

2019.04.15

연우 (115960)

수익성 회복 본격화

1Q19 Preview 수출이 성장 견인

1Q19 실적은 매출액 675억원(+5.2%, yoy), 영업이익 30억원(+181.7%, yoy), 영업이익률 4.4%(+2.7%p, yoy)로 추정된다. 미주와 유럽을 중심으로 해외 매출은 yoy +16.0% 성장하며 1분기 매출 성장을 견인할 것으로 예상된다. 내수는 1,2월 부진했으나 3월 국내 주요 고객사들의 수주가 크게 증가하며 매출에 일부 반영되기 시작해 2분기에는 내수 매출 확대가 기대된다. 영업이익률은 매출액 대비 외주가공비 비중이 지속적으로 하락하고 있고 인원도 작년 말 대비 20명 축소되며 인건비 감소 등으로 yoy +2.7%p 증가한 4.4%가 예상된다.

해외 매출 확대, 수익성 개선 기대

2017년 국내 화장품 시장 악화로 동사는 내수 고객에 대한 의존도를 낮추고자 해외 시장으로의 영업을 강화하기 시작했다. 이에 작년 해외 매출 비중은 49.0%(2016년 42.3%, 2017년 44.5%)까지 확대됐으며 올해는 50.0%를 상회할 것으로 예상된다. 1분기에도 미주, 유럽, 일본 등은 매출 비중이 지속적으로 확대되고 있으며 특히 중국은 로컬 업체들을 대상으로 신규 수주를 확보해 나가고 있어 올해 중국 매출은 150억원을 목표로 하고 있다(현지 공장 100억, 본사 수출 50억). 중국 현지 생산 공장(CAPA 300억)은 5월 17일 오픈할 계획이며 공장 가동이 시작되면 중국 메이저 업체로의 공급도 가능할 것으로 판단된다.

최근 3개년간 대규모 투자 진행 및 인건비 증가 등으로 동사의 수익성은 악화되었다. 작년하반기부터 투자 효과에 따른 수익성이 나타나고 있으며 4Q18 영업이익률은 일화성 비용(불용재고 폐기 등) 36.8억원 제거시 6.82%의 영업이익률을 기록한 것으로 파악된다. 수익성 악화에 가장 큰 영향을 미쳤던 것은 외주가공비로 투자가 완료되면서 그 비중은 4Q18 46.2%에서 1Q19E 45.5%까지 하락할 것으로 예상된다. 또한 매년 외주가공비 비중이 상반기 하반기보다 1~2%정도 높았던 추세를 감안하면 올해 하반기에는 동사가 목표로 하는 43%까지 감소가 가능해 수익성 개선이 기대된다.

투자의견 중립으로 하향

해외 매출 확대와 매출 성장 및 비용 절감을 통한 본격적인 수익성 증대로 2019년 실적은 매출액 2,929억원(+7.3%, yoy), 영업이익 175억원(+183.8%, yoy)이 전망된다. 그러나 펀더멘털 기대감 변화가 없는 가운데 최근 주가의 급격한 상승은 밸류에이션에 대한 부담으로 투자의견은 중립으로 하향한다.

중립

[하향]

목표주가(12M)

-

최서연 Analyst

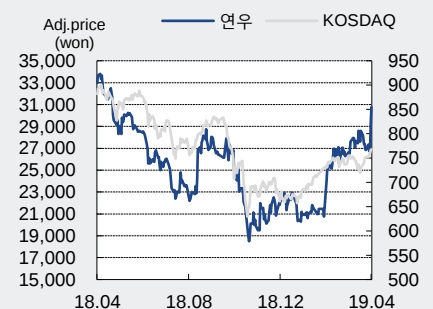
janice84@hygood.co.kr

02-3770-5323

주가지표

KOSPI(04/12)	2,233P
KOSDAQ(04/12)	768P
현재주가(04/12)	30,750원
시가총액	3,812억원
총발행주식수	1,240만주
120일 평균거래대금	191억원
52주 최고가	33,800원
52주 최저가	18,500원
유동주식비율	38.5%
외국인지분율(%)	16.08%
주요주주	기중현 외 2인 (60.4%) PKG Group,LLC (7.9%)

