



최장품/패션 이선휘

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

BUY(유지)

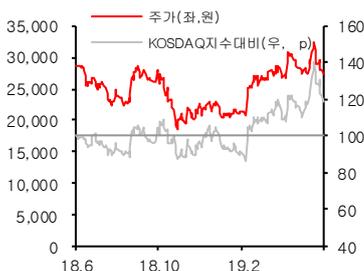
목표주가(12M, 유지)	36,000원
현재주가(6/4)	27,500원

Key Data (기준일: 2019.6.4)	
KOSPI(pt)	2,067
KOSDAQ(pt)	703
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	341
52주 최고/최저(원)	32,800 / 18,300
52주 일간 Beta	0.95
발행주식수(천주)	12,398
평균거래량(3M,천주)	85
평균거래대금(3M,백만원)	2,439
배당수익률(19F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	15.7
주요주주 지분율(%)	
기종현외 2인	61.4
PKG GROUP,LLC	6.8

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.2	1.7	23.9	-4.3
KOSPI 대비 상대수익률	8.0	7.8	24.7	15.6

Company vs KOSPI composite



사상 최대 매출과 함께 수익성 개선 기대

■ 국내 최대 고객사의 수주회복과 함께 영업 레버리지 기대

지난 4월 아모레퍼시픽이 화려함을 선호하는 중국을 겨냥해 설화수의 용기 디자인을 전면 개정할 것이라는 기사가 나온 뒤 연우의 아모레퍼시픽향 신규 수주가 증가한 것으로 파악된다. 아모레퍼시픽이 새롭게 선보이는 용기의 폼프를 연우가 생산하는 것으로 추측된다. 수출 또한 우호적인 환율 영향과 함께 수주가 꾸준히 유지되고 있다.

2분기는 상여 지급이 없는 시기로, 계절적으로 연중 최대 마진을 기록하는 분기이다. 2분기 사상 최대 매출달성이 기대되는 가운데 영업 레버리지로 인해 매출액 대비 노무비 비중은 4월 16.1%까지 하락한 것으로 파악된다(cf. 2018년 2분기 20.9%). 급격히 늘어난 수주로 인해 외주가공비 비중(4월 47.8%, cf. 2019년 1분기 46.5%)은 여전히 높지만, 하반기로 갈수록 외주가공비는 안정화될 예정이다.

3월부터 가동을 시작한 중국 제조공장은 3월 매출 2천만원에서 4월 4천만원으로 매출 규모가 빠르게 성장하고 있다. 중국 3대 브랜드업체 중 하나인 프로야와 거래를 시작했고, 3분기 내에 3개사 모두와 거래를 시작할 것으로 기대된다. 다만 영업 초기 운영비용 증가로 인해 중국 제조법인은 5억원 가량의 영업적자를 기록할 전망이다.

■ 2Q19 Preview: 매출액 794억원(+13.1%yoy), 영업이익 71억원(+192.1%yoy)

연우의 2분기 연결기준 예상 매출액과 영업이익은 각각 794억원(+13.1%yoy, +18.0%qoq), 71억원(+192.1%yoy, +119.1%qoq, 영업이익률 8.9%)을 기록할 전망이다. 4월 신규수주가 사상최대를 기록하면서 2분기 매출에 긍정적인 영향을 끼친 것으로 파악된다. 영업일수 또한 1분기 60일에서 2분기 63일로 늘어나 사상 최대 매출달성이 가능할 전망이다. 수익성 측면에서도 물류 자동화에 따른 생산 효율화로 영업 레버리지가 확대될 것으로 기대한다. 4월에만 정규직 20명, 기간제 10명 인원이 감축되면서 정규직 기준 임직원수가 2018년말 1,568명에서 4월 말 기준 1,525명으로 감소했다. 하반기로 갈수록 운영 효율화로 외주가공비와 인건비가 감소하면서 원가부담은 지속적으로 감소할 전망이다.

■ 투자 의견 BUY, 목표주가 36,000원 유지

연우에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 3만 6천원을 유지한다. 목표주가는 12개월 Fwd. EPS 1,466원에 Target P/E 24.3배를 적용하여 산정했다. Target P/E는 글로벌 Peer인 Aptar Group의 밸류에이션을 동일하게 적용했다. 현재 연우는 역사적 평균 밸류에이션인 20.1배보다도 낮은 12개월 Fwd. P/E 19.0배에서 거래되고 있어 저평가 매력에 있다.

