

연우(115960)

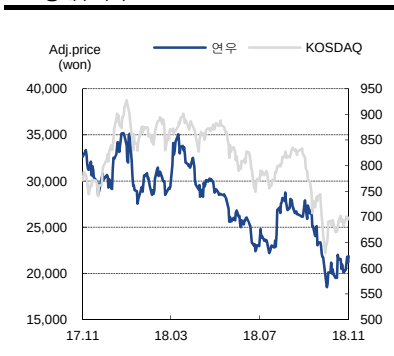
Rating	매수(유지)
Target Price	30,000원
Previous	30,000원

3Q18 동사 실적은 매출액 682억원(+15.2%, yoy), 영업이익 16억원(+5.5%, yoy), 영업이익률 2.4%(-0.2%p, yoy)를 기록했다. 수출 중심의 매출 성장세로 영업이익 또한 증가했지만 수익성은 전년 동기 대비 악화되었다. 그러나 3분기는 여름 휴가 및 추석 상여 지급 등으로 비용이 yoy 크게 증가한 결과이며 최저임금, 주 52시간 근무제의 영향에도 상여를 제외하면 1Q18 2.87%, 2Q18 3.47%, 3Q18 6.39%의 영업이익률로 수익성 개선이 진행 중이다. 4분기는 화장품 업종의 성수기이며 물류자동화시스템 구축 및 생산라인 재정비에 따른 생산효율성 증대, 정기상여 미지급 등으로 큰 폭의 수익성 개선이 기대된다.

주가지표

KOSPI(11/30)	2,097P
KOSDAQ(11/30)	696P
현재주가(11/30)	21,850원
시가총액	2,709억원
총발행주식수	1,240만주
120일 평균거래대금	136억원
52주 최고주가	35,200원
최저주가	18,500원
유동주식비율	37.5%
외국인지분율(%)	13.26%
주요주주	기중현 외 1인(61.4%) PKG Group, LLC(6.8%)

상대주가차트



또한 동사는 3분기 연속 수출 성장이 지속되고 있으며 3분기는 역대 분기 최대 수출액을 달성했다. 미주, 유럽, 아시아 등 주요 수출지역에서 고른 성장을 보이고 있어 특정 지역 및 고객사의 수요 감소에도 안정적인 매출 성장이 가능할 것으로 판단된다. 특히, 중국은 수출규모가 1Q18 8억원, 2Q18 17억원, 3Q18 23억원으로 빠른 성장세가 지속되고 있으며 2019년 초 중국 제조 공장 가동에 따른 추가적인 수요 증가도 전망된다. CAPA 300억원 규모의 중국 공장은 내년 1분기 내 매출이 가시화될 것으로 예상되며 공격적인 투자를 진행하고 있는 중국 로컬 화장품 시장을 적극 공략해 본격적인 중국 매출 확대가 전망된다.

한편, 동사는 올해 9월 의료기기 품질시스템(ISO 13485) 인증을 취득했으며 이를 통해 글로벌 제약 용기 시장으로의 본격적인 진출이 기대된다. 글로벌 제약업체향 공급까지 약 6개월 정도의 기간이 소요되고 현재 제품화 중인 것으로 파악돼 내년 상반기에는 동사 제약용기의 해외 매출 가시화가 가능할 것으로 판단된다. 글로벌 시장 선도 기업 Aptar Group의 경우 2017년 기준 제약용 용기 부문 영업이익률은 29%(전체 OPM 13%)로 전체 수익성에 절대적인 기여를 하고 있다. 이처럼 동사의 글로벌 제약 용기 시장 진출은 매출 포트폴리오 다변화를 통해 화장품 시장에 대한 의존도를 감소시켜 안정적인 성장과 높은 수익성 달성을 가능케 할 것으로 전망된다.

2019년은 해외 영업 강화를 통한 수출 비중 증가로 국내 주요 고객사의 실적 부진에도 동사의 성장세는 지속 가능할 것으로 판단된다. 또한 글로벌 제약 용기 시장 본격 진출, 중국 공장 가동, 물류자동화시스템 및 생산 레이아웃 변경 효과 본격 반영 등으로 내년 실적은 매출액 3,088억원(+12.9%, yoy), 영업이익 187억원(+98.4%, yoy), 영업이익률 6.1%(+2.7%p, yoy)가 전망된다. 이에 당사는 매수 투자 의견 및 목표주가 30,000원을 유지한다.

