NH투자증권

연우 (115960.KQ)

더 담아야 하는 용기 업체

Company Report | 2019. 3. 11

19년 동사는 지난 2년간의 대규모 투자를 끝내고 투자 회수기에 진입. 미국과 유럽 지역 고성장에 더해 중국 지역 신공장 가동으로 글로벌 지역 다각화 강화될 전망. 비용절감 노력에 따라 수익성 개선세는 더욱 두드러질 것으로 기대

투자의견 Buy, 목표주가 34,000원 신규 제시

투자의견 Buy 및 목표주가 34,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 2019년 EPS 추정치 1,220원에 PER 28.0배를 적용하여 산출함. 글로벌 수요 확대로 인한 외형 성장과 비용 절감으로 인한 수익성 개선이 돋보일 전망

19년 투자 회수기 진입, 수익성에 보다 초점

19년 매출액 3,209억원(+17.6% y-y), 영업이익 198억원(+216.6% y-y) 기록할 것으로 추정. 미국과 유럽 지역의 두 자릿수 고성장이 유지되는 가운데, 중국 생산 법인이 가동되면서 성장 모멘텀 확대될 전망. 중국 신공장은 4월에 가동 개시하는데, 연간 수주 목표 120억원 이미 확보한 것으로 파악

수익성 개선 구간에 진입, 주가 하방경직성 분명

동사는 올해 가이던스로 매출액 2,950억원(+8.1%y-y), 영업이익 265억원(+327.4 % y-y) 제시. 영업이익 증가의 근거는 1) 인건비(-18억원 y-y) 2) 외주가공비(-49억원 y-y) 3) 기타 경비(-21억원 y-y) 절감. 지난 2년 동안 국내외 대규모 투자가 진행됐으나, 올해는 새로운 투자 계획이 없는 가운데 회수기에 진입하면서 수익성 개선이 부각될 전망

Buy (신규)

목표주가	34,000원 (신규)
현재가 (19/3/8)	26,300원
업종	화장품
KOSPI / KOSDAQ	2,137.44 / 735.97
시가총액(보통주)	326.1십억원
발행주식수(보통주)	12.4백만주
52주 최고가 ('18/4/10)	35,050원
최저가 ('18/10/31)	18,500원
평균거래대금(60일)	1.8십억원
배당수익률(2019E)	0.00%
외국인지분율	16.2%
주요주주	
기중현 외 2 인	60.4%
PKG Group, LLC	7.9%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	23.8	-2.0	-9.3
상대수익률 (%p)	15.2	9.0	5.2

	2017	2018	2019E	2020F
매출액	229.3	272.9	320.9	359.0
증감률	*-2.2*	*19.0*	*17.6*	*11.9*
영업이익	9.0	6.2	19.8	29.9
증감률	*-63.8*	*-30.6*	*216.6*	*51.4*
영업이익률	*3.9*	*2.3*	*6.2*	*8.3*
(지배지분)순이익	7.8	4.3	15.1	23.6
EPS	628	346	1,220	1,906
증감률	*-62.8*	*-45.0*	*253.1*	*56.2*
PER	47.9	66.3	21.6	13.8
PBR	2.0	1.5	1.6	1.4
EV/EBITDA	17.0	12.6	8.8	6.2
ROE	4.3	2.3	7.6	10.9
부채비율	39.0	37.6	34.3	30.4
순차입금	11.0	-8.4	-37.3	-72.5

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Analyst 조미진
02)768-7586, mj27@nhqv.com

Analyst 임수경
02)768-7446, sookyung.im@nhqv.com

투자의견 및 밸류에이션

연우에 대해 목표주가 34,000원, 투자의견 Buy로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 19년 예상실적 기준 EPS 1,220원에 PER 28.0배를 적용했다. 현 주가대비 29.3%의 상승여력을 가지고 있다.

