

연우(115960.KQ)



화장품/소비재 담당 이선화

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

화장품/소비재 RA 정소라

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

BUY(유지)

목표주가(12M, 상향)	33,000원
현재주가(3/26)	28,600원

Key Data	(기준일: 2019.3.26)
KOSPI(pt)	2,149
KOSDAQ(pt)	737
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	355
52주 최고/최저(원)	35,250 / 18,300
52주 일간 Beta	1.24
발행주식수(천주)	12,398
평균거래량(3M,천주)	87
평균거래대금(3M,백만원)	2,160
배당수익률(19F, %)	0.7
외국인 지분율(%)	16.1
주요주주 지분율(%)	
기종현	60.3
PKG Group	7.9

Company Performance				
주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.4	28.3	8.3	-1.2
KOSPI 대비 상대수익률	10.7	17.6	19.3	12.5

Earnings Summary(IFRS 개별 기준)

결산기(12월) (단위: 십억원)	1Q19E			시장 전망치	2Q19E			2018	2019E		2020E	
	예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	yoy (%, %p)	예상치	yoy (%, %p)
매출액	68	-3.9	5.5	72	79	16.3	12.1	273	300	9.9	331	10.3
영업이익	3	199.5	192.3	3	6	94.7	148.9	6	19	202.1	24	26.6
세전이익	3	104.8	135.1	4	6	99.1	71.2	9	19	120.4	24	25.6
순이익	3	101.2	118.9	4	5	99.1	68.3	7	16	114.3	20	25.6
OP Margin	4.6	3.1	2.9	4.8	7.7	3.1	4.2	2.3	6.2	3.9	7.1	0.9
NP Margin	3.9	2.0	2.0	4.9	6.7	2.8	2.2	2.7	5.3	2.6	6.0	0.7
EPS(원)	850	101.2	118.9	1,032	1,692	99.1	68.3	594	1,272	114.3	1,598	25.6
BPS(원)	15,666	1.4	3.4	15,735	16,089	2.7	4.6	15,453	16,726	8.2	18,123	8.4
ROE(%)	5.4	2.7	2.9	6.6	10.5	5.1	4.0	3.9	7.9	4.0	9.2	1.3
PER(X)	33.7	-	-	27.7	16.9	-	-	38.6	22.5	-	17.9	-
PBR(X)	1.8	-	-	1.8	1.8	-	-	1.5	1.7	-	1.6	-

자료: 연우, 유진투자증권
주: EPS는 annualized 기준

1Q19 Preview: 2019년은 수확의 시기

- 목표주가 25,000원 → 33,000원으로 32.0% 상향, 투자 의견 BUY 유지

연우에 대한 목표주가를 기존 25,000원에서 32.0% 상향 조정한 33,000원으로 수정 제시하고, 투자 의견은 기존과 같이 BUY를 유지한다. 목표주가는 12M Fwd. EPS 1,354원에 Target P/E 24.3배를 적용하여 산출했다. 목표주가 상향은 외주가공비(매출액 대비 비중 1H18 51% → 2H18 45% → 2019E 43%)와 인원 감축(2018년말 1,568명 → 2019년말 예상 1,400명)에 따른 수익성 개선으로 2019년과 2020년 순이익 추정치를 각각 18.1%, 7.5% 상향한 데 기인한다. 또한 Target P/E로 2019년 하반기부터 본격적인 생산이 예상되는 제약용기부문의 성장성을 반영하여 기존에 반영하던 디스카운트 10%를 제거, 글로벌 Peer인 Aptar Group의 밸류에이션 24.3배를 동일하게 적용했다.

- 1Q19 Preview: 매출액 677억원(+5.5%yoy), 영업이익 31억원(+192.3%yoy)

연우의 1분기 연결기준 예상 매출액과 영업이익은 각각 677억원(+5.5%yoy, -3.9% qoq), 31억원(+192.3%yoy, +199.5%qoq, 영업이익률 4.6%)이다. 수출 비중이 50%를 상회, 내수시장 의존도는 꾸준히 감소하고 있다. 파트너사와 긴밀한 관계를 유지하면서 미주, 유럽향 매출이 증가하고 있으며, 5월 중국공장 가동을 앞두고 중국향 수주가 증가하고 있다(3월 기준 확정 수주 51억원으로 추정, cf. 2018년 중국향 매출 79억원).

영업이익률은 전년동기대비 2.9%p 개선된 4.6%를 기록할 것으로 예상된다. 매출액 대비 외주가공비 비중이 지속적으로 하락하면서(4Q18 46.2% → 1Q19E 45.8%) 원가 부담이 감소할 전망이다. 생산인력도 자연이탈하면서 임직원수가 2018년말 1,568명에서 현재 1,546명으로 20여명 가량 감축된 것으로 파악됐다. 하반기로 갈수록 운영 효율화로 외주가공비와 인건비가 감소하면서 원가 부담은 지속적으로 감소할 것으로 기대한다.

