

Analyst 최서연

Tel. 3770-5323

janice84@hygood.co.kr

# 연우(115960)

## – 재도약 기대

### ▶ 수익성 회복 가시화

- 동사의 3Q18 실적은 매출액 682억원(+15.3%, yoy), 영업이익 19억원(+23.2%, yoy), 영업이익률 2.8%(+0.2%p, yoy)로 전망한다. 매출액은 전분기 대비 소폭 감소했으나 3분기가 화장품 업종의 비수기이고 추석 연휴 등에 따른 영업일수의 감소를 감안하면 양호한 매출 규모라 판단된다. 상반기는 매출액이 yoy +20.1% 성장하였으나 인건비 및 외주가공비 증가로 영업이익이 yoy -34.9% 감소하였으며 영업이익률도 yoy -2.2%p 하락하였다. 그러나 3분기는 7월 1일 시행된 주 52시간 근무제의 영향으로 생산인력 50명을 충원했음에도 2년여간 이어진 투자 회수 구간에 진입하며 수익성이 yoy 개선된 것으로 파악된다. 물류자동화시스템 구축 및 생산라인 재정비에 따른 생산효율성이 증대되며 점진적인 수익성 회복이 예상된다. 다만, 3분기는 여름 휴가 및 추석 상여 지급 등으로 영업이익률은 소폭 개선에 그칠 전망이다. 4분기는 화장품 업종의 성수기이며 3분기 대비 영업일수 증가로 매출이 확대됨에 따라 큰 폭의 수익성 개선이 기대된다. 또한 동사는 지난달 의료기기 품질시스템 인증을 취득함에 따라 화장품 대비 높은 수익성을 나타내는 글로벌 제약 용기 시장에 본격 진출할 예정으로 향후 높은 영업이익률 달성이 가능할 것으로 판단된다.

### ▶ 해외 매출 비중 확대 긍정적

- 동사의 수출 비중은 2013년 56%에 달하였으나 이후 중국 인바운드 관광객 증가 및 한류 열풍 등으로 급속히 성장하는 국내 화장품 고객사의 수주에 대응하면서 2016년 42%까지 감소하였다. 작년에는 사드 등 외부 환경에 따라 국내 주요 고객사들이 어려움을 겪으면서 해외 시장으로의 영업을 강화하기 시작해 수출 비중이 44.5%까지 증가했으나 전년대비 내수 매출 하락이 커 동사의 실적은 부진했다. 올해는 지난 2분기 분기 최대 매출을 달성하고 수출 비중도 48.8%까지 증가해 수출 중심의 매출 포트폴리오 재편이 진행되는 것으로 파악되며 미국, 유럽, 아시아 등 고른 성장으로 특정 지역 및 고객사의 수요 감소에도 안정적인 매출 성장이 가능할 것으로 판단된다. 동사는 해외 영업에 더욱 집중할 계획이며 3분기에도 해외 매출 확대는 이어져 50% 이상의 수출 비중을 기록할 것으로 예상되는 등 내수 부진에도 수출 증가로 성장세가 지속될 것으로 기대된다. 또한 올해 말 완공 예정인 Capa 300억원의 중국 공장을 통해 공격적인 투자를 진행하고 있는 중국 로컬 화장품 시장을 적극 공략해 본격적인 중국 매출 확대도 예상된다.

### ▶ 투자의견 매수로 상향, 목표주가 3만원 제시

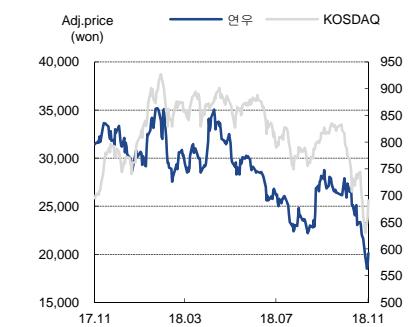
- 투자의견을 기존 중립에서 매수로 상향하고 목표주가를 30,000원으로 제시한다. 목표주가는 2019년 추정 EPS 1,199원에 글로벌 비교기업 Aptar Group의 3개년('17, '18E, '19E) 평균 PER 25.0x를 적용해 산정했다.

| Rating       | 매수(상향)  |
|--------------|---------|
| Target Price | 30,000원 |
| Previous     | -       |

