연우 (115960)

1Q21 Preview: 매출 회복과 수익성 개선이 동시에

더 많은 리포트 보기

2021년 4월 14일

유통/화장품 Analyst 박신애
02-6114-2930 shinay.park@kbfg.com

목표주가 35,000원으로 6% 상향

투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 35,000원으로 6% 상향한다. 2021년 및 2022년 영업이익 추정치를 각각 7%, 3% 상향조정한 영향이다. 전방 시장이 코로나19를 뒤로하고 점차 회복되는 가운데, 국내 대표 고가 화장품들의 용기를 주로 제조하는 연우의 매출도 완연한 회복세를 보이고 있다. 지난 수년간 자동화 설비 확대, 인건비 효율화 (급여+외주가공비 절감) 등을 통해 원가율을 개선시켜온 바, 매출이 회복될 때에 수익성이 빠르게 정상화될 수 있는 비용 구조도 갖춰져 있다. 올해 8%대의 영업이익률 달성이 기대된다.

1Q21 Preview: 매출 회복과 비용 절감 효과로 영업이익 105% 성장 예상. 영업이익이 컨센서스를 20% 상회할 전망

1Q21 연결 매출액은 688억원 (+11% YoY), 영업이익은 55억원 (+105% YoY)을 나타내면서, 매출은 컨센서스에 부합하고 영업이익은 20% 상회할 것으로 예상된다. 영업이익률은 3.7%p YoY 크게 개선된 8.0%를 달성할 것으로 기대된다. 생산 효율성이 증대되면서 원가율이 2.0%p 개선되고, 비용 절감 효과로 판관비율도 1.7%p 개선될 것으로 추정했다. ① **국내 (별도)** 매출액은 685억원 (+12% YoY), 영업이익은 55억원 (+71% YoY, OPM 8.0%)으로 예상된다. 내수 매출이 10% 성장할 전망인데, 국내 1~2위 고객사들向 매출뿐 아니라 중소형 고객사들 매출도 회복세를 나타낸 것으로 판단된다. 또한 그간 중소형 고객사 다각화를 위해 노력한 결과 신규 고객사들도 유입된 것으로 파악된다. 한편, 수출 매출은 15% 성장하면서 6개 분기만에 성장세로 돌아설 전망이다. 미국 매출이 정상화되고 있는 반면에, 유럽은 아직 부진한 실적 흐름이 계속되는 모습이다. ② **중국 법인** 매출은 28억원 (+97% YoY, -37% QoQ)을 나타낼 것으로 추정된다. 주요 고객사의 제품 리뉴얼이 지연되면서 매출이 일시적으로 부진한 영향이다.

2021년 매출액 +18%, 영업이익 +60% 전망

2021년 매출액은 2,974억원 (+18% YoY), 영업이익은 256억원 (+60% YoY)을 나타낼 것으로 전망된다. 별도 부문은 국내외 업황 개선과 상위 고객사들의 주문 호조에 힘입어 매출액과 영업이익이 각각 18%, 52% 성장할 것으로 예상된다. 중국 법인 매출액은 180억원 (+36% YoY)을 나타내고, 현지 생산량이 증가하면서 흑자 전환에 성공할 것으로 기대된다.

Buy 유지

목표주가 (상향, 원)	35,000
Dividend yield* (%)	0.7
Total return (%)	20.2
현재가 (4/14, 원)	29,300
Consensus target price (원)	33,000
시가총액 (억원)	3,633

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

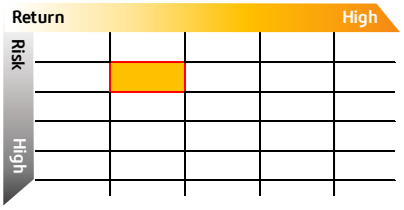
Trading Data

Free float (%)	38.5
거래대금 (3m, 십억원)	3.0
외국인 지분율 (%)	18.6
주요주주 지분율 (%)	기중현 외 2 인 60.4
	PKG Group, LLC 16.1

Stock Price Performance

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	17.7	29.6	52.6	51.8
시장대비 상대수익률	7.4	25.3	29.6	-8.7

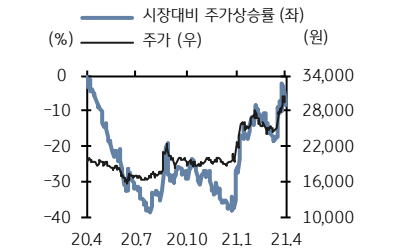
Risk & Total Return (annualized over three years)



Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액 (십억원)	251	297	326	349
영업이익 (십억원)	16	26	28	31
지배주주순이익 (십억원)	11	21	23	25
EPS (원)	917	1,691	1,862	2,011
증감률 (%)	-32.3	84.4	10.1	8.0
P/E (x)	20.9	17.3	15.7	14.6
EV/EBITDA (x)	6.6	7.7	7.0	6.4
P/B (x)	1.1	1.5	1.4	1.3
ROE (%)	5.3	9.2	9.3	9.3
배당수익률 (%)	1.0	0.7	0.7	0.8

Stock Price & Relative Performance



자료: 연우, KB증권

투자의견과 위험요소 점검

Bull-case Scenario	38,000원 (12M Fwd EPS X P/E 22배)
Base-case Scenario (목표주가)	35,000원 (12M Fwd EPS X P/E 20배)
현재주가	29,300원
Bear-case Scenario	26,000원 (12M Fwd EPS X P/E 15배)

Base-case Scenario: 향후 주가 동인
1) 국내 매출액 2020E~23E CAGR +11%
2) 중국 매출액 2020E~23E CAGR +29%

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소
1) 국내 매출액 2020E~23E CAGR +11%를 상회
2) 중국 매출액 2020E~23E CAGR +29%를 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소
1) 국내 매출액 2020E~23E CAGR +11%를 하회
2) 중국 매출액 2020E~23E CAGR +29%를 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	287.6	316.8	297.4	326.4	3.4	3.0
영업이익	23.9	27.5	25.6	28.4	7.1	3.3
지배주주순이익	19.8	22.5	21.0	23.1	6.1	2.7

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	297.4	326.4	292.7	325.2	1.6	0.4
영업이익	25.6	28.4	25.7	31.4	-0.1	-9.5
지배주주순이익	21.0	23.1	19.9	24.3	5.2	-4.9

자료: FnGuide, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

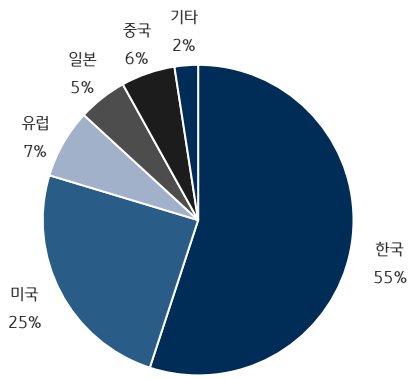
1) 밸류에이션 사용기준:
DCF Valuation

2) 목표주가 산정:
WACC 6.91%, 영구성장률 1.6% 가정

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
38,000원 ~ 26,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
12M Fwd Implied P/E 20.1배, P/B 1.78배

매출액 구성 (%)



자료: KB증권 추정
주: 2020년 기준

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2021E	2022E
CPI 1%p 상승 시	+0.06	+0.07
GDP 1%p 상승 시	+0.05	+0.06

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	12M Fwd P/E	EPS 2-yr CAGR	12M Fwd ROE	12M Fwd P/B	12M Fwd EV/EBITDA	EBITDA 2-yr CAGR
연우	368.8	17.1	42.5	1.51	8.9	7.7	16.1
코스맥스	1,205.9	21.0	235.1	2.94	14.0	12.3	19.5
한국콜마	1,331.7	18.8	-29.9	1.32	7.0	8.9	13.8

자료: KB증권 추정

표 1. 연우: 1Q21E KB증권 추정치 vs. 컨센서스 (연결기준)

(십억원)	1Q21E KB증권	1Q20	YoY (%)	4Q20	QoQ (%)	1Q21E 컨센서스	컨센서스 대비 (%)	2021E KB증권	YoY (%)	2021E 컨센서스	컨센서스 대비 (%)
매출액	68.8	62.0	11.0	66.7	3.2	68.7	0.2	297.4	18.4	292.7	1.6
영업이익	5.5	2.7	105.3	6.7	-17.3	4.6	20.4	25.6	60.4	25.7	-0.1
세전이익	6.1	4.0	53.4	4.1	48.9	4.7	29.9	28.0	93.6	25.8	8.4
순이익 (지배)	4.6	3.1	48.9	3.3	37.4	3.3	39.6	21.0	84.3	19.9	5.2
영업이익률 (%)	8.0	4.3		10.0		6.6		8.6		8.8	
세전이익률 (%)	8.8	6.4		6.1		6.8		9.4		8.8	
순이익률 (%)	6.6	4.9		5.0		4.8		7.1		6.8	

