

연우

(115960)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		신규
목표주가	30,000		신규
Earnings			

Stock Information

현재가 (2/7)	21,450원
예상 증가상승률	39.9%
시가총액	2,659억원
비중(KOSDAQ내)	0.11%
발행주식수	12,398천주
52주 최저가 / 최고가	18,500 - 35,050원
3개월 일평균거래대금	11억원
외국인 자본율	13.6%
주요주주지분율(%)	
기중현 (외 1인)	61.4
PKG Group, LLC	6.8
황창희	0.1

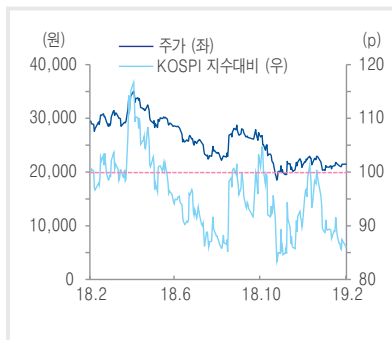
Valuation wide

	2017	2018E	2019E
PER(배)	47.9	32.5	14.6
PBR(배)	2.1	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	17.0	13.2	8.2
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	4.9	(9.3)	(27.3)	(6.3)
KOSPI대비 상대수익률	(3.4)	(2.2)	(15.1)	(14.2)

Price Trend



드디어 투자 회수

Issue

신규 커버리지 개시

Pitch

연우에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 30,000원을 제시하며 커버리지 개시. 목표주가는 12MF EPS에 Target PER 20배를 적용하여 산출. 2019년 EPS YoY 120% 증가하며 중소형주 Top Pick으로 제시

Rationale

- 연우는 국내 1위 용기 업체로 국내 럭셔리 브랜드 2개에 독과점 형태로 공급하고 있어 기술력과 펀더멘털은 견고하다고 판단. 그럼에도 불구하고 동사의 주가는 2017년부터 실적이크게 악화되면서 부진. 2017년 사드 보복으로 전방 위축되며 외형 역신장, 2018년 외형 회복했으나(사상 최대 매출액 달성) 주 52시간 근무제 시행으로 인건비 부담 증가. 2019년은 2019년 외형 성장 유효하고 비용 효율화 작업으로 수익성 정상화 가능할 전망
- 공격적인 투자 마무리되며 본격적인 투자 회수기 진입 전망. 동사는 2015년부터 연 300억 원 수준 Capex 집행. 2018년을 끝으로 투자 마무리(2019년 Capex 130억원 내외 추정)
- 1분기중 중국 공장 가동 예정. 로컬 고객사의 높은 수요 예상. 이미 수출 고객사로 대형 로컬 브랜드 확보하고 있고, 상해 영업법인 고객사수도 지속적으로 증가하고 있기 때문. 특히 2018년부터는 로컬 브랜드의 프리미엄화에 따라 중국 수출 QoQ로 증가(1Q18 8억원 → 2Q18 17억원 → 3Q18 23억원). 현재 중국 시장에 프리미엄 용기 타겟으로 직진출한 글로벌 용기 업체는 연우가 유일
- 2019년 매출액 3,064억원(YoY +12%), 영업이익 189억원(YoY +166%) 추정. 외형성장과 비용구조 개선에 기인해 영업이익률 YoY +3.6%p개선된 6.2% 예상

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	235	229	274	306	336	365	420
영업이익	25	9	7	19	23	28	33
EBITDA	37	23	23	36	40	45	51
순이익	21	8	8	18	22	26	27
순차입금	(11)	11	42	30	14	(3)	(14)
매출증가율	17.8	(2.2)	19.4	11.9	9.7	8.7	15.0
영업이익률	10.6	3.9	2.6	6.2	6.9	7.7	7.9
순이익률	8.9	3.4	3.0	5.9	6.5	7.1	6.4
EPS증가율	30.2	(62.8)	5.0	122.8	20.6	18.6	3.6
ROE	12.4	4.3	4.3	9.0	9.8	10.5	9.8

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

실적 추정

올해 외형은 내수가 안정적인 수준으로 유지되는 가운데 해외 사업이 성장을 견인할 전망이다. 수출 성장세가 이어질 것으로 예상되며(수출 2018년 YoY +28%, 2019년 YoY +20% 추정) 중국 공장 가동이 1Q19중 예정되어 있기 때문이다(2019년 매출액 120억원, 영업이익 BEP 추정).

