

연우(115960.KQ)



화장품/소비재 담당 아선화

Tel. 02)368-6152 / leesunhwa@eugenefn.com

화장품/소비재 RA 정소라

Tel. 02)368-6157 / soraj@eugenefn.com

BUY(유지)

목표주가(12M, 하향)	30,000원
현재주가(10/17)	25,100원

Key Data (기준일: 2018.10.17)

KOSPI(pt)	2,168
KOSDAQ(pt)	739
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	311
52주 최고/최저(원)	36,000 / 22,050
52주 일간 Beta	1.69
발행주식수(천주)	12,398
평균거래량(3M, 천주)	50
평균거래대금(3M, 백만원)	1,281
배당수익률(18F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	13.0
주요주주 지분율(%)	
가중평균 2인	61.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.5	-0.6	-24.7	-8.9
KOSPI 대비상대수익률	5.4	9.2	-6.8	-19.1

Earnings Summary(IFRS 연결 기준)

결산기(12월) (단위: 십억원)	3Q18E			시장 전망치	4Q18E			2017	2018E		2019E	
	예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	yoy (%, %p)	예상치	yoy (%, %p)
매출액	68	-3.6	14.4	68	71	5.2	22.2	229	273	19.2	306	11.9
영업이익	2	-22.2	22.9	4	5	181.7	155.1	9	11	19.1	19	77.8
세전이익	2	-42.3	-15.3	4	6	164.6	흑전	7	13	74.2	20	58.2
순이익	2	-45.3	-30.9	3	5	164.6	흑전	8	11	35.2	16	53.8
OP Margin	2.8	-0.7	0.2	5.2	7.5	4.7	3.9	3.9	3.9	0.0	6.2	2.3
NP Margin	2.5	-1.9	-1.6	4.2	6.3	3.8	6.5	3.4	3.9	0.5	5.3	1.4
EPS(원)	550	-45.3	-30.9	1,214	1,455	164.6	흑전	628	850	35.2	1,307	53.8
BPS(원)	15,524	0.9	2.9	15,621	15,888	2.3	5.6	15,038	15,888	5.6	17,195	8.2
ROE(%)	3.5	-3.0	-1.7	7.8	9.2	5.6	9.3	4.3	5.5	1.2	7.9	2.4
PER(X)	45.7	-	-	20.7	17.3	-	-	47.9	29.5	-	19.2	-
PBR(X)	1.6	-	-	1.6	1.6	-	-	2.0	1.6	-	1.5	-

자료: 연우, 유진투자증권

주: EPS는 annualized 기준

3Q18 Preview: 주 52시간 근무제로 수익성 훼손 불가피

■ 목표주가 34,000원 → 30,000으로 11.8% 하향, 투자 의견 BUY 유지

연우에 대한 목표주가를 기존 34,000원에서 11.8% 하향 조정한 30,000원으로 수정 제시하고, 투자 의견은 현 주가 수준을 고려하여 기존과 같이 BUY를 유지한다. 목표주가 하향은 주 52시간 근무제에 따른 인력 충원 및 내년 최저임금 10.9% 인상을 반영하여 2018년과 2019년의 순이익을 각각 12.6%, 23.8% 하향했기 때문이다. 목표주가는 12개월 Fwd. EPS 1,231원에 Target P/E 24.4배를 적용하여 산출했다.

■ 3Q18 Preview: 매출액 677억원(+14.4%yoy), 영업이익 19억원(+22.9%yoy) 전망

연우의 3분기 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 677억원(+14.4%yoy, -3.6%qoq), 19억원(+22.9%yoy, -22.2%qoq, 영업이익률 2.8%)을 기록할 전망이다. 여름 휴가와 추석 연휴로 인해 3분기 영업일수가 줄어들면서 전분기대비 매출이 소폭 감소했다. 7월 최대 월매출 달성에 비해 다소 아쉬운 매출성장폭이지만, 비수기인 국내 화장품 시장 업황을 고려할 때 양호한 외형 성장을 달성했다. 특히 수출 판로가 확대되면서 향후 안정적인 매출 신장이 기대된다.

