



화장품/소비재 담당 이선휘

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

화장품/소비재 RA 정소라

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

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	25,000원
현재주가(12/26)	22,300원

Key Data	(기준일: 2018.12.26)
KOSPI(pt)	2,028
KOSDAQ(pt)	666
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	276
52주 최고/최저(원)	36,000 / 18,300
52주 일간 Beta	1.57
발행주식수(천주)	12,398
평균거래량(3M, 천주)	61
평균거래대금(3M, 백만원)	1,352
배당수익률(18F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	13.3
주요주주 지분율(%)	
기준외 2인	61.4

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.3	-15.5	-13.6	-26.6
KOSPI 대비상대수익률	13.6	4.1	6.4	-14.0

Earnings Summary(IFRS 연결 기준)

결산기(12월) (단위: 십억원)	4Q18E			시장 전망치	1Q19E			2017	2018E		2019E	
	예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	yoy (%, %p)	예상치	yoy (%, %p)
매출액	71	3.6	21.3	71	71	1.1	11.4	229	273	19.1	305	11.5
영업이익	4	121.5	72.2	4	2	-38.5	108.0	9	9	-3.1	16	82.8
세전이익	4	85.2	흑전	4	2	-41.5	63.2	7	11	47.5	17	55.2
순이익	3	84.9	흑전	4	2	-41.5	55.6	8	9	18.8	14	54.6
OP Margin	5.1	2.7	1.5	6.0	3.1	-2.0	1.4	3.9	3.2	-0.7	5.2	2.0
NP Margin	4.5	2.0	4.7	5.9	2.6	-1.9	0.7	3.4	3.4	0.0	4.7	1.3
EPS(원)	1,033	84.9	흑전	839	604	-41.5	55.6	628	746	18.8	1,153	54.6
BPS(원)	15,760	1.7	4.8	15,841	15,811	0.3	4.4	15,038	15,760	4.8	16,814	6.7
ROE(%)	6.6	2.9	6.7	5.3	3.8	-2.7	1.3	4.3	4.8	0.6	7.1	2.2
PER(X)	21.6	-	-	26.6	36.9	-	-	47.9	29.9	-	19.3	-
PBR(X)	1.4	-	-	1.4	1.4	-	-	2.0	1.4	-	1.3	-

자료: 연우, 유진투자증권

주: EPS는 annualized 기준

4Q18 Preview: 새출발을 위한 마지막 담금질

■ 4Q18 Preview: 매출액 706억원(+21.3%yoy), 영업이익 36억원(+72.2%yoy) 전망

연우의 4분기 연결기준 예상 매출액과 영업이익은 각각 706억원(+21.3%yoy, +3.6%qoq), 36억원(+72.2%yoy, +121.5%qoq, 영업이익률 5.1%)이다. 국내 고객사들의 재고 확충에 따른 수주 증가와 함께 수출 부문에서 매출이 꾸준히 유지됨에 따라 안정적인 외형성장이 기대된다. 영업일수 또한 지난해와 달리 추석 연휴가 3분기에 발생함으로써 Capa 증설 효과와 함께 사상최대 분기매출 달성이 가능할 전망이다.

영업이익률 또한 연중 최고 마진인 5.1%를 기록할 것으로 예상된다. 수익성 부진의 주요 원인 이었던 외주가공비 비중이 지속적으로 감소하고 있는 것으로 파악됐다(1분기 50.6% → 2분기 52.0% → 3분기 44.5% → 4분기 예상 44%). 4분기는 계절적으로 경기상여가 없기 때문에 상대적으로 높은 수익성 실현이 가능하다. 다만 컨센서스 43억원을 소폭 하회할 것으로 예상하는데, 보수적인 회계기준을 적용하여 10억원 안팎의 재고자산 충당금이 발생할 가능성이 있기 때문이다.

