.2	11.1	11.3

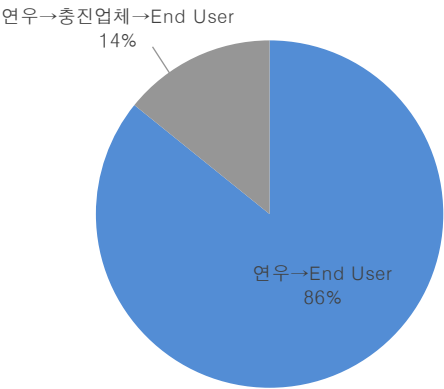
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 연우, 대신증권 Research Center

기업 개요

연우는 1994년 설립된 화장품 용기 제조·판매 업체로 주요 제품은 펌프형·튜브형·견본용 용기 등이 있다. 화장품 용기 시장은 전방산업인 화장품 산업과 밀접한 연관성을 갖고 있다. 2021년 상반기 기준 연우의 내수 매출 비중은 59%, 수출 매출 비중은 41%이다. 국내 대표 화장품 기업인 LG생활건강, 아모레퍼시픽향 매출 비중이 상당 부분을 점유하나 그 외 400여개 업체와도 긴밀한 관계를 구축하고 있다. 수출 매출은 미주, 유럽, 일본, 중국에서 주로 발생하는데 미주, 유럽 지역은 Sales Partner를 통해, 일본, 중국은 직접 영업을 통해 매출이 발생되고 있다. Sales Partner를 통한 해외 영업은 소수의 인력을 통해 해외 고객사들을 관리할 수 있어 관리의 효율성 측면에 장점이 있다.

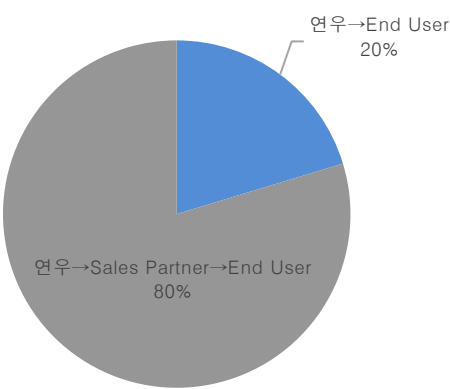
2021년 상반기 기준 내수 매출액 중 End User에게 직접 공급되는 비중은 86%, 충전업체를 통해 End User에게 공급되는 비중은 14%로 추산되며, 수출 매출액 중 End User에게 직접 공급되는 비중은 20%, Sales Partner를 통해 End User에게 공급되는 비중은 80%로 추산된다.

그림 1. 연우 판매 경로 유형별 내수 매출 비중



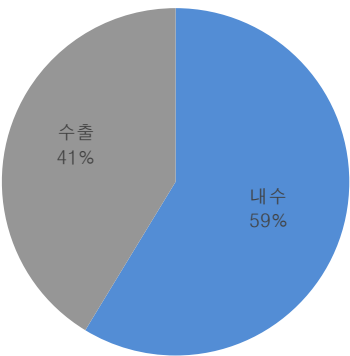
주: 2021년 상반기 기준, 자료: 대신증권 Research Center

그림 2. 연우 판매 경로 유형별 수출 매출 비중



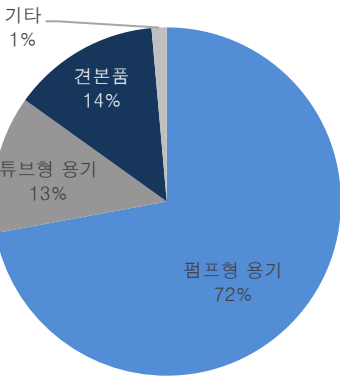
주: 2021년 상반기 기준, 자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 연우 지역별 매출 비중



