

2017/02/24

연우(115960)

유통/패션/화장품

손호주(2122-9178) hjson@hi-ib.com

오대식(2122-9212) dsos@hi-ib.com

고객사 다변화를 통해 점진적 성장 회복 기대

Buy(Maintain)

■ 4Q16 Review: 역시나 호실적!

- 연결기준 매출액 569억원(+3.8%, 이하 yoy 기준 성장률 동일), 영업이익 33억원(-45.5%), 순이익 48억원(+0.9%) 기록
- 매출액과 영업이익은 당사 추정치 및 시장 컨센서스 하회
- 회계기준 변경과 보수적인 재고충당금 반영을 제외하면 당사 영업이익 추정치 44억원에 준하는 실적
- 순이익은 환 관련 손익 19억원 반영되어 기대 이상으로 성장 기록
- 내수 매출액 329억원(+7.5%), 수출 매출액 239억원(-1.1%) 기록
- 주요 고객사인 국내 대형 화장품 브랜드 업체 물량 둔화로 내수 매출액 성장률 둔화
- 반면 신규 ODM 고객사 물량이 증가하면서 성장세 유지
- 매출액성장률 둔화와 재고소진 정책(8-9억원), 회계기준 변경(8.4억원), 성과급(47억원)반영으로 영업이익 큰 폭으로 감소
- 기존 재고자산충당금을 2-3억원 반영하였으나, 이번에 보수적으로 반영시켜 8-9억원 추가 반영
- 회계기준 변경은 기존 교환반품 제품에 대한 운반비가 분기에 영업외비용으로 반영되었으나, 이번 회계감사에서 영업비용 반영으로 결정되어 2016년 연간 8.4억원 비용이 4분기에 한꺼번에 잡힘

■ Comment

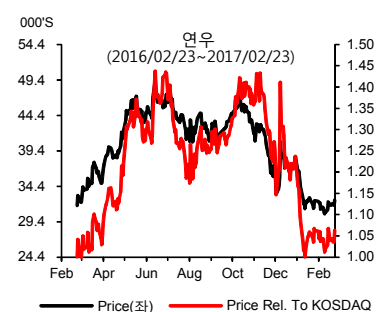
- 최근 국내 화장품 성장 둔화 우려가 높고, 동사도 이번 실적에서 이러한 둔화가 반영되었음
- 동사의 매출 40%가 해외 수출 비중인 점을 고려 시 점진적으로 해외 수출 확대를 통해 성장성은 점진적으로 회복할 것으로 기대
- 그 동안 CAPA 부족으로 대응하지 못했던 수출 오더 물량을 적극적으로 생산 가능할 것으로 전망
- 중장기적으로 해외 업체 중심으로 확장이 기대
- 2018년 중국 공장 가동 시, 중장기 성장성을 한층 더 높여 줄 것으로 기대
- 단기 성장 둔화 아쉬우나, 이미 기업가치는 이러한 부분을 반영하여 하락
- 12개월 FWD 기준 PER 16배로 상장 이후 밴드 최하단에 기록,
- 기업가치는 점진적인 실적회복에 따라 회복 기대, 투자 의견 Buy, 목표주가 4.4만원 유지

| | |
|----------------|---------|
| 목표주가(6M) | 44,000원 |
| 종가(2017/02/23) | 32,400원 |

Stock Indicator

| | |
|------------|----------------|
| 자본금 | 6십억원 |
| 발행주식수 | 1,240만주 |
| 시가총액 | 402십억원 |
| 외국인지분율 | 8.4% |
| 배당금(2015E) | 0원 |
| EPS(2016E) | 1,687원 |
| BPS(2016E) | 14,415원 |
| ROE(2016E) | 12.4% |
| 52주 주가 | 30,500~49,350원 |
| 60일평균거래량 | 57,647주 |
| 60일평균거래대금 | 2.0십억원 |

