

# 연우 (115960)

3년만에 이익 턴어라운드 기대



▶ Analyst 손효주 hyoju.son@hanwha.com 02-3772-7610

## Buy (신규)

목표주가(신규): 35,000원

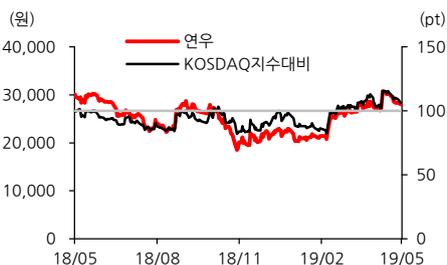
|                |                  |
|----------------|------------------|
| 현재 주가(5/3)     | 27,450원          |
| 상승여력           | ▲ 27.5%          |
| 시가총액           | 3,403억원          |
| 발행주식수          | 12,398천주         |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 31,550 / 18,500원 |
| 90 일 일평균 거래대금  | 27.67억원          |
| 외국인 지분율        | 15.8%            |
| 주주 구성          |                  |
| 가중현(외 1인)      | 60.3%            |
| PKG Group, LLC | 7.9%             |
| 황창희            | 0.1%             |

| 주가수익률(%)      | 1개월  | 3개월  | 6개월  | 12개월 |
|---------------|------|------|------|------|
| 절대수익률         | 0.2  | 28.0 | 36.6 | -8.7 |
| 상대수익률(KOSDAQ) | -1.5 | 21.7 | 26.3 | 3.4  |

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

| 재무정보      | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|-----------|------|------|-------|-------|
| 매출액       | 229  | 273  | 302   | 330   |
| 영업이익      | 9    | 6    | 18    | 25    |
| EBITDA    | 23   | 22   | 36    | 44    |
| 지배주주순이익   | 8    | 7    | 14    | 20    |
| EPS       | 628  | 594  | 1,134 | 1,605 |
| 순차입금      | 11   | 37   | 46    | 48    |
| PER       | 47.9 | 46.2 | 24.2  | 17.1  |
| PBR       | 2.0  | 1.8  | 1.7   | 1.5   |
| EV/EBITDA | 17.0 | 16.9 | 10.8  | 8.8   |
| 배당수익률     | 0.0  | 0.0  | 0.0   | 0.0   |
| ROE       | 4.3  | 3.9  | 7.1   | 9.2   |

### 주가 추이



2019년 외형성장에 따른 가동률 증가와 함께 강도높은 수익성 개선 노력으로 3년만에 이익 턴어라운드가 본격화 될 것으로 전망합니다. 중장기적으로 중국 화장품 시장에서 럭셔리 수요 증가에 따른 수혜도 지속될 것으로 기대합니다.

### 올해는 이익 개선의 해

동사는 2014-2016년 국내 업체들의 높은 성장에 따라 내수 물량 공급에 집중해왔으나, 사드사태로 인해 내수 업체 물량이 급격히 둔화되면서 동사 실적 역시 2017년 부진했다. 이후 동사는 다시 수출 물량 회복에 주력하면서 2018년 외형은 고성장했다. 작년 하반기부터는 수익성 개선에 집중하며 이익 성장이 본격화되었다. 2019년 내수업체들의 턴어라운드 지속과 수출 업체들의 꾸준한 물량 증가가 예상된다. 외형 성장에 따른 가동률 증가와 함께 강도높은 수익성 개선 노력으로 3년만에 이익 턴어라운드가 본격화 될 것으로 전망한다. 2019년 매출액 3,017억원(+10.6%), 영업이익 177억원(+187.3%)으로 예상한다.

### 중국 프리미엄 화장품 시장 확대 수혜 지속

동사의 주력 제품은 프리미엄 화장품 용기로서, 최근 중국인을 중심으로 고성장하고 있는 프리미엄 화장품 시장 확대 수혜가 지속될 것으로 예상된다. 더불어 올 해 중국 생산 공장이 본격화된다. 단기적으로는 실적 기여도가 미미하겠으나 중장기적으로 중국 로컬 업체들과의 거래를 확대하며 실적 성장을 지속시켜 나갈 것으로 전망한다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 35,000원 커버리지 개시