자료: 연우, FnGuide, KB증권 추정

표 2. 연우: 실적 추정 변경 내역

(십억원)		변경 전			변경 후			변경률 (%)		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
매출액		287.6	316.8	341.7	297.4	326.4	349.4	3.4	3.0	2.3
영업이익		23.9	27.5	30.8	25.6	28.4	30.8	7.1	3.3	-0.0
세전이익		26.3	30.0	33.4	28.0	30.8	33.2	6.1	2.7	-0.4
순이익 (지배)		19.8	22.5	25.0	21.0	23.1	24.9	6.1	2.7	-0.4
EPS (원)		1,594	1,813	2,018	1,691	1,862	2,011	6.1	2.7	-0.4
YoY (%)	매출액	14.5	10.2	7.8	18.4	9.7	7.1			
	영업이익	49.8	14.9	12.0	60.4	10.8	8.5			
	세전이익	82.4	13.8	11.3	93.6	10.1	8.0			
	순이익 (지배)	73.7	13.8	11.3	84.3	10.1	8.0			
	EPS	73.7	13.8	11.3	84.3	10.1	8.0			
영업이익률 (%)		8.3	8.7	9.0	8.6	8.7	8.8			
세전이익률 (%)		9.2	9.5	9.8	9.4	9.4	9.5			
순이익률 (지배, %)		6.9	7.1	7.3	7.1	7.1	7.1			

자료: 연우, KB증권 추정

주: 2021년 2월 16일 추정치 대비 변경 내역임

표 3. 연우: 실적 추정 및 전망 (연결 기준)

(십억원)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E	2023E
연결 매출		62.0	59.0	63.5	66.7	68.8	79.8	74.8	73.9	294.6	251.2	297.4	326.4	349.4
별도		61.1	57.9	61.6	65.1	68.5	78.4	72.2	71.0	292.4	245.7	290.2	313.5	333.4
내수		34.6	31.8	33.1	38.8	38.0	44.5	38.1	40.7	146.8	138.2	161.3	172.0	180.6
수출		26.5	26.1	28.5	26.4	30.5	33.9	34.1	30.3	145.6	107.4	128.9	141.5	152.9
중국 법인		1.4	3.3	4.1	4.4	2.8	4.3	5.3	5.6	14.1	13.3	18.0	24.7	28.7
연결조정		-0.5	-2.2	-2.2	-2.9	-2.5	-2.9	-2.7	-2.7	-11.9	-7.8	-10.8	-11.8	-12.7
YoY (%)	연결 매출	-7.9	-26.4	-15.3	-7.7	11.0	35.3	17.9	10.9	7.9	-14.7	18.4	9.7	7.1
	별도	-9.4	-28.3	-16.3	-7.9	12.2	35.5	17.3	9.0	7.5	-16.0	18.1	8.0	6.4
	내수	5.2	-25.5	-6.9	8.5	10.0	40.0	15.0	5.0	5.4	-5.8	16.7	6.6	5.0
	수출	-23.3	-31.5	-25.1	-24.6	15.0	30.0	20.0	15.0	9.8	-26.2	20.0	9.8	8.0
	중국 법인	-44.3	46.4	-1.3	-13.0	96.6	28.6	29.7	26.3	100.8	-5.6	35.5	37.2	16.0
비중 (%)	연결 매출	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	별도	98.5	98.1	97.0	97.7	99.6	98.2	96.5	96.1	99.3	97.8	97.6	96.1	95.4