수익성 개선은 일회성 비용 제거 효과와 원가 효율화 작업에 기인한다. 특히 지난해 마진 하락의 주요한 원인이었던 인건비 이슈가 안정화되고 있는 것으로 파악된다. 2018년 연우의 인건비는 주 52시간 근무제 시행으로 생산직 채용과 야간근로수당이 증가하면서 3분기 누적으로 50억원 이상 증가했는데, 2019년에는 이 부분을 인력 효율화를 통해 상쇄한다는 계획이다. 관리직을 중심으로 인력 구조조정을 진행 중으로 현재 연우의 총 직원수는 주 52시간 근무제 시행 이전 수준까지 개선된 것으로 파악된다(총 직원수 1Q18 1,556→3Q18 1,604명→4Q18 1,520명 추정). GPM과 판관비율을 각각 YoY +2.6%p, -0.9%p 개선된 14.6%와 8.5%로 추정한다.

Figure 01 연우 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F
매출액	199.1	234.6	229.3	273.8	306.4	335.9	365.0
내수	105.0	135.4	127.2	143.1	149.6	155.6	161.3
수출	94.1	99.2	102.1	130.7	156.8	180.3	203.7
매출총이익	36.1	45.6	30.6	32.9	44.8	52.0	59.6
영업이익	18.9	24.9	9.0	7.1	18.9	23.3	28.1
세전이익	19.1	26.2	7.4	9.6	21.4	25.8	30.6
당기순이익	15.3	20.9	7.8	8.2	18.2	22.0	26.0
YoY %							
매출액	18.0	17.8	-2.2	19.4	11.9	9.7	8.7
내수	21.1	29.0	-6.0	12.5	4.5	4.1	3.6
수출	14.6	5.4	2.9	28.0	20.0	15.0	13.0
영업이익	55.3	32.0	-63.8	-21.0	166.0	23.3	20.5
당기순이익	76.3	36.9	-62.8	5.0	122.8	20.6	18.6
영업이익률	9.5	10.6	3.9	2.6	6.2	6.9	7.7
세전이익률	9.6	11.2	3.2	3.5	7.0	7.7	8.4
순이익률	7.7	8.9	3.4	3.0	5.9	6.5	7.1

Source: 연우, KTB투자증권

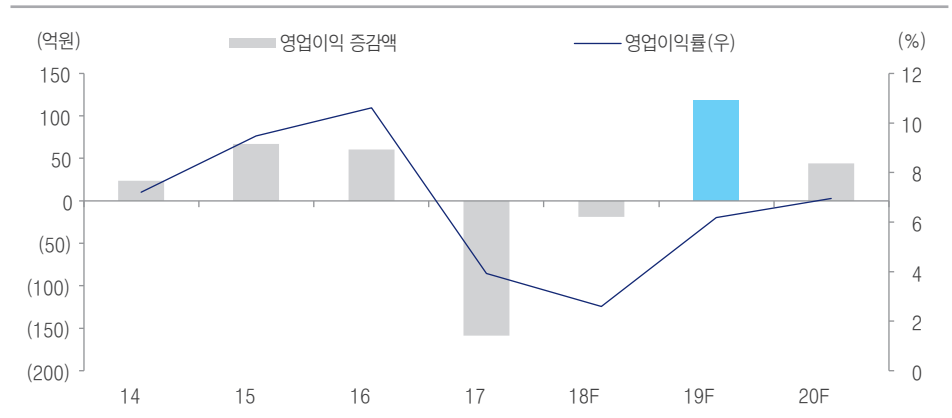
Figure 02 연우 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2018년	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2019년
매출	64.1	70.2	68.2	71.2	273.8	70.0	78.4	79.1	78.8	306.4
내수	37.2	36.0	31.5	38.5	143.1	39.0	38.3	33.2	39.0	149.6
수출	27.0	34.3	36.7	32.7	130.7	31.0	40.1	45.9	39.8	156.8
영업이익	1.1	2.4	1.6	2.0	7.1	4.0	5.2	4.8	5.0	18.9
순이익	1.2	3.1	1.7	2.1	8.2	3.9	5.0	4.6	4.8	18.2
영업이익률(%)	1.7	3.5	2.4	2.8	2.6	5.6	6.6	6.0	6.3	6.2
순이익률(%)	3.2	8.7	5.5	5.5	3.0	10.0	12.9	13.8	12.2	5.9