Price Trend



<표 1> 연우 4Q16 Review

(단위: 십억원, %)

| | 4Q15 | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16(a) | Y-Y | Q-Q | 9-9추정치(b) | 컨센서스 | 차이(a/b) |
|-------|------|------|------|------|---------|-------|-------|-----------|------|---------|
| 매출액 | 54.8 | 54.9 | 63.7 | 59.3 | 56.7 | 3.5 | -4.3 | 58.4 | 61.2 | -2.8 |
| 영업이익 | 6.1 | 6.0 | 10.3 | 5.6 | 3.1 | -49.2 | -44.7 | 4.4 | 5.7 | -30.3 |
| 세전이익 | 6.0 | 6.2 | 10.5 | 4.0 | 5.4 | -9.4 | 35.9 | 4.5 | 6.9 | 22.0 |
| 순이익 | 4.7 | 5.1 | 8.3 | 3.0 | 4.6 | -2.9 | 52.2 | 3.6 | 5.4 | 28.1 |
| 영업이익률 | 11.1 | 10.9 | 16.2 | 9.4 | 5.5 | | | 7.6 | | |
| 세전이익률 | 10.9 | 11.3 | 16.5 | 6.7 | 9.6 | | | 7.6 | | |
| 순이익률 | 8.6 | 9.3 | 13.0 | 5.1 | 8.0 | | | 6.1 | | |

자료: 연우, 하이투자증권

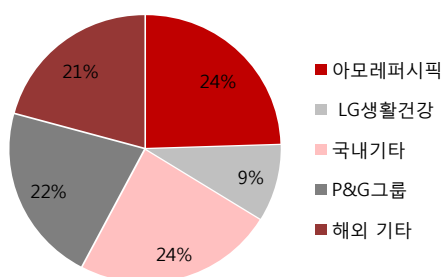
<표 2> 연우 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

| | 1Q15 | 2Q15 | 3Q15 | 4Q15 | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16E | 4Q16 | 1Q17E | 2Q17E | 3Q17E | 4Q17E | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E |
|----------|-------|-------|-------|------|--------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 45.8 | 52.2 | 46.3 | 54.8 | 54.9 | 63.7 | 59.3 | 56.7 | 58.6 | 70.0 | 66.6 | 66.4 | 168.8 | 199.1 | 234.6 | 261.6 |
| growth % | 8.1 | 18.3 | 21.8 | 23.8 | 19.9 | 22.0 | 27.9 | 3.5 | 6.8 | 10.0 | 12.3 | 17.0 | 7.2 | 18.0 | 17.8 | 11.5 |
| 내수 | 26.8 | 27.3 | 20.3 | 30.6 | 32.8 | 36.6 | 33.1 | 32.9 | 35.4 | 40.7 | 37.1 | 39.3 | 86.7 | 105.0 | 135.4 | 152.5 |
| growth % | 35.8 | 27.1 | -1.8 | 23.3 | 22.2 | 34.1 | 63.3 | 7.5 | 8.0 | 11.1 | 12.2 | 19.4 | 27.3 | 21.1 | 29.0 | 12.6 |
| sales % | 58.6 | 52.3 | 43.7 | 55.8 | 59.7 | 57.5 | 55.8 | 58.0 | 60.4 | 58.1 | 55.8 | 59.2 | 51.4 | 52.7 | 57.7 | 58.3 |
| 수출 | 19.0 | 24.9 | 26.1 | 24.2 | 22.1 | 26.5 | 26.6 | 23.9 | 23.2 | 29.4 | 29.4 | 27.1 | 82.1 | 94.1 | 99.1 | 109.1 |
| growth % | -16.1 | 9.9 | 49.7 | 24.5 | 16.6 | 6.4 | 2.0 | -1.1 | 5.0 | 10.8 | 10.7 | 13.5 | -6.1 | 14.7 | 5.3 | 10.1 |
| sales % | 41.4 | 47.7 | 56.3 | 44.2 | 40.3 | 41.6 | 44.9 | 42.1 | 39.6 | 41.9 | 44.2 | 40.8 | 48.6 | 47.3 | 42.2 | 41.7 |
| 영업이익 | 1.7 | 7.7 | 3.4 | 6.1 | 6.0 | 10.3 | 5.6 | 3.1 | 5.8 | 11.2 | 6.8 | 6.1 | 12.1 | 18.9 | 24.9 | 30.1 |
| growth % | -60.1 | 180.3 | 373.1 | 35.8 | 253.7 | 32.9 | 65.2 | -49.1 | -2.1 | 9.6 | 22.9 | 98.6 | 24.4 | 55.3 | 32.0 | 20.8 |
| margin % | 3.7 | 14.8 | 7.3 | 11.1 | 10.9 | 16.1 | 9.4 | 5.5 | 10.0 | 16.1 | 10.3 | 9.3 | 7.2 | 9.5 | 10.6 | 11.5 |
| 세전이익 | 0.5 | 8.2 | 4.4 | 6.0 | 6.2 | 10.5 | 4.0 | 5.4 | 5.8 | 11.3 | 6.9 | 6.2 | 10.9 | 19.1 | 26.2 | 30.1 |
| growth % | -87.5 | 429.9 | 998.3 | 25.1 | 1101.7 | 28.3 | -8.8 | -9.1 | -6.2 | 7.2 | 70.2 | 13.3 | 47.2 | 75.3 | 37.2 | 15.0 |
| margin % | 1.1 | 15.7 | 9.5 | 10.9 | 11.4 | 16.5 | 6.8 | 9.6 | 10.0 | 16.1 | 10.3 | 9.3 | 6.5 | 9.6 | 11.2 | 11.5 |
| 순이익 | 0.5 | 6.5 | 3.5 | 4.7 | 5.1 | 8.3 | 3.0 | 4.6 | 4.7 | 9.0 | 5.5 | 4.9 | 8.7 | 15.3 | 20.9 | 24.1 |
| growth % | -85.4 | 417.7 | 923.8 | 24.1 | 973.1 | 26.4 | -14.8 | -3.8 | -8.2 | 8.7 | 82.4 | 7.7 | 55.1 | 76.3 | 36.9 | 15.0 |
| margin % | 1.0 | 12.5 | 7.6 | 8.7 | 9.3 | 13.0 | 5.1 | 8.0 | 8.0 | 12.8 | 8.2 | 7.4 | 5.1 | 7.7 | 8.9 | 9.2 |

