



# 연우 (115960)

2분기도 호실적 예상!

▶ Analyst 손호주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610

## Buy (유지)

목표주가(유지): 35,000 원

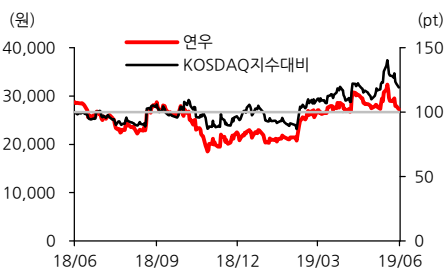
현재 주가(6/4)	27,500원
상승여력	▲ 27.3%
시가총액	3,409억원
발행주식수	12,398천주
52 주 최고가 / 최저가	32,350 / 18,500원
90 일 일평균 거래대금	24.45억원
외국인 지분율	15.7%
주주 구성	
기중현(외 1인)	60.3%
PKG Group, LLC	7.9%
항창희	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.2	1.7	23.9	-4.3
상대수익률(KOSDAQ)	8.0	7.8	24.7	15.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	229	273	298	327
영업이익	9	6	19	26
EBITDA	23	22	37	46
지배주주순이익	8	7	15	19
EPS	628	594	1,170	1,571
순차입금	11	37	41	42
PER	47.9	38.6	23.5	17.5
PBR	2.0	1.5	1.7	1.5
EV/EBITDA	17.0	14.3	10.4	8.4
배당수익률	-	-	-	-
ROE	4.3	3.9	7.3	9.0

### 주가 추이



1 분기에 이어 2 분기에도 호실적이 전망됩니다. 외형성장에 따른 가동률 증가와 함께 강도높은 수익성 개선노력으로 올 한해 이익 턴어라운드 가 본격화될 것으로 예상합니다.

### 2Q19 실적, 외형과 이익 모두 좋을 것으로 예상

2Q19 매출액 786억원(+11.9%, yoy), 영업이익 68억원(+179.8%, yoy)으로 1분기에 이어 호실적을 기록할 것으로 전망한다. 실적호조를 예상하는 이유는 국내 고객사들의 공격적인 신제품 출시에 따른 생산물량 증가가 전망되기 때문이다. 최근 동사는 수익성 개선에 집중하며 고정비용을 절감해오고 있다. 외형성장의 확대로 고정비용 절감 효과가 더욱 극대화될 것으로 전망한다.

### 프리미엄 화장품 시장 성장의 수혜 지속

동사의 주력제품은 프리미엄 화장품 용기로서, 실적 역시 최근 고성장하고 있는 프리미엄 화장품 시장 성장과 같은 흐름을 보일 것으로 예상된다. 더불어 올 해 중국 생산 공장이 본격화된다. 올 한해에는 실적 기여도가 미미하겠으나 중장기적으로 중국 로컬 업체들과의 거래를 확대하며 실적 성장을 지속시켜 나갈 것으로 전망한다.

### 올해는 이익 개선의 한 해

동사는 2014~2016년 국내 화장품 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. 그러나 CAPA 확장 작업에서 일부 차질이 생기면서 수익성은 오히려 더 부진했다. 작년 하반기부터는 정상화가 되면서 1분기 수익성 개선이 본격화되었다. 2019년 내수업체들의 공격적인 확장 지속과 수출 업체들의 꾸준한 물량 증가로 9%대의 안정적인 외형성장을 예상한다. 외형성장에 따른 가동률 증가와 함께 강도높은 수익성 개선 노력으로 3년만에 이익 턴어라운드 가 본격화 될 것으로 전망한다. 단기적으로 실적 안정성이 높다고 판단되어 투자 의견 Buy와 목표주가 35,000원을 유지한다.

[표1] 연우 2Q19 실적 추정치 컨센서스와 비교

(단위: 십억 원)

연우	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E (a)	yy	q-q	컨센서스(b)	차이(a/b-1)
매출액	70.2	68.2	70.4	67.3	78.6	11.9	16.8	78.5	0.1
영업이익	2.4	1.6	1.0	3.2	6.8	179.8	110.9	6.5	5.1
순이익	3.1	1.7	1.3	3.0	5.2	66.8	74.2	5.8	-10.7
영업이익률(%)	3.5	2.4	1.5	4.8	8.7			8.3	0.4
순이익률(%)	4.4	2.5	1.9	4.4	6.6			7.4	-0.8