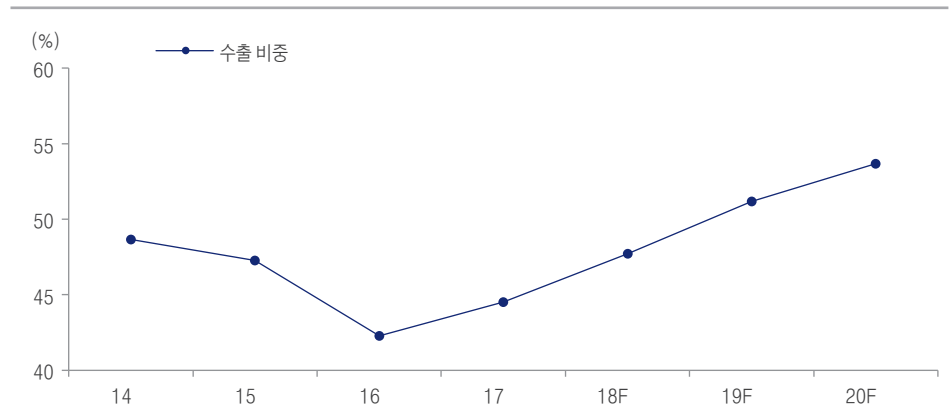
Source: 연우, KTB투자증권

Figure 03 연우 고객사별 매출 비중



Source: 연우, KTB투자증권

Figure 04 연우 수출 비중 추이



Source: 연우, KTB투자증권

재무제표 (연우)

대차대조표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	91.4	88.5	99.7	120.1	142.0
현금성자산	35.0	29.0	19.6	31.5	47.8
매출채권	32.8	35.6	47.8	52.9	56.3
재고자산	20.6	22.5	31.0	34.3	36.5
비유동자산	144.7	170.6	190.4	190.9	192.9
투자자산	15.7	11.0	12.2	12.7	13.2
유형자산	127.2	153.7	171.7	170.7	171.1
무형자산	1.8	5.9	6.5	7.5	8.5
자산총계	236.1	259.1	290.1	311.0	334.9
유동부채	33.7	49.8	45.9	48.2	49.8
매입채무	17.5	20.0	21.2	23.4	25.0
유동성이자부채	7.7	25.6	20.4	20.4	20.4
비유동부채	23.3	22.9	49.9	50.3	50.6
비유동이자부채	16.4	14.5	41.5	41.5	41.5
부채총계	57.0	72.7	95.8	98.5	100.4
자본금	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
자본잉여금	67.0	67.0	67.0	67.0	67.0
이익잉여금	105.9	113.5	121.5	139.7	161.7
자본조정	0.1	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	179.2	186.4	194.3	212.5	234.5
투하자본	167.2	197.5	236.6	242.9	248.6
순차입금	(10.9)	11.1	42.3	30.4	14.1
ROA	9.3	3.1	3.0	6.1	6.8
ROE	12.4	4.3	4.3	9.0	9.8
ROIC	12.9	3.6	2.8	6.7	8.1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업현금	24.8	19.4	4.7	29.4	35.3
당기순이익	20.9	7.8	8.2	18.2	22.0
자산상각비	11.9	13.7	16.2	17.0	17.1
운전자본증감	(14.4)	(4.3)	(23.2)	(6.1)	(4.1)
매출채권감소(증가)	(2.2)	(3.2)	(12.4)	(5.1)	(3.4)
재고자산감소(증가)	(8.0)	(1.3)	(8.6)	(3.3)	(2.2)
매입채무증가(감소)	2.1	2.5	1.3	2.3	1.5
투자현금	(31.3)	(39.0)	(39.0)	(17.6)	(19.1)
단기투자자산감소	0.8	2.4	(0.2)	(0.1)	(0.1)
장기투자증권감소	(0.1)	1.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(33.7)	(45.5)	(34.7)	(15.3)	(16.8)
유무형자산감소	(0.6)	0.0	(1.2)	(1.7)	(1.7)
재무현금	(0.6)	16.2	24.6	0.0	0.0
차입금증가	(0.6)	16.4	21.6	0.0	0.0
자본증가	0.0	0.0	2.8	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(7.0)	(4.5)	(9.6)	11.8	16.2
총현금흐름(Gross CF)	43.6	27.7	30.0	35.6	39.4
(-) 운전자본증가(감소)	5.7	4.8	19.4	6.1	4.1
(-) 설비투자	33.7	45.5	34.7	15.3	16.8
(+) 자산매각	(0.6)	0.0	(1.2)	(1.7)	(1.7)
Free Cash Flow	(2.0)	(15.5)	(32.1)	11.8	16.2
(-) 기타투자	0.1	(1.1)	0.0	0.0	0.0
잉여현금	(2.2)	(14.5)	(32.1)	11.8	16.2

