연우(115960.KQ)

화장품/소비재 담당 이선화
Tel. 368-6152 / leesunhwa@eugenefn.com
화장품/소비재 담당 정소라
Tel. 368-6157 / soraj@eugenefn.com

수출 지역 다변화로 차별화

- **3Q18 Preview: 매출액 685억원(+15.8%yoy), 영업이익 38억원(+144.3%yoy)**
  연우의 3분기 연결기준 매출액 685억원(+15.8%yoy, -2.5%qoq), 영업이익 38억원(+144.3%yoy, +54.7%qoq, 영업이익률 5.5%)을 전망한다. '1억불 수출의 탑' 수상에 이어 3분기에도 수출 비중 50% 이상을 유지하면서 유럽, 미주, 아시아 등으로 판로를 넓혀 안정적인 매출 성장이 기대된다. 특히 중국법인의 매출 성장세가 가파른데, 1분기 7억원, 2분기 17억원에 이어 3분기에는 20억원 이상 매출 달성이 가능해 보인다.
  외형성장에 따른 영업 레버리지로 영업이익률은 1분기 1.7%, 2분기 3.5%에 이어 3분기에는 5.5%를 기록할 전망이다. 3분기는 여름휴가, 추석연휴 정기상여(약 15억원)가 지급되는 시기로, 정기상여 지출이 없는 4분기 영업이익률은 보다 개선된 7.6%를 예상한다.

- **의료기기 생산환경 인증으로 제품 믹스 확대**
  연우는 클린룸 등을 정비하여 연내 제조공장의 글로벌 의료기기 생산환경 인증 취득을 목표로 하고 있다. 의료기기 생산환경 인증을 취득하게 되면 제약용기(비염 노즐 스프레이, 콘택트렌즈 용기 등)를 생산할 수 있게 된다. 제품 믹스가 화장품 용기에서 제약 용기로 확대되는 것이다. 2017년 기준 글로벌 1위 플라스틱 용기 제조업체인 Aptar Group의 제약용기 영업이익률은 29% 수준으로 전체 매출의 33%가 제약용기에서 발생한다. **연우의 제품 믹스가 화장품 용기뿐만 아니라 제약용기까지 확대된다면 대량생산을 통한 영업이익의 개선을 기대할 수 있다.**

- **투자의견 BUY, 목표주가 34,000원 유지**
  연우에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 34,000원을 유지한다. 지속적으로 수출 물량이 증가하는 가운데 하반기 물류 자동화 시스템이 본격적으로 가동되면서 생산성이 개선됨에 따라 매출 성장과 영업 레버리지가 기대된다.

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	34,000원
현재주가(10/1)	27,900원

Key Data (기준일: 2018. 10. 1)

KOSPI(pt)	2,339
KOSDAQ(pt)	817
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	346
52주 최고/최저(원)	36,000 / 22,050
52주 일간 Beta	1.80
발행주식수(천주)	12,398
평균거래량(3M,천주)	46
평균거래대금(3M,백만원)	1,184
배당수익률(18F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	13.2
주요주주 지분율(%)	
기중현외 1인	61.0
PKG GROUP,LLC	2,339

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.9	4.1	-5.1	8.6
KOSPI 대비상대수익률	-0.8	4.3	1.2	-16.5