자료: Dataguide, 한화투자증권

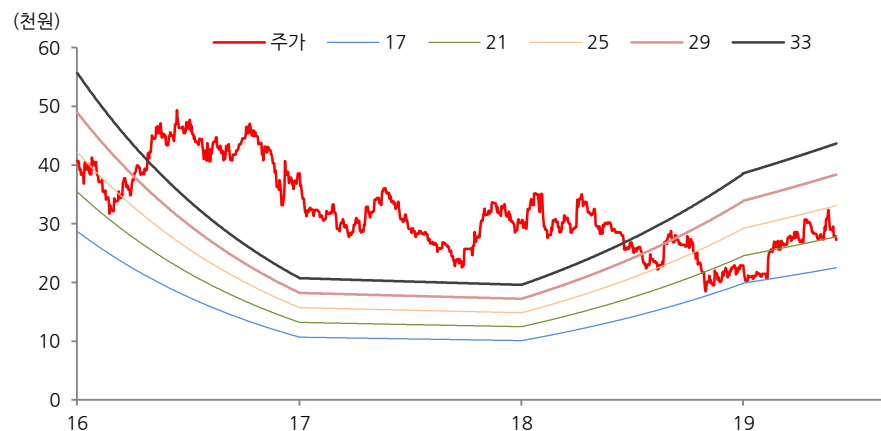
[표2] 연우 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	64.1	70.2	68.1	70.4	67.3	78.6	76.8	75.7	272.8	298.5	326.6
growth %	13.3	27.3	15.0	20.8	5.0	11.9	12.8	7.6	19.0	9.4	9.4
내수	37.2	35.9	31.4	34.7	32.9	39.7	33.2	36.5	139.2	142.3	153.1
growth %	1.4	21.9	15.0	3.0	-11.6	10.5	5.9	5.0	9.5	2.2	7.6
sales %	58.0	51.2	46.1	49.3	48.8	50.5	43.3	48.1	51.0	47.7	46.9
수출	26.9	34.3	36.7	35.7	34.4	38.9	43.6	39.3	133.6	156.2	173.4
growth %	35.2	33.5	15.0	45.1	28.0	13.5	18.8	10.0	30.9	16.9	11.0
sales %	42.0	48.8	53.9	50.7	51.2	49.5	56.7	51.9	49.0	52.3	53.1
영업이익	1.1	2.4	1.6	1.0	3.2	6.8	3.4	5.2	6.2	18.7	25.7
growth %	-53.6	-19.6	5.5	-50.3	203.4	179.8	110.7	398.3	-31.6	202.5	37.9
margin %	1.7	3.5	2.4	1.5	4.8	8.7	4.5	6.8	2.3	6.2	7.9
세전이익	1.3	3.7	2.0	1.5	3.8	6.5	3.1	4.8	8.6	18.2	24.3
growth %	-392.9	-31.4	-19.1	-2029.3	182.4	75.3	51.8	212.2	17.3	111.1	33.7
margin %	2.1	5.3	3.0	2.2	5.7	8.2	4.0	6.4	3.2	6.1	7.5
순이익	1.2	3.1	1.7	1.3	3.0	5.2	2.5	3.9	7.4	14.5	19.5
growth %	-484.2	-45.5	-29.8	-1723.7	148.1	66.1	42.6	195.6	-5.5	97.0	34.3
margin %	1.9	4.4	2.5	1.9	4.4	6.6	3.2	5.1	2.7	4.9	6.0

자료: 연우, 한화투자증권

[그림1] 연우 12M FWD PER 밴드 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권

[ 재무제표 ]

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	235	229	273	298	327
매출총이익	46	31	30	44	53
영업이익	25	9	6	19	26
EBITDA	37	23	22	37	46
순이자손익	0	0	-1	-1	-1
외화관련손익	1	-2	1	1	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	26	7	9	18	24
당기순이익	21	8	7	15	19
지배주주순이익	21	8	7	15	19
<b>증가율(%)</b>					
매출액	17.8	-2.2	19.0	9.4	9.4
영업이익	32.0	-63.8	-31.6	202.5	37.9
EBITDA	24.8	-38.4	-1.4	65.1	23.8
순이익	36.9	-62.8	-5.5	97.0	34.3
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	19.4	13.3	10.9	14.7	16.4
영업이익률	10.6	3.9	2.3	6.2	7.9
EBITDA 이익률	15.7	9.9	8.2	12.4	14.0
세전이익률	11.2	3.2	3.2	6.1	7.5
순이익률	8.9	3.4	2.7	4.9	6.0