	내수	55.8	53.8	52.2	58.1	55.3	55.7	50.9	55.0	49.8	55.0	54.2	52.7	51.7
	수출	42.7	44.2	44.8	39.5	44.3	42.5	45.6	41.0	49.4	42.8	43.3	43.4	43.7
	중국 법인	2.3	5.7	6.4	6.6	4.1	5.4	7.1	7.6	4.8	5.3	6.1	7.6	8.2
연결조정 비율 (%)		-0.8	-3.6	-3.3	-4.1	-3.5	-3.5	-3.5	-3.5	-4.0	-3.1	-3.6	-3.6	-3.6
연결 매출총이익		7.8	9.4	8.3	10.5	10.0	14.1	12.0	10.9	46.9	35.9	47.0	52.3	56.7
YoY (%)		-14.3	-40.0	-31.0	3.3	28.7	50.6	45.0	3.9	57.0	-23.3	30.9	11.3	8.4
매출총이익률 (%)		12.5	15.9	13.0	15.8	14.5	17.7	16.0	14.8	15.9	14.3	15.8	16.0	16.2
연결 영업이익		2.7	4.7	2.0	6.7	5.5	9.1	5.9	5.1	22.5	16.0	25.6	28.4	30.8
별도		3.2	4.9	2.0	6.6	5.5	9.0	5.9	5.0	24.2	16.7	25.4	28.0	30.3
중국 법인		-0.59	-0.26	-0.08	0.07	-0.01	0.03	0.04	0.04	-1.73	-0.85	0.11	0.25	0.34
연결조정		0.06	0.01	0.02	0.02	0.03	0.05	0.03	0.03	-0.02	0.11	0.13	0.14	0.15
YoY (%)	연결 영업이익	-17.1	-47.2	-67.1	52.2	105.3	94.9	198.5	-23.1	264.6	-28.9	60.4	10.8	8.5
	별도	-13.0	-49.0	-67.8	43.1	71.3	83.5	186.4	-23.1	281.3	-31.0	51.9	10.3	8.2
	중국 법인	적지	적지	적지	흑전	적지	흑전	흑전	-34.1	적지	적지	흑전	118.2	39.2
영업이익률 (%)	연결 영업이익	4.3	7.9	3.1	10.0	8.0	11.4	7.9	6.9	7.6	6.4	8.6	8.7	8.8
	별도	5.2	8.5	3.3	10.1	8.0	11.5	8.1	7.1	8.3	6.8	8.8	8.9	9.1
	중국 법인	-41.1	-7.7	-1.8	1.5	-0.3	0.8	0.8	0.8	-12.3	-6.4	0.6	1.0	1.2
연결조정 비율 (%)		2.4	0.2	0.8	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	-0.1	0.7	0.5	0.5	0.5
연결 세전이익		4.0	4.7	1.7	4.1	6.1	9.7	6.5	5.7	22.5	14.4	28.0	30.8	33.2
YoY (%)		4.0	-49.3	-68.6	0.8	53.4	106.1	283.0	39.4	161.3	-35.9	93.6	10.1	8.0
세전이익률 (%)		6.4	8.0	2.7	6.1	8.8	12.1	8.7	7.7	7.6	5.7	9.4	9.4	9.5
연결 순이익		3.1	3.6	1.4	3.3	4.6	7.3	4.9	4.3	16.8	11.4	21.0	23.1	24.9
YoY (%)		2.6	-46.8	-65.9	10.3	48.9	99.6	259.7	28.7	128.2	-32.3	84.3	10.1	8.0
순이익률 (%)		4.9	6.2	2.1	5.0	6.6	9.1	6.5	5.8	5.7	4.5	7.1	7.1	7.1
별도		3.3	3.4	1.4	3.1					19.3	11.2			
중국 법인		-0.02	-0.01	0.06	-0.01					-0.38	-0.37			
연결조정		-0.24	-0.28	-0.05	0.17					-1.79	0.03			

