



2021년 03월 31일 | Equity Research

연우 (115960)

돌아서는 폭이 남다르다

1분기 영업이익 YoY 80% 증가 전망

1분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 11%, 80% 성장한 690억원과 48억원 수준으로 1분기 기준 역대 최대 실적이 가능할 전망이다. 시장기대치(OP 40억원)을 상당히 넘어서는 양호한 실적이다. 내수 매출이 YoY 8%, 수출 매출이 YoY 16% 증가하면서 외형 성장을 견인할 전망이다. 국내 메이저 브랜드향 매출이 2019년 수준을 넘어서고, 중소형 브랜드/OEM 업체향 매출이 크게 증가할 것으로 보인다. 무엇보다 수출 매출이 빠르게 회복하고 있는 게 인상적인데, 미국 M사향 매출이 큰 폭 증가하고, 유럽 향 매출이 회복세로 돌아섰기 때문이다. 재고/생산관리 효율화로 고정비 부담이 완화하면서 영업이익률은 7%(YoY +2.7%p)까지 상승할 것으로 기대한다.

2분기 성수기 효과 더 클 듯

중국을 중심으로 국내외 화장품 업황 회복이 본격화되면서 2분기 성수기 효과는 더 클 것으로 예상된다. 업황 회복이 메이저 브랜드부터 시작, OEM과 중소형 브랜드 업체들로 빠르게 확산하고 있다. 전체 매출의 30%를 넘게 차지하고 있는 국내 메이저 A사와 L사의 대 중국 브랜드력/사업 확대는 연우 실적 턴어라운드의 핵심이다. 아울러, 매출의 25%를 차지하고 있는 미주 사업에서 대형 바이어향 매출 확대는 올해 연간 실적 전망치를 한단계 올리는 역할을 하게 될 것으로 보인다. 2분기는 성수기로 매출 규모가 가장 큰 분기이며, 명절 상여금이 없기 때문에 영업이익률이 가장 높은 시기다. 2분기 연결 매출과 영업이익은 각각 YoY 32%, 100% 증가한 780억원과 93억원(OPM 12%) 수준까지 올라갈 전망이다.

목표주가 2.9→3.2만원, 투자익권 '매수' 유지

실적 추정치 및 업황 회복기를 감안 적정 밸류에이션을 12MF PER 18.5배→20배로 상향 조정하면서 목표주가를 3.2만원으로 올린다. i) 압도적 화장품 용기 기술력과 펌프 용기 시장 점유율을 기반으로 ii) 중국을 중심으로 국내외 화장품 업황 회복 수혜가 클 것으로 예상되며, iii) 전년도 재고/생산 사업구조조정 효과로 수익성 개선 폭이 클 것으로 예상된다. 현재 12MF PER 15.3배로 비중확대가 유효하다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 32,000원(상향) | CP(3월30일): 24,950원

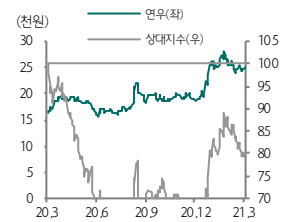
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	958.06
52주 최고/최저(원)	28,000/15,600
시가총액(십억원)	309.3
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	12,398.0
60일 평균 거래량(천주)	108.5
60일 평균 거래대금(십억원)	2.7
20년 배당금(원)	160
20년 배당수익률(%)	0.82
외국인지분율(%)	18.66
주요주주 지분율(%)	
기중연 외 2인	60.38
PKG Group, LLC	16.13
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(2.2) 25.7 48.5
상대	(6.7) 11.3 (16.0)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	252.0	289.6
영업이익(십억원)	14.7	25.3
순이익(십억원)	11.6	19.7
EPS(원)	974	1,581
BPS(원)	17,735	19,218

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	십억원	272.9	294.6	251.2	295.6	324.7
영업이익	십억원	6.2	22.5	16.0	26.7	33.1
세전이익	십억원	8.6	22.5	14.4	24.2	30.8
순이익	십억원	7.4	16.8	11.4	18.9	24.0
EPS	원	594	1,355	917	1,525	1,935
증감율	%	(5.41)	128.11	(32.32)	66.30	26.89
PER	배	38.55	17.23	20.94	16.36	12.89
PBR	배	1.48	1.38	1.09	1.31	1.20
EV/EBITDA	배	14.34	7.56	7.12	4.97	3.77
ROE	%	3.89	8.37	5.31	8.31	9.72
BPS	원	15,453	16,906	17,664	19,029	20,804
DPS	원	0	160	160	160	160



Analyst 박종대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 서연정
02-3771-7552
hjs0214@hanafn.com