Earnings Summary

결산기(12월) (단위: 십억원)	3Q18E 예상치	3Q18E qoq (%,%p)	3Q18E yoy (%,%p)	시장 전망치	4Q18E 예상치	4Q18E qoq (%,%p)	4Q18E yoy (%,%p)	2017	2018E 예상치	2018E yoy (%,%p)	2019E 예상치	2019E yoy (%,%p)
매출액	68	-2.5	15.8	68	71	3.1	21.2	229	273	19.3	311	13.7
영업이익	4	54.7	144.3	4	5	42.4	156.3	9	13	40.2	25	101.0
세전이익	4	8.4	59.2	5	6	41.5	흑전	7	15	100.1	27	80.7
순이익	3	2.7	29.9	4	5	41.5	흑전	8	12	54.8	21	76.4
OP Margin	5.5	2.0	2.9	5.3	7.6	2.1	4.0	3.9	4.6	0.7	8.2	3.5
NP Margin	4.7	0.2	0.5	6.3	6.4	1.7	6.6	3.4	4.4	1.0	6.8	2.4
EPS(원)	1,033	2.7	29.9	1,032	1,462	41.5	흑전	628	972	54.8	1,715	76.4
BPS(원)	15,645	1.7	3.7	15,733	16,010	2.3	6.5	15,038	16,010	6.5	17,725	10.7
ROE(%)	6.6	0.1	1.3	6.6	9.1	2.5	9.3	4.3	6.3	2.0	10.2	3.9
PER(X)	27.0	-	-	27.0	19.1	-	-	47.9	28.7	-	16.3	-
PBR(X)	1.8	-	-	1.8	1.7	-	-	2.0	1.7	-	1.6	-

자료: 유진투자증권
주: EPS, ROE는 annualized 기준

도표 26 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	56.6	55.3	59.2	58.2	64.1	70.2	68.5	70.6	72.0	80.1	77.7	81.0
%yoy	3.2	-12.5	-0.8	2.4	13.2	27.1	15.8	21.2	12.2	14.1	13.5	14.8
내수	37	30	27	34	37	36	37	36	41	41	42	41
수출	20	26	32	25	27	34	31	35	30	39	36	40
영업이익	2.3	3.0	1.5	2.1	1.1	2.4	3.8	5.4	5.3	6.7	6.5	6.8
%yoy	-60.1	-70.2	-72.2	-36.6	-54.6	-19.6	144.3	156.3	400.1	176.4	73.3	26.9
영업이익률	4.1	5.5	2.6	3.6	1.7	3.5	5.5	7.6	7.4	8.4	8.4	8.4
순이익	-0.3	5.7	2.5	-0.1	1.2	3.1	3.2	4.5	4.4	5.6	5.5	5.8
%yoy	적자전환	-30.0	-17.1	적자전환	흑자전환	-45.5	29.9	흑자전환	262.6	81.1	71.4	27.1
순이익률	-0.6	10.3	4.2	-0.1	1.9	4.4	4.7	6.4	6.1	7.0	7.1	7.1

자료: 연우, 유진투자증권

도표 27 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %yoy, %)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	138	152	157	169	199	235	229	273	311	343
영업이익	17	17	10	12	19	25	9	13	25	33
매출성장률	7.4	10.5	3.6	7.2	18.0	17.8	-2.3	19.3	13.7	10.3
영업이익성장률	10.5	2.4	-43.4	24.5	54.9	31.6	-63.8	40.2	101.0	28.2
영업이익률	12.3	11.4	6.2	7.2	9.5	10.6	3.9	4.6	8.2	9.5

자료: 연우, 유진투자증권

연우(115960.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2018F	2020F
자산총계	**236**	**259**	**288**	**322**	**362**
유동자산	91	89	101	135	177
현금성자산	35	29	30	54	88
매출채권	33	36	41	47	52
재고자산	21	23	29	33	36
비유동자산	145	171	187	187	185
투자자산	16	11	12	13	14
유형자산	127	154	169	168	166
기타	2	6	6	6	6
부채총계	**57**	**73**	**90**	**103**	**116**
유동부채	34	50	51	64	76
매입채무	17	20	23	27	29
유동성이자부채	8	26	24	33	43
기타	9	4	4	4	4
비유동부채	23	23	39	39	39
비유동이자부채	16	14	29	29	29
기타	7	8	9	10	10
자본총계	**179**	**186**	**198**	**220**	**247**
지배지분	179	186	198	220	247
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	67	67	67	67	67
이익잉여금	106	113	125	147	174
기타	0	(0)	(0)	(0)	(0)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**179**	**186**	**198**	**220**	**247**
총차입금	24	40	53	62	72
순차입금	(11)	11	23	8	(16)

