

연우 (115960)

3년만에 이익 턴어라운드 기대



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

Buy (신규)

목표주가(신규): 35,000원

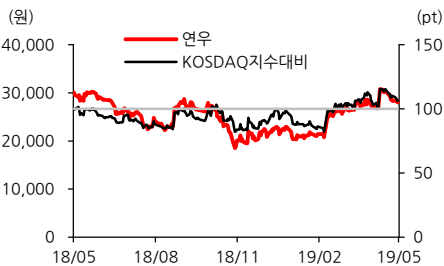
현재 주가(5/3)	27,450원
상승여력	▲ 27.5%
시가총액	3,403억원
발행주식수	12,398천주
52 주 최고가 / 최저가	31,550 / 18,500원
90 일 일평균 거래대금	27.67억원
외국인 지분율	15.8%
주주 구성	
가중현(외 1인)	60.3%
PKG Group, LLC	7.9%
황창희	0.1%

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 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
증가율(%)					
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
이익률(%)					
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
자산총계	236	259	286	302	324
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
부채총계	57	73	94	96	99
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
자본총계	179	186	192	206	226

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
Multiples(x, %)					
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
안정성(%)					
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
자산구조(%)					
투하자본	76.8	83.2	85.8	89.6	90.7
현금+투자자산	23.2	16.8	14.2	10.4	9.3
자본구조(%)					
차입금	11.8	17.7	24.6	23.3	21.7
자기자본	88.2	82.3	75.4	76.7	78.3