그러나 수익성 측면에서는 주 52시간 근무제가 7월 1일자로 시행되면서 생산인력 충원에 따른 이익 훼손이 불가피했다. 생산인력이 연초 대비 150명 가량 증가했는데, 이로 인해 여름휴가 상여와 추석 상여가 작년 23억원에서 올해는 28억원으로 증가했다. 이에 영업이익률이 2.8%를 기록, 전분기대비 수익성이 악화될 전망이다.

■ 글로벌 의류기기 생산 인증 취득으로 제품 믹스 확대

연우는 지난 9월 18일자로 글로벌 의류기기 품질시스템(ISO 13458) 인증을 취득했다. 본격적인 제품화 과정을 거쳐 제약 용기 매출은 6개월 내 발생할 것으로 전망한다. Mordor Intelligence에 따르면 글로벌 제약 용기 시장은 2013-2019년 연평균 8.4% 성장하여 2019년 979조원 규모에 이를 것으로 보인다. 글로벌 시장 선두기업인 Aptar Group의 2017년 제약용기 부문(매출비중 33%) 영업이익률은 29.1%로, 이는 전사 영업이익률 12.7%를 크게 상회하는 수치이다. 참고로 Aptar Group 화장품용기 부문(매출비중 53%)의 영업이익률은 7.1%이다.



도표 1 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억 원, %)	수정 전		수정 후		차이	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	273.5	310.9	273.2	305.6	-0.1	-1.7
영업이익	12.6	25.4	10.7	19.1	-15.0	-24.8
지배주주순이익	12.1	21.3	10.5	16.2	-12.6	-23.8

자료: 유진투자증권

도표 2 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	56.6	55.3	59.2	58.2	64.1	70.2	67.7	71.2	71.1	80.1	72.7	81.7
%yoy	3.2	-12.5	-0.8	2.4	13.2	27.1	14.4	22.2	10.8	14.1	7.5	14.8
내수	37	30	27	34	37	36	35	36	41	41	37	42
수출	20	26	32	25	27	34	33	35	30	39	36	40
영업이익	2.3	3.0	1.5	2.1	1.1	2.4	1.9	5.3	3.8	6.7	2.5	6.0
%yoy	-60.1	-70.2	-72.2	-36.6	-54.6	-19.6	22.9	155.0	260.4	176.4	30.5	13.3
영업이익률	4.1	5.5	2.6	3.6	1.7	3.5	2.8	7.5	5.4	8.4	3.4	7.4
순이익	-0.3	5.7	2.5	-0.1	1.2	3.1	1.7	4.5	3.2	5.6	2.2	5.1
%yoy	적자전환	-30.0	-17.1	적자전환	흑자전환	-45.5	-30.9	흑자전환	163.7	81.1	31.4	14.2
순이익률	-0.6	10.3	4.2	-0.1	1.9	4.4	2.5	6.3	4.5	7.0	3.1	6.3

자료: 연우, 유진투자증권

도표 3 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %yoy, %)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	138	152	157	169	199	235	229	273	306	337
영업이익	17	17	10	12	19	25	9	11	19	22
매출성장률	7.4	10.5	3.6	7.2	18.0	17.8	-2.3	19.2	11.9	10.3
영업이익성장률	10.5	2.4	-43.4	24.5	54.9	31.6	-63.8	19.1	77.8	16.9
영업이익률	12.3	11.4	6.2	7.2	9.5	10.6	3.9	3.9	6.2	6.6

자료: 연우, 유진투자증권



연우(115960.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	236	259	287	316	348
유동자산	91	89	100	129	163
현금성자산	35	29	28	47	73
매출채권	33	36	42	48	52
재고자산	21	23	29	33	36
비유동자산	145	171	187	187	185
투자자산	16	11	12	13	14
유형자산	127	154	169	168	166
기타	2	6	6	6	6
부채총계	57	73	90	103	116
유동부채	34	50	51	64	77
매입채무	17	20	24	27	30
유동상이자부채	8	26	24	33	43
기타	9	4	4	4	4
비유동부채	23	23	39	39	39
비유동이자부채	16	14	29	29	29
기타	7	8	9	10	10
자본총계	179	186	197	213	232
지배지분	179	186	197	213	232
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	67	67	67	67	67
이익잉여금	106	113	124	140	159
기타	0	(0)	(0)	(0)	(0)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	179	186	197	213	232
총차입금	24	40	53	62	72
순차입금	(11)	11	25	15	(1)