#### 주가지표

|               |   |
|---------------|---|
| KOSPI(11/02)  | 2,096P                                  |
| KOSDAQ(11/02) | 691P                                    |
| 현재주가(11/02)   | 20,100원                                 |
| 시가총액          | 2,492억원                                 |
| 총발행주식수        | 1,240만주                                 |
| 120일 평균거래대금   | 144억원                                   |
| 52주 최고주가      | 35,200원                                 |
| 최저주가          | 18,500원                                 |
| 유동주식비율        | 37.5%                                   |
| 외국인지분율(%)     | 13.32%                                  |
| 주요주주          | 기중현 외 1인(61.4%)<br>PKG Group, LLC(6.8%) |

#### 상대주가차트



| 결산기   | 매출액<br>(억원) | 영업이익<br>(억원) | 순이익<br>(억원) | 지배순이익<br>(억원) | EPS<br>(원) | P/E<br>(배) | P/B<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | 영업이익률<br>(%) | ROE<br>(%) | ROIC<br>(%) |
|-------|-------------|--------------|-------------|---------------|------------|------------|------------|------------------|--------------|------------|-------------|
| 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       | 97           | 100         | 100           | 806        | 25.0       | 1.3        | 8.8              | 3.5%         | 5.2%       | 4.1%        |
| 2019F | 3,088       | 187          | 149         | 149           | 1,199      | 16.8       | 1.2        | 6.5              | 6.1%         | 7.3%       | 8.3%        |

자료: 연우, 한양증권 리서치센터 추정

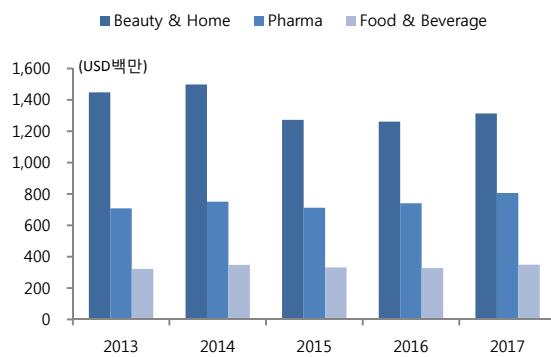
## ■ 글로벌 제약 용기 시장 진출 기대

지난달 동사는 의료기기 품질 시스템(ISO 13485) 인증을 취득했다. ISO 13485 인증은 유럽을 중심으로 한 글로벌 의료기기 시장에 제품을 공급하기 위한 필수 사항 중 하나로 2016년 글로벌 잠재 고객사로부터 관련 인증 취득을 제안 받은 후 1년여간 준비 끝에 취득을 완료했다. 이를 통해 동사는 글로벌 제약 용기 시장으로의 본격적인 진출이 기대된다.

동사는 인증 취득을 위해 본사 클린룸 레벨 업그레이드, 물류자동화시스템 구축 등을 통한 품질 시스템 수준을 대폭 개선하였다. 글로벌 제약업체 향 공급까지 약 6개월 정도의 기간이 소요되고 현재 제품화 중인 것으로 파악돼 내년 상반기에는 동사 제약용기의 해외 매출 가시화가 가능할 것으로 판단된다.

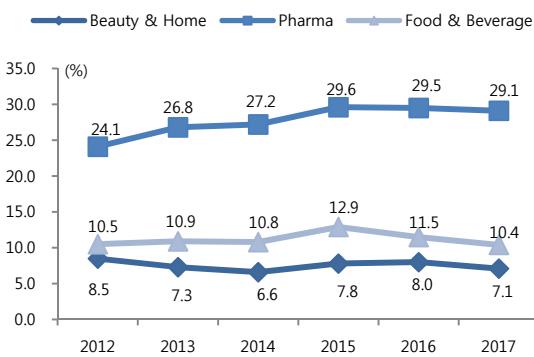
제약 용기 매출이 본격화된다면 동사는 외형 확대뿐 아니라 수익성 측면에서도 큰 폭의 개선이 이루어질 것으로 전망된다. 글로벌 제약용 용기 시장은 높은 성장성과 수익성을 나타내고 있으며 글로벌 시장 선도기업인 Aptar Group의 경우 전체 수익성에 제약용 용기 사업부문이 절대적인 기여를 하고 있다. Aptar Group은 최근 3개년 제약용 용기 매출 연평균성장률이 4%로 전체 매출 연평균성장률 2%를 상회했고 2017년 전체 영업이익률은 13%인데 반해 제약용 용기 영업이익률은 29%를 기록했다. 이처럼 동사의 글로벌 제약 용기 시장 진출은 매출 포트폴리오 다변화를 통해 화장품 시장에 대한 의존도를 감소시켜 안정적인 성장과 높은 수익성 달성을 가능케 할 것으로 기대된다.