손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	234.6	229.3	273.8	306.4	335.9
증가율 (Y-Y, %)	17.8	(2.2)	19.4	11.9	9.7
영업이익	24.9	9.0	7.1	18.9	23.3
증가율 (Y-Y, %)	32.0	(63.8)	(21.0)	166.0	23.3
EBITDA	36.8	22.7	23.3	35.9	40.4
영업외손익	1.3	(1.7)	2.5	2.5	2.5
순이자수익	(0.0)	(0.4)	(1.0)	(1.4)	(1.4)
외화관련손익	0.9	(2.4)	1.1	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	26.2	7.4	9.6	21.4	25.8
당기순이익	20.9	7.8	8.2	18.2	22.0
지배기업당기순이익	20.9	7.8	8.2	18.2	22.0
증가율 (Y-Y, %)	36.9	(62.8)	5.0	122.8	20.6
NOPLAT	19.9	6.5	6.1	16.1	19.8
(+) Dep	11.9	13.7	16.2	17.0	17.1
(-) 운전자본투자	5.7	4.8	19.4	6.1	4.1
(-) Capex	33.7	45.5	34.7	15.3	16.8
OpFCF	(7.6)	(30.1)	(31.9)	11.7	16.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	14.2	10.8	11.2	9.3	13.6
영업이익증가율(3Yr)	36.6	(9.5)	(27.7)	(8.7)	37.4
EBITDA증가율(3Yr)	28.5	2.1	(7.5)	(0.8)	21.3
순이익증가율(3Yr)	55.3	(3.5)	(18.8)	(4.5)	41.3
영업이익률(%)	10.6	3.9	2.6	6.2	6.9
EBITDA마진(%)	15.7	9.9	8.5	11.7	12.0
순이익률(%)	8.9	3.4	3.0	5.9	6.5

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Per share Data					
EPS	1,687	628	659	1,469	1,772
BPS	14,304	14,561	15,149	16,534	18,229
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x, %)					
PER	22.8	47.9	32.5	14.6	12.1
PBR	2.7	2.1	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	12.7	17.0	13.2	8.2	6.9
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	11.0	13.5	8.9	7.5	6.7
PSR	2.0	1.6	1.0	0.9	0.8
재무건전성(%)					
부채비율	31.8	39.0	49.3	46.3	42.8
Net debt/Equity	n/a	5.9	21.8	14.3	6.0
Net debt/EBITDA	n/a	48.8	181.4	84.6	34.9
유동비율	271.6	177.7	217.3	249.1	285.4
이자보상배율	679.1	23.8	6.9	13.5	17.0
이자비용/매출액	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5
자산구조					
투하자본(%)	76.8	83.2	88.2	84.6	80.3
현금+투자자산(%)	23.2	16.8	11.8	15.4	19.7
자본구조					
차입금(%)	11.8	17.7	24.2	22.5	20.9
자기자본(%)	88.2	82.3	75.8	77.5	79.1

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권