

연우(115960.KQ)



최장품/소재 담당 이선화

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

시장 Consensus 대비(영업이익 기준)

Above	In-line	Below
	○	

BUY(유지)

목표주가(12M, 상향)	36,000원
현재주가(5/14)	28,350원

Key Data

KOSPI(pt)	2,082
KOSDAQ(pt)	710
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	351
52주 최고/최저(원)	32,050 / 18,300
52주 일간 Beta	1.08
발행주식수(천주)	12,398
평균거래량(3M,천주)	84
평균거래대금(3M,백만원)	2,344
배당수익률(19F, %)	0.7
외국인 지분율(%)	15.4
주요주주 지분율(%)	
기종현외 2인	61.4

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.8	12.1	45.4	0.2
KOSPI 대비 상대수익률	-0.3	16.4	39.6	17.5

Earnings Summary(IFRS 연결기준)

(단위: 십억원, %, %p)	1Q19P				2Q19F			2018	2019F		2020F		
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq		yoy	예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	67	68	-0.5	69	-3.1	79	18.0	13.1	273	300	10.1	331	10.3
영업이익	3	3	3.8	3	-3.4	7	118.8	190.3	6	20	220.3	24	19.6
세전이익	4	3	20.1	3	27.0	7	93.1	99.4	9	22	151.0	25	15.3
순이익	3	3	13.3	3	-3.7	6	112.1	103.1	7	18	144.1	21	15.3
영업이익률	4.8	4.6	0.2	4.8	0.0	8.9	4.1	5.4	2.3	6.6	4.3	7.1	0.6
순이익률	4.4	3.9	0.5	4.5	0.0	8.0	3.5	3.5	2.7	6.0	3.3	6.3	0.3
EPS(원)	963	850	13.3	968	-0.5	2,042	112.1	103.1	594	1,449	144.1	1,671	15.3
BPS(원)	15,694	15,666	0.2	15,703	-0.1	16,204	3.3	5.3	15,453	16,902	9.4	18,374	8.7
ROE(%)	6.1	5.4	0.7	6.2	0.0	12.6	6.5	6.1	3.9	9.0	5.1	9.5	0.5
PER(X)	29.4	33.4	-	29.3	-	13.9	-	-	38.6	19.6	-	17.0	-
PBR(X)	1.8	1.8	-	1.8	-	1.7	-	-	1.5	1.7	-	1.5	-

자료: 연우, 유진투자증권
주: EPS는 annualized 기준

1Q19 Review: 가파른 수익성 개선

■ 목표주가 33,000원 → 36,000원으로 9.1% 상향, 투자의견 BUY 유지
연우에 대한 목표주가를 기존 33,000원에서 9.1% 상향 조정한 36,000원으로 수정 제시하고, 투자의견은 기존과 같이 BUY를 유지한다. 목표주가 상향은 3월부터 중국공장이 가동함에 따라 Capa 증설효과를 반영하고, 생산 효율화를 통한 수익성 개선을 고려하여 2019년과 2020년 순이익 추정치를 각각 13.9%, 4.6% 상향한 데 기인한다.

■ 1Q19 Review: 매출액 673억원(+4.9%yoy), 영업이익 32억원(+203.4%yoy)
연우의 1분기 연결기준 매출액은 673억원(+4.9%yoy, -4.4%qoq), 영업이익은 32억원(+203.4%yoy, +187.8%qoq, 영업이익률 4.8%)으로 영업이익 기준 유진 추정치 31억원과 시장 전망치 34억원에 부합했다. 영업이익률이 3.1%p yoy, 3.2%p qoq 개선됐는데, 물류 자동화시스템 안정화와 생산인력 운영 효율화로 원가율이 개선되었기 때문이다. 매출액 대비 외주가공비 비중은 46.5%로 여전히 높은 편이지만, 생산 효율화와 규모의 경제를 통해 영업이익률이 가파르게 개선되고 있다.