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업현금	25	19	18	26	31
당기순이익	21	8	11	16	19
자산상각비	12	14	16	17	16
기타비(현금성손익)	(0)	2	3	0	0
운전자본증감	(14)	(4)	(10)	(7)	(5)
매출채권감소(증가)	(2)	(3)	(6)	(6)	(4)
재고자산감소(증가)	(8)	(1)	(6)	(4)	(3)
매입채무증가(감소)	2	2	4	3	3
기타	(6)	(2)	(2)	0	0
투자현금	(31)	(39)	(33)	(16)	(14)
단기투자자산감소	1	2	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	(0)	1	(0)	(0)	(0)
설비투자	(34)	(46)	(32)	(15)	(13)
유형자산처분	0	4	0	0	0
무형자산처분	(1)	(4)	(1)	(0)	(0)
재무현금	(1)	16	13	9	10
차입금증가	(1)	16	13	9	10
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(7)	(4)	(2)	19	26
기초현금	38	31	26	25	44
기말현금	31	26	25	44	70
Gross Cash flow	44	28	30	33	36
Gross Investment	46	46	43	23	19
Free Cash Flow	(3)	(18)	(13)	10	16

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	235	229	273	306	337
증가율(%)	17.8	(2.2)	19.2	11.9	10.3
매출원가	189	199	239	260	286
매출총이익	46	31	35	45	51
판매 및 일반본보비	21	22	24	26	28
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	25	9	11	19	22
증가율(%)	32.0	(63.8)	19.1	77.8	16.9
EBITDA	37	23	27	36	39
증가율(%)	24.8	(38.4)	18.4	33.1	8.5
영업외손익	1	(2)	2	1	1
이자수익	0	0	0	1	1
이자비용	0	1	1	1	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	1	(1)	3	2	2
세전순이익	26	7	13	20	23
증가율(%)	37.2	(71.9)	74.2	58.2	15.5
법인세비용	5	(0)	2	4	5
당기순이익	21	8	11	16	19
증가율(%)	36.9	(62.8)	35.2	53.8	15.5
지배주주지분	21	8	11	16	19
증가율(%)	36.9	(62.8)	35.2	53.8	15.5
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	1,687	628	850	1,307	1,510
증가율(%)	30.2	(62.8)	35.2	53.8	15.5
수정EPS(원)	1,687	628	850	1,307	1,510
증가율(%)	30.2	(62.8)	35.2	53.8	15.5

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,687	628	850	1,307	1,510
BPS	14,451	15,038	15,888	17,195	18,705
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	22.8	47.9	29.5	19.2	16.6
PBR	2.7	2.0	1.6	1.5	1.3
EV/ EBITDA	12.7	17.0	12.5	9.1	8.0
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	11.0	13.5	10.4	9.4	8.8
수익성(%)					
영업이익률	10.6	3.9	3.9	6.2	6.6
EBITDA이익률	15.7	9.9	9.8	11.7	11.5
순이익률	8.9	3.4	3.9	5.3	5.6
ROE	12.4	4.3	5.5	7.9	8.4
ROIC	12.9	3.6	4.2	6.8	7.8
인정성(배,%)					
순차입금/자본지분	(6.1)	5.9	12.8	7.1	(0.4)
유동비율	271.6	177.7	193.8	202.1	213.0
이자보상배율	57.8	15.5	10.7	14.8	15.1
활동성(회)					
총자산회전율	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
매출채권회전율	7.4	6.7	7.1	6.8	6.7
재고자산회전율	13.8	10.6	10.6	9.8	9.7
매입채무회전율	14.3	12.3	12.6	12.1	11.9



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	90%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	10%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2018.9.30 기준)