결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	지배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2015A	1,991	189	153	153	1,466	27.8	3.2	16.5	9.5%	12.4%	11.3%
2016A	2,346	249	209	209	1,687	22.8	2.7	12.7	10.6%	11.7%	13.1%
2017A	2,293	90	78	78	628	47.9	2.0	17.0	3.9%	4.3%	4.8%
2018F	2,735	94	93	93	752	29.1	1.4	9.7	3.4%	4.9%	3.8%
2019F	3,088	187	149	149	1,199	18.2	1.3	7.2	6.1%	7.3%	8.3%

자료: 연우, 한양증권 리서치센터 추정

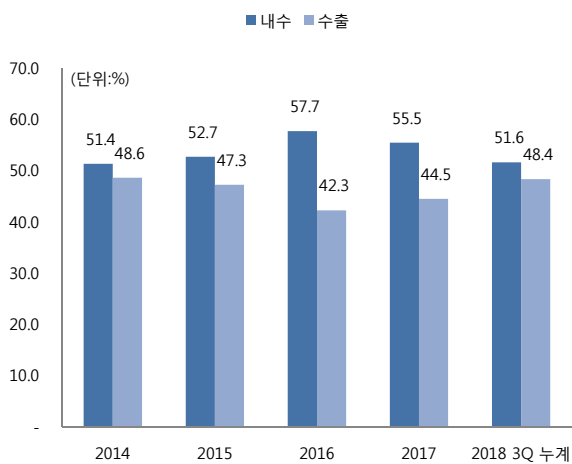
〈도표39〉 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

연결 손익	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	'17	'18E	'19E
매출액	566	553	592	582	641	702	682	710	2,293	2,735	3,088
yoy	3.2%	-12.5%	-0.8%	2.4%	13.2%	27.1%	15.2%	21.9%	-2.2%	19.3%	12.9%
내수	367	295	273	337	372	360	315	368	1,272	1,414	1,565
yoy	12.0%	-19.3%	-17.6%	2.4%	1.2%	21.7%	15.4%	9.3%	-6.1%	11.1%	10.7%
수출	199	257	319	246	270	343	367	342	1,021	1,321	1,523
yoy	-9.8%	-3.1%	20.1%	2.4%	35.4%	33.3%	15.1%	39.2%	3.0%	29.5%	15.3%
영업이익	23	30	15	21	11	24	16	43	90	94	187
yoy	-60.1%	-70.2%	-72.2%	-36.9%	-54.6%	-19.6%	5.5%	105.4%	-63.8%	4.6%	98.4%
opm	4.1%	5.5%	2.6%	3.6%	1.7%	3.5%	2.4%	6.1%	3.9%	3.4%	6.1%
당기순이익	(3)	57	25	(1)	12	31	17	32	78	93	149
npm	-0.6%	10.3%	4.2%	-0.1%	1.9%	4.4%	2.5%	4.5%	3.4%	3.4%	4.8%