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2018F	2020F
매출액	**235**	**229**	**273**	**311**	**343**
증가율(%)	17.8	(2.2)	19.3	13.7	10.3
매출원가	189	199	237	258	281
매출총이익	**46**	**31**	**36**	**53**	**62**
판매 및 일반관리비	21	22	24	28	29
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	**25**	**9**	**13**	**25**	**33**
증가율(%)	32.0	(63.8)	40.2	101.0	28.2
EBITDA	**37**	**23**	**29**	**42**	**49**
증가율(%)	24.8	(38.4)	26.8	46.3	16.6
영업외손익	**1**	**(2)**	**2**	**1**	**1**
이자수익	0	0	0	1	1
이자비용	0	1	1	1	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	1	(1)	3	2	2
세전순이익	**26**	**7**	**15**	**27**	**34**
증가율(%)	37.2	(71.9)	100.1	80.7	26.6
법인세비용	5	(0)	3	5	7
당기순이익	**21**	**8**	**12**	**21**	**27**
증가율(%)	36.9	(62.8)	54.8	76.4	26.6
지배주주지분	21	8	12	21	27
증가율(%)	36.9	(62.8)	54.8	76.4	26.6
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	**1,687**	**628**	**972**	**1,715**	**2,171**
증가율(%)	30.2	(62.8)	54.8	76.4	26.6
수정EPS(원)	1,687	628	972	1,715	2,171
증가율(%)	30.2	(62.8)	54.8	76.4	26.6

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2018F	2020F
영업현금	**25**	**19**	**20**	**31**	**39**
당기순이익	21	8	12	21	27
자산상각비	12	14	16	17	16
기타비현금성손익	(0)	2	3	0	0
운전자본증감	(14)	(4)	(10)	(7)	(5)
매출채권감소(증가)	(2)	(3)	(5)	(6)	(4)
재고자산감소(증가)	(8)	(1)	(6)	(4)	(3)
매입채무증가(감소)	2	2	3	3	3
기타	(6)	(2)	(2)	0	0
투자현금	**(31)**	**(39)**	**(33)**	**(17)**	**(15)**
단기투자자산감소	1	2	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	(0)	1	(0)	(0)	(0)
설비투자	(34)	(46)	(32)	(16)	(14)
유형자산처분	0	4	0	0	0
무형자산처분	(1)	(4)	(1)	(0)	(0)
재무현금	**(1)**	**16**	**13**	**9**	**10**
차입금증가	(1)	16	13	9	10
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	**(7)**	**(4)**	**0**	**24**	**34**
기초현금	38	31	26	27	51
기말현금	31	26	27	51	85
Gross Cash flow	44	28	31	38	44
Gross Investment	46	46	43	23	20
Free Cash Flow	**(3)**	**(18)**	**(11)**	**15**	**24**

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2018F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,687	628	972	1,715	2,171
BPS	14,451	15,038	16,010	17,725	19,897
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	22.8	47.9	28.7	16.3	12.8
PBR	2.7	2.0	1.7	1.6	1.4
EV/ EBITDA	12.7	17.0	12.9	8.4	6.7
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	11.0	13.5	11.0	9.0	7.9
수익성(%)					
영업이익율	10.6	3.9	4.6	8.2	9.5
EBITDA이익율	15.7	9.9	10.5	13.5	14.3
순이익율	8.9	3.4	4.4	6.8	7.9
ROE	12.4	4.3	6.3	10.2	11.5
ROIC	12.9	3.6	4.9	9.0	11.4
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(6.1)	5.9	11.8	3.8	(6.4)
유동비율	271.6	177.7	197.1	212.4	232.2
이자보상배율	57.8	15.5	12.6	19.7	22.0
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
매출채권회전율	7.4	6.7	7.1	7.0	6.9
재고자산회전율	13.8	10.6	10.7	10.1	9.9
매입채무회전율	14.3	12.3	12.6	12.4	12.2

자료: 유진투자증권