자료: 연우, KB증권 추정

표 4. 연우: 원가+판관비 세부 비용 추이 (별도 기준)

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2017	2018	2019	2020
별도 매출액	64.0	70.1	68.1	69.7	67.4	80.7	73.6	70.7	61.1	57.9	61.6	65.1	228.7	271.9	292.4	245.7
YoY (%)	14.2	26.6	15.6	19.3	5.3	15.1	8.1	1.5	-9.4	-28.3	-16.3	-7.9	-2.7	18.9	7.5	-16.0
별도 원가+판관비																
원가+판관비	63.0	67.7	66.6	68.7	64.0	71.3	70.1	62.8	58.0	53.8	59.6	58.7	222.1	265.9	268.2	230.1
외주가공비	32.4	36.5	30.3	32.5	31.3	37.2	31.9	31.7	28.8	24.2	27.1	31.6	102.3	131.8	132.1	111.8
급여	15.9	15.3	16.3	13.1	15.2	13.8	16.3	13.6	14.4	12.6	14.8	12.0	52.2	60.7	58.9	53.8
원료,재료,상품매입액	5.2	6.0	4.6	4.7	3.9	4.9	4.2	4.0	3.5	3.2	3.5	3.7	18.4	20.5	17.0	14.0
연구개발비	1.3	1.3	-2.3	3.5	0.4	0.5	0.4	1.0	0.5	0.0	0.4	0.1	3.5	3.8	2.2	0.9
소모품비	2.4	2.6	2.2	2.1	2.1	2.5	2.4	2.2	2.0	1.8	1.7	1.9	8.4	9.3	9.2	7.3
재고자산 변동	-1.3	-11.3	0.7	3.7	-1.2	-0.8	0.8	0.9	-2.5	0.2	-0.2	-1.0	-8.8	-8.3	-0.3	-3.6
기타	7.0	17.3	14.8	9.1	12.4	13.1	14.0	9.4	11.3	11.9	12.3	10.5	46.1	48.1	48.9	45.9
YoY (%)																
원가+판관비	13.2	27.5	16.5	22.0	1.6	5.4	5.3	-8.6	-9.3	-24.6	-14.9	-6.5	5.2	19.7	0.9	-14.2
외주가공비	32.3	38.8	24.7	19.5	**-3.5**	**2.0**	**5.2**	**-2.5**	**-8.1**	**-34.9**	**-14.9**	**-0.2**	2.0	28.8	**0.3**	**-15.4**
급여	19.3	13.2	22.0	10.0	**-4.8**	**-9.5**	**0.1**	**3.7**	**-5.0**	**-9.2**	**-9.4**	**-11.8**	-3.2	16.3	**-2.9**	**-8.8**
원료,재료,상품매입액	13.6	33.7	-0.9	0.6	**-25.1**	**-17.5**	**-8.2**	**-15.4**	**-9.5**	**-34.9**	**-15.7**	**-7.9**	-2.3	11.5	**-16.9**	**-18.0**
연구개발비	48.5	-521.3	-222.6	226.1	-71.6	-63.6	-117.9	-71.5	41.9	-108.6	-10.3	-88.4	88.9	10.4	-41.3	-57.7
소모품비	23.9	20.3	-0.2	0.5	-15.6	-4.0	12.7	6.6	-4.1	-29.9	-29.2	-16.8	7.5	11.0	-0.8	-20.8
재고자산 변동	-154.9	18.6	-91.5	-138.7	-7.7	-93.1	18.2	-74.7	106.2	-127.2	-125.9	-210.4	-17.6	-5.6	-96.5	1,143.0
기타	-11.1	5.0	397.6	-51.9	77.6	-24.0	-5.1	3.4	-8.7	-9.6	-12.5	11.9	18.1	4.2	1.7	-6.1
증감액 YoY (십억원)																
원가+판관비	7.4	14.6	9.4	12.4	1.0	3.7	3.5	-5.9	-6.0	-17.5	-10.5	-4.1	11.0	43.8	2.3	-38.1
외주가공비	7.9	10.2	6.0	5.3	**-1.1**	**0.7**	**1.6**	**-0.8**	**-2.5**	**-13.0**	**-4.8**	**-0.1**	2.0	29.4	**0.3**	**-20.3**
급여	2.6	1.8	2.9	1.2	**-0.8**	**-1.5**	**0.0**	**0.5**	**-0.8**	**-1.3**	**-1.5**	**-1.6**	-1.7	8.5	**-1.7**	**-5.2**
원료,재료,상품매입액	0.6	1.5	0.0	0.0	**-1.3**	**-1.0**	**-0.4**	**-0.7**	**-0.4**	**-1.7**	**-0.7**	**-0.3**	-0.4	2.1	**-3.5**	**-3.1**
연구개발비	0.4	1.6	-4.1	2.4	-0.9	-0.8	2.7	-2.5	0.1	-0.5	0.0	-0.9	1.6	0.4	-1.6	-1.3
소모품비	0.5	0.4	0.0	0.0	-0.4	-0.1	0.3	0.1	-0.1	-0.8	-0.7	-0.4	0.6	0.9	-0.1	-1.9
재고자산 변동	-3.8	-1.8	-7.2	13.2	0.1	10.5	0.1	-2.8	-1.3	1.0	-1.0	-2.0	1.9	0.5	8.0	-3.3
기타	-0.9	0.8	11.8	-9.8	5.4	-4.1	-0.8	0.3	-1.1	-1.3	-1.7	1.1	7.1	1.9	0.8	-3.0
매출 대비 비중 (%)																
원가+판관비	98.3	96.5	97.8	98.6	94.9	88.4	95.2	88.8	95.0	93.0	96.8	90.1	97.1	97.8	91.7	93.7
외주가공비	50.7	52.0	44.5	46.6	**46.5**	**46.1**	**43.4**	**44.8**	**47.1**	**41.9**	**44.1**	**48.5**	44.7	48.5	**45.2**	**45.5**
급여	24.9	21.8	24.0	18.8	**22.5**	**17.1**	**22.2**	**19.2**	**23.6**	**21.7**	**24.0**	**18.4**	22.8	22.3	**20.2**	**21.9**
원료,재료,상품매입액	8.2	8.5	6.7	6.7	**5.8**	**6.1**	**5.7**	**5.6**	**5.8**	**5.5**	**5.7**	**5.6**	8.0	7.5	**5.8**	**5.7**
연구개발비	2.0	1.9	-3.3	5.0	0.5	0.6	0.5	1.4	0.8	-0.1	0.6	0.2	1.5	1.4	0.8	0.4
소모품비	3.8	3.7	3.2	3.0	3.1	3.1	3.3	3.2	3.2	3.1	2.8	2.9	3.7	3.4	3.2	3.0
재고자산 변동	-2.1	-16.1	1.0	5.3	-1.8	-1.0	1.1	1.3	-4.2	0.4	-0.3	-1.6	-3.8	-3.0	-0.1	-1.5
기타	10.9	24.6	21.7	13.0	18.4	16.3	19.0	13.3	18.5	20.5	19.9	16.1	20.2	17.7	16.7	18.7