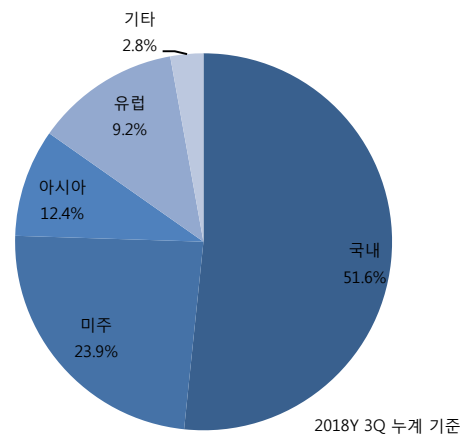
자료: 연우, 한양증권 리서치센터 추정

〈도표40〉 내수 수출 비중 추이



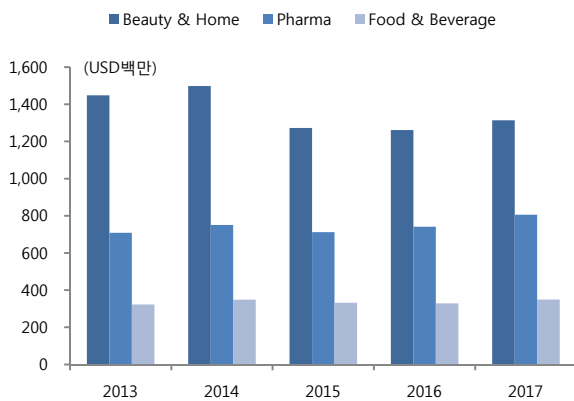
자료: 연우, 한양증권 리서치센터

〈도표41〉 지역별 매출 비중



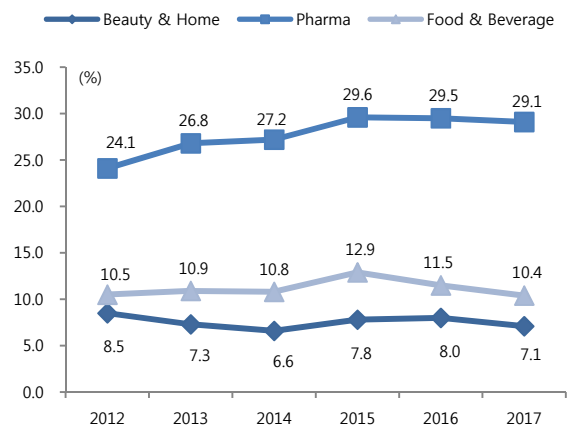
자료: 연우, 한양증권 리서치센터

〈도표42〉 Aptar Group 사업부별 매출 추이



자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

〈도표43〉 Aptar Group 사업부별 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

● 영유아 화장품 시장 확대 전망

합계 출산율이 인구 대체 수준인 2.1명을 밑도는 나라가 91개국에 이르며 국제의학저널 <랜싯>에 실린 ‘세계질병부담(GBD) 2017’ 보고서에 따르면 전세계 195개의 합계출산율은 1950년 4.7명에서 2016년 2.4명으로 절반 가까이 떨어졌다. 특히, 우리나라는 올해 2분기부터 합계출산율이 1.0명 이하로 낮아져 전 세계 출산율 최하위 수준을 기록했다.

그러나 당사는 저출산율에도 향후 영유아 화장품 시장은 확대될 것으로 전망한다. 유로 모니터에 따르면 글로벌 화장품 시장에서 영유아용 제품이 차지하는 비중은 3.3%에 불과해 성장 여력이 크다는 판단이다.

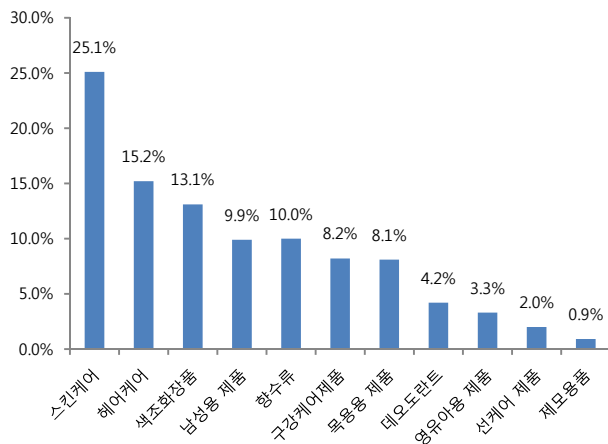
실제로 OECD 국가 중 최하위 출산율을 기록하는 국내에서도 영유아 화장품 생산 규모는 2012년부터 2016년까지 연평균 3.5% 증가했으며 선진 시장인 미국의 영유아 화장품 시장 규모는 2013년부터 2017년 연평균 성장률 2.5%를 기록했다. 국내 화장품 업체들의 주요 시장인 중국의 2013년에서 2017년 영유아 화장품 시장 규모 연평균 성장률은 무려 14.1%이다.

이는 생활 수준이 향상되면서 과거보다 영유아 전용 제품에 대한 수요가 높아지고 내 아이를 위한 소비는 아끼지 않는다는 인식 변화 등에서 기인한다. 또한 영유아 화장품은 저가극 제품으로 임신부나 민감성 피부를 가진 성인들의 구매도 증가하는 것으로 파악된다.