〈도표1〉 Aptar Group 사업부별 매출 추이



자료: bloomberg, 한양증권 리서치센터

〈도표2〉 Aptar Group 사업부별 영업이익률 추이



자료: bloomberg, 한양증권 리서치센터

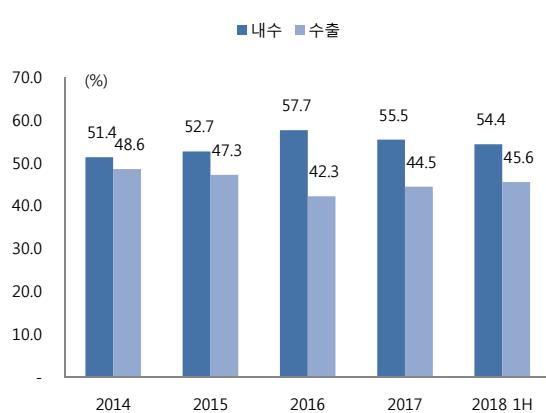
## ■ 해외 매출 비중 확대

동사의 수출 비중은 2013년 56%에 달하였으나 이후 중국 인바운드 관광객 증가 및 한류 열풍 등으로 급속히 성장하는 국내 화장품 고객사의 수주에 대응하면서 2016년 42%까지 감소하였다. 작년에는 사드 등 외부 환경에 따른 국내 주요 고객사들의 부진으로 동사 또한 어려움을 겪으면서 해외 시장으로의 영업을 강화하기 시작했다. 그러나 작년 상반기 까지는 해외 고객사의 수요 공백 등으로 해외 매출 비중 확대로의 빠른 전환이 힘들었으나 전략적으로 해외 영업에 집중한 효과가 점진적으로 나타나 3Q17에는 수출 비중이 53.9%에 달했다. 또한 올해 2분기에는 전 지역에서 동반 증가세를 보이며 분기 최대 해외 매출액을 기록하였다.

3분기는 화장품 업종의 비수기로 2분기 대비 매출액은 다소 감소하겠으나 수출 비중은 50% 이상이 될 것으로 예상된다. 동사는 수출 중심의 매출 포트폴리오 재편이 진행되고 있는 것으로 파악되며 미국, 유럽, 아시아 등 고른 성장으로 특정 지역 및 고객사의 수요 감소에도 안정적인 매출 성장이 가능할 것으로 기대된다. 특히, 국내 주요 고객사의 실적 부진이 당분간 이어질 것으로 예상되는 가운데 수출 비중 확대는 동사가 성장세를 지속할 수 있는 주요 요인이 될 것으로 판단된다.

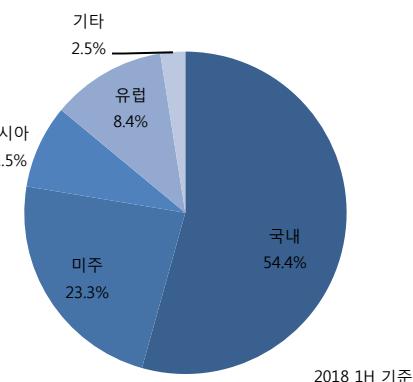
또한 금년 말 100% 자회사인 중국 공장이 완공될 예정이다. 중국 공장의 Capa는 300억 원이고 처음에는 후가공 조립만 할 예정이지만 인천 본사와 토지 규모가 같아 수주 증가에 따라 전용라인 구축 등 증설이 가능한 것으로 파악된다. 내년 1분기 내 매출이 가시화 될 것으로 예상되며 공격적인 투자를 진행하고 있는 중국 로컬 화장품 시장을 적극 공략해 본격적인 중국 매출 확대가 예상된다.

〈도표3〉 내수 수출 비중 추이



자료: 연우, 한양증권 리서치센터

〈도표4〉 지역별 매출 비중



자료: 연우, 한양증권 리서치센터

## ■ 실적 전망

3Q18 실적은 매출액 682억원(+15.3%, yoy), 영업이익 19억원(+23.2%, yoy), 영업이익률 2.8%(+0.2%p, yoy)로 추정한다. 매출액은 qoq 소폭 감소, yoy 성장이 예상되는데 3분기가 화장품 업종의 비수기이고 추석 연휴 등에 따른 영업일수 감소를 감안하면 비교적 양호한 매출 규모라 판단된다. 특히 국내 주요 고객사가 부진했으나 수출 비중 확대로 yoy 매출 성장을 보인 것은 긍정적이다. 수익성 측면에서도 7월 1일 시행된 주 52시간 근무제의 영향으로 생산인력 50명을 충원했으나 물류자동화시스템 구축 및 생산라인 재정비에 따른 생산 효율성 증대 효과가 나타나며 yoy 개선될 것으로 예상된다. 다만, 3분기는 여름 휴가 및 추석 상여 지급 등으로 영업이익률은 소폭 개선에 그칠 전망이다.