자료: 연우, KB증권

표 5. 연우: 국가별 매출 추이 (연결 기준)

(십억원)		2016	2017	2018	2019	2020
연결 매출액		234.6	229.3	272.9	294.0	251.2
한국		133.9	127.2	139.3	146.8	138.2
미국		51.6	51.5	66.4	71.0	61.8
유럽		18.8	18.9	26.8	38.2	18.0
일본		6.2	9.2	11.9	13.7	12.8
중국		4.3	3.7	7.8	12.2	14.1
기타		19.8	18.8	20.7	12.2	6.1
YoY (%)	연결 매출액		-2.2	19.0	7.7	-14.6
	한국		-5.0	9.5	5.4	-5.8
	미국		-0.2	28.9	7.0	-12.9
	유럽		0.6	41.6	42.4	-52.8
	일본		48.8	30.1	14.6	-6.3
	중국		-13.5	110.9	55.6	16.1
	기타		-5.2	10.2	-41.2	-49.6
비중 (%)	연결 매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	한국	57.1	55.5	51.0	49.9	55.0
	미국	22.0	22.5	24.3	24.1	24.6
	유럽	8.0	8.3	9.8	13.0	7.2
	일본	2.6	4.0	4.4	4.7	5.1
	중국	1.8	1.6	2.9	4.1	5.6
	기타	8.4	8.2	7.6	4.1	2.4

자료: 연우, KB증권

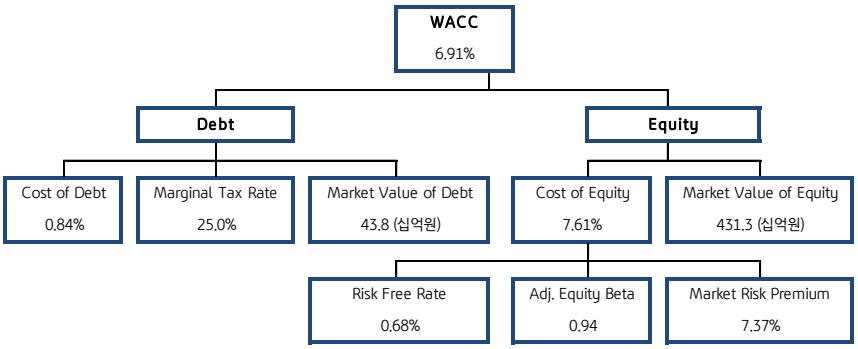
표 6. 연우: DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)		2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
현금흐름 추정									
영업이익	a	16.0	25.6	28.4	30.8	33.6	36.5	38.3	40.2
유효법인세율 (%)	b	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
NOPLAT	C=a*(1-b)	12.0	19.2	21.3	23.1	25.2	27.3	28.7	30.1
감가상각비 (유형+무형)	d	20.0	20.1	20.2	20.2	20.7	20.7	20.8	20.8
총 현금흐름	E=C+d	32.0	39.3	41.5	43.3	45.9	48.0	49.5	50.9
총 투자	F=g+h	-10.8	-25.3	-26.0	-26.9	-25.0	-26.0	-26.0	-26.0
운전자본 증감	g	0.4	-5.3	-6.0	-6.9	-5.0	-6.0	-6.0	-6.0
유무형자산의 증가 (Capex)	h	-11.1	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0
FCFF	I=E+F	21.3	14.1	15.5	16.5	20.9	22.0	23.5	24.9
현금흐름의 현재 가치									
Discount Rate				4.9%	12.2%	19.9%	28.2%	37.1%	
PV of FCFF				10.5	14.7	17.4	17.2	17.1	
Total PV of FCFF (2022E~26E)	j		76.9						
영구성장률 (%)			1.6%			국고채권 30년 수익률			
Terminal Value (2027E 시점)			469.8			2027년 FCFF / (WACC - 영구성장률)			
PV of terminal value	k		342.7			WACC 6.91% (무위험수익률 0.68%, 시장위험프리미엄 7.37%)			
Valuation									
현금흐름 합산 (현재 가치)	L=j+k		419.6						
현금 및 현금성자산	m		54.2						
단기금융자산	n		2.4						
차입금	o		45.0						
적정 기업가치	P=L+(m+n+o)		431.3						
주식수 (천주)	q		12,398						
목표주가 (원)	R=P/q		**35,000**						
현재주가 (원)			29,300			2021.4.14			
상승여력 (%)			19.5						
목표주가의 12M Fwd Implied P/E (X)			20.1						
목표주가의 12M Fwd Implied P/B (X)			1.78						