- 2019년 수확의 시기, 수익성 개선이 핵심

2019년에는 과거와 같은 대규모 CAPEX 투자는 부재할 전망이다. [도표 4]를 보면, 대규모 Capa 증설이 있을 때마다 연우의 수익성은 크게 훼손되었는데, 설비증설 이후 매출 증가가 뒷받침되지 못했기 때문이다. 그러나 2019년에는 신규 설비투자비용이 2017년 362억원, 2018년 400억원에서 130억원 수준으로 크게 감소할 전망이다. 반면 매출은 미주, 유럽, 중국 등 해외수출이 꾸준히 증가하면서 안정적인 성장을 달성할 것으로 예상된다. 영업 레버리지와 함께 물류 자동화시스템 안정화와 생산인력 운영 효율화로 외주가공비 및 인건비 절약을 통한 수익성 개선이 기대된다.



도표 1 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억 원, %)	수정 전		수정 후		차이	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	304.6	335.8	300.1	330.8	-1.5	-1.5
영업이익	16.0	22.3	18.6	23.6	16.7	5.9
지배주주순이익	14.3	19.6	16.9	21.0	18.1	7.5

자료: 유진투자증권

도표 2 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	56.6	55.3	59.2	58.2	64.1	70.2	68.2	70.4	67.7	78.7	72.6	81.1
%yoy	3.2	-12.5	-0.8	2.4	13.2	27.1	15.2	20.9	5.5	12.1	6.5	15.2
내수	37	30	27	34	37	36	31	35	32	40	34	40
수출	20	26	32	25	27	34	37	36	35	38	38	41
영업이익	2.3	3.0	1.5	2.1	1.1	2.4	1.6	1.1	3.1	6.1	3.8	5.7
%yoy	-60.1	-70.2	-72.2	-36.6	-54.6	-19.6	5.5	-46.4	192.3	148.9	132.0	405.7
영업이익률	4.1	5.5	2.6	3.6	1.7	3.5	2.4	1.6	4.6	7.7	5.2	7.0
순이익	-0.3	5.7	2.5	-0.1	1.2	3.1	1.7	1.4	2.6	5.2	2.9	5.0
%yoy	적자전환	-30.0	-17.1	적자전환	흑자전환	-45.5	-29.8	흑자전환	118.9	68.3	65.6	267.8
순이익률	-0.6	10.3	4.2	-0.1	1.9	4.4	2.5	1.9	3.9	6.7	3.9	6.2

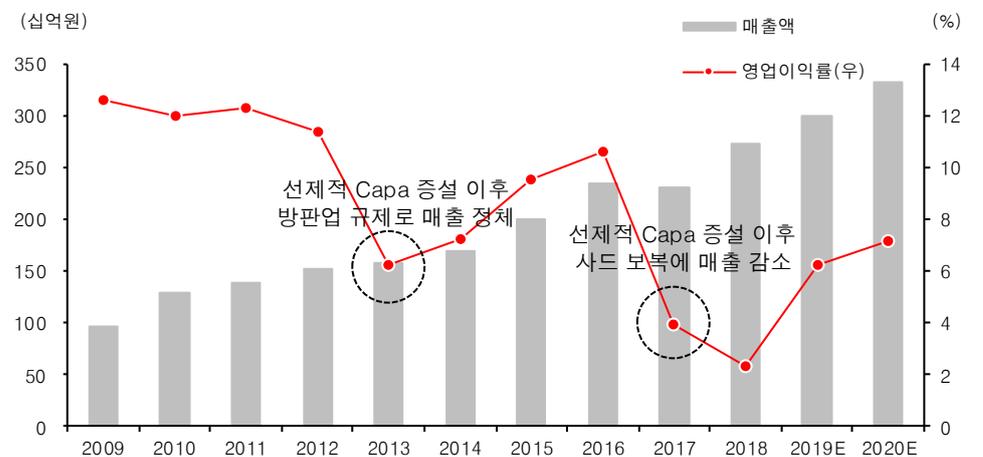
자료: 연우, 유진투자증권

도표 3 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %yoy, %)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	138	152	157	169	199	235	229	273	300	331
영업이익	17	17	10	12	19	25	9	6	19	24
매출성장률	7.4	10.5	3.6	7.2	18.0	17.8	-2.3	19.0	9.9	10.3
영업이익성장률	10.5	2.4	-43.4	24.5	54.9	31.6	-63.8	-30.6	198.1	26.6
영업이익률	12.3	11.4	6.2	7.2	9.5	10.6	3.9	2.3	6.2	7.1