연우에 투자의견 Buy와 목표주가 35,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 FWD 실적 추정치에 상장 이후 화장품 주요 종목 평균 PER 배수에 10% 할인을 적용하여 산출하였다. 동사는 프리미엄 화장품 용기 생산 전문 업체로서 이미 유수의 글로벌 업체와 거래를 지속하고 있다. 최근 중국을 중심으로 고성장하고 있는 프리미엄 화장품 시장의 고성장 흐름과 함께 성장할 수 있다. 국내 업체의 턴어라운드 지속과 해외 업체의 수주 물량 증가에 따른 외형성장은 물론, 전년 하반기부터 가시화된 수익성 개선이 올해에도 본격화될 것으로 기대된다. 더불어 올해에 가동이 시작되는 중국 공장을 중심으로 로컬 브랜드 업체에 대한 물량도 중장기적으로 증가할 것으로 전망한다.

[표20] 연우 목표주가

|                | 2018   | 2019E  | 2020E  | 12M. FWD | 비고                              |
|----------------|--------|--------|--------|----------|---------------------------------|
| 지배주주 순이익 (십억원) | 7.4    | 14.1   | 19.9   | 17.0     |                                 |
| 적용 P/E(배)      | 25     | 25     | 25     | 25       | * 화장품 주요 종목<br>평균 P/E 10% 할인 적용 |
| 적정기업가치(십억원)    | 185.5  | 354.4  | 501.4  | 427.9    |                                 |
| 주식수(천주)        | 12,398 | 12,398 | 12,398 | 12,398   |                                 |
| 적정주가(원)        | 15,000 | 29,000 | 40,000 | 35,000   |                                 |

자료: 한화투자증권

[표21] 연우 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

|          | 1Q18   | 2Q18  | 3Q18  | 4Q18     | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2018  | 2019E | 2020E |
|----------|--------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액      | 64.1   | 70.2  | 68.1  | 70.4     | 70.4  | 77.5  | 77.2  | 76.7  | 272.8 | 301.7 | 329.8 |
| growth % | 13.3   | 27.3  | 15.0  | 20.8     | 9.8   | 10.3  | 13.3  | 8.9   | 19.0  | 10.6  | 9.3   |
| 내수       | 37.2   | 35.9  | 31.4  | 34.7     | 40.2  | 38.0  | 33.6  | 37.4  | 139.2 | 149.2 | 160.5 |
| growth % | 1.4    | 21.9  | 15.0  | 3.0      | 8.1   | 5.8   | 6.9   | 7.8   | 9.5   | 7.2   | 7.6   |
| sales %  | 58.0   | 51.2  | 46.1  | 49.3     | 57.1  | 49.1  | 43.5  | 48.8  | 51.0  | 49.5  | 48.7  |
| 수출       | 26.9   | 34.3  | 36.7  | 35.7     | 30.2  | 39.4  | 43.6  | 39.3  | 133.6 | 152.5 | 169.3 |
| growth % | 35.2   | 33.5  | 15.0  | 45.1     | 12.1  | 15.0  | 18.8  | 10.0  | 30.9  | 14.1  | 11.0  |
| sales %  | 42.0   | 48.8  | 53.9  | 50.7     | 42.9  | 50.9  | 56.5  | 51.2  | 49.0  | 50.5  | 51.3  |
| 영업이익     | 1.1    | 2.4   | 1.6   | 1.0      | 3.1   | 6.8   | 3.1   | 4.7   | 6.2   | 17.7  | 24.6  |
| growth % | -53.6  | -19.6 | 5.5   | -50.3    | 193.3 | 177.5 | 92.9  | 352.2 | -31.6 | 187.3 | 38.7  |
| margin % | 1.7    | 3.5   | 2.4   | 1.5      | 4.4   | 8.7   | 4.1   | 6.1   | 2.3   | 5.9   | 7.5   |
| 세전이익     | 1.3    | 3.7   | 2.0   | 1.5      | 2.8   | 6.5   | 2.8   | 4.4   | 8.6   | 16.5  | 23.4  |
| growth % | -392.9 | -31.4 | -19.1 | -2,029.3 | 109.7 | 75.1  | 39.9  | 184.4 | 17.3  | 91.9  | 41.5  |
| margin % | 2.1    | 5.3   | 3.0   | 2.2      | 4.0   | 8.3   | 3.7   | 5.7   | 3.2   | 5.5   | 7.1   |
| 순이익      | 1.2    | 3.1   | 1.7   | 1.3      | 2.4   | 5.5   | 2.4   | 3.7   | 7.4   | 14.1  | 19.9  |
| growth % | -484.2 | -45.5 | -29.8 | -1,723.7 | 99.9  | 76.3  | 39.7  | 186.0 | -5.5  | 91.1  | 41.5  |
| margin % | 1.9    | 4.4   | 2.5   | 1.9      | 3.4   | 7.1   | 3.1   | 4.9   | 2.7   | 4.7   | 6.0   |