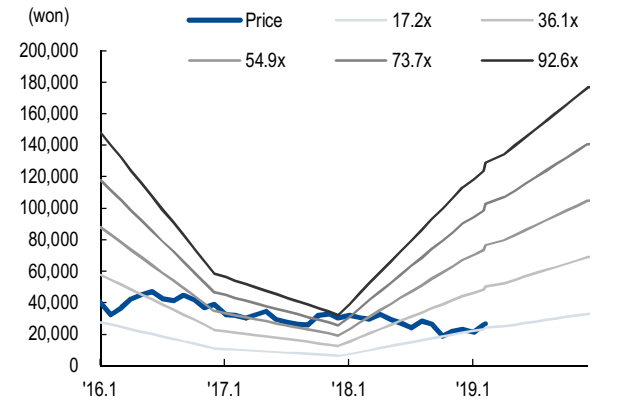
19년은 동사의 투자 회수기로서, 이익 개선이 두드러지는 한해가 될 것으로 기대된다. 전세계적으로 럭셔리 제품의 수요가 증가하고 있는 가운데 동사는 핵심 고가 기초 브랜드의 용기를 납품하고 있어, 증가하는 수요를 흡수하면서 고성장을 유지할 전망이다. 또한 지난 2년간 여러 설비 투자로 인해 수익성이 악화되었다면, 19년에는 반대로 강한 비용 통제 의지를 보이고 있다. 수익성 개선 구간에 진입한 것은 분명한 것으로 보인다.

표1. 연우 PER Valuation

2019 년 순이익(십억원)	15.1
2019 년 EPS (원)	1,220
2019 년 PER (배)	21.6
현재주가 (원)	26,300
Target PER (배)	28.0
적정주가 (원)	34,164
목표주가 (원)	**34,000**
상승여력 (%)	29.3

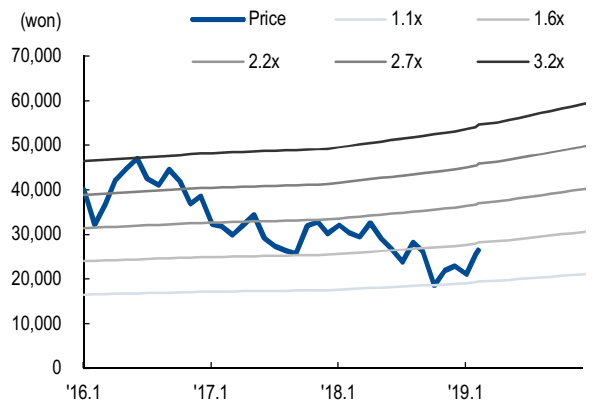
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 연우 Forward PER band



자료: Dataguide, NH투자증권 리서치본부

그림2. 연우 Trailing PBR band



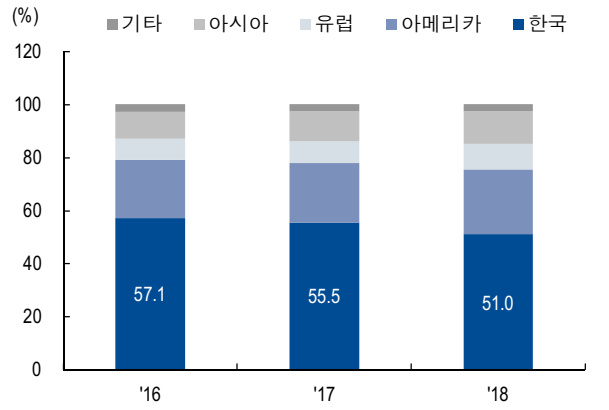
자료: Dataguide, NH투자증권 리서치본부

투자포인트 #1. 글로벌 시장으로 뻗어나가는 용기 업체

지역 다각화를 기반으로 한 성장성이 더욱 부각될 전망이다. 미국과 유럽의 고성장이 지속되는 가운데 중국에서도 올해 현지 공장이 가동되기 시작되면서 매출이 본격적으로 확대될 것으로 예상된다. 수출은 17년에는 전년대비 3.0% 밖에 증가하지 못한 반면, 18년에는 전년대비 30.9% 큰 폭으로 확대되며 전사 매출 성장을 견인했다.

