



연우 (115960)

화장품



박은정

02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	22,000원 (D)
현재주가 (8/16)	18,150원
상승여력	21%

시가총액	2,250억원
총발행주식수	12,398,000주
60일 평균 거래대금	7억원
60일 평균 거래량	36,714주
52주 고	29,350원
52주 저	15,600원
외인지분율	17.82%
주요주주	한국콜마 외 1 인 60.30%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.8	(16.4)	(28.8)
상대	(2.5)	(14.2)	(11.3)
절대(달러환산)	8.2	(17.9)	(36.4)

저점은 지나는 중

2Q22 Review: 비우호적인 영업환경

연우의 2분기 실적은 연결 매출 614억원(YoY-20%), 영업이익 38억원(YoY-62%) 기록, 당사 추정치에 부합하는 실적 기록했다. 상해 봉쇄로 주력 고객사의 수주 급감, 미주 고객사의 재고 조정 등으로 매출이 전반적으로 약세를 보였다.

▶ 내수 매출은 301억원(YoY-34%, QoQ-7%)으로 부진했다. 주요 고객사의 매출은 대중국 수요 급감 영향으로 151억원(QoQ-8%)으로 전년동기비 48% 감소했다. 중소형 브랜드 매출 또한 151억원(QoQ-6%)으로 전년동기비 9% 감소했다. 외부 활동 확대로 산업의 색조 기여도가 상승 중이나, 동사의 매출은 대다수가 기초로 산업 대비 성과가 부진했다.

▶ 수출 매출은 312억원(QoQ-11%)으로 전년동기비 1% 감소했다. 달러기준으로는 11% 감소했다. 기여도 높은 미주 고객사의 재고 조정 및 일본향 수출 감소에 기인한다. 봉쇄 조치 장기화에 따라 시장 침체/재고 과다 등으로 수주 회복이 느린 것으로 보인다. 반면에 현지 직접 영업이 활성화 된 곳은 상대적으로 견고했다. 해당 지역 매출 성장률은 유럽 +21%, 중국 +35%, 아시아(중국/일본 제외) +50% 기록했다

▶ 외형 급감, 믹스 하락 등으로 원가율이 4.3%p 상승했으며, 판관비율 또한 2.5%p 증가됨에 따라 영업이익률은 6.2%(-6.7%p yoy)에 그쳤다.

저점은 지나는 중

연우의 수요는 저점 지나는 중으로 판단한다. 1) 주요 고객사의 상반기 재고 하락, 광군제를 위한 발주 재개, 2) 색조/친환경 제품군으로 고객군 확보, 3) 미주 지역 재고 소진 및 물류 정상화 등으로 3분기 매출이 점진적 개선 기대된다.

다만, 한국콜마 그룹으로 피인수 됨에 따라 일회성 격려금이 집행된 것으로 보인다. 이에 따라 3분기 영업이익은 손익분기점 이하 수준으로 전환될 것이다. 연우의 3분기 매출은 614억원(YoY-10%), 영업손실 13억원 전망하며, 수주 부진의 저점은 지나는 중으로 판단한다. 투자의견 BUY 유지, 목표주가는 추정치 하향에 기인 2.2만원으로 낮춘다.

Quarterly earning Forecasts

	2Q22P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비	(억원, %)
매출액	614	-20.4	-9.1	659	-6.9	
영업이익	38	-61.9	30.7	59	-35.6	
세전계속사업이익	47	-53.2	39.6	72	-34.7	
자배순이익	29	-64.1	5.9	64	-54.7	
영업이익률 (%)	6.2	-6.7 %pt	+1.9 %pt	8.9	-2.7 %pt	
자배순이익률 (%)	4.7	-5.8 %pt	+0.6 %pt	9.7	-5.0 %pt	