자료: 연우, 한화투자증권

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

| 12월 결산        | 2016 | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E |
|---------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액           | 235  | 229   | 273   | 302   | 330   |
| 매출총이익         | 46   | 31    | 30    | 44    | 54    |
| 영업이익          | 25   | 9     | 6     | 18    | 25    |
| EBITDA        | 37   | 23    | 22    | 36    | 44    |
| 순이자손익         | 0    | 0     | -1    | -1    | -1    |
| 외화관련손익        | 1    | -2    | 1     | 0     | 0     |
| 지분법손익         | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 세전계속사업손익      | 26   | 7     | 9     | 17    | 23    |
| 당기순이익         | 21   | 8     | 7     | 14    | 20    |
| 지배주주순이익       | 21   | 8     | 7     | 14    | 20    |
| <b>증가율(%)</b> |      |       |       |       |       |
| 매출액           | 17.8 | -2.2  | 19.0  | 10.5  | 9.3   |
| 영업이익          | 32.0 | -63.8 | -31.6 | 187.3 | 38.7  |
| EBITDA        | 24.8 | -38.4 | -1.4  | 59.3  | 24.0  |
| 순이익           | 36.9 | -62.8 | -5.5  | 91.1  | 41.5  |
| <b>이익률(%)</b> |      |       |       |       |       |
| 매출총이익률        | 19.4 | 13.3  | 10.9  | 14.7  | 16.3  |
| 영업이익률         | 10.6 | 3.9   | 2.3   | 5.9   | 7.5   |
| EBITDA 이익률    | 15.7 | 9.9   | 8.2   | 11.8  | 13.4  |
| 세전이익률         | 11.2 | 3.2   | 3.2   | 5.5   | 7.1   |
| 순이익률          | 8.9  | 3.4   | 2.7   | 4.7   | 6.0   |

현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12월 결산         | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|----------------|------|------|------|-------|-------|
| 영업현금흐름         | 25   | 19   | 11   | 26    | 35    |
| 당기순이익          | 21   | 8    | 7    | 14    | 20    |
| 자산상각비          | 12   | 14   | 16   | 18    | 20    |
| 운전자본증감         | -14  | -4   | -18  | -6    | -5    |
| 매출채권 감소(증가)    | -2   | -3   | -9   | -6    | -4    |
| 재고자산 감소(증가)    | -8   | -1   | 0    | -2    | -3    |
| 매입채무 증가(감소)    | 2    | 2    | -3   | 1     | 2     |
| 투자현금흐름         | -31  | -39  | -35  | -35   | -37   |
| 유형자산처분(취득)     | -34  | -42  | -35  | -32   | -34   |
| 무형자산 감소(증가)    | -1   | -4   | -2   | -3    | -3    |
| 투자자산 감소(증가)    | 1    | 2    | 1    | 0     | 0     |
| 재무현금흐름         | -1   | 16   | 23   | 0     | 0     |
| 차입금의 증가(감소)    | -1   | 16   | 23   | 0     | 0     |
| 자본의 증가(감소)     | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 배당금의 지급        | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 총현금흐름          | 44   | 28   | 32   | 32    | 40    |
| (-)운전자본증감(감소)  | 6    | 5    | 11   | 6     | 5     |
| (-)설비투자        | 34   | 46   | 35   | 32    | 34    |
| (+)자산매각        | -1   | 0    | -1   | -3    | -3    |
| Free Cash Flow | 4    | -23  | -16  | -9    | -1    |
| (-)기타투자        | 6    | -5   | 7    | 0     | 1     |
| 잉여현금           | -3   | -18  | -23  | -9    | -2    |
| NOPLAT         | 20   | 7    | 5    | 15    | 21    |
| (+) Dep        | 12   | 14   | 16   | 18    | 20    |
| (-)운전자본투자      | 6    | 5    | 11   | 6     | 5     |
| (-)Capex       | 34   | 46   | 35   | 32    | 34    |
| OpFCF          | -8   | -30  | -25  | -5    | 2     |