표 1. 연우 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

1분기 연결 매출과 영업이익 각각
전년 동기대비 11%, 80% 성장한
690억원과 48억원 수준 전망

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020년	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2021년
매출	62	59	63	67	251	69	78	75	74	296
내수	35	32	33	39	138	37	42	38	41	159
수출	27	27	30	28	113	32	35	36	33	137
영업이익	3	5	2	7	16	5	9	6	7	27
순이익	3	4	1	3	11	3	7	4	5	19
영업이익률(%)	4.3	7.9	3.1	10.0	6.4	7.0	12.0	8.0	8.8	9.0
순이익률(%)	8.9	11.4	4.1	8.6	4.5	8.9	16.1	11.0	11.2	6.4
매출(YoY,%)	-7.9	-26.4	-15.3	-7.7	-14.7	11.3	31.6	17.4	11.7	17.7
내수	5.2	-25.5	-6.9	8.5	-5.8	7.5	33.0	15.0	6.9	15.0
수출	-20.4	-27.4	-22.8	-23.6	-23.6	16.0	30.0	20.0	18.2	21.0
영업이익(YoY,%)	-17.1	-47.2	-67.1	52.2	-28.9	80.3	99.7	200.4	-1.5	66.8
순이익(YoY,%)	2.6	-46.8	-65.9	10.3	-32.3	7.5	87.0	208.1	39.6	66.2

자료: 연우, 하나금융투자

표 2. 연우 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

2021년 매출과 영업이익은 각각
YoY 18%, 67% 성장한
2,956억원, 267억원으로 추정

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	295	251	296	325	352
내수	147	138	159	172	184
수출	148	113	137	153	168
매출총이익	47	36	47	55	62
영업이익	22	16	27	33	40
세전이익	23	14	24	31	38
당기순이익	17	11	19	24	29
적정시가총액	321	353	389	427	470
주식수(천주)	12,398	12,398	12,398	12,398	12,398
적정주가(원)	25,905	28,495	31,345	34,479	37,927
적정PER(배)	19	31	21	18	16
EPS(원)	1,355	917	1525	1935	2370
YoY %					
매출액	7.9	-14.7	17.7	9.8	8.4
내수	5.4	-5.8	15.0	8.0	7.0
수출	10.6	-23.6	21.0	12.0	10.0
영업이익	264.6	-28.9	66.8	24.3	20.8
당기순이익	128.2	-32.3	66.2	26.9	22.5
영업이익률	7.6	6.4	9.0	10.2	11.4
세전이익률	7.6	5.7	8.2	9.5	10.7
순이익률	5.7	4.5	6.4	7.4	8.3

자료: 연우, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	272.9	294.6	251.2	295.6	324.7
매출원가	243.1	247.7	215.2	248.3	270.0
매출총이익	29.8	46.9	36.0	47.3	54.7
판매비	23.7	24.4	19.9	20.7	21.6
영업이익	6.2	22.5	16.0	26.7	33.1
금융손익	0.4	(0.9)	(3.4)	(3.3)	(3.3)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.0	0.9	1.8	0.9	0.9
세전이익	8.6	22.5	14.4	24.2	30.8
법인세	1.3	5.7	3.1	5.3	6.8
계속사업이익	7.4	16.8	11.4	18.9	24.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	7.4	16.8	11.4	18.9	24.0
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	7.4	16.8	11.4	18.9	24.0
지배주주지분포괄이익	5.1	18.0	11.4	18.9	24.0
NOPAT	5.3	16.8	12.6	20.8	25.9
EBITDA	22.4	40.7	32.1	40.9	45.7
성장성(%)					
매출액증가율	19.01	7.95	(14.73)	17.68	9.84
NOPAT증가율	(44.21)	216.98	(25.00)	65.08	24.52
EBITDA증가율	(1.32)	81.70	(21.13)	27.41	11.74
영업이익증가율	(31.11)	262.90	(28.89)	66.88	23.97
(지배주주)순이익증가율	(5.13)	127.03	(32.14)	65.79	26.98
EPS증가율	(5.41)	128.11	(32.32)	66.30	26.89
수익성(%)					
매출총이익률	10.92	15.92	14.33	16.00	16.85
EBITDA이익률	8.21	13.82	12.78	13.84	14.07
영업이익률	2.27	7.64	6.37	9.03	10.19
계속사업이익률	2.71	5.70	4.54	6.39	7.39

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	594	1,355	917	1,525	1,935
BPS	15,453	16,906	17,664	19,029	20,804
CFPS	2,544	3,965	2,537	3,145	3,519
EBITDAPS	1,803	3,287	2,590	3,299	3,688
SPS	22,014	23,763	20,258	23,843	26,191
DPS	0	160	160	160	160
주가지표(배)					
PER	38.55	17.23	20.94	16.36	12.89
PBR	1.48	1.38	1.09	1.31	1.20
PCFR	9.00	5.89	7.57	7.93	7.09
EV/EBITDA	14.34	7.56	7.12	4.97	3.77
PSR	1.04	0.98	0.95	1.05	0.95
재무비율(%)					
ROE	3.89	8.37	5.31	8.31	9.72
ROA	2.70	5.78	3.91	6.38	7.52
ROIC	2.86	8.57	6.71	12.07	16.14
부채비율	49.15	41.18	30.41	30.04	28.56
순부채비율	19.14	8.83	(5.71)	(16.13)	(26.74)
이자보상배율(배)	5.31	14.51	13.08	26.30	32.68

