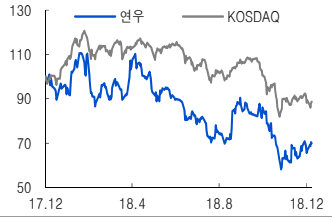
연우 (115960)

2019년이 기대되는 두 가지 이유

투자의견	**Not Rated**
목표주가(12M,유지)	**–**
현재주가(18/12/13)	22,250원
상승여력	–

영업이익(18F,억원)	98
Consensus 영업이익(18F,억원)	94
EPS 성장률(18F,%)	17.4
MKT EPS 성장률(18F,%)	9.6
P/E(18F,x)	30.2
MKT P/E(18F,x)	8.4
KOSDAQ	681.78
시가총액(억원)	2,759
발행주식수(백만주)	12
유동주식비율(%)	37.5
외국인 보유비중(%)	13.3
베타(12M) 일간수익률	1.08
52주 최저가(원)	18,500
52주 최고가(원)	35,200

주가상승률(%)	**1개월**	**6개월**	**12개월**
절대주가	12.9	-22.1	-29.6
상대주가	11.1	0.0	-20.2



견조한 매출성장에도 불구, 수익성 악화 시달린 2018년

연우의 3분기 실적은 매출액 681억원(YoY +15.2%), 영업이익 16억원(YoY +5.4%)을 기록했다. 내수 매출은 314억원(YoY +15.4%), 해외수출은 367억원(YoY +15.1%)을 기록했다.

올해 내수와 수출의 견조한 매출 성장에도 불구하고, 수익성이 악화된 이유는 1) 늘어난 수주로 인한 외주가공비의 증가와 2) 물류자동화 시스템 가동지연에 따른 고정비 부담으로 인한 매출 원가율의 상승 3) 주 52시간 및 최저시급에 따른 인건비의 증가가 주된 원인이었다.

3분기부터 물류자동화 시스템이 본격적으로 가동되어 생산성의 제고가 이루어졌음에도 수익성의 개선이 이루어지지 못했다. 이는 여름 휴가 및 추석 정기 상여금이 인건비의 부담으로 작용한 것으로 판단된다. 3분기 상여금을 제거하고 본다면 영업이익률은 6.39%로 1분기 2.87%, 2분기 3.47% 대비 개선된 흐름을 나타내고 있다.

중국공장의 본격적 가동과 제약용기는 2019년의 성장 동력

연우의 중국 후저우 공장(초기 200억원 Capa, Full Capa 300억원)은 내년 1분기부터 본격적으로 가동될 전망이다. 중국 현지 로컬 브랜드의 고급 화장품 시장 진입이 빠르게 진행되고 있으며 이에 따라 독보적인 기술력을 보유한 동사에 대한 수요는 급증할 전망이다. 기존 거래중인 국내 ODM업체의 중국향 물량 일부도 중국 공장에서 생산될 예정이다.

연우는 지난 10월 클린룸에 대한 ISO 13485인증(ISO 13485인증, 국제적으로 인정되는 의료기기 산업에 특화된 품질경영시스템의 표준)**을 취득하여 제약용기 생산이 가능해졌다.** 글로벌 제약사와 용기 공급을 위한 계약을 진행 중이며 2019년 2분기 중 첫 발주가 기대된다. 제약용기는 화장품용기 대비 공정이 단순하며 마진율이 높아 제약용기 생산이 본격화 될 경우 동사의 직접적인 수익성 개선이 예상된다.