3월부터는 중국 제조공장이 가동을 시작했다. 1분기 중국 제조법인의 매출액은 2천억원 수준으로 기여도가 미미하지만, 현지 제조공장 설립 이후 영업법인의 영업력이 확대된 것으로 파악된다. 그동안 상해권에서만 고객사의 수주를 받았다면, 이제는 그 외 지역과도 미팅을 진행 중이다. 이에 중국 수출규모가 1Q18 8억원, 4Q18 31억원에서 1Q19 34억원으로 크게 증가했는데, 향후 이 물량을 현지에서 소화하면서 외형성장에 기여할 전망이다.

■ 2Q19 Preview: 2분기 연중 최대 마진 기대, 수주 증가세 확인
2분기는 상여 지급이 없는 시기로, 계절적으로 연중 최대 마진을 기록하는 분기이다. 이처럼 상여금 부담이 없는 상태에서 4월 연우는 사상 최대 규모의 수주를 유치, 2분기에 사상 최대 매출을 달성할 것으로 예상된다. 생산인력은 물류 자동화로 인해 자연 감소하고 있어 영업 레버리지 효과가 기대된다.

하반기로 갈수록 외주가공비 비중도 줄어들 전망이다. 생산 효율성이 올라오고 있는 가운데, 3분기는 전통적으로 외주가공비 비중이 가장 적은 때이다. 영업 레버리지와 함께 물류 자동화시스템 안정화와 생산인력 운영 효율화로 외주가공비 및 인건비 절약을 통한 수익성 개선이 기대된다.



도표 1 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억 원, %)	수정 전		수정 후		차이	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	300.1	330.8	300.4	331.2	0.1	0.1
영업이익	18.6	23.6	19.8	23.6	6.0	0.2
지배주주순이익	15.8	19.8	18.0	20.7	13.9	4.6

자료: 유진투자증권

도표 2 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	56.6	55.3	59.2	58.2	64.1	70.2	68.2	70.4	67.3	79.4	72.6	81.1
%yoy	3.2	-12.5	-0.8	2.4	13.2	27.1	15.2	20.9	4.9	13.1	6.5	15.2
내수	37	30	27	34	37	36	31	35	33	41	34	40
수출	20	26	32	25	27	34	37	36	34	39	38	41
영업이익	2.3	3.0	1.5	2.1	1.1	2.4	1.6	1.1	3.2	7.1	3.8	5.7
%yoy	-60.1	-70.2	-72.2	-36.6	-54.6	-19.6	5.5	-46.4	203.4	190.3	132.0	405.7
영업이익률	4.1	5.5	2.6	3.6	1.7	3.5	2.4	1.6	4.8	8.9	5.2	7.0
순이익	-0.3	5.7	2.5	-0.1	1.2	3.1	1.7	1.4	3.0	6.3	3.6	5.1
%yoy	적자전환	-30.0	-17.1	적자전환	흑자전환	-45.5	-29.8	흑자전환	148.1	103.1	106.8	270.9
순이익률	-0.6	10.3	4.2	-0.1	1.9	4.4	2.5	1.9	4.4	8.0	4.9	6.3