■ 2019년 중국공장 가동 및 제약용기 사업 확장

연우는 2019년 1월부터 중국 공장을 가동할 예정으로, 초기 Capa는 200억원에서 시작한다. 최근 중국향 수출이 꾸준히 늘어나고 있으며, 2016년 1월 중국에 선진출한 영업법인의 영업력 으로 중국 로컬 메이저 브랜드사와 계약을 추진 중이다.

뿐만 아니라 연우는 지난 9월 18일자로 글로벌 의약품 품질시스템(ISO 13458) 인증을 취득했다. 본격적인 제품화 과정을 거쳐 제약 용기 매출은 내년 상반기 내 발생할 것으로 전망한다. 글로벌 시장 선도기업인 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.

■ 투자 의견 BUY, 목표주가 25,000원 유지

연우에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 2만 5천원을 유지한다. 목표주가는 12개월 Fwd. EPS 1,153원에 Target P/E 21.7배를 적용하여 산출했다. 연우는 최근 노사협상을 통해 내년 최저지급을 8,350원으로 결정했다(현행 8,200원 수준, 인상률 1.8%). 기존에 지급하던 임금 수준이 높은 편이어서 내년 인건비 부담은 다소 덜었다. 2019년은 노동집약적인 화장품용기 사업에서 보다 고부가가치를 낼 수 있는 제약용기 및 중국 시장으로의 진출을 통해 수익성 개선 을 꾀하는 한 해가 될 것이다.



도표 1 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	56.6	55.3	59.2	58.2	64.1	70.2	68.2	70.6	71.5	80.1	71.9	81.1
%yoy	3.2	-12.5	-0.8	2.4	13.2	27.1	15.2	21.3	11.4	14.1	5.5	14.8
내수	37	30	27	34	37	36	31	36	37	41	33	41
수출	20	26	32	25	27	34	37	35	34	39	39	40
영업이익	2.3	3.0	1.5	2.1	1.1	2.4	1.6	3.6	2.2	4.1	3.2	6.5
%yoy	-60.1	-70.2	-72.2	-36.6	-54.6	-19.6	5.5	72.2	108.0	67.8	94.5	80.1
영업이익률	4.1	5.5	2.6	3.6	1.7	3.5	2.4	5.1	3.1	5.1	4.4	8.0
순이익	-0.3	5.7	2.5	-0.1	1.2	3.1	1.7	3.2	1.9	3.6	3.1	5.7
%yoy	적자전환	-30.0	-17.1	적자전환	흑자전환	-45.5	-29.8	흑자전환	55.6	16.5	77.9	78.7
순이익률	-0.6	10.3	4.2	-0.1	1.9	4.4	2.5	4.5	2.6	4.5	4.3	7.1

자료: 연우, 유진투자증권

도표 2 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	305	336
영업이익	17	17	10	12	19	25	9	9	16	22
매출성장률	7.4	10.5	3.6	7.2	18.0	17.8	-2.3	19.1	11.5	10.3
영업이익성장률	10.5	2.4	-43.4	24.5	54.9	31.6	-63.8	-3.1	82.8	39.5
영업이익률	12.3	11.4	6.2	7.2	9.5	10.6	3.9	3.2	5.2	6.6

자료: 연우, 유진투자증권



연우(115960.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	236	259	295	321	350
유동자산	91	89	104	129	160
현금성자산	35	29	25	38	61
매출채권	33	36	47	54	60
재고자산	21	23	31	35	39
비유동자산	145	171	191	191	190
투자자산	16	11	12	13	13
유형자산	127	154	172	171	168
기타	2	6	7	8	8
부채총계	57	73	100	112	125
유동부채	34	50	50	62	74
매입채무	17	20	21	24	26
유동상이자부채	8	26	24	33	43
기타	9	4	4	4	4
비유동부채	23	23	50	50	51
비유동이자부채	16	14	41	41	41
기타	7	8	8	9	9
자본총계	179	186	195	208	226
지배지분	179	186	195	208	226
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	67	67	67	67	67
이익잉여금	106	113	123	136	153
기타	0	(0)	(0)	(0)	(0)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	179	186	195	208	226
총차입금	24	40	66	75	85
순차입금	(11)	11	41	36	24