자료: 유안타증권

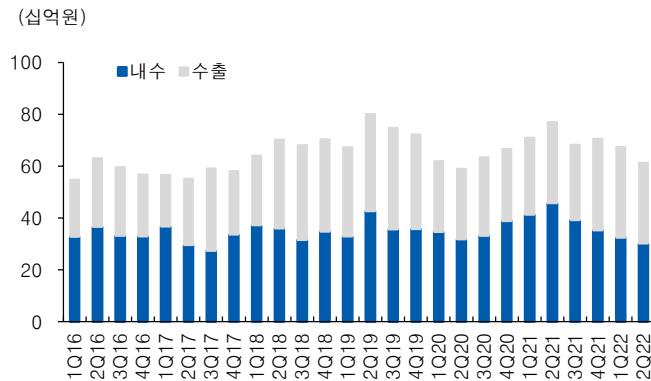
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	2,512	2,871	2,667	3,007
영업이익	160	299	133	237
지배순이익	114	264	130	214
PER	20.8	12.2	17.3	10.5
PBR	1.1	1.3	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.6	6.0	6.0	4.0
ROE	5.3	11.4	5.2	8.1

자료: 유안타증권

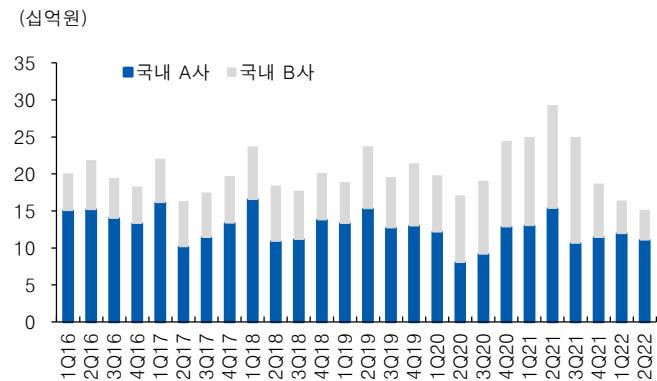
연우 실적 추이 및 전망										(단위: 십억원, %)			
		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22F	4Q22F	2020	2021	2022F	2023F
연결 매출액		71.0	77.1	68.3	70.7	67.5	61.4	61.4	76.4	251.2	287.1	266.7	300.7
내수		41.2	45.7	39.2	35.2	32.3	30.1	29.7	39.6	138.2	161.3	131.8	155.0
– 주요고객		24.9	29.2	24.9	18.6	16.3	15.1	14.0	21.3	80.1	97.7	66.8	86.8
– 국내기타		16.3	16.5	14.2	16.6	16.0	15.1	15.7	18.3	58.1	63.6	65.0	68.3
수출		29.8	31.4	29.2	35.5	35.2	31.2	31.7	36.8	112.9	125.8	134.9	145.6
중국법인		2.5	2.8	3.2	5.1	3.5	4.1	3.6	5.8	13.3	13.6	17.0	19.2
% YoY	연결 매출액	15%	31%	8%	6%	-5%	-20%	-10%	8%	-15%	14%	-7%	13%
	내수	19%	44%	18%	-9%	-22%	-34%	-24%	12%	-6%	17%	-18%	18%
	– 주요고객	26%	71%	31%	-24%	-34%	-48%	-44%	15%	-4%	22%	-32%	30%
	– 국내기타	10%	12%	1%	15%	-2%	-9%	10%	10%	-8%	10%	2%	5%
	수출	9%	15%	-4%	27%	18%	-1%	9%	4%	-24%	11%	7%	8%
	– 달려기준	16%	26%	-1%	20%	9%	-11%	0%	-3%	-25%	15%	-1%	7%
	중국법인	77%	-16%	-22%	16%	38%	45%	13%	14%	-6%	3%	24%	13%
% 비중	내수	58%	59%	57%	50%	48%	49%	48%	52%	55%	56%	49%	52%
	수출	42%	41%	43%	50%	52%	51%	52%	48%	45%	44%	51%	48%
매출총이익		10.9	14.5	11.6	11.9	8.0	8.9	6.8	13.1	35.9	49.0	36.8	47.9
% YoY		41%	54%	41%	14%	-27%	-38%	-41%	10%	-23%	36%	-25%	30%
% 매출총이익률		15%	19%	17%	17%	12%	14%	11%	17%	14%	17%	14%	16%
영업이익		6.4	9.9	6.4	7.2	2.9	3.8	-1.3	7.8	16.0	29.9	13.3	23.7
% YoY		140%	113%	222%	8%	-55%	-62%	적전	10%	-29%	87%	-56%	78%
% 영업이익률		9%	13%	9%	10%	4%	6%	-2%	10%	6%	10%	5%	8%
지배주주 순이익		5.9	8.1	6.6	5.9	2.7	2.9	-0.3	7.0	11.4	26.4	12.4	21.2