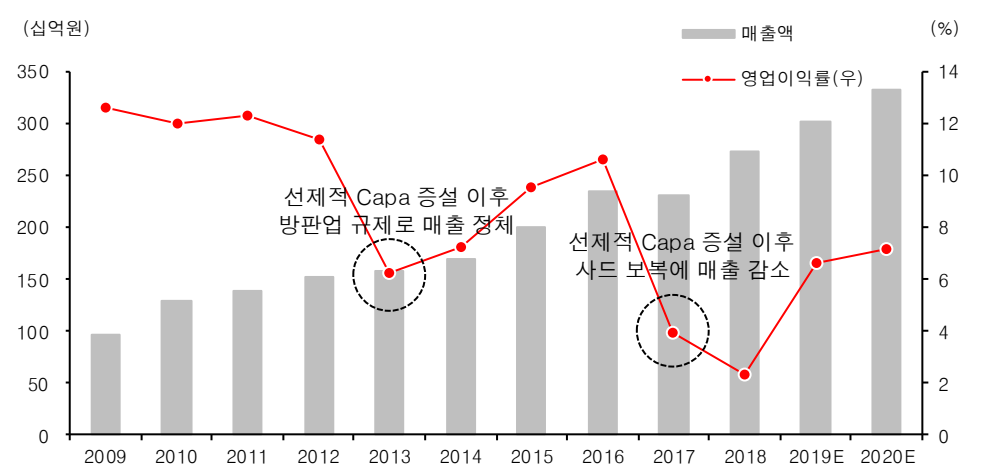
자료: 연우, 유진투자증권

도표 3 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %yoy, %)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	138	152	157	169	199	235	229	273	300	331
영업이익	17	17	10	12	19	25	9	6	20	24
매출성장률	7.4	10.5	3.6	7.2	18.0	17.8	-2.3	19.0	10.1	10.3
영업이익성장률	10.5	2.4	-43.4	24.5	54.9	31.6	-63.8	-30.6	216.1	19.6
영업이익률	12.3	11.4	6.2	7.2	9.5	10.6	3.9	2.3	6.6	7.1

자료: 연우, 유진투자증권

도표 4 Capa 증설 일정에 따라 마진이 크게 변동



자료: 연우, 유진투자증권



연우(115960.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
자산총계	236	259	286	316	346
유동자산	91	89	95	124	154
현금성자산	35	29	26	40	63
매출채권	33	36	44	52	57
재고자산	21	23	23	30	33
비유동자산	145	171	191	192	192
투자자산	16	11	12	12	13
유형자산	127	154	172	171	168
기타	2	6	7	9	11
부채총계	57	73	94	106	119
유동부채	34	50	44	56	68
매입채무	17	20	17	20	21
유동성이자부채	8	26	22	31	41
기타	9	4	6	6	6
비유동부채	23	23	50	50	51
비유동이자부채	16	14	41	41	41
기타	7	8	9	9	10
자본총계	179	186	192	210	228
지배지분	179	186	192	210	228
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	67	67	67	67	67
이익잉여금	106	113	119	137	155
기타	0	(0)	(1)	(1)	(1)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	179	186	192	210	228
총차입금	24	40	63	72	82
순차입금	(11)	11	37	32	18

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
영업현금	25	19	11	24	32
당기순이익	21	8	7	18	21
자산상각비	12	14	16	17	17
기타비(현금성손익)	(0)	2	8	0	0
운전자본증감	(14)	(4)	(18)	(12)	(6)
매출채권감소(증가)	(2)	(3)	(9)	(8)	(5)
재고자산감소(증가)	(8)	(1)	(0)	(7)	(3)
매입채무증가(감소)	2	2	(3)	3	2
기타	(6)	(2)	(6)	0	0
투자현금	(31)	(39)	(35)	(19)	(17)
단기투자자산감소	1	2	1	(0)	(0)
장기투자증권감소	(0)	1	0	(0)	(0)
설비투자	(34)	(46)	(35)	(15)	(13)
유형자산처분	0	4	1	0	0
무형자산처분	(1)	(4)	(2)	(3)	(3)
재무현금	(1)	16	23	9	8
차입금증가	(1)	16	23	9	10
자본증가	0	0	0	0	(2)
배당금지급	0	0	0	0	2
현금 증감	(7)	(4)	(2)	14	23
기초현금	38	31	26	24	38
기말현금	31	26	24	38	61
Gross Cash flow	44	28	32	35	38
Gross Investment	46	46	54	30	23
Free Cash Flow	(3)	(18)	(23)	5	16

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	235	229	273	300	331
증가율(%)	17.8	(2.2)	19.0	10.1	10.3
매출원가	189	199	243	256	280
매출총이익	46	31	30	45	51
판매 및 일반본분비	21	22	24	25	28
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	25	9	6	20	24
증가율(%)	32.0	(63.8)	(31.6)	220.3	19.6
EBITDA	37	23	22	37	41
증가율(%)	24.8	(38.4)	(1.4)	65.0	10.4
영업외손익	1	(2)	2	2	1
이자수익	0	0	0	1	1
이자비용	0	1	1	2	2
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	1	(1)	3	2	2
세전순이익	26	7	9	22	25
증가율(%)	37.2	(71.9)	17.3	151.0	15.3
법인세비용	5	(0)	1	4	4
당기순이익	21	8	7	18	21
증가율(%)	36.9	(62.8)	(5.5)	144.1	15.3
지배주주지분	21	8	7	18	21
증가율(%)	36.9	(62.8)	(5.5)	144.1	15.3
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	1,687	628	594	1,449	1,671
증가율(%)	30.2	(62.8)	(5.5)	144.1	15.3
수정EPS(원)	1,687	628	594	1,449	1,671
증가율(%)	30.2	(62.8)	(5.5)	144.1	15.3