Financial Data

결산기(12월)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	229	273	305	343	377
영업이익(십억원)	9	6	20	25	31
세전계속사업손익(십억원)	7	9	21	26	33
당기순이익(십억원)	8	7	16	20	25
EPS(원)	628	594	1,319	1,608	2,014
증감률(%)	-62.8	-5.5	122.2	21.9	25.3
PER(배)	47.9	38.6	20.9	17.1	13.7
ROE(%)	4.3	3.9	8.2	9.1	10.4
PBR(배)	2.0	1.5	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	17.0	14.3	10.3	8.8	7.6

자료: 유진투자증권



도표 1 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	64.1	70.2	68.2	70.4	67.3	79.4	73.5	84.8	76.8	90.0	82.3	93.7
%yoy	13.2	27.1	15.2	20.9	5.0	13.1	7.8	20.5	14.1	13.4	12.1	10.4
내수	37.2	36.0	31.5	34.7	32.9	42.4	33.5	40.0	36.2	47.3	36.9	43.7
수출	27.0	34.3	36.7	35.7	34.4	36.9	38.5	41.4	38.1	41.2	42.5	45.4
영업이익	1.1	2.4	1.6	1.1	3.2	7.1	3.9	5.5	5.0	8.1	5.3	6.4
%yoy	-54.7	-19.8	5.2	-49.8	205.7	192.1	137.4	428.4	54.9	13.6	36.7	16.0
영업이익률(%)	1.7	3.5	2.4	1.5	4.8	8.9	5.3	6.5	6.5	9.0	6.4	6.9
순이익	1.2	3.1	1.7	1.3	3.0	5.7	3.1	4.5	4.1	6.4	4.3	5.2
%yoy	흑전	-45.5	-29.7	흑전	148.3	83.2	81.7	243.7	38.4	12.2	36.5	15.0
순이익률(%)	1.9	4.4	2.5	1.9	4.4	7.2	4.3	5.3	5.4	7.1	5.2	5.5

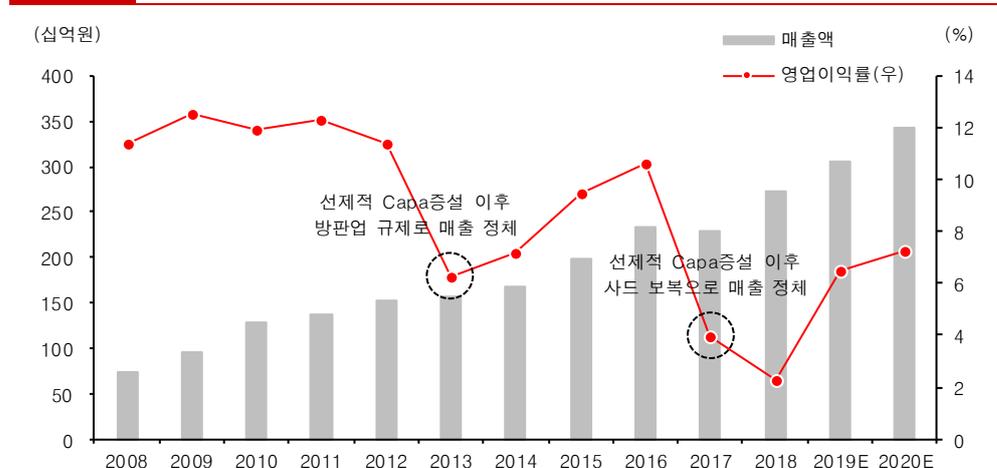
자료: 연우, 유진투자증권

도표 2 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	168.8	199.1	234.6	229.3	272.9	305.0	342.8	376.7
%yoy	7.2	18.0	17.8	-2.2	19.0	11.8	12.4	9.9
내수	86.7	105.0	135.4	127.2	139.3	148.8	164.1	171.7
수출	82.1	94.1	99.2	102.1	133.6	151.1	167.2	184.0
영업이익	12.2	18.9	24.9	9.0	6.2	19.8	24.8	31.4
%yoy	24.2	54.9	31.9	-63.8	-31.5	220.2	25.6	26.4
영업이익률(%)	7.2	9.5	10.6	3.9	2.3	6.5	7.2	8.3
순이익	8.7	15.3	20.9	7.8	7.4	16.3	20.0	25.0
%yoy		76.3	36.9	-62.8	-5.5	122.0	22.4	24.8
순이익률(%)	5.1	7.7	8.9	3.4	2.7	5.4	5.8	6.6

