

연우 (115960)

기업탐방 | 유통/화장품

Buy(maintain)

Analyst **오린아** _ 02 3779 0053 _ lina.oh@ebestsec.co.kr



연우, 레벨 UP!



01 point

올해 3분기부터 연우는 **투자 회수 구간** 진입.
물류 자동화 시스템 가동에 따른 **수익성 개선** 본격화.

02 point

매출 **포트폴리오 다변화** 성공.
THAAD 이슈 이후 **수출 중심의 매출 재편**을 통해
특정 지역 및 고객사의 수요 감소에도 안정적인 매출을
확보할 수 있게 되어 긍정적.

Q&A

Q. 올해 3분기 영업 상황은 어떠한가?

A. 수출 부문이 호조. 7월 매출액은 약 250억원 수준으로 추정되며, 7월의 경우 물류 자동화 시스템 가동에 따른 수익성 개선이 나타나는 상황. 다만 8~9월 추석 상여 지급으로 3Q18 영업이익률은 3.0% 수준을 예상.

Q. 최저임금 인상과 주 52시간 근무에 따른 비용 증가 가능성은?

A. 올해 7월부터 주 52시간 근무가 시작되었으며, 7월은 인력이 약 50여명 증가했음에도 불구하고 물류 자동화 설비 가동 및 생산 레이아웃 변경 등이 효과를 보였음.

01 point

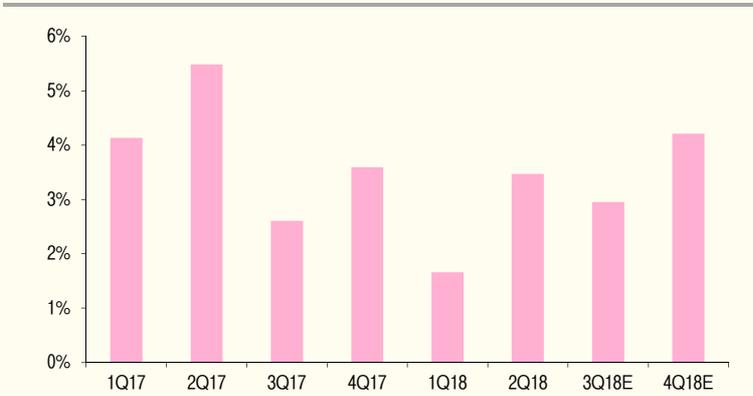
수익성 개선 본격 시동!

연우의 K-IFRS 연결기준 3Q18 매출액은 전년동기대비 12.9% 증가한 668억원, 영업이익은 전년동기대비 27.8% 증가한 19.7억원을 기록할 것으로 예상된다. 올해 3분기부터는 동사의 투자 회수 구간 진입으로 수익성 개선이 기대되는데, 물류 자동화 시스템 가동이 본격적으로 시작됨에 따라 효율 증대 효과가 나타나고 있는 것으로 추정된다. 다만 8~9월 추석 상여 지급으로 인해 올해 3분기 영업이익률은 YoY +0.4%p 개선된 3.0% 수준을 예상한다. 향후 효율 증대 효과는 꾸준히 이어질 것으로 전망해, 올해 최저임금 인상과 주 52시간 근무에 따른 하반기 인건비 증가 부담을 상쇄할 수 있을 것으로 판단한다.

제약 용기 공급 예정 → 수익성 레벨업 전망

연우는 향후 글로벌 제약사에 용기 납품을 예정하고 있으며, 이를 통해 수익성은 더욱 레벨업 될 전망이다. 의약품 용기는 제품 특성 상 내용물의 변질을 막는 기능과 토출되는 양의 조절 가능 여부 등이 중요하는데, 동사의 펌프와 튜브를 결합시킨 용기 등이 이에 적합한 특징을 지니고 있다. 글로벌 Peer인 AptarGroup의 경우, 2017년 기준 제약 용기 매출 비중은 32.6%이었으나, 높은 수익성으로 인해 영업이익 비중은 64%에 달했다. 연우 또한 향후 의약품 용기 매출의 발생을 통해 수익성 제고가 가능할 것으로 전망한다.