자료: 연우, KB증권 추정

① 타인자본비용은 연우의 원화 사채 (1년 만기)의 YTD 수익률 0.84% 사용. 차입금 가치는 4Q20 말 총금융부채
② 자기자본비용은 CAPM으로 산출. 무위험수익률은 현재 통안채 1년물 금리. 주식베타는 연우의 52주 Adjusted 베타, 시장 위험 프리미엄은 WMI500과 통안채 1년물의 과거 평균 수익률의 차이
③ 자본가치는 현재 목표주가 기준의 유통주식 가치로 산출

그림 1. 연우: WACC 산출 과정



자료: KB증권 추정

표 7. 연우: WACC 변경 내역

(십억원, %)	변경 전 (2021.2.16)	변경 후 (2021.4.14)	비고
COE (A) = a + b x c	7.49	7.61	
Risk free rate (a)	0.71	0.68	최근 3 개월 평균 통안채 1 년 수익률
조정 beta (b)	0.92	0.94	52 주 adjusted beta
Raw Beta	0.79	0.48	
R^2	0.39	0.12	
Risk premium (c = d – e)	7.37	7.37	
Market (d)	10.974	10.974	2001 년~2020 년 WMI500 연평균 Total return
Risk free rate (e)	3.61	3.61	2001 년~2020 년 통안채 1 년물 연평균 Total return
COD (B)	0.86	0.84	원화 사채 (1 년 만기)의 YTD 수익률
적정주주가치	408.8	431.3	목표주가가 의미하는 유통주식의 가치
차입금	45.3	43.8	총 금융부채 (4Q20 말)
주식가치 가중치 (j)	90.0	90.0	
차입금 가중치 (k)	10.0	10.0	
WACC (C) = (A x j) + (B x k)	6.80	6.91	
영구성장률	1.60%	1.60%	

자료: 연우, KB증권 추정

표 8. 연우: WACC 및 영구성장률에 대한 목표주가 민감도 분석

(원)		Terminal Growth						
		1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%	2.0%	2.2%
WACC	5.91%	38,569	39,896	41,340	42,918	44,650	46,559	48,674
	6.11%	37,045	38,257	39,571	41,003	42,567	44,283	46,175
	6.31%	35,635	36,746	37,947	39,250	40,669	42,219	43,921
	6.51%	34,328	35,349	36,450	37,641	38,932	40,339	41,875
	6.71%	33,113	34,055	35,066	36,158	37,338	38,618	40,012
	6.91%	31,981	32,851	33,783	35,000	35,868	37,038	38,307
	7.11%	30,923	31,729	32,591	33,515	34,509	35,581	36,741
	7.31%	29,932	30,680	31,479	32,333	33,250	34,235	35,298
	7.51%	29,003	29,699	30,440	31,232	32,079	32,987	33,964
	7.71%	28,129	28,778	29,467	30,202	30,987	31,826	32,727
	7.91%	27,306	27,912	28,555	29,238	29,967	30,745	31,577

자료: 연우, KB증권 추정

포괄손익계산서

(십억원)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	295	251	297	326	349
매출원가	248	215	250	274	293
매출총이익	47	36	47	52	57
판매비와관리비	24	20	21	24	26
영업이익	22	16	26	28	31
EBITDA	41	36	46	49	51
영업외손익	0	-2	2	2	2
이자수익	0	0	0	0	0
이자비용	2	1	1	1	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	1	-1	3	3	3
세전이익	23	14	28	31	33
법인세비용	6	3	7	8	8
당기순이익	17	11	21	23	25
지배주주순이익	17	11	21	23	25
수정순이익	17	11	21	23	25

성장성 및 수익성 비율

(%)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액 성장률	7.9	-14.8	18.4	9.7	7.1
영업이익 성장률	264.3	-28.9	60.4	10.8	8.5
EBITDA 성장률	82.3	-11.6	27.0	6.2	5.0
지배기업순이익 성장률	128.3	-32.3	84.4	10.1	8.0
매출총이익률	15.9	14.3	15.8	16.0	16.2
영업이익률	7.6	6.4	8.6	8.7	8.8
EBITDA이익률	13.8	14.3	15.4	14.9	14.6
세전이익률	7.7	5.8	9.4	9.4	9.5
지배기업순이익률	5.7	4.5	7.1	7.1	7.1