자료: 연우, 유진투자증권

도표 3 2019년은 수확의 시기, 당분간 Capa 증설 일정은 없음



자료: 연우, 유진투자증권



연우(115960.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	259	286	310	332	368
유동자산	89	95	100	106	114
현금성자산	29	26	11	9	8
매출채권	36	44	57	63	69
재고자산	23	23	29	32	35
비유동자산	171	191	210	227	254
투자자산	11	12	12	13	13
유형자산	154	172	192	208	235
기타	6	7	6	6	6
부채총계	73	94	101	104	117
유동부채	50	44	44	46	59
매입채무	20	17	25	27	30
유동성이자부채	26	22	13	13	23
기타	4	6	6	6	6
비유동부채	23	50	58	58	58
비유동이자부채	14	41	51	51	51
기타	8	9	7	7	7
자본총계	186	192	208	228	251
지배지분	186	192	208	228	251
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	67	67	67	67	67
이익잉여금	113	119	135	155	178
기타	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	186	192	208	228	251
총차입금	40	63	64	64	74
순차입금	11.1	36.7	52.2	54.9	66.1

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업현금	19	11	22	34	41
당기순이익	8	7	16	20	25
자산상각비	14	16	19	20	22
기타비현금성손익	2	0	3	0	0
운전자본증감	(4)	(18)	(15)	(6)	(7)
매출채권감소(증가)	(3)	(9)	(15)	(6)	(6)
재고자산감소(증가)	(1)	(0)	(6)	(3)	(3)
매입채무증가(감소)	2	(3)	10	3	3
기타	(2)	(6)	(4)	0	0
투자현금	(39)	(35)	(38)	(37)	(50)
단기투자자산감소	2	1	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	1	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	(46)	(35)	(37)	(36)	(49)
유형자산처분	4	1	0	0	0
무형자산처분	(4)	(2)	(0)	(0)	(0)
재무현금	16	23	1	0	8
차입금증가	16	23	1	0	10
자본증가	0	0	0	0	(2)
배당금지급	0	0	0	0	2
현금 증감	(4)	(2)	(15)	(3)	(1)
기초현금	31	26	24	10	7
기말현금	26	24	10	7	6
Gross Cash flow	28	32	38	41	48
Gross Investment	46	54	53	43	56
Free Cash Flow	(18)	(23)	(16)	(3)	(9)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	229	273	305	343	377
증가율(%)	(2.2)	19.0	11.8	12.4	9.9
매출원가	199	243	259	289	317
매출총이익	31	30	46	53	60
판매 및 일반본분비	22	24	26	29	28
기타영업손익	0	0	(0)	0	0
영업이익	9	6	20	25	31
증가율(%)	(63.8)	(31.6)	220.2	25.7	26.4
EBITDA	23	22	38	45	54
증가율(%)	(38.4)	(1.4)	71.2	17.8	19.3
영업외손익	(2)	2	2	1	1
이자수익	0	0	2	3	3
이자비용	1	1	2	2	2
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(1)	3	2	1	1
세전순이익	7	9	21	26	33
증가율(%)	(71.9)	17.3	148.1	22.7	25.1
법인세비용	(0)	1	5	6	8
당기순이익	8	7	16	20	25
증가율(%)	(62.8)	(5.5)	122.2	21.9	25.3
지배주주지분	8	7	16	20	25
증가율(%)	(62.8)	(5.5)	122.2	21.9	25.3
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	628	594	1,319	1,608	2,014
증가율(%)	(62.8)	(5.5)	122.2	21.9	25.3
수정EPS(원)	628	594	1,319	1,608	2,014
증가율(%)	(62.8)	(5.5)	122.2	21.9	25.3

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	628	594	1,319	1,608	2,014
BPS	15,038	15,453	16,801	18,409	20,222
DPS	0	0	0	200	250
밸류에이션(배,%)					
PER	47.9	38.6	20.9	17.1	13.7
PBR	2.0	1.5	1.6	1.5	1.4
EV/ EBITDA	17.0	14.3	10.3	8.8	7.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.7	0.9
PCR	13.5	9.0	9.1	8.4	7.1
수익성(%)					
영업이익률	3.9	2.3	6.5	7.2	8.3
EBITDA이익률	9.9	8.2	12.5	13.2	14.3
순이익률	3.4	2.7	5.4	5.8	6.6
ROE	4.3	3.9	8.2	9.1	10.4
ROIC	3.6	2.5	6.2	6.9	7.9
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	5.9	19.1	25.0	24.1	26.4
유동비율	177.7	213.7	228.5	228.9	193.4
이자보상배율	15.5	5.3	10.0	12.4	15.5
활동성 (회)					
총자산회전율	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1
매출채권회전율	6.7	6.9	6.0	5.7	5.7
재고자산회전율	10.6	12.0	11.8	11.2	11.2
매입채무회전율	12.3	14.8	14.6	13.2	13.1



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 저작물로서 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	87%
• HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	13%
• REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2019.3.31 기준)