자료: 연우, 유진투자증권

도표 4 Capa 증설 일정에 따라 마진이 크게 변동



자료: 연우, 유진투자증권



연우(115960.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
자산총계	236	259	286	314	343
유동자산	91	89	95	121	151
현금성자산	35	29	26	38	60
매출채권	33	36	44	52	57
재고자산	21	23	23	30	33
비유동자산	145	171	191	192	192
투자자산	16	11	12	12	13
유형자산	127	154	172	171	168
기타	2	6	7	9	11
부채총계	57	73	94	106	119
유동부채	34	50	44	56	68
매입채무	17	20	17	20	21
유동성이자부채	8	26	22	31	41
기타	9	4	6	6	6
비유동부채	23	23	50	50	51
비유동이자부채	16	14	41	41	41
기타	7	8	9	9	10
자본총계	179	186	192	207	225
지배지분	179	186	192	207	225
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	67	67	67	67	67
이익잉여금	106	113	119	135	152
기타	0	(0)	(1)	(1)	(1)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	179	186	192	207	225
총차입금	24	40	63	72	82
순차입금	(11)	11	37	34	21

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
영업현금	25	19	11	21	32
당기순이익	21	8	7	16	20
자산상각비	12	14	16	17	17
기타비현금성손익	(0)	2	8	0	0
운전자본증감	(14)	(4)	(18)	(12)	(6)
매출채권감소(증가)	(2)	(3)	(9)	(8)	(5)
재고자산감소(증가)	(8)	(1)	(0)	(7)	(3)
매입채무증가(감소)	2	2	(3)	3	2
기타	(6)	(2)	(6)	0	0
투자현금	(31)	(39)	(35)	(19)	(17)
단기투자자산감소	1	2	1	(0)	(0)
장기투자증권감소	(0)	1	0	0	0
설비투자	(34)	(46)	(35)	(15)	(13)
유형자산처분	0	4	1	0	0
무형자산처분	(1)	(4)	(2)	(3)	(3)
재무현금	(1)	16	23	9	8
차입금증가	(1)	16	23	9	10
자본증가	0	0	0	0	(2)
배당금지급	0	0	0	0	2
현금 증감	(7)	(4)	(2)	12	22
기초현금	38	31	26	24	36
기말현금	31	26	24	36	58
Gross Cash flow	44	28	32	33	37
Gross Investment	46	46	54	30	23
Free Cash Flow	(3)	(18)	(23)	3	15

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	235	229	273	300	331
증가율(%)	17.8	(2.2)	19.0	9.9	10.3
매출원가	189	199	243	256	279
매출총이익	46	31	30	44	51
판매 및 일반본분비	21	22	24	25	28
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	25	9	6	19	24
증가율(%)	32.0	(63.8)	(31.6)	202.1	26.6
EBITDA	37	23	22	36	41
증가율(%)	24.8	(38.4)	(1.4)	60.0	13.8
영업외손익	1	(2)	2	0	0
이자수익	0	0	0	1	1
이자비용	0	1	1	2	2
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	1	(1)	3	1	1
세전순이익	26	7	9	19	24
증가율(%)	37.2	(71.9)	17.3	120.4	25.6
법인세비용	5	(0)	1	3	4
당기순이익	21	8	7	16	20
증가율(%)	36.9	(62.8)	(5.5)	114.3	25.6
지배주주지분	21	8	7	16	20
증가율(%)	36.9	(62.8)	(5.5)	114.3	25.6
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	1,687	628	594	1,272	1,598
증가율(%)	30.2	(62.8)	(5.5)	114.3	25.6
수정EPS(원)	1,687	628	594	1,272	1,598
증가율(%)	30.2	(62.8)	(5.5)	114.3	25.6

주요투자지표

	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,687	628	594	1,272	1,598
BPS	14,451	15,038	15,453	16,726	18,123
DPS	0	0	0	200	250
밸류에이션(배,%)					
PER	22.8	47.9	48.2	22.5	17.9
PBR	2.7	2.0	1.9	1.7	1.6
EV/ EBITDA	12.7	17.0	17.5	10.9	9.2
배당수익률	0.0	0.0	n/a	0.7	0.9
PCR	11.0	13.5	11.2	10.7	9.5
수익성(%)					
영업이익율	10.6	3.9	2.3	6.2	7.1
EBITDA이익율	15.7	9.9	8.2	11.9	12.3
순이익율	8.9	3.4	2.7	5.3	6.0
ROE	12.4	4.3	3.9	7.9	9.2
ROIC	12.9	3.6	2.5	6.6	8.0
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(6.1)	5.9	19.1	16.3	9.6
유동비율	271.6	177.7	213.7	216.2	222.5
이자보상배율	57.8	15.5	5.3	12.1	13.6
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
매출채권회전율	7.4	6.7	6.9	6.3	6.1
재고자산회전율	13.8	10.6	12.0	11.4	10.6
매입채무회전율	14.3	12.3	14.8	16.4	16.1



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 제작물로서 모든 저작권은 당사에 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 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자 의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	88%
• HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	12%
• REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2018.12.31 기준)