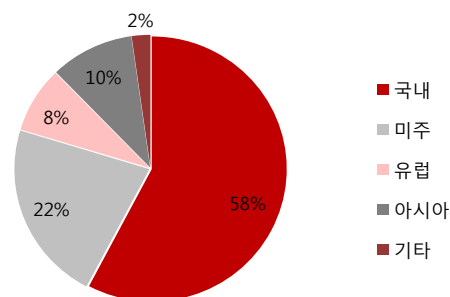
자료: 연우, 하이투자증권

<그림 1> 연우 2016 년 연간 기준 고객사별 매출 비중



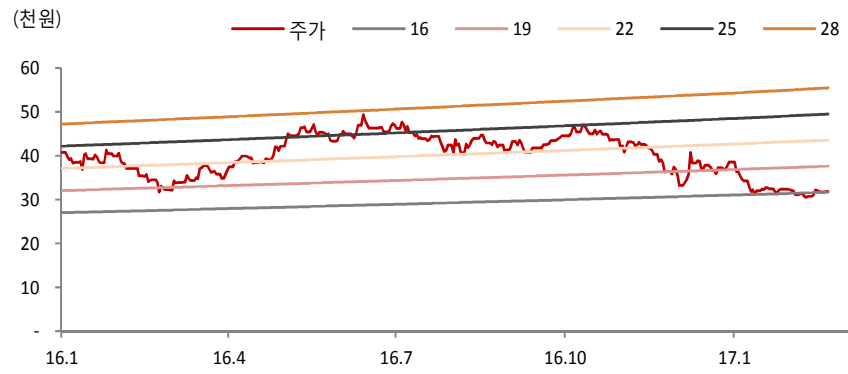
자료: 연우, 하이투자증권

<그림 2> 연우 2016 년 연간 기준 지역별 매출 비중



자료: 연우, 하이투자증권

<그림 3> 연우 P/E 추이(12MF 기준)



자료: DataGuide, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)

| | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 86 | 91 | 112 | 138 |
| 현금 및 현금성자산 | 38 | 34 | 47 | 64 |
| 단기금융자산 | 4 | 5 | 7 | 9 |
| 매출채권 | 31 | 36 | 40 | 44 |
| 재고자산 | 13 | 16 | 18 | 20 |
| 비유동자산 | 126 | 129 | 132 | 134 |
| 유형자산 | 104 | 108 | 111 | 114 |
| 무형자산 | 2 | 2 | 1 | 1 |
| 자산총계 | 212 | 220 | 244 | 272 |
| 유동부채 | 33 | 22 | 23 | 25 |
| 매입채무 | 17 | 19 | 20 | 21 |
| 단기차입금 | - | - | - | - |
| 유동성장기부채 | 13 | - | - | - |
| 비유동부채 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 사채 | - | - | - | - |
| 장기차입금 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 부채총계 | 53 | 42 | 43 | 44 |
| 지배주주지분 | 159 | 179 | 201 | 227 |
| 자본금 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 자본잉여금 | 67 | 67 | 67 | 67 |
| 이익잉여금 | 86 | 107 | 131 | 159 |
| 기타자본항목 | - | - | - | - |
| 비지배주주지분 | - | - | - | - |
| 자본총계 | 159 | 179 | 201 | 227 |