상대주가차트



	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액 (억원)	2,346	2,293	2,729	2,929	3,318
영업이익	249	90	62	175	232
지배순이익	209	78	74	148	195
EPS(원)	1,687	628	594	1,194	1,575
PER(배)	22.8	47.9	38.6	24.4	18.5
PBR	2.7	2.0	1.5	1.8	1.6
EV/EBITDA	12.7	17.0	14.3	10.4	9.0
ROE(%)	11.7	4.3	3.9	7.5	9.2

자료: 연우, 한양증권 리서치센터 추정

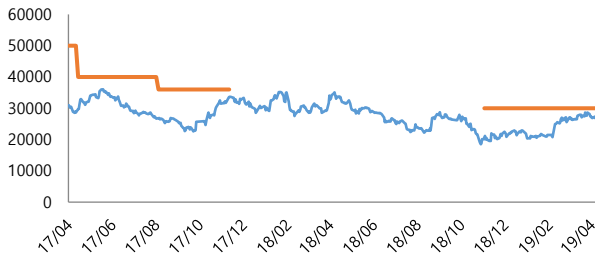
[도표1] 분기별 실적 추정

(단위:억원)

연결 손익	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q19E	'18	'19E	'20E
매출액	641	702	682	704	675	769	723	762	2,729	2,929	3,318
yoy	13.2%	27.1%	15.2%	20.9%	5.2%	9.5%	6.1%	8.2%	19.0%	7.3%	13.3%
내수	372	360	315	347	362	387	328	368	1,393	1,445	1,617
yoy	1.2%	21.7%	15.4%	3.0%	-2.6%	7.6%	4.3%	6.1%	9.5%	3.7%	11.9%
수출	270	343	367	357	313	382	395	394	1,336	1,484	1,701
yoy	35.4%	33.3%	15.1%	45.3%	16.0%	11.5%	7.6%	10.4%	30.9%	11.0%	14.6%
영업이익	11	24	16	10	30	58	37	50	62	175	232
yoy	-54.6%	-19.6%	5.5%	-50.4%	181.7%	138.2%	127.4%	381.3%	-31.6%	183.8%	32.6%
opm	1.7%	3.5%	2.4%	1.5%	4.4%	7.5%	5.1%	6.6%	2.3%	6.0%	7.0%
당기순이익	12	31	17	13	26	48	32	42	74	148	195
npm	1.9%	4.4%	2.5%	1.9%	3.9%	6.2%	4.4%	5.5%	2.7%	5.1%	5.9%

출처: 연우, 한양증권 리서치센터 추정

TP Trend



투자의견 비율공시(기준: 2019.3.31)

구분	매수	중립	매도
비율	89%	11%	0%

투자의견 및 목표가 등 추이

종목명	코드	날짜	투자의견	목표주가(12M)	과리율(평균/최고)	
연우	115960	17/04/17	매수(유지)	40,000원	-22.0%	-9.9%
		17/05/16	매수(유지)	40,000원	-22.8%	-9.9%
		17/08/07	매수(유지)	36,000원	-25.3%	-6.5%
		17/08/14	매수(유지)	36,000원	-25.2%	-6.5%
		17/11/15	중립(하향)	-		
		18/04/09	중립(유지)	-		
		18/05/16	중립(유지)	-		
		18/11/05	매수(상향)	30,000원	-21.4%	2.5%
		18/12/03	매수(유지)	30,000원	-19.2%	2.5%
		19/04/15	중립(하향)	-		

Compliance Notice

- 본 자료 발간일 현재 동 주식 및 주식관련사채, 스톡옵션, 개별주식옵션 등을 본인 또는 배우자의 계산으로 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료 발간일 현재 당사는 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 총수의 1%이상 보유 등 중대한 이해관계가 없습니다
- 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며, 홈페이지 공표 이전에 특정기관에 사전 제공 된 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 최서연)
- 기업 투자의견
 - 매수: 향후 12개월간 15% 이상 상승예상
 - 중립: 향후 12개월간 +15 ~ -15% 내 변동 예상
 - 매도: 향후 12개월간 15% 이상 하락 예상
- 산업 투자의견
 - 비중확대: 향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - 중립: 향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - 비중축소: 향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

당사는 투자의견 전망 기간을 2017년 9월 1일부터 6개월에서 12개월로 변경하였습니다

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자는 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용 될 수 없습니다.