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	25	19	11	29	36
당기순이익	21	8	7	15	19
자산상각비	12	14	16	18	20
운전자본증감	-14	-4	-18	-5	-4
매출채권 감소(증가)	-2	-3	-9	-8	-4
재고자산 감소(증가)	-8	-1	0	-2	-3
매입채무 증가(감소)	2	2	-3	9	2
투자현금흐름	-31	-39	-35	-34	-36
유형자산처분(취득)	-34	-42	-35	-33	-35
무형자산 감소(증가)	-1	-4	-2	0	0
투자자산 감소(증가)	1	2	1	0	0
재무현금흐름	-1	16	23	1	0
차입금의 증가(감소)	-1	16	23	1	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	44	28	32	35	40
(-)운전자본증감(감소)	6	5	11	1	4
(-)설비투자	34	46	35	34	35
(+)자산매각	-1	0	-1	0	0
Free Cash Flow	4	-23	-16	0	0
(-)기타투자	6	-5	7	4	0
잉여현금	-3	-18	-23	-5	0
NOPLAT	20	7	5	15	21
(+) Dep	12	14	16	18	20
(-)운전자본투자	6	5	11	1	4
(-)Capex	34	46	35	34	35
OpFCF	-8	-30	-25	-2	1

주: IFRS 연결 기준

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	91	89	95	100	106
현금성자산	35	29	26	23	22
매출채권	33	36	44	51	55
재고자산	21	23	23	25	27
비유동자산	145	171	191	207	223
투자자산	16	11	12	12	13
유형자산	127	154	172	189	205
무형자산	2	6	7	6	5
<b>자산총계</b>	<b>236</b>	<b>259</b>	<b>286</b>	<b>307</b>	<b>329</b>
유동부채	34	50	44	43	46
매입채무	17	20	17	24	26
유동성이자부채	8	26	22	13	13
비유동부채	23	23	50	58	58
비유동이자부채	16	14	41	51	51
<b>부채총계</b>	<b>57</b>	<b>73</b>	<b>94</b>	<b>101</b>	<b>104</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>

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
<b>주당지표</b>					
EPS	1,687	628	594	1,170	1,571
BPS	14,451	15,038	15,453	16,620	18,191
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	3,517	2,236	2,544	2,824	3,205
ROA(%)	9.3	3.1	2.7	4.9	6.1
ROE(%)	12.4	4.3	3.9	7.3	9.0
ROIC(%)	12.9	3.6	2.5	6.2	8.0
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	22.8	47.9	38.6	23.5	17.5
PBR	2.7	2.0	1.5	1.7	1.5
PSR	2.0	1.6	1.0	1.1	1.0
PCR	11.0	13.5	9.0	9.7	8.6
EV/EBITDA	12.7	17.0	14.3	10.4	8.4
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	31.8	39.0	49.2	48.9	46.0
Net debt/Equity	-6.1	5.9	19.1	19.9	18.4
Net debt/EBITDA	-29.7	48.8	164.0	111.3	90.9
유동비율	271.6	177.7	213.7	232.2	232.4
이자보상배율(배)	57.8	15.5	5.3	11.8	16.3
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	76.8	83.2	85.8	87.7	88.5
현금+투자자산	23.2	16.8	14.2	12.3	11.5
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	11.8	17.7	24.6	23.6	22.0
자기자본	88.2	82.3	75.4	76.4	78.0

[ Compliance Notice ]

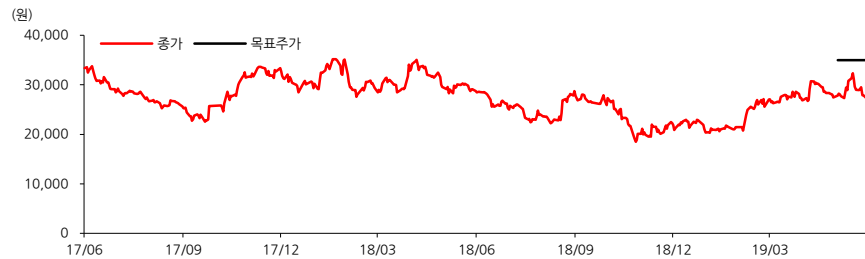
(공표일: 2019년 6월 5일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (손호주)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 연우 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자 의견 변동 내역 ]

일시	2019.05.07	2019.05.07	2019.06.05		
투자 의견	담당자 변경	Buy	Buy		
목표 가격	손호주	35,000	35,000		

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.05.07	Buy	35,000		

[ 종목 투자 등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류 에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자 의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자 등급 부여 비중 ]

(기준일: 2019년 03월 31일)

투자 등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.4%	12.6%	0.0%	100.0%