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12월 결산      | 2016       | 2017       | 2018       | 2019E      | 2020E      |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 유동자산        | 91         | 89         | 95         | 93         | 98         |
| 현금성자산       | 35         | 29         | 26         | 17         | 15         |
| 매출채권        | 33         | 36         | 44         | 50         | 54         |
| 재고자산        | 21         | 23         | 23         | 25         | 27         |
| 비유동자산       | 145        | 171        | 191        | 209        | 226        |
| 투자자산        | 16         | 11         | 12         | 12         | 13         |
| 유형자산        | 127        | 154        | 172        | 187        | 202        |
| 무형자산        | 2          | 6          | 7          | 9          | 11         |
| <b>자산총계</b> | <b>236</b> | <b>259</b> | <b>286</b> | <b>302</b> | <b>324</b> |
| 유동부채        | 34         | 50         | 44         | 46         | 48         |
| 매입채무        | 17         | 20         | 17         | 18         | 20         |
| 유동성이자부채     | 8          | 26         | 22         | 22         | 22         |
| 비유동부채       | 23         | 23         | 50         | 50         | 51         |
| 비유동이자부채     | 16         | 14         | 41         | 41         | 41         |
| <b>부채총계</b> | <b>57</b>  | <b>73</b>  | <b>94</b>  | <b>96</b>  | <b>99</b>  |
| 자본금         | 6          | 6          | 6          | 6          | 6          |
| 자본잉여금       | 67         | 67         | 67         | 67         | 67         |
| 이익잉여금       | 106        | 113        | 119        | 133        | 153        |
| 자본조정        | 0          | 0          | -1         | -1         | -1         |
| 자기주식        | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>자본총계</b> | <b>179</b> | <b>186</b> | <b>192</b> | <b>206</b> | <b>226</b> |

주요지표

(단위: 원, 배)

| 12월 결산                 | 2016   | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표                   |        |        |        |        |        |
| EPS                    | 1,687  | 628    | 594    | 1,134  | 1,605  |
| BPS                    | 14,451 | 15,038 | 15,453 | 16,587 | 18,192 |
| DPS                    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| CFPS                   | 3,517  | 2,236  | 2,544  | 2,606  | 3,213  |
| ROA(%)                 | 9.3    | 3.1    | 2.7    | 4.8    | 6.4    |
| ROE(%)                 | 12.4   | 4.3    | 3.9    | 7.1    | 9.2    |
| ROIC(%)                | 12.9   | 3.6    | 2.5    | 6.3    | 8.0    |
| <b>Multiples(x, %)</b> |        |        |        |        |        |
| PER                    | 22.8   | 47.9   | 46.2   | 24.2   | 17.1   |
| PBR                    | 2.7    | 2.0    | 1.8    | 1.7    | 1.5    |
| PSR                    | 2.0    | 1.6    | 1.2    | 1.1    | 1.0    |
| PCR                    | 11.0   | 13.5   | 10.8   | 10.5   | 8.5    |
| EV/EBITDA              | 12.7   | 17.0   | 16.9   | 10.8   | 8.8    |
| 배당수익률                  | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| <b>안정성(%)</b>          |        |        |        |        |        |
| 부채비율                   | 31.8   | 39.0   | 49.2   | 46.8   | 43.8   |
| Net debt/Equity        | -6.1   | 5.9    | 19.1   | 22.2   | 21.1   |
| Net debt/EBITDA        | -29.7  | 48.8   | 164.0  | 128.3  | 107.7  |
| 유동비율                   | 271.6  | 177.7  | 213.7  | 202.8  | 203.9  |
| 이자보상배율(배)              | 57.8   | 15.5   | 5.3    | 12.3   | 17.1   |
| <b>자산구조(%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 투하자본                   | 76.8   | 83.2   | 85.8   | 89.6   | 90.7   |
| 현금+투자자산                | 23.2   | 16.8   | 14.2   | 10.4   | 9.3    |
| <b>자본구조(%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 차입금                    | 11.8   | 17.7   | 24.6   | 23.3   | 21.7   |
| 자기자본                   | 88.2   | 82.3   | 75.4   | 76.7   | 78.3   |