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업현금	25	19	6	23	31
당기순이익	21	8	9	14	20
자산상각비	12	14	16	17	17
기타비(현금성손익)	(0)	2	6	0	0
운전자본증감	(14)	(4)	(23)	(8)	(6)
매출채권감소(증가)	(2)	(3)	(12)	(7)	(5)
재고자산감소(증가)	(8)	(1)	(8)	(5)	(3)
매입채무증가(감소)	2	2	1	3	2
기타	(6)	(2)	(4)	0	0
투자현금	(31)	(39)	(39)	(18)	(16)
단기투자자산감소	1	2	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	(0)	1	(0)	(0)	(0)
설비투자	(34)	(46)	(35)	(15)	(13)
유형자산처분	0	4	0	0	0
무형자산처분	(1)	(4)	(2)	(2)	(2)
재무현금	(1)	16	29	8	8
차입금증가	(1)	16	26	9	10
자본증가	0	0	3	(1)	(2)
배당금지급	0	0	0	1	2
현금 증감	(7)	(4)	(4)	13	22
기초현금	38	31	26	22	35
기말현금	31	26	22	35	58
Gross Cash flow	44	28	31	32	37
Gross Investment	46	46	62	26	22
Free Cash Flow	(3)	(18)	(31)	6	15

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	235	229	273	305	336
증가율(%)	17.8	(2.2)	19.1	11.5	10.3
매출원가	189	199	241	263	285
매출총이익	46	31	33	42	50
판매 및 일반관리비	21	22	24	26	28
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	25	9	9	16	22
증가율(%)	32.0	(63.8)	(3.1)	82.8	39.5
EBITDA	37	23	25	33	39
증가율(%)	24.8	(38.4)	10.1	32.2	18.8
영업외손익	1	(2)	2	1	1
이자수익	0	0	0	1	1
이자비용	0	1	1	2	2
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	1	(1)	3	2	2
세전순이익	26	7	11	17	23
증가율(%)	37.2	(71.9)	47.5	55.2	36.7
법인세비용	5	(0)	2	3	3
당기순이익	21	8	9	14	20
증가율(%)	36.9	(62.8)	18.8	54.6	36.7
지배주주지분	21	8	9	14	20
증가율(%)	36.9	(62.8)	18.8	54.6	36.7
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	1,687	628	746	1,153	1,577
증가율(%)	30.2	(62.8)	18.8	54.6	36.7
수정EPS(원)	1,687	628	746	1,153	1,577
증가율(%)	30.2	(62.8)	18.8	54.6	36.7

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,687	628	746	1,153	1,577
BPS	14,451	15,038	15,760	16,814	18,191
DPS	0	0	100	200	250
밸류에이션(배,%)					
PER	22.8	47.9	29.9	19.3	14.1
PBR	2.7	2.0	1.4	1.3	1.2
EV/ EBITDA	12.7	17.0	12.7	9.5	7.7
배당수익률	0.0	0.0	0.4	0.9	1.1
PCR	11.0	13.5	8.9	8.7	7.5
수익성(%)					
영업이익률	10.6	3.9	3.2	5.2	6.6
EBITDA이익률	15.7	9.9	9.1	10.8	11.7
순이익률	8.9	3.4	3.4	4.7	5.8
ROE	12.4	4.3	4.8	7.1	9.0
ROIC	12.9	3.6	3.4	5.6	7.7
인정성(배,%)					
순차입금/자/지분	(6.1)	5.9	21.0	17.5	10.6
유동비율	271.6	177.7	209.9	209.3	216.3
이자보상배율	57.8	15.5	7.1	8.6	10.6
활동성(회)					
총자산회전율	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
매출채권회전율	7.4	6.7	6.6	6.0	5.9
재고자산회전율	13.8	10.6	10.3	9.2	9.1
매입채무회전율	14.3	12.3	13.3	13.5	13.3



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/투자 의견 비율

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

당사 투자 의견 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2018.9.30 기준)