주: 2021년 상반기 기준, 자료: 대신증권 Research Center

그림 4. 연우 제품별 매출 비중



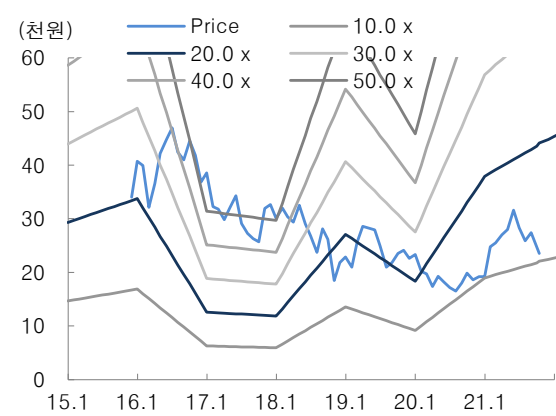
주: 2021년 상반기 기준, 자료: 대신증권 Research Center

실적 전망 및 Valuation

2017~2022년 6년간 연우 연평균 매출 성장률은 8%로 전망한다. 지역별로는 내수 매출액을 10%로 추정하는데 2020년 코로나19 팬데믹 속에서도 상대적으로 실적 방어가 이뤄졌던 국내 핵심 고객사향 수주가 이어지며 내수 매출액은 비교적 큰 변동 없이 안정적인 성장 추세가 이어질 것으로 예상한다. 수출 매출액은 6%로 추정하는데 국내 고객사와 달리 유럽, 중국, 아시아 대부분의 수출국에서 고객사의 보수적인 발주가 이어지며 2020년 수출 매출액이 급감했고 완만한 회복세를 시현해갈 것으로 예상한다.

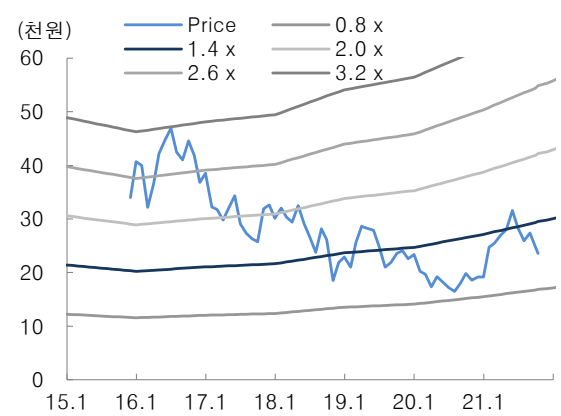
목표주가 산정은 12M Fwd EPS 2,177원에 Target PER 15배를 적용하였다. Target PER 15배는 연우의 과거 2015~2020년 평균 PER 하단 22배에 30% 할인 적용한 수치이다.

그림 5. 연우 PER Band Chart



자료: Valuwis, 대신증권 Research Center

그림 6. 연우 PBR Band Chart



자료: Valuwis, 대신증권 Research Center

표 1. 연우 분기/연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	62	59	63	67	71	77	69	74	273	295	251	291	334
내수	35	32	33	39	41	46	42	46	139	147	138	175	200
수출	27	27	30	28	30	31	27	28	134	148	113	116	135
YoY (%)	-7.9	-26.4	-15.3	-7.7	14.6	30.6	8.7	10.7	19.0	7.9	-14.7	15.9	15.0
내수	5.2	-25.5	-6.9	8.5	19.0	44.5	26.5	18.5	9.5	5.4	-5.8	26.5	14.3
수출	-20.4	-27.4	-22.8	-23.6	9.0	14.5	-10.6	-0.1	30.9	10.6	-23.6	2.8	15.9
매출액 비중(%)													
내수	55.8	53.8	52.2	58.1	57.9	59.5	60.7	62.2	51.0	49.8	55.0	60.1	59.8
수출	44.2	46.2	47.8	41.9	42.1	40.5	39.3	37.8	49.0	50.2	45.0	39.9	40.2
영업이익	3	5	2	7	6	10	5	8	6	22	16	30	35
YoY (%)	-17.1	-47.2	-67.1	52.2	140.4	113.0	174.8	16.6	-31.6	264.6	-28.9	85.1	19.4
영업이익률 (%)	4.3	7.9	3.1	10.0	9.1	12.9	7.9	10.5	2.3	7.6	6.4	10.2	10.6