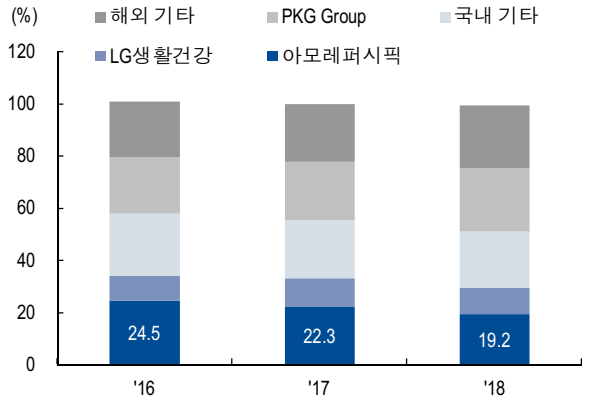
미주, 유럽, 일본 등의 전방 시장과 관련 긍정적 전망세가 이어지고 있다. 향후에 두 자릿수의 고성장이 이어지며 수출 비중은 50% 이상으로 확대될 것으로 예상된다. 중국 시장의 매출은 전체의 5.5% 비중으로 아직 낮은 수준이지만, 약 2배씩 매년 매출 규모가 증가하고 있다(16년 37억원, 17년 78억원, 18년 150억원). 특히 올해 4월부터 신규 공장이 가동되기 시작하는데 연간 수주 목표 120억원을 이미 확보한 상황으로 파악된다. 이는 중국 메이저 로컬 브랜드 수요는 포함되지 않은 수치로서, 향후 성장 가능성은 더욱 높다.