연우 영업이익률 추이 및 전망 → THAAD 이전 수준을 향해 회복 중



자료: 연우, 이베스트투자증권 리서치센터

Buy (maintain)

| | |
|----------------|-----------|
| 목표주가 | 33,000 원 |
| 현재주가 | 23,300 원 |
| 시가총액 | 2,889 억원 |
| KOSDAQ (10/19) | 740.48 pt |

컨센서스 대비

| 상회 | 부합 | 하회 |
|----|----|----|
| | ● | |

Stock Data

| | |
|-------------|----------|
| 90일 일평균거래대금 | 13.14 억원 |
| 외국인 지분율 | 12.9% |
| 절대수익률 (YTD) | -22.6% |
| 상대수익률 (YTD) | -15.3% |
| 배당수익률 (18E) | 0.0% |

재무데이터

| (십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
|---------|------|------|-------|-------|
| 매출액 | 235 | 229 | 272 | 311 |
| 영업이익 | 25 | 9 | 9 | 19 |
| 순이익 | 21 | 8 | 10 | 16 |
| ROE (%) | 12.4 | 4.3 | 5.0 | 7.8 |
| PER (x) | 22.8 | 47.9 | 30.1 | 18.1 |
| PBR (x) | 2.7 | 2.0 | 1.5 | 1.4 |

Stock Price





02 point

수출 호조 지속 → 매출 다변화 작업 성공적

연우는 중국 THAAD 이슈 이후로 내수 위주의 매출 구조를 수출 중심으로 다변화 하는데에 성공했다. 올해 2분기 연우는 역대 최대 수준의 매출액(K-IFRS 연결 기준 702억원, YoY +27.1%)을 기록했는데, 이 중 수출 부문의 증가세가 돋보였다. 올해 2분기 수출 금액은 미주 YoY +19%, 유럽 YoY +49%, 일본 YoY +78.0%, 중국 YoY +110% 증가했다.

올해 3분기도 수출 부문 호조가 이어지고 있는 중이다. 미주, 유럽, 일본, 중국, 동남아 등 전지역에서 고루 성장이 나타나고 있으며, 상대적으로 마진이 양호한 미주와 동남아의 매출 호조는 수익성에 긍정적이라고 판단한다. 9월 추석 연휴로 영업일수가 줄어드는 영향은 있으나 수주 확대는 꾸준히 이어지고 있어 올해 하반기 매출 신장세는 이어질 것으로 전망한다.

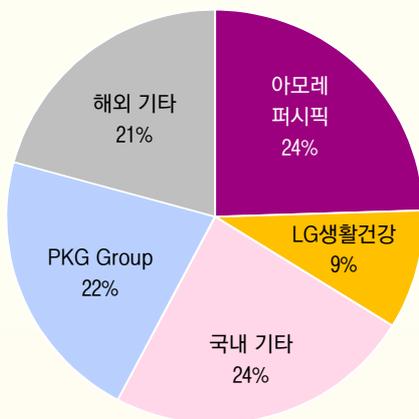
수출 중심의 매출 재편을 통해 특정 지역 및 고객사의 수요 감소에도 안정적인 매출을 확보할 수 있다는 점이 긍정적이다. 국내 대규모 투자 마무리와 함께 수익성 개선이 본격 가시화 되고 있다.

중국 공장 가동 → 2019년 모멘텀

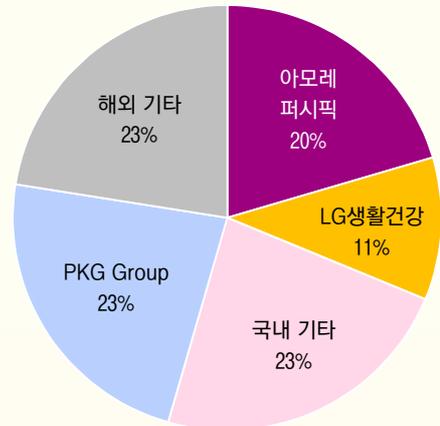
중국 화장품 시장의 럭셔리 화장품 매출 호조에 따라 용기 또한 제품에 걸맞은 프리미엄화가 진행되고 있다. 이에 동사의 용기 또한 중국에서 수요가 증가하고 있는데, 이는 수출액으로 미루어볼 때도 추정 가능하다. 2018년 연우의 중국향 수출 금액은 1분기 8억, 2분기 17억으로 크게 증가했으며 7~8월은 이미 2분기 금액을 넘어선 것으로 추정된다. 이처럼 빠르게 증가하는 중국 수요는 2019년 1분기부터 가동 예정인 중국 현지 공장에서 담당할 예정이다. 초기 Design Capa는 300억으로 시작하며, 소비력이 강한 상해 근방의 후저우라는 입지는 향후 중국 사업에 유리한 부분으로 판단한다.