자료: 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

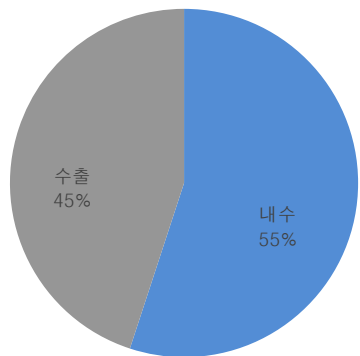
- 화장품 용기 및 펌프 전문 제조업체
- 주요 제품은 펌프형 용기, 튜브형 용기 및 건분용 용기
- 화장품 외 생활용품 등의 용기로 제품 포트폴리오 다각화
- 자산 2,950억원, 부채 640억원, 자본 2,311억원
- 발행주식 수: 12,938,000주

주가 변동요인

- 주요 고객사 화장품 매출 확대 속도
- 면세점 동향

주: 2021년 6월 기준
자료: 연우, 대신증권 Research Center

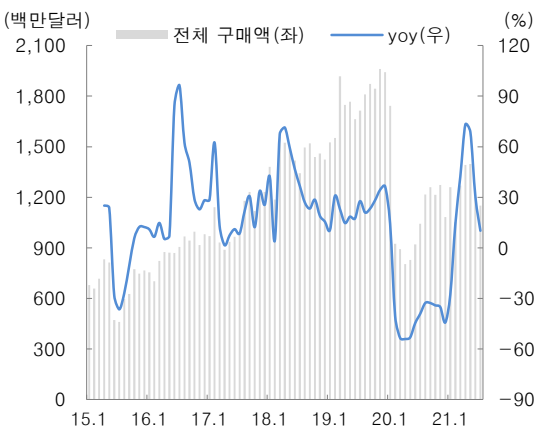
매출 비중



주: 2020년 매출액 기준
자료: 연우, 대신증권 Research Center

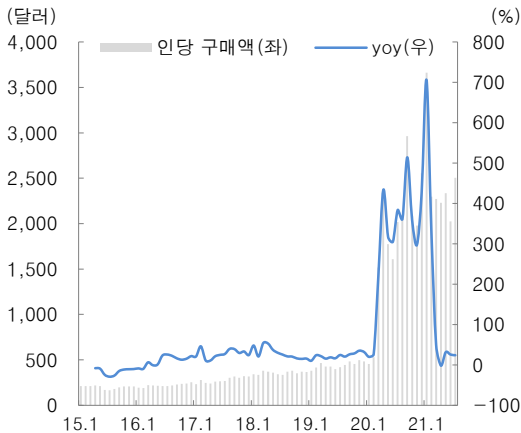
2. Earnings Driver

내외국인 합산 면세점 구매액 추이



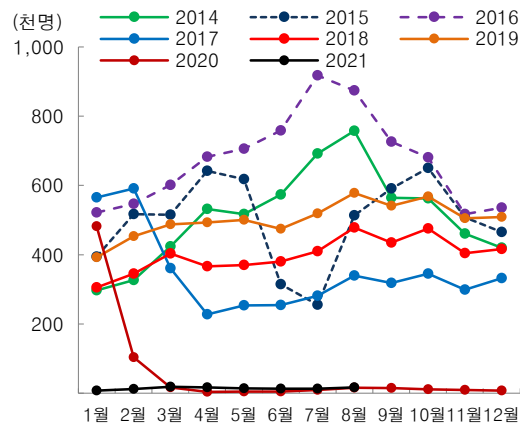
자료: 면세점협회, 대신증권 Research Center

내외국인 평균 인당 구매액 추이



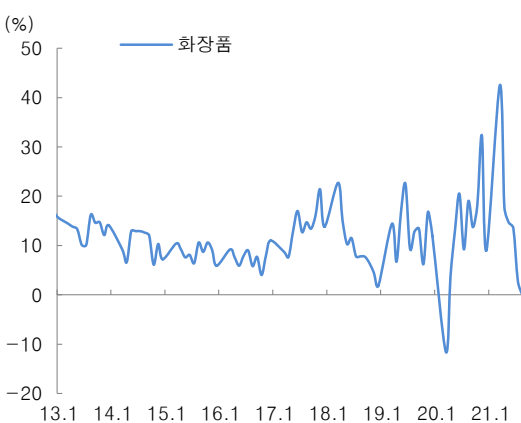
자료: 면세점협회, 대신증권 Research Center

한국 방문 중국인 관광객 수 추이



자료: 한국관광통계, 대신증권 Research Center

중국 화장품 소매판매액 전년 동기 대비 증감율



자료: CEC, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	295	251	291	334	368
매출원가	248	215	241	277	305
매출총이익	47	36	50	57	63
판매비와관리비	24	20	20	22	24
영업이익	22	16	30	35	40
영업이익률	7.6	6.4	10.2	10.6	10.8
EBITDA	41	36	47	52	55
영업외손익	0	-2	0	0	1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	2	2	2	2	3
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-3	-6	-4	-4	-4
외환관련손실	1	4	2	2	1
기타	1	2	2	2	2
법인세비용차감전순이익	23	14	30	36	40
법인세비용	-6	-3	-6	-8	-9
계속사업순이익	17	11	24	28	32
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	17	11	24	28	32
당기순이익률	5.7	4.5	8.1	8.4	8.6
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	17	11	24	28	32
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	18	11	23	28	31
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	18	11	23	28	31

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	1,355	917	1,896	2,271	2,550
PER	17.2	20.9	12.4	10.4	9.2
BPS	16,906	17,635	19,372	21,454	23,815
PBR	1.4	1.1	1.2	1.1	1.0
EBITDAPS	3,287	2,906	3,794	4,178	4,454
EV/EBITDA	7.6	6.6	5.7	4.7	3.9
SPS	23,763	20,258	23,470	26,980	29,678
PSR	1.0	0.9	1.0	0.9	0.8