현금흐름표

(십억원)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	44	36	36	37	38
당기순이익	17	11	21	23	25
유무형자산상각비	18	20	20	20	20
기타비현금손익 조정	14	12	7	8	8
운전자본증감	-2	0	-5	-6	-7
매출채권감소 (증가)	-1	11	-3	-4	-4
재고자산감소 (증가)	4	-2	-3	-3	-4
매입채무증가 (감소)	2	1	1	1	1
기타운전자본증감	-7	-10	0	0	0
기타영업현금흐름	-3	-7	-7	-8	-8
투자활동 현금흐름	-26	-14	-22	-22	-22
유형자산투자감소 (증가)	-25	-11	-20	-20	-20
무형자산투자감소 (증가)	-1	-1	-1	-1	-1
투자자산감소 (증가)	1	-3	-1	-1	-1
기타투자현금흐름	-1	1	0	0	0
재무활동 현금흐름	-9	-12	-1	-1	-1
금융부채 증감	-9	-10	1	1	1
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	0	-2	-2	-2	-3
기타재무현금흐름	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	-2	0	0	0
현금의 증가 (감소)	8	9	13	14	15
기말현금	32	41	54	68	83
잉여현금흐름 (FCF)	18	25	16	17	18
순현금흐름	18	18	12	13	14
순현금 (순차입금)	-19	-1	12	25	39

자료: 연우, KB증권 추정

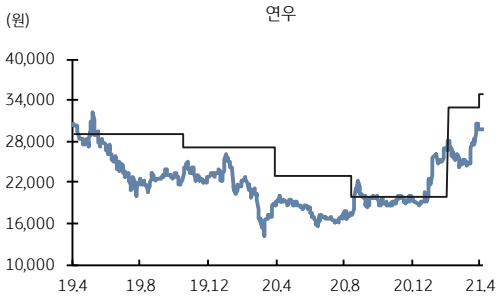
재무상태표

(십억원)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	296	289	310	334	359
유동자산	100	99	120	142	166
현금 및 현금성자산	32	41	54	68	83
단기금융자산	3	2	2	3	3
매출채권	42	32	35	39	43
재고자산	18	19	22	26	29
기타유동자산	5	4	5	6	7
비유동자산	196	190	191	192	194
투자자산	11	14	15	16	17
유형자산	179	169	170	170	171
무형자산	6	5	5	5	5
기타비유동자산	1	1	1	1	1
부채총계	86	70	73	76	79
유동부채	61	48	51	53	56
매입채무	11	13	14	14	15
단기금융부채	33	23	25	26	27
기타유동부채	17	12	12	13	14
비유동부채	25	22	22	22	22
장기금융부채	21	20	20	20	20
기타비유동부채	5	2	2	2	2
자본총계	210	219	238	258	281
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	67	67	67	67	67
기타자본항목	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	137	145	164	185	207
지배지분 계	210	219	238	258	281
비지배지분	0	0	0	0	0

주요투자지표

(X, %, 원)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Multiples					
P/E	17.2	20.9	17.3	15.7	14.6
P/B	1.4	1.1	1.5	1.4	1.3
P/S	1.0	0.9	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.6	6.6	7.7	7.0	6.4
EV/EBIT	13.7	14.9	13.7	11.9	10.5
배당수익률	0.7	1.0	0.7	0.7	0.8
EPS	1,355	917	1,691	1,862	2,011
BVPS	16,906	17,635	19,166	20,828	22,628
SPS (주당매출액)	23,763	20,258	23,987	26,324	28,182
DPS (주당배당금)	160	190	200	210	220
배당성향 (%)	11.8	17.4	11.8	11.3	10.9
수익성지표					
ROE	8.4	5.3	9.2	9.3	9.3
ROA	5.8	3.9	7.0	7.2	7.2
ROIC	7.5	5.9	9.2	9.8	10.3
안정성지표					
부채비율	41.2	32.1	30.7	29.3	28.1
순차입비율	8.8	0.3	순현금	순현금	순현금
유동비율	1.6	2.1	2.4	2.7	2.9
이자보상배율 (배)	14.5	15.1	26.3	28.3	29.9
활동성지표					
총자산회전율	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
매출채권회전율	7.0	6.8	8.8	8.8	8.5
매입채무회전율	28.0	21.0	22.4	23.5	23.9
재고자산회전율	14.4	13.4	14.3	13.6	12.7

투자자 고지 사항



KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)

연우 (115960)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
19-04-18	Hold	29,000	-15.17	-30.86
19-10-31	Hold	27,000	-20.26	-3.70
20-04-13	Hold	23,000	-23.02	-13.48
20-08-28	Hold	20,000	2.96	36.25
21-02-17	Buy	33,000	-20.31	-7.42
21-04-14	Buy	35,000		

투자등급 비율 (2021. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
79.9	20.1	-

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.