[그림 1] 내수, 수출 매출 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 국내 주요 고객사향 매출 추이 - 국내 B사 매출 급감, A사 매출 약세



자료: 유안타증권 리서치센터

연우 (115960) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	2,512	2,871	2,667	3,007	3,233	
매출원가	2,152	2,381	2,298	2,528	2,702	
매출총이익	359	490	368	479	531	
판관비	199	190	236	242	252	
영업이익	160	299	133	237	279	
EBITDA	360	497	297	389	412	
영업외손익	-15	40	35	39	43	
외환관련손익	-22	30	19	19	19	
이자순익	-8	-7	-1	3	7	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	15	16	17	17	17	
법인세비용차감전순손익	144	339	167	275	322	
법인세비용	31	75	38	62	72	
계속사업순손익	114	264	130	214	250	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	114	264	130	214	250	
지배지분순이익	114	264	130	214	250	
포괄순이익	110	275	141	225	261	
지배지분포괄이익	110	275	141	225	261	

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

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	364	471	329	309	346	
당기순이익	114	264	130	214	250	
감가상각비	191	188	158	146	128	
외환손익	23	-11	-19	-19	-19	
증속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	4	-91	5	-86	-67	
기타현금흐름	32	121	56	55	54	
투자활동 현금흐름	-140	-261	-192	-179	-114	
투자자산	0	7	0	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-111	-94	-78	-65	0	
유형자산 감소	2	2	0	0	0	
기타현금흐름	-31	-176	-114	-114	-114	
재무활동 현금흐름	-118	-233	-138	-138	-138	
단기차입금	10	-90	-90	-90	-90	
사채 및 장기차입금	-107	-121	-26	-21	-21	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-20	-20	-20	-24	-24	
기타현금흐름	-1	-2	-2	-2	-2	
연결범위변동 등 기타	-20	2	112	105	105	
현금의 증감	87	-20	111	98	199	
기초 현금	324	410	390	501	599	
기말 현금	410	390	501	599	798	
NOPLAT	160	299	133	237	279	
FCF	253	378	251	244	346	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

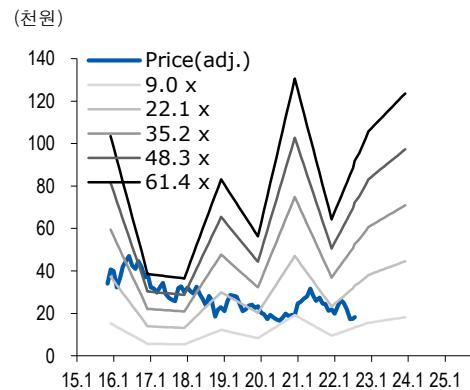
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준일로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산		993	1,077	1,148	1,312	1,555
현금및현금성자산		410	390	501	599	798
매출채권 및 기타채권		350	331	308	344	368
재고자산		194	258	239	270	290
비유동자산		1,895	1,925	1,839	1,752	1,619
유형자산		1,689	1,631	1,551	1,470	1,342
관계기업등 지분관련자산		0	0	0	0	0
기타투자자산		31	132	132	132	132
자산총계		2,888	3,002	2,987	3,064	3,175
유동부채		478	433	322	242	160
매입채무 및 기타채무		221	213	209	220	229
단기차입금		184	103	13	-77	-168
유동성장기부채		48	23	23	23	23
비유동부채		223	127	102	80	59
장기차입금		204	109	83	62	40
사채		0	0	0	0	0
부채총계		701	560	423	323	219
지배지분		2,186	2,442	2,563	2,741	2,955
자본금		62	62	62	62	62
자본잉여금		670	670	670	670	670
이익잉여금		1,453	1,695	1,806	1,972	2,175
비지배지분		0	0	0	0	0
자본총계		2,186	2,442	2,563	2,741	2,955
순차입금		5	-242	-469	-679	-990
총차입금		436	235	119	8	-104