CFPS	3,965	3,476	4,357	4,747	5,026
DPS	160	190	190	190	190

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	7.9	-14.7	15.9	15.0	10.0
영업이익 증가율	26.46	-28.9	85.1	19.4	12.1
순이익 증가율	128.2	-32.3	106.7	19.8	12.3
수익성					
ROIC	7.3	5.7	11.0	13.2	14.9
ROA	7.7	5.5	9.5	10.1	10.3
ROE	8.4	5.3	10.2	11.1	11.3
안정성					
부채비율	41.2	32.1	38.6	38.1	37.0
순차입금비율	8.8	0.3	-9.3	-18.0	-26.3
이자보상배율	14.5	15.1	19.1	20.9	21.6

자료: 연우, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	100	99	151	191	234
현금및현금성자산	32	41	84	115	150
매출채권 및 기타채권	45	35	40	46	51
재고자산	18	19	22	26	28
기타유동자산	4	4	4	4	5
비유동자산	196	190	182	176	170
유형자산	179	169	162	156	151
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	17	21	20	20	20
자산총계	296	289	333	367	405
유동부채	61	48	65	69	72
매입채무 및 기타채무	22	22	24	26	28
차입금	17	18	19	20	21
유동성채무	16	5	19	19	19
기타유동부채	6	2	3	3	3
비유동부채	25	22	27	32	37
차입금	20	20	25	30	35
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	5	2	2	2	3
부채총계	86	70	93	101	109
자배지분	210	219	240	266	295
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	67	67	67	67	67
이익잉여금	137	145	167	193	222
기타지분변동	0	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	210	219	240	266	295
순차입금	19	1	-22	-48	-78

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	44	36	30	33	37
당기순이익	17	11	24	28	32
비현금항목의 가감	32	32	31	31	31
감가상각비	18	20	17	16	16
외환손익	0	2	0	0	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	14	9	13	15	16
자산부채의 증감	-2	0	-16	-17	-15
기타현금흐름	-3	-7	-8	-9	-10
투자활동 현금흐름	-26	-14	-10	-10	-10
투자자산	-1	-3	0	0	0
유형자산	-25	-11	-10	-10	-10
기타	0	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	-9	-12	18	3	3
단기차입금	6	1	1	1	1
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-14	5	5	5	5
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	-2	-2	-2	-2
기타	-2	-16	14	0	0
현금의 증감	8	9	43	31	35
기초 현금	24	32	41	84	115
기말 현금	32	41	84	115	150
NOPLAT	17	13	23	28	31
FCF	8	21	31	34	37