그림3. 주요 매출처별 비중 추이



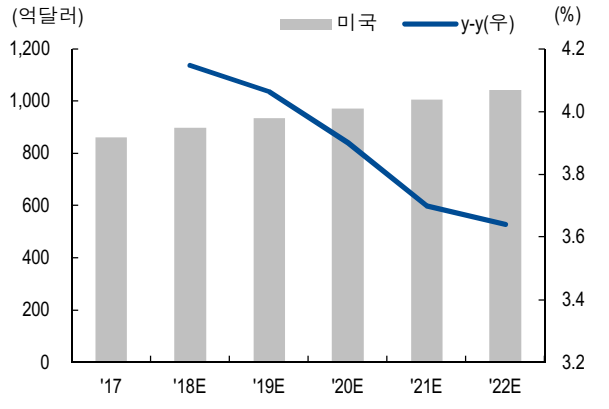
자료: 연우, NH투자증권 리서치본부 전망

그림4. 주요 고객사별 비중 추이



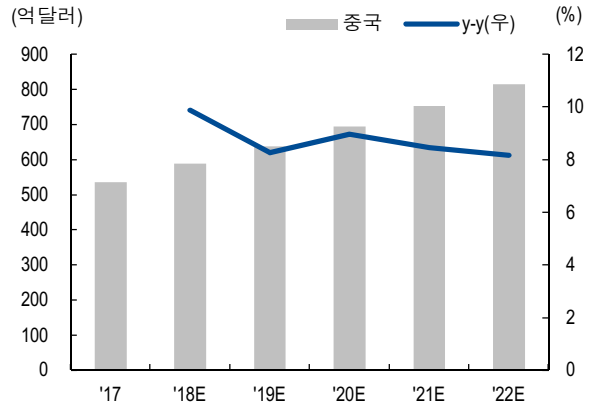
자료: 연우, NH투자증권 리서치본부

그림5. 미국 화장품 시장 규모 추이 및 전망



자료: Euromonitor, NH투자증권 리서치본부 전망

그림6. 중국 화장품 시장 규모 추이 및 전망



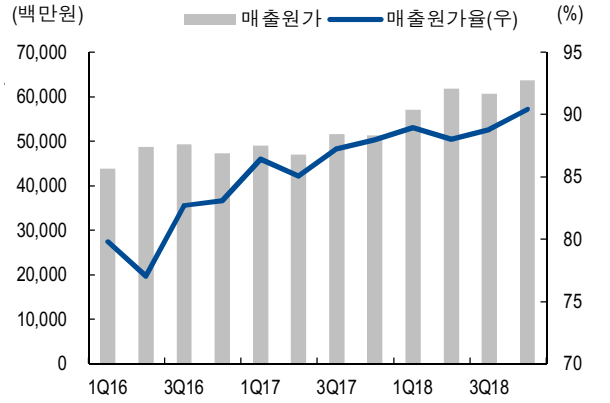
자료: Euromonitor, NH투자증권 리서치본부

투자포인트 #2. 비용 절감으로 19년 수익성 회복 전망

동사는 19년 가이던스로 매출액 2,950억원(+8.1% y-y), 영업이익 265억원(+327.4% y-y)을 제시하였다. 영업이익 가이던스가 다소 공격적으로 보이는데, 이를 달성하기 위해서 혹독한 비용 절감 노력이 진행될 예정이다.

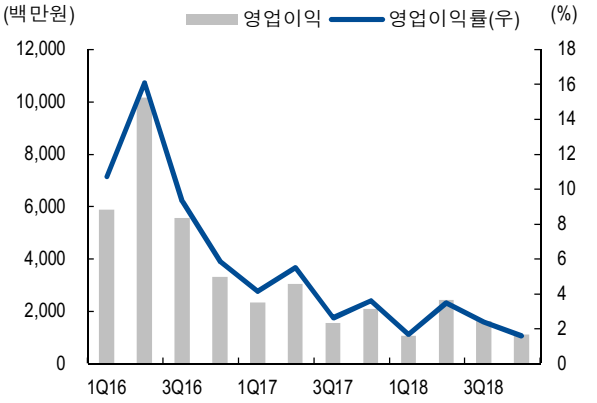
높은 영업이익 증가율의 근거는 1) 인건비, 2) 외주가공비, 3) 기타 경비(보험비, 수선비 등)의 축소이다. 생산직 평균인건비의 경우 19년에 3.1%수준으로 인상폭이 평년대비 축소되고 사무직 인건비는 인력 구조조정(평균 6.3% 감원)을 통해 줄일 계획이다. 본사 공사로 인해 일시적으로 증가한 외주 가공비(18년 매출액 대비 외주가공비 비중 48%)는 19년에 이전 수준(42~43%)으로 안정화 될 전망이다. 기타 비용도 18년 7월부터 효율화 작업이 진행되고 있다.

그림7. 매출원가 추이



자료: 연우, NH투자증권 리서치본부

그림8. 영업이익 추이



자료: 연우, NH투자증권 리서치본부

표2. 연우 실적 전망 공시 (단위: 십억원)