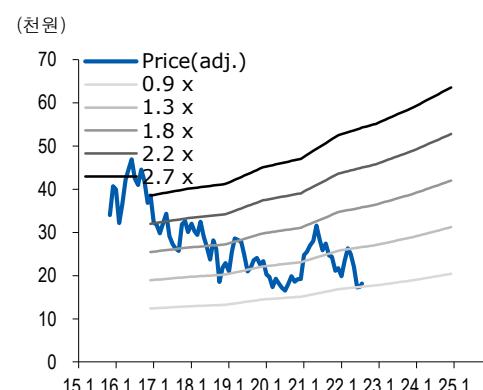
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS		917	2,128	1,048	1,723	2,015
BPS		17,635	19,695	20,674	22,109	23,835
EBITDAPS		2,906	4,006	2,397	3,134	3,325
SPS		20,258	23,157	21,509	24,250	26,075
DPS		190	190	190	190	190
PER		20.8	12.2	17.3	10.5	9.0
PBR		1.1	1.3	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA		6.6	6.0	6.0	4.0	3.1
PSR		0.9	1.1	0.8	0.7	0.7

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)		-14.7	14.3	-7.1	12.7	7.5
영업이익 증가율 (%)		-28.9	87.2	-55.6	78.3	18.1
지배순이익 증가율 (%)		-32.3	132.0	-50.8	64.4	16.9
매출총이익률 (%)		14.3	17.1	13.8	15.9	16.4
영업이익률 (%)		6.4	10.4	5.0	7.9	8.6
지배순이익률 (%)		4.5	9.2	4.9	7.1	7.7
EBITDA 마진 (%)		14.3	17.3	11.1	12.9	12.8
ROIC		5.9	11.6	5.4	9.9	12.1
ROA		3.9	9.0	4.3	7.1	8.0
ROE		5.3	11.4	5.2	8.1	8.8
부채비율 (%)		32.1	23.0	16.5	11.8	7.4
순차입금/자기자본 (%)		0.2	-9.9	-18.3	-24.8	-33.5
영업이익/금융비용 (배)		15.1	34.0	35.7	1,199.4	-103.3

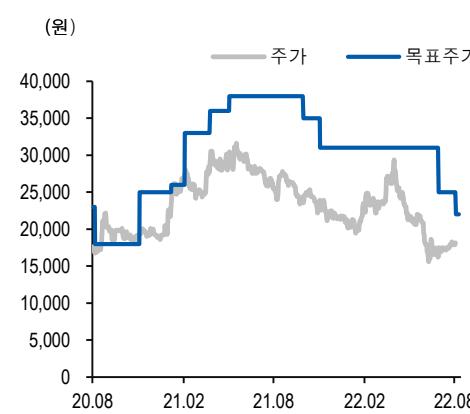
P/E band chart



P/B band chart



연우(115960) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를 계산하는 방법	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-08-17	BUY	22,000	1년		
2022-07-13	BUY	25,000	1년	-29.82	-26.80
2021-11-16	BUY	31,000	1년	-28.72	-5.32
2021-10-13	BUY	35,000	1년	-30.93	-27.57
2021-05-17	BUY	38,000	1년	-27.81	-16.84
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	-

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가}^* - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	93.4
Hold(중립)	6.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-08-15

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정 시 제외

유안타 ESG Tearsheet

지주, 화장품, 음식료, 유통 산업내 순위	51위(52개 기업 중)
Total ESG 점수	-4점
E (Environment)	+0점
S (Social)	-1점
G (Governance)	-3점
Qualitative	+0점

ESG 평가 기업	연우
ESG 평가 날짜	2022 / 05 / 11
Bloomberg Ticker	115960 KS
Industry	화장품
Analyst	박은정
Analyst Contact	eunjung.park@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
연우	0	-1	-3	-4
아모레퍼시픽	-2	3	-1	0
LG 생활건강	4	3	1	8
코스맥스	-3	1	-1	-3
한국콜마	-1	-1	-1	-3
코스메카코리아	0	3	-3	0
평균	1	2	1	4