2019년 예상실적

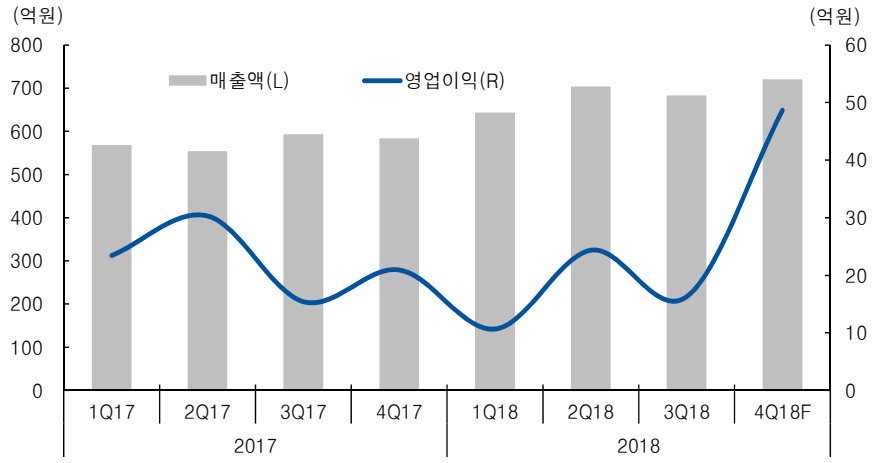
연우의 2018년 온기 실적은 매출액 2,744억원(YoY +19.7%), 영업이익 98억원(YoY +8.9%)을 예상하며, 2019년 매출액 3,074억원(YoY + 12.0%) 영업이익 172억원(YoY + 75.6%)을 예상한다. 1)펌프용 용기의 지속적인 시장 수요가 예상되며, 마진율이 높은 수출 비중이 증가하는 추세라는 점 2)중국 시장 진출이 본격화 되고 있다는 점 3)제약용기 분야 진출을 통한 신성장동력을 확보했다는 점에서 2019년 우호적인 주가흐름이 예상된다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액 (억원)	0	0	2,346	2,293	2,743	3,074
영업이익 (억원)	0	0	249	90	98	173
영업이익률 (%)	-	-	10.6	3.9	3.6	5.6
순이익 (억원)	0	0	209	78	91	161
EPS (원)	0	0	1,687	628	738	1,300
ROE (%)	0.0	0.0	11.7	4.3	4.8	7.9
P/E (배)	-	-	22.8	47.9	30.2	17.1
P/B (배)	-	-	2.7	2.0	1.4	1.3
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 연우, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

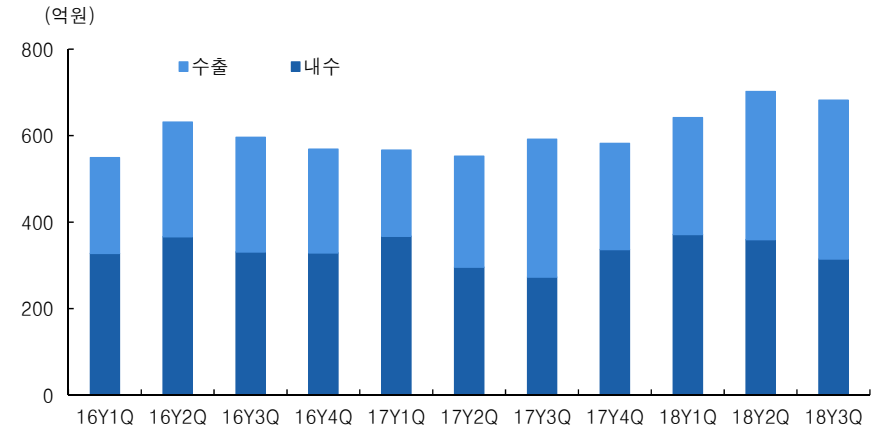
[글로벌주식컨설팅팀]
노승은
02-3774-1496
seungeun.roh@miraeasset.com

그림 1. 연우 실적추이 및 전망



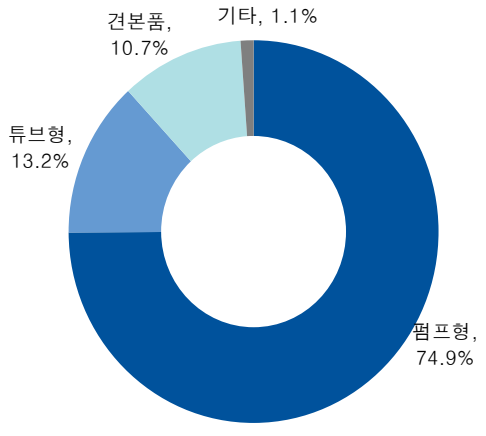
자료: 연우, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 2. 연우 매출 비중



자료: 연우, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 3. 연우 제품별 매출 비중 (3Q18 누적)