주요투자지표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,687	628	594	1,449	1,671
BPS	14,451	15,038	15,453	16,902	18,374
DPS	0	0	0	200	250
밸류에이션(배,%)					
PER	22.8	47.9	47.8	19.6	17.0
PBR	2.7	2.0	1.8	1.7	1.5
EV/ EBITDA	12.7	17.0	17.4	10.4	9.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.7	0.9
PCR	11.0	13.5	11.1	9.9	9.2
수익성(%)					
영업이익률	10.6	3.9	2.3	6.6	7.1
EBITDA이익률	15.7	9.9	8.2	12.3	12.3
순이익률	8.9	3.4	2.7	6.0	6.3
ROE	12.4	4.3	3.9	9.0	9.5
ROIC	12.9	3.6	2.5	7.0	8.0
인정성(배,%)					
순차입금/자가지분	(6.1)	5.9	19.1	15.1	8.1
유동비율	271.6	177.7	213.7	220.1	227.0
이자보상배율	57.8	15.5	5.3	12.4	15.6
활동성(회)					
총자산회전율	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
매출채권회전율	7.4	6.7	6.9	6.3	6.1
재고자산회전율	13.8	10.6	12.0	11.4	10.6
매입채무회전율	14.3	12.3	14.8	16.5	16.1



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 당사에게 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/투자조건 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자조건 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)

과거 2년간 투자조건 및 목표주가 변동내역				과리율(%)		연우(115960.KQ) 증가 및 목표주가 추이
추천일자	투자조건	목표가(원)	목표가/대상사점	평균주가 대비	최고(최저) 증가(감)대비	
2017-04-11	Buy	38,000	1년	-18.8	-5.1	
2017-04-17	Buy	38,000	1년	-18.6	-5.1	
2017-04-27	Buy	38,000	1년	-18.8	-5.1	
2017-05-16	Hold	38,000	1년	-19.8	-5.1	
2017-05-22	Buy	38,000	1년	-20.8	-6.7	
2017-06-13	Buy	38,000	1년	-24.4	-15.8	
2017-06-26	Buy	38,000	1년	-25.9	-19.7	
2017-08-14	Buy	35,000	1년	-23.0	-3.9	
2017-09-29	Buy	35,000	1년	-15.3	-3.9	
2017-11-15	Buy	40,000	1년	-19.8	-12.0	
2018-01-03	Buy	40,000	1년	-17.7	-12.0	
2018-01-23	Buy	40,000	1년	-15.1	-12.0	
2018-01-29	Buy	40,000	1년	-16.9	-12.3	
2018-02-06	Hold	34,000	1년	-17.7	3.1	
2018-04-05	Hold	34,000	1년	-19.6	3.1	
2018-05-16	Hold	34,000	1년	-23.0	-11.0	
2018-06-01	Hold	34,000	1년	-24.3	-15.4	
2018-06-14	Hold	34,000	1년	-25.0	-15.4	
2018-08-16	Buy	34,000	1년	-22.5	-15.4	
2018-10-03	Buy	34,000	1년	-24.6	-19.6	
2018-10-18	Buy	30,000	1년	-31.2	-22.2	
2018-11-15	Buy	25,000	1년	-6.9	14.4	
2018-11-26	Buy	25,000	1년	-6.0	14.4	
2018-12-27	Buy	25,000	1년	-3.7	14.4	
2019-03-27	Buy	33,000	1년	-13.9	-6.8	
2019-05-15	Buy	36,000	1년			