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 연우 포함 52개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

-	ESG 외부평가기관 수상 내역
-	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments ESG 강화를 위한 활동 개진 중 환경/인권노동/윤리/지속 가능 경영 등에 대한 관심 확대 친환경 용기 개발 집중

유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용 : +1	무사용 : 0	전년대비 증가 : +2	2년 연속 증가 : +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다 : -1	낮다 : +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	대표이사 이사회의장 겸직	겸직 여부	겸직 : -1	별도 : +1	-	-
ESG Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-

Environment

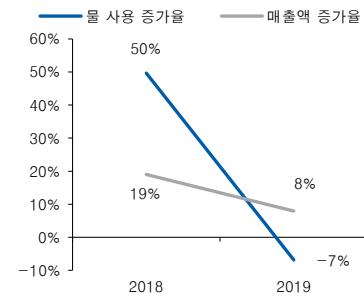
온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율

데이터 미공시

신재생 에너지 사용량 & 증가율

데이터 미공시

물 사용량 vs. 매출액 증가율

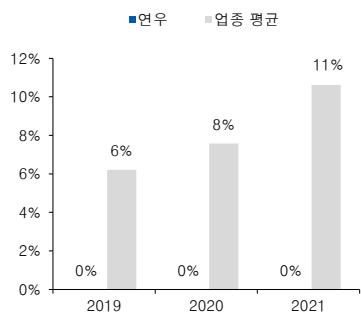


주: 국내 취수량 기준

▶ 2020년 데이터 미공시 = +0점

Social

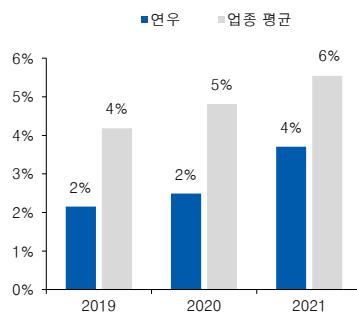
여성임원비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 등증업종 52 개 기업 수치 반영

▶ 여성임원비율 업종평균 대비 하위 = -1점

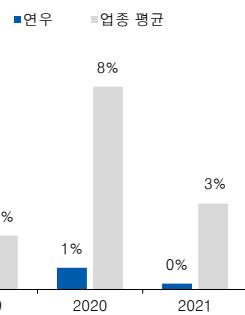
계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 등증업종 52 개 기업 수치 반영

▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균

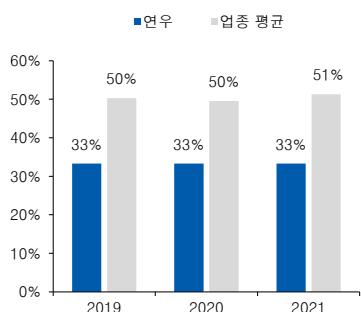


주: 업종평균에는 등증업종 52 개 기업 수치 반영

▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 하위 = -1점

Governance

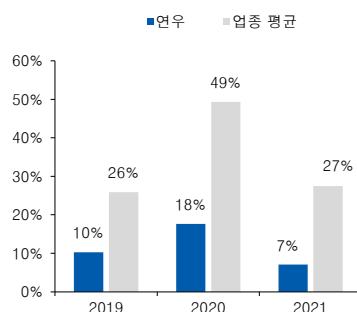
사외이사 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 등증업종 52 개 기업 수치 반영

▶ 사외이사비율 업종평균 대비 하위 = -1점

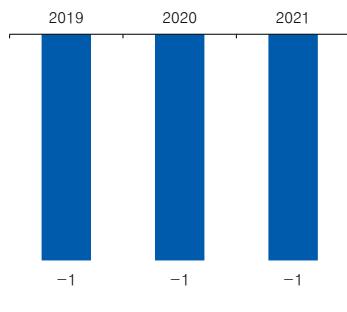
배당성향 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 등증업종 52 개 기업 수치 반영

▶ 배당성향 업종평균 대비 하위 = -1점

대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1

▶ 대표이사의 이사회 의장 겸직 = -1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

- 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 투자의사결정은 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.