특히 현재 중국의 영유아 부모세대는 1980년 이후 출생한 외동아들, 외동딸들로 빠릿허우라고 불리며 생활 수준 향상으로 적극적인 소비 생활을 하는 것이 특징이다. 또한 중국 정부는 2016년부터 이태화 정책(한 가구당 두명의 자녀까지 출산 허용)을 실시하였고 최근에는 산아 제한 정책 전면 철폐를 검토 중으로 출산율도 증가할 것으로 전망돼 영유아 화장품 시장은 더욱 성장할 것으로 판단된다.

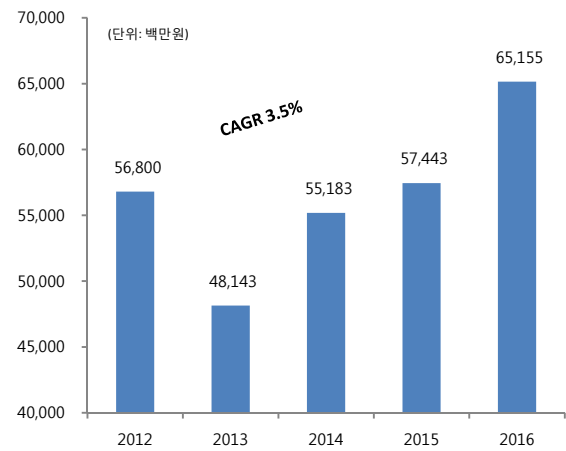
이에 당사는 본격적인 중국 진출이 기대되는 국내 영유아 화장품 업계 1위 네오팜, 중국 부모들의 필수품이 되고 있는 궁중비책 브랜드를 보유한 제로투세븐과 중국 영유아 화장품 업체인 오가닉티코스메틱을 관심 종목으로 추천한다.

〈도표44〉 2017년 글로벌 화장품 품목별 시장점유율



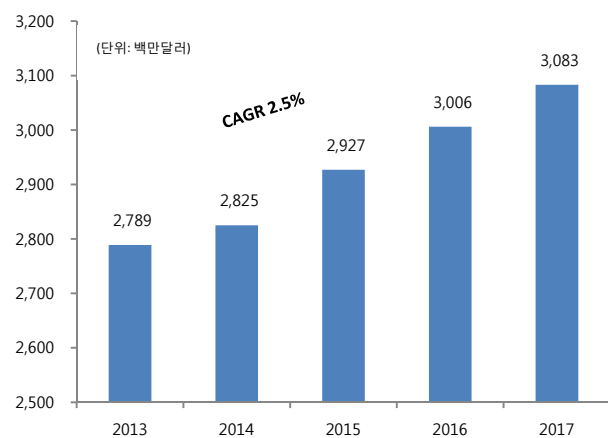
자료: Euromonitor, 한양증권 리서치센터

〈도표45〉 국내 영유아 화장품 생산 규모 추이



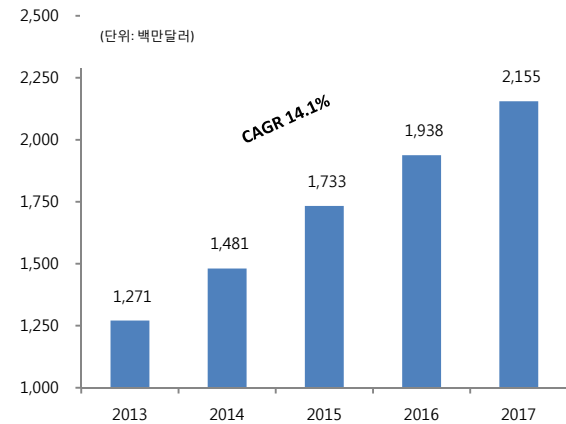
자료: 대한화장품협회, 한양증권 리서치센터

〈도표46〉 미국 영유아 화장품 시장 규모 추이



자료: Euromonitor, 한양증권 리서치센터

〈도표47〉 중국 영유아 화장품 시장 규모 추이



자료: Euromonitor, 한양증권 리서치센터