4분기는 화장품 업종의 계절적 성수기에 해당되며 3분기 대비 영업일수 증가로 매출액이 qoq 증가할 것으로 예상된다. 수익성 또한 정기 상여금이 없는 분기로 2년여간 이어진 투자 회수 효과를 온전히 받으며 큰 폭의 개선이 기대된다. 이에 4Q18 실적은 매출액 710억원(+21.9%, yoy), 영업이익 43억원(+105.4%, yoy), 영업이익률 6.1%(+2.5%p, yoy)로 추정한다.

2019년은 해외 영업 강화를 통한 수출 비중 증가로 내수 매출에 대한 의존도가 점진적으로 낮아질 것으로 판단되며 글로벌 제약 용기 시장 본격 진출, 중국 공장 가동, 대규모 투자에 따른 생산효율성 증대 효과 등으로 외내형 성장이 기대된다. 내년 실적은 매출액 3,088억원(+12.9%, yoy), 영업이익 187억원(+92.8%, yoy), 영업이익률 6.1%(+2.6%p, yoy)로 전망된다.

### 〈도표5〉 분기별 실적 추정

(단위:억원)

| 연결 손익 | 1Q17   | 2Q17   | 3Q17   | 4Q17   | 1Q18P  | 2Q18   | 3Q18E | 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%  | 15.3% | 21.9%  | -2.2%  | 19.3% | 12.9% |
| 내수    | 367    | 295    | 273    | 337    | 372    | 360    | 321   | 368    | 1,272  | 1,420 | 1,565 |
| yoy   | 12.0%  | -19.3% | -17.6% | 2.4%   | 1.2%   | 21.7%  | 17.8% | 9.3%   | -6.1%  | 11.6% | 10.2% |
| 수출    | 199    | 257    | 319    | 246    | 270    | 343    | 361   | 342    | 1,021  | 1,315 | 1,523 |
| yoy   | -9.8%  | -3.1%  | 20.1%  | 2.4%   | 35.4%  | 33.3%  | 13.2% | 39.2%  | 3.0%   | 28.9% | 15.8% |
| 영업이익  | 23     | 30     | 15     | 21     | 11     | 24     | 19    | 43     | 90     | 97    | 187   |
| yoy   | -60.1% | -70.2% | -72.2% | -36.9% | -54.6% | -19.6% | 23.2% | 105.4% | -63.8% | 7.7%  | 92.8% |
| opm   | 4.1%   | 5.5%   | 2.6%   | 3.6%   | 1.7%   | 3.5%   | 2.8%  | 6.1%   | 3.9%   | 3.5%  | 6.1%  |
| 당기순이익 | (3)    | 57     | 25     | (1)    | 12     | 31     | 24    | 32     | 78     | 100   | 149   |
| npm   | -0.6%  | 10.3%  | 4.2%   | -0.1%  | 1.9%   | 4.4%   | 3.5%  | 4.5%   | 3.4%   | 3.6%  | 4.8%  |

자료: 연우, 한양증권 리서치센터 추정

## ■ Valuation 및 목표주가

투자의견을 기준 중립에서 매수로 상향하고 목표주가를 30,000원으로 제시한다. 목표주가는 2019년 추정 EPS 1,199원에 target PER 25.0x를 적용해 산정하였다.