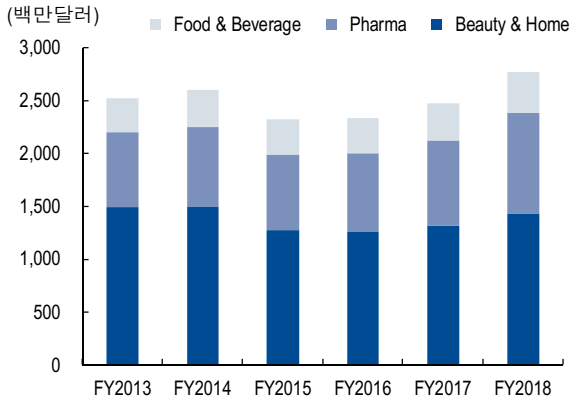
	2019E
매출액	295.0
영업이익	26.5

자료: 전자공시시스템, 연우, NH투자증권 리서치본부

투자포인트 #3. 제약 용기 생산으로 수익성 레벨업 가능

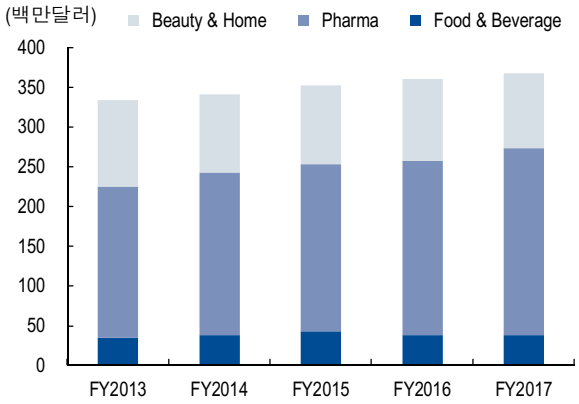
하반기부터는 제약 용기 생산이 시작되면서 수익성 개선에 기여할 전망이다. 동사는 18년 9월 의료 기기 품질시스템 인증을 취득하면서 신규 영역으로 사업을 확장시킬 수 있는 기반을 마련하였다. 기존에도 국내 제약사들을 대상으로 의약품 용기를 제조해 왔으나 이는 주로 튜브형이었고 매출 비중 또한 크지 않았다. 의약품 용기는 소품종 대량생산이 가능한 구조이므로 마진이 크게 개선될 전망이다. 글로벌 용기업체 Aptar Group의 경우, 의약품 용기 마진은 약 30% 수준으로 높게 나타난다. 동사도 해당영역에서 본격적으로 생산을 개시할 경우, 제품 믹스 개선이 가능할 것으로 예상된다.

그림9. Aptar Group 부문별 매출액



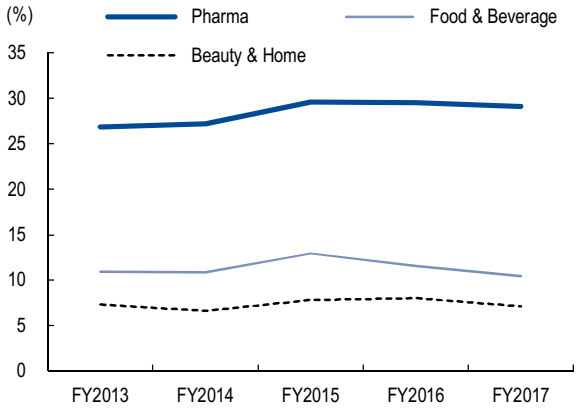
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림10. Aptar Group 부문별 영업이익



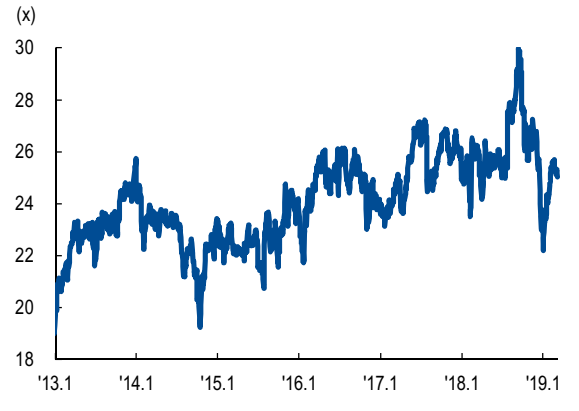
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림11. Aptar Group 부문별 영업이익률



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림12. Aptar Group PER 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