연우 고객사별 매출 비중 변화

[2016년 연결 기준]



[2018년 반기말 기준]



자료: 연우, 이베스트투자증권 리서치센터

Q&A

Q1. 올해 3분기 영업 상황은 어떠한가?

A1. 올해 2분기와 마찬가지로 수출 부문이 호조를 보이고 있음. 7월 매출액은 약 250억원 수준으로 추정되며, 수익성 개선이 눈에 띄게 보였던 상황. 다만 8월 및 9월 명절 상여금 지급으로 인해 올해 3분기 영업이익률은 YoY +0.4%p, QoQ -0.5%p인 3.0% 수준을 예상(이베스트투자증권 추정치)

Q2. 지역별로 수출은 어떠한가?

A2. 전 지역 고루 성장하고 있음. 수익성에 유리한 미주와 동남아의 성장이 고무적이고, 중국 수출도 꾸준히 성장하고 있어 중국 현지에서의 당사 용기 수요를 방증하고 있는 모습이라고 판단함

Q3. 최저임금 인상과 주 52시간 근무에 따른 비용 증가 가능성은?

A3. 올해 7월부터 당사도 주 52시간 근무가 시작되었으며, 이론적으로는 인건비가 약 5% 상승하는 것으로 예상했었음. 실제로 7월에 인력이 약 50여명 증가했음에도 불구하고 물류 자동화 설비 가동 및 생산 레이아웃 변경 등이 효과를 보임에 따라 7월 수익성은 개선되었음. 이러한 부분이 올해 하반기 수익성 제고에 대한 기대감을 높여주고 있음

Q4. 수주를 기반으로 추정했을 때, 올해 4분기 영업은 어떠한 것으로 보이는지?

A4. 통상 4분기는 성수기고, 올해 들어 외형 성장은 사이클이 회복된 것으로 판단해 양호하게 성장할 것으로 보임. 더불어 7월부터 가동된 물류 자동화 시스템의 성과로 수익성 또한 제고되어 고무적

Q5. 중국 공장 진행 상황은?

A5. 2019년 1분기 중 가동을 목표로 하고 있으며 Design Capa 300억원으로 시작할 예정. 현재 중국 수출로 나가는 고객사들은 온라인 브랜드가 많은데, 중국 현지 공장 운영에 따라 로컬 대형 화장품 업체의 주문도 받을 수 있을 것으로 전망

Q6. 글로벌 제약사 용기 공급 계획은?

A6. ISO13485(의료기기 품질 시스템) 인증은 완료되었고, 2019년 상반기 중 제약 용기 첫 수출 달성을 목표로 진행 중. ISO 13485 인증은 유럽을 중심으로 한 글로벌 의료기기 시장에 제품을 공급하기 위한 필수 요구사항 중 하나로, 2016년 글로벌 잠재 고객사로부터 관련 인증 취득을 제안 받은 후 1년여간 준비 끝에 취득을 완료함. 의약품 용기는 주문 볼륨이 크고 마진이 좋기 때문에 향후 당사의 수익성에 도움이 될 것으로 판단함

업그레이드 된 연우 살펴보기

생산 능력 및 효율성 증대

기존에는 생산 공장 총 5개가 각각 따로 존재해 완제품을 만들기까지 공정의 흐름이 복잡하고 비효율적이었으나, 신규 생산공장 구축과 설비 레이아웃 변경으로 Loss 타임 절약 가능해짐.



연우 제조 라인

기존 생산공장 별로 완제품 물류 창고가 있던 것을 한데 모아 자동화 →물류의 입/출입과 저장을 완전 자동화해 추가 생산 능력 확보 및 효율성 증대 가능케 됨.



연우 물류 자동화 시스템

연우의 펌프, 튜브, 건본류까지 제품을 총 망라한 쇼룸 둘러보기.