포괄손익계산서

(단위:십억원%)

| | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 199 | 235 | 262 | 289 |
| 증가율(%) | 18.0 | 17.8 | 11.5 | 10.6 |
| 매출원가 | 163 | 189 | 209 | 230 |
| 매출총이익 | 36 | 46 | 52 | 59 |
| 판매비와관리비 | 17 | 21 | 22 | 24 |
| 연구개발비 | 3 | 4 | 4 | 5 |
| 기타영업수익 | - | - | - | - |
| 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 영업이익 | 19 | 25 | 30 | 35 |
| 증가율(%) | 55.3 | 32.0 | 20.8 | 16.3 |
| 영업이익률(%) | 9.5 | 10.6 | 11.5 | 12.1 |
| 이자수익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이자비용 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법이익(손실) | - | - | - | - |
| 기타영업외손익 | 0 | 0 | - | - |
| 세전계속사업이익 | 19 | 23 | 30 | 35 |
| 법인세비용 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 세전계속이익률(%) | 9.6 | 9.9 | 11.5 | 12.1 |
| 당기순이익 | 15 | 21 | 24 | 28 |
| 순이익률(%) | 7.7 | 8.9 | 9.2 | 9.7 |
| 지배주주귀속 순이익 | 15 | 21 | 24 | 28 |
| 기타포괄이익 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| 총포괄이익 | 14 | 19 | 22 | 26 |
| 지배주주귀속총포괄이익 | 1 | 1 | 1 | 1 |

현금흐름표

(단위:십억원)

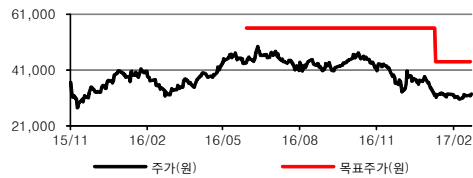
| | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름 | 25 | 33 | 37 | 42 |
| 당기순이익 | 15 | 21 | 24 | 28 |
| 유형자산감가상각비 | 10 | 12 | 12 | 14 |
| 무형자산상각비 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 지분법관련손실(이익) | - | - | - | - |
| 투자활동 현금흐름 | -26 | -16 | -16 | -17 |
| 유형자산의 처분(취득) | -23 | -14 | -14 | -14 |
| 무형자산의 처분(취득) | 0 | - | - | - |
| 금융상품의 증감 | -2 | -1 | -2 | -3 |
| 재무활동 현금흐름 | - | - | - | - |
| 단기금융부채의증감 | -19 | -13 | - | - |
| 장기금융부채의증감 | -8 | - | - | - |
| 자본의증감 | 1 | - | - | - |
| 배당금지급 | 0 | - | - | - |
| 현금및현금성자산의증감 | 31 | -4 | 13 | 17 |
| 기초현금및현금성자산 | 6 | 38 | 34 | 47 |
| 기말현금및현금성자산 | 38 | 34 | 47 | 64 |

주요투자지표

| | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------------------|---------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | |
| EPS | 1,583 | 1,687 | 1,940 | 2,255 |
| BPS | 12,858 | 14,415 | 16,224 | 18,348 |
| CFPS | 2,684 | 2,666 | 2,972 | 3,397 |
| DPS | - | - | - | - |
| Valuation(배) | | | | |
| PER | | 19.2 | 16.7 | 14.4 |
| PBR | | 2.2 | 2.0 | 1.8 |
| PCR | | 12.2 | 10.9 | 9.5 |
| EV/EBITDA | #VALUE! | 10.1 | 8.4 | 6.9 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | |
| ROE | 12.4 | 12.4 | 12.7 | 13.0 |
| EBITDA 이익률 | 14.8 | 15.8 | 16.4 | 17.0 |
| 부채비율 | 33.1 | 23.3 | 21.3 | 19.4 |
| 순부채비율 | -10.7 | -15.2 | -21.1 | -27.3 |
| 매출채권회전율(x) | 6.6 | 7.0 | 6.9 | 6.8 |
| 재고자산회전율(x) | 16.3 | 16.1 | 15.6 | 15.6 |

자료 : 연우, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

| 의견제시일자 | 투자의견 | 목표주가 |
|------------|------|--------|
| 2017-01-11 | Buy | 44,000 |
| 2016-05-30 | Buy | 56,000 |
| 2016-02-12 | NR | |

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 손효주,오대식)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일 부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2016-12-31 기준

| 구분 | 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|------------|--------|--------|----|
| 투자의견 비율(%) | 89.2 % | 10.8 % | - |