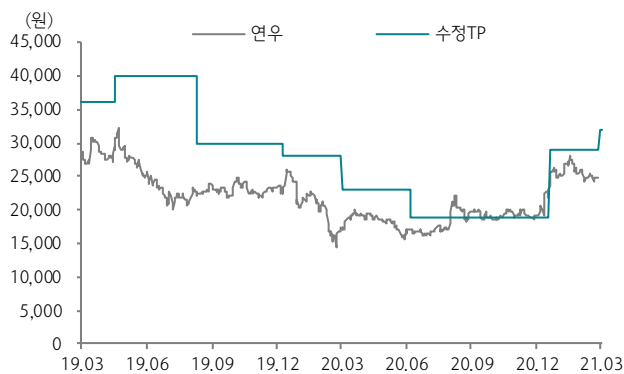
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	94.8	99.8	105.7	141.0	178.4
금융자산	25.9	35.0	50.5	76.0	107.0
현금성자산	24.2	32.4	48.2	73.4	104.0
매출채권	41.8	42.0	35.8	42.2	46.3
재고자산	22.8	18.2	15.5	18.2	20.0
기타유동자산	4.3	4.6	3.9	4.6	5.1
비유동자산	191.0	196.1	179.9	165.7	153.2
투자자산	0.0	0.6	0.5	0.6	0.7
금융자산	0.0	0.6	0.5	0.6	0.7
유형자산	172.4	179.2	163.8	150.2	138.2
무형자산	6.7	5.6	4.9	4.2	3.7
기타비유동자산	11.9	10.7	10.7	10.7	10.6
자산총계	285.8	295.9	285.6	306.8	331.6
유동부채	44.4	61.0	41.9	45.5	47.8
금융부채	21.6	33.0	17.5	17.5	17.5
매입채무	10.1	11.0	9.4	11.0	12.1
기타유동부채	12.7	17.0	15.0	17.0	18.2
비유동부채	49.8	25.4	24.6	25.4	25.9
금융부채	41.0	20.5	20.5	20.5	20.5
기타비유동부채	8.8	4.9	4.1	4.9	5.4
부채총계	94.2	86.3	66.6	70.9	73.7
지배주주지분	191.6	209.6	219.0	235.9	257.9
자본금	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
자본잉여금	67.0	67.0	67.0	67.0	67.0
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(0.5)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
이익잉여금	119.0	136.7	146.1	163.0	185.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	191.6	209.6	219.0	235.9	257.9
순금융부채	36.7	18.5	(12.5)	(38.1)	(69.0)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	10.9	43.6	28.3	32.3	36.0
당기순이익	7.4	16.8	11.4	18.9	24.0
조정	2	3	2	1	1
감가상각비	16.2	18.3	16.1	14.2	12.6
외환거래손익	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(14.4)	(15.6)	(14.1)	(13.2)	(11.6)
영업활동 자산부채 변동	(18.3)	(2.2)	0.8	(0.8)	(0.5)
투자활동 현금흐름	(34.8)	(26.3)	0.5	(0.5)	(0.3)
투자자산감소(증가)	0.5	(0.6)	0.1	(0.1)	(0.1)
자본증가(감소)	(34.6)	(25.4)	0.0	0.0	0.0
기타	(0.7)	(0.3)	0.4	(0.4)	(0.2)
재무활동 현금흐름	22.6	(9.2)	(17.6)	(2.0)	(2.0)
금융부채증가(감소)	22.5	(9.1)	(15.6)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.1	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	(2.0)	(2.0)	(2.0)
현금의 증감	(2.1)	8.2	15.8	25.2	30.7
Unlevered CFO	31.5	49.2	31.5	39.0	43.6
Free Cash Flow	(24.4)	17.8	28.3	32.3	36.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

연우



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.3.31	BUY	32,000		
21.1.20	BUY	29,000	-11.63%	-3.45%
20.7.7	Neutral	19,000	-0.80%	21.32%
20.4.1	BUY	23,000	-20.54%	-13.48%
20.1.8	BUY	28,000	-25.87%	-7.14%
19.9.9	BUY	30,000	-23.39%	-17.00%
19.5.16	BUY	40,000	-38.71%	-19.13%
19.2.11	BUY	36,000	-23.37%	-14.58%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.49%	6.51%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 03월 30일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 3월 31일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2021년 3월 31일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.