연우 제품 쇼룸



연우 (115960)

재무상태표

| (십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 유동자산 | 91 | 89 | 74 | 80 | 76 |
| 현금 및 현금성자산 | 31 | 26 | 2 | 12 | 1 |
| 매출채권 및 기타채권 | 33 | 36 | 40 | 32 | 42 |
| 재고자산 | 21 | 23 | 27 | 31 | 28 |
| 기타유동자산 | 7 | 4 | 5 | 5 | 5 |
| 비유동자산 | 145 | 171 | 200 | 214 | 245 |
| 관계기업투자등 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산 | 127 | 154 | 181 | 193 | 222 |
| 무형자산 | 2 | 6 | 7 | 9 | 10 |
| 자산총계 | 236 | 259 | 274 | 294 | 321 |
| 유동부채 | 34 | 50 | 54 | 58 | 62 |
| 매입채무 및 기타채무 | 17 | 20 | 24 | 27 | 31 |
| 단기금융부채 | 8 | 26 | 26 | 26 | 26 |
| 기타유동부채 | 9 | 4 | 5 | 5 | 5 |
| 비유동부채 | 23 | 23 | 24 | 24 | 25 |
| 장기금융부채 | 16 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 기타비유동부채 | 7 | 8 | 9 | 10 | 10 |
| 부채총계 | 57 | 73 | 78 | 82 | 87 |
| 지배주주지분 | 179 | 186 | 196 | 212 | 234 |
| 자본금 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 자본잉여금 | 67 | 67 | 67 | 67 | 67 |
| 이익잉여금 | 106 | 113 | 123 | 139 | 161 |
| 비지배주주지분(연결) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 179 | 186 | 196 | 212 | 234 |

현금흐름표

| (십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 영업활동 현금흐름 | 25 | 19 | 22 | 42 | 41 |
| 당기순이익(손실) | 21 | 8 | 10 | 16 | 23 |
| 비현금수익비용가감 | 23 | 20 | 19 | 19 | 21 |
| 유형자산감가상각비 | 11 | 13 | 16 | 18 | 20 |
| 무형자산상각비 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 기타현금수익비용 | 0 | 2 | 2 | 0 | 0 |
| 영업활동 자산부채변동 | -14 | -4 | -6 | 7 | -3 |
| 매출채권 감소(증가) | -2 | -3 | -4 | 8 | -10 |
| 재고자산 감소(증가) | -8 | -1 | -5 | -4 | 3 |
| 매입채무 증가(감소) | 2 | 2 | 4 | 4 | 4 |
| 기타자산, 부채변동 | -6 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 투자활동 현금 | -31 | -39 | -46 | -33 | -52 |
| 유형자산처분(취득) | -34 | -42 | -44 | -30 | -49 |
| 무형자산 감소(증가) | -1 | -4 | -2 | -2 | -2 |
| 투자자산 감소(증가) | 1 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 기타투자활동 | 2 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 재무활동 현금 | -1 | 16 | 0 | 0 | 0 |
| 차입금의 증가(감소) | -1 | 16 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타재무활동 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의 증가 | -7 | -4 | -24 | 9 | -11 |
| 기초현금 | 38 | 31 | 26 | 2 | 12 |
| 기말현금 | 31 | 26 | 2 | 12 | 1 |

자료: 연우, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

| (십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 매출액 | 235 | 229 | 272 | 311 | 353 |
| 매출원가 | 189 | 199 | 237 | 263 | 292 |
| 매출총이익 | 46 | 31 | 35 | 48 | 60 |
| 판매비 및 관리비 | 21 | 22 | 26 | 29 | 33 |
| 영업이익 | 25 | 9 | 9 | 19 | 27 |
| (EBITDA) | 37 | 23 | 26 | 37 | 48 |
| 금융손익 | 1 | -3 | 0 | -1 | -1 |
| 이자비용 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 관계기업등 투자손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타영업외손익 | 0 | 1 | 3 | 1 | 2 |
| 세전계속사업이익 | 26 | 7 | 12 | 20 | 28 |
| 계속사업법인세비용 | 5 | 0 | 2 | 3 | 5 |
| 계속사업이익 | 21 | 8 | 10 | 16 | 23 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 21 | 8 | 10 | 16 | 23 |
| 지배주주 | 21 | 8 | 10 | 16 | 23 |
| 총포괄이익 | 21 | 8 | 10 | 16 | 23 |
| 매출총이익률 (%) | 19.4 | 13.3 | 12.8 | 15.4 | 17.1 |
| 영업이익률 (%) | 10.6 | 3.9 | 3.4 | 6.0 | 7.7 |
| EBITDA마진률 (%) | 15.7 | 9.9 | 9.6 | 12.0 | 13.7 |
| 당기순이익률 (%) | 8.9 | 3.4 | 3.6 | 5.2 | 6.5 |
| ROA (%) | 9.3 | 3.1 | 3.6 | 5.6 | 7.3 |
| ROE (%) | 12.4 | 4.3 | 5.0 | 7.8 | 10.1 |
| ROIC (%) | 12.9 | 3.6 | 3.7 | 6.6 | 8.7 |