표3. 연우 실적 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

	2017	2018	2019E	2020F
매출액	229.3	272.9	320.9	359.0
영업이익	9.0	6.2	19.8	29.9
영업이익률	*3.9*	*2.3*	*6.2*	*8.3*
EBITDA	22.7	21.8	32.9	41.0
(지배지분)순이익	7.8	4.3	15.1	23.6
EPS	628	346	1,220	1,906
PER	47.9	66.3	21.6	13.8
PBR	2.0	1.5	1.6	1.4
EV/EBITDA	17.0	12.6	8.8	6.2
ROE	4.3	2.3	7.6	10.9

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 연우 분기별 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
연결매출액	**56.6**	**55.3**	**59.2**	**58.2**	**64.1**	**70.2**	**68.2**	**70.4**	**76.5**	**80.7**	**78.8**	**84.9**	**229.3**	**272.9**	**320.9**
내수	36.7	29.5	27.3	33.7	37.2	36.0	31.5	34.7	38.3	37.9	35.3	37.2	127.2	139.3	148.7
수출	19.9	25.7	31.9	24.6	27.0	34.3	36.7	35.7	35.7	40.2	39.7	42.6	102.1	133.6	158.2
중국법인	1.2	0.4	0.8	0.6	0.7	1.4	2.3	3.1	2.5	2.6	3.8	5.1	3.0	7.5	14.0
연결매출액 y-y(%)	**3.2**	**-12.5**	**-0.8**	**2.4**	**13.2**	**27.1**	**15.2**	**20.9**	**19.2**	**15.0**	**15.6**	**20.6**	**-2.2**	**19.0**	**17.6**
내수	12.0	-19.3	-17.6	2.4	1.2	21.7	15.4	3.0	3.0	5.5	12.1	7.3	-6.1	9.5	6.8
수출	-9.8	-3.1	20.1	2.4	35.4	33.3	15.1	45.3	32.3	17.3	8.2	19.3	3.0	30.9	18.4
중국법인		187.6	-16.5	38.9	-41.7	250.0	187.5	416.7	257.1	85.7	65.2	64.5	96.1	150.0	86.7
영업이익(십억원)	**2.3**	**3.0**	**1.5**	**2.1**	**1.1**	**2.4**	**1.6**	**1.1**	**4.2**	**6.1**	**4.5**	**5.0**	**9.0**	**6.2**	**19.8**
영업이익 증감률(%)	**-60.1**	**-70.2**	**-72.2**	**-36.9**	**-54.6**	**-19.6**	**5.5**	**-46.4**	**296.3**	**148.8**	**176.2**	**346.6**	**-63.8**	**-30.6**	**216.6**
영업이익률(%)	**4.1**	**5.5**	**2.6**	**3.6**	**1.7**	**3.5**	**2.4**	**1.6**	**5.5**	**7.5**	**5.7**	**5.9**	**3.9**	**2.3**	**6.2**

자료: 연우, NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2017/12A	2018/12P	2019/12E	2020/12F
매출액	**229.3**	**272.9**	**320.9**	**359.0**
증감률 (%)	-2.2	19.0	17.6	11.9
매출원가	**198.7**	**243.0**	**272.3**	**303.6**
매출총이익	**30.6**	**29.9**	**48.6**	**55.4**
Gross 마진 (%)	13.3	11.0	15.2	15.4
판매비와 일반관리비	21.5	22.1	21.1	20.3
영업이익	**9.0**	**6.2**	**19.8**	**29.9**
증감률 (%)	-63.8	-30.6	216.6	51.4
OP 마진 (%)	3.9	2.3	6.2	8.3
EBITDA	**22.7**	**21.8**	**32.9**	**41.0**
영업외손익	**-1.7**	**-2.2**	**-1.3**	**-1.1**
금융수익(비용)	-2.0	-0.5	-0.3	-0.1
기타영업외손익	0.3	-1.7	-1.0	-1.0
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	**7.4**	**4.1**	**18.4**	**28.8**
법인세비용	**-0.4**	**-0.2**	**3.3**	**5.2**
계속사업이익	7.8	4.3	15.1	23.6
당기순이익	**7.8**	**4.3**	**15.1**	**23.6**
증감률 (%)	-62.8	-45.0	253.1	56.2
Net 마진 (%)	3.4	1.6	4.7	6.6
지배주주지분 순이익	7.8	4.3	15.1	23.6
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	-0.5	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	7.3	4.3	15.1	23.6