자료: 연우, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 4. 연우 제품 사진

자료: 연우, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

연우 (115960)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액	**2,346**	**2,293**	**2,743**	**3,074**
매출원가	**1,890**	**1,987**	**2,392**	**2,643**
매출총이익	**456**	**306**	**351**	**431**
판매비와관리비	**207**	**215**	**253**	**258**
조정영업이익	**249**	**90**	**98**	**173**
영업이익	**249**	**90**	**98**	**173**
비영업손익	**13**	**-16**	**-2**	**-1**
금융손익	0	-4	-2	-2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	262	74	96	172
계속사업법인세비용	53	-4	5	11
계속사업이익	209	78	91	161
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**209**	**78**	**91**	**161**
지배주주	209	78	91	161
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**197**	**73**	**91**	**161**
지배주주	197	73	91	161
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	368	227	235	310
FCF	-90	-261	176	278
EBITDA 마진율 (%)	15.7	9.9	8.6	10.1
영업이익률 (%)	10.6	3.9	3.6	5.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.9	3.4	3.3	5.2

예상 재무상태표 (요약)

(억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
유동자산	**914**	**885**	**1,176**	**1,520**
현금 및 현금성자산	308	263	432	706
매출채권 및 기타채권	328	356	426	477
재고자산	206	225	270	283
기타유동자산	72	41	48	54
비유동자산	**1,447**	**1,706**	**1,571**	**1,435**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1,272	1,537	1,406	1,275
무형자산	18	59	54	48
자산총계	**2,361**	**2,591**	**2,747**	**2,955**
유동부채	**337**	**498**	**546**	**581**
매입채무 및 기타채무	175	200	239	267
단기금융부채	77	256	0	0
기타유동부채	85	42	307	314
비유동부채	**233**	**229**	**245**	**257**
장기금융부채	164	145	0	0
기타비유동부채	69	84	245	257
부채총계	**570**	**727**	**791**	**838**
지배주주지분	**1,792**	**1,864**	**1,956**	**2,117**
자본금	62	62	62	62
자본잉여금	670	670	670	670
이익잉여금	1,059	1,135	1,226	1,387
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**1,792**	**1,864**	**1,956**	**2,117**

예상 현금흐름표 (요약)

(억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	**248**	**194**	**176**	**278**
당기순이익	209	78	91	161
비현금수익비용가감	227	199	144	149
유형자산감가상각비	114	131	131	131
무형자산상각비	5	5	5	5
기타	108	63	8	13
영업활동으로인한자산및부채의변동	-144	-43	-53	-20
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-22	-32	-67	-49
재고자산 감소(증가)	-80	-13	-44	-13
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	21	25	22	16
법인세납부	-42	-37	-5	-11
투자활동으로 인한 현금흐름	**-313**	**-390**	**-7**	**-5**
유형자산처분(취득)	-336	-416	0	0
무형자산감소(증가)	-7	-39	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-63	31	-6	-5
기타투자활동	93	34	-1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-6**	**162**	**0**	**0**
장단기금융부채의 증가(감소)	-	-	-	-
자본의 증가(감소)	732	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-	-	-	-
현금의 증가	**-70**	**-45**	**169**	**273**
기초현금	379	308	263	432
기말현금	308	263	432	706

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17	12/18F	12/19F
P/E (x)	22.8	47.9	30.2	17.1
P/CF (x)	11.0	13.5	11.7	8.9
P/B (x)	2.7	2.0	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	12.7	17.0	11.5	7.8
EPS (원)	1,687	628	738	1,300
CFPS (원)	3,517	2,236	1,900	2,505
BPS (원)	14,451	15,038	15,776	17,076
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-	-2.3	19.6	12.1
EBITDA증가율 (%)	-	-38.3	3.5	31.9
조정영업이익증가율 (%)	-	-63.9	8.9	76.5
EPS증가율 (%)	-	-62.8	17.5	76.2
매출채권 회전율 (회)	7.5	7.0	7.3	7.1
재고자산 회전율 (회)	11.4	10.6	11.1	11.1
매입채무 회전율 (회)	20.5	19.6	19.7	18.9
ROA (%)	8.9	3.1	3.4	5.7
ROE (%)	11.7	4.3	4.8	7.9
ROIC (%)	11.5	5.0	4.6	8.4
부채비율 (%)	31.8	39.0	40.4	39.6
유동비율 (%)	271.6	177.7	215.5	261.8
순차입금/자기자본 (%)	-6.1	5.9	-3.3	-16.1
조정영업이익/금융비용 (x)	57.8	15.5	24.5	43.3

자료: 연우, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