주요 투자지표

| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 투자지표 (x) | | | | | |
| P/E | 22.8 | 47.9 | 30.1 | 18.1 | 12.8 |
| P/B | 2.7 | 2.0 | 1.5 | 1.4 | 1.2 |
| EV/EBITDA | 12.7 | 17.0 | 12.4 | 8.4 | 6.7 |
| P/CF | 11.0 | 13.5 | 10.1 | 8.2 | 6.6 |
| 배당수익률 (%) | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 17.8 | -2.2 | 18.5 | 14.4 | 13.4 |
| 영업이익 | 32.0 | -63.8 | 3.2 | 100.4 | 46.0 |
| 세전이익 | 37.2 | -71.9 | 57.1 | 69.1 | 44.0 |
| 당기순이익 | 36.9 | -62.8 | 25.7 | 64.3 | 41.5 |
| EPS | 30.2 | -62.8 | 23.0 | 66.3 | 41.5 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 부채비율 | 31.8 | 39.0 | 39.8 | 38.8 | 37.0 |
| 유동비율 | 271.6 | 177.7 | 136.7 | 138.0 | 123.1 |
| 순차입금/자기자본(x) | -6.1 | 5.9 | 17.8 | 11.9 | 15.4 |
| 영업이익/금융비용(x) | 57.8 | 15.5 | 12.0 | 24.1 | 35.2 |
| 총차입금 (십억원) | 24 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 순차입금 (십억원) | -11 | 11 | 35 | 25 | 36 |
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 1,687 | 628 | 773 | 1,285 | 1,819 |
| BPS | 14,451 | 15,038 | 15,807 | 17,092 | 18,911 |
| CFPS | 3,517 | 2,236 | 2,302 | 2,833 | 3,552 |
| DPS | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |



| 연우 목표주가 추이 | | 투자 의견 변동내역 | | | | | | | | | | | | |
|------------|--|------------|-------|--------|--------|-------|-------|----|-------|-------|--------|-------|-------|--|
| | | 일시 | 투자 의견 | 목표 가격 | 과리율(%) | | | 일시 | 투자 의견 | 목표 가격 | 과리율(%) | | | |
| | | | | | 최고 대비 | 최저 대비 | 평균 대비 | | | | 최고 대비 | 최저 대비 | 평균 대비 | |
| | | 2016.02.29 | 변경 | 오린아 | | | | | | | | | | |
| | | 2016.05.17 | Buy | 58,000 | -27.9 | | -36.6 | | | | | | | |
| | | 2017.01.13 | Buy | 50,000 | -27.9 | | -38.4 | | | | | | | |
| | | 2017.08.14 | Buy | 34,000 | 3.5 | | -13.4 | | | | | | | |
| | | 2018.02.06 | Buy | 40,000 | -12.4 | | -28.8 | | | | | | | |
| | | 2018.08.16 | Buy | 33,000 | | | | | | | | | | |

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 오린아)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

| 구분 | 투자등급 guide line (투자기간 6~12개월) | 투자등급 | 적용기준 (향후 12개월) | 투자 의견 비율 | 비고 |
|------------------------|----------------------------------|---|--|--------------------------------|---|
| Sector (업종) | 시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계 | Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소) | | | |
| Company (기업) | 절대수익률 기준 투자등급 3단계 | Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계 | +20% 이상 기대 -20% ~ +20% 기대 -20% 이하 기대 | 94.4% 5.6% 100.0% | 2015년 2월 2일부터 당사 투자등급이 기존 4단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경 투자 의견 비율은 2017.10. 1 ~ 2018. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신) |