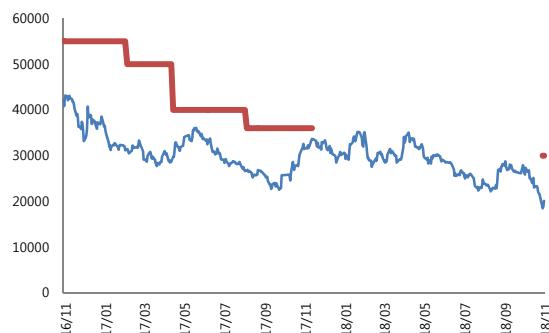
사드 이후 국내 주요 고객사의 실적 부진으로 동사의 실적과 주가 또한 그 영향을 크게 받았다. 그러나 최근 수출 비중이 확대되며 국내 주요 고객사의 매출 의존도가 감소하고 대규모 투자의 결과로 생산효율성이 증대되는 것으로 파악된다. 또 글로벌 제약용기 매출 가시화, 중국 공장 가동을 통한 본격적인 중국 시장 진출에 대한 기대감도 높아 투자의견을 매수로 상향한다. 목표주가는 글로벌 비교기업 Aptar Group의 3개년('17, '18E, '19E) 평균 PER 25.0x를 적용해 산정했으나 향후 글로벌 제약용기 매출 확대 및 수익성 개선 추이에 따라 멀티플 조정이 필요할 것으로 판단된다.

### 〈도표6〉 목표주가 산정

| 구분       | (원, 배, %) | 비고                                      |
|----------|-----------|---|
| 적용 EPS   | 1,199     | '19년 예상 EPS                             |
| peer PER | 25.0      | Aptar Group 3개년('17, '18E, '19E) 평균 PER |
| 적용 PER   | 25.0      |   |
| 적정주가     | 29,975    |   |
| 목표주가     | 30,000    |   |
| 현재가      | 20,100    |   |
| 상승여력     | 49.3%     |   |

자료: bloomberg, 한양증권 리서치센터 추정

## TP Trend



## Compliance Notice

- 본 자료 발간일 현재 동 주식 및 주식관련사채, 스톡옵션, 개별주식옵션 등을 본인 또는 배우자의 계산으로 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료 발간일 현재 동사는 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 총수의 1%이상 보유 등 종대한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며, 홈페이지 공표 이전에 특정기관 또는 제3자에게 사전 제공 된 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자:최서연)
- 기업 투자의견
 

|    |                             |
|----|-----------------------------|
| 매수 | 향후 12개월간 15% 이상 상승예상        |
| 중립 | 향후 12개월간 +15 ~ -15% 내 변동 예상 |
| 매도 | 향후 12개월간 15% 이상 하락 예상       |
- 산업 투자의견
 

|      |                                     |
|------|-------------------------------------|
| 비중확대 | 향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상 |
| 중립   | 향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상  |
| 비중축소 | 향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상    |

당사는 투자의견 전망 기간을 2017년 9월 1일부터 6개월에서 12개월로 변경하였습니다.
- 투자의견 비율(기준: 2018.09.30)
 

| 구분 | 매수  | 중립  | 매도 |
|----|-----|-----|----|
| 비율 | 78% | 22% | 0% |

## • 투자의견 및 목표가 등 추이

| 종목명 | 코드     | 제시일자       | 투자의견   | 목표가     | 과리율(%) |       |
|-----|--------|------------|--------|---------|--------|-------|
|     |        |            |        |         | 평균     | 최고/최저 |
| 연우  | 115960 | 2016.12.12 | 매수(유지) | 55,000원 | -37.2  | -29.3 |
|     |        | 2017.02.06 | 매수(유지) | 50,000원 | -39.7  | -33.4 |
|     |        | 2017.04.17 | 매수(유지) | 40,000원 | -22.0  | -9.9  |
|     |        | 2017.05.16 | 매수(유지) | 40,000원 | -22.8  | -9.9  |
|     |        | 2017.08.07 | 매수(유지) | 36,000원 | -25.3  | -7.2  |
|     |        | 2017.08.14 | 매수(유지) | 36,000원 | -25.2  | -7.2  |
|     |        | 2017.11.15 | 중립(하향) | -       | -      | -     |
|     |        | 2018.04.09 | 중립(유지) | -       | -      | -     |
|     |        | 2018.05.16 | 중립(유지) | -       | -      | -     |
|     |        | 2018.11.05 | 매수(상향) | 30,000원 |        |       |

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자는 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용 될 수 없습니다.

*The best for you*  
[www.hygood.co.kr](http://www.hygood.co.kr)



## 한양증권 점포현황

---

|        |                |                                  |
|--------|----------------|----------------------------------|
| 본점     | (02) 3770-5000 | 서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩        |
| 송파RM센터 | (02) 419-2100  | 서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층        |
| 광진금융센터 | (02) 2294-2211 | 서울 광진구 이차산로 355 타워더모스트 광진아크로텔 4층 |
| 안산지점   | (031) 486-3311 | 경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층    |
| 인천지점   | (032) 461-4433 | 인천 남동구 백범로 132 만수프리자빌딩 1층        |

---

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다.  
본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자 의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.