Valuation / Profitability / Stability

	2017/12A	2018/12P	2019/12E	2020/12F
PER(X)	47.9	66.3	21.6	13.8
PBR(X)	2.0	1.5	1.6	1.4
PCR(X)	13.5	14.1	10.2	8.2
PSR(X)	1.6	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA(X)	17.0	12.6	8.8	6.2
EV/EBIT(X)	42.6	44.1	14.6	8.5
EPS(W)	628	346	1,220	1,906
BPS(W)	15,038	15,384	16,604	18,510
SPS(W)	18,495	22,014	25,883	28,956
자기자본이익률(ROE, %)	4.3	2.3	7.6	10.9
총자산이익률(ROA, %)	3.1	1.6	5.6	8.2
투하자본이익률 (ROIC, %)	5.7	4.0	10.8	17.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0.0	0.0	0.0	0.0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	5.9	-4.4	-18.1	-31.6
총부채/ 자기자본(%)	39.0	37.6	34.3	30.4
이자발생부채	40.0	39.7	39.4	39.1
유동비율(%)	177.7	217.1	277.3	353.2
총발행주식수(mn)	12	12	12	12
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	30,100	22,900	26,300	26,300
시가총액(십억원)	373.2	283.9	326.1	326.1

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

(십억원)	2017/12A	2018/12P	2019/12E	2020/12F
현금및현금성자산	26.3	45.5	74.1	109.1
매출채권	34.0	33.2	32.5	31.8
유동자산	**88.5**	**106.3**	**133.5**	**167.2**
유형자산	153.7	139.9	128.0	117.9
투자자산	0.5	0.5	0.5	0.5
비유동자산	**170.6**	**156.1**	**143.0**	**132.0**
자산총계	**259.1**	**262.4**	**276.5**	**299.1**
단기성부채	25.6	25.3	25.0	24.7
매입채무	11.1	10.8	10.6	10.3
유동부채	**49.8**	**49.0**	**48.1**	**47.3**
장기성부채	14.5	14.5	14.5	14.5
장기충당부채	7.7	7.5	7.4	7.2
비유동부채	**22.9**	**22.7**	**22.5**	**22.3**
부채총계	**72.7**	**71.7**	**70.6**	**69.6**
자본금	6.2	6.2	6.2	6.2
자본잉여금	67.0	67.0	67.0	67.0
이익잉여금	113.5	117.8	132.9	156.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**186.4**	**190.7**	**205.9**	**229.5**

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2017/12A	2018/12P	2019/12E	2020/12F
영업활동 현금흐름	**19.4**	**20.5**	**28.8**	**35.2**
당기순이익	7.8	4.3	15.1	23.6
+ 유/무형자산상각비	13.7	15.6	13.1	11.0
+ 종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	1.3	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	27.7	20.1	31.9	40.0
- 운전자본의증가(감소)	-4.3	0.6	0.6	0.6
투자활동 현금흐름	**-39.0**	**-1.0**	**0.1**	**0.1**
+ 유형자산 감소	3.9	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-45.5	0.0	0.0	0.0
+ 투자자산의매각(취득)	1.6	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	-26.1	20.5	28.8	35.2
Net Cash Flow	-19.6	19.5	28.9	35.3
재무활동현금흐름	**16.2**	**-0.3**	**-0.3**	**-0.3**
자기자본 증가	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증감	16.2	-0.3	-0.3	-0.3
현금의증가	-4.5	19.2	28.6	35.0
기말현금 및 현금성자산	26.3	45.5	74.1	109.1
기말 순부채(순현금)	11.0	-8.4	-37.3	-72.5