연우 (115960)

화장품

박은정
02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	38,000원 (M)
현재주가 (6/17)	29,600원
상승여력	28%

시가총액	3,670억원
총발행주식수	12,398,000주
60일 평균 거래대금	28억원
60일 평균 거래량	95,233주
52주 고	31,600원
52주 저	15,600원
외인지분율	18.83%
주요주주	기중현 외 2 인 60.38%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.8)	16.8	73.6
상대	(6.8)	9.8	27.2
절대(달러환산)	(2.4)	16.7	86.4

바쁘다 바빠

바쁘다 바빠

중국 소비가 견고함에 따라 동사의 주요 고객사 물량이 증가 추세다. 2분기는 상반기 중국 최대 쇼핑 페스티벌인 '6.18 쇼핑축제'가 있으며, 해당 6.18 물량이 반영 됨에 따라 주요 고객사향 매출이 역사상 최대액 기대된다. 또한 3월부터는 국내 화장품 시장의 온라인 구매액도 완연한 증가 추세에 접어들었다. '백신 접종률 상승→외부 활동 확대→화장품 소비 증가'로 나타나는 것으로 판단된다. 다소 더뎠던 동사의 중견/인디 브랜드향 물량의 증가 시그널이 감지된다. 한편 1분기 미국향 수출이 역사상 최대액을 기록했는데 추세는 2분기도 이어질 것으로 보이며, 유럽향 수출 물량은 감소 확대 추세 일단락 된 것으로 파악된다.

2분기 영업이익 91억원(YoY+95%) 전망

연우의 2분기 실적은 연결 매출 763억원(YoY+29%), 영업이익 91억원(YoY+95%) 전망함에 따라 컨센서스 영업이익을 14% 상회할 것으로 예상한다. 내수(국내 중국/면세 판매 물량 포함)와 수출 각각 50%, 6% 성장 전망한다. 국내 핵심 고객사향 매출 증가뿐 아니라 업황 회복에 따라 기타 브랜드향 물량 증가도 나타나고 있다. 핵심 고객사향 물량은 전년동기비 70% 성장한 290억원 전망하며 역사상 최대액 기록할 것이다. 그외 국내 브랜드향 물량 또한 26% 증가 예상된다. 매출이 전년동기비 두자리수 증가, 전분기비 7% 성장함에 따라 영업이익률이 두자리수 도달할 것으로 기대된다(12%, +4%p yoy).

2021년, 회복 초입 최대 성과

2021년 화장품 업황은 회복 추세다. 중국 시장은 두자리수 고성장 이어지며, 국내 면세 및 내수는 (+) 성장 전환되었다. 연우의 핵심 고객사는 중국과 국내 시장에서 점유율이 확대되며 연우의 외형 성장을 견인해 주고 있으며, 연우는 국내외 영업력 확대를 통해 추가적인 성장동력을 확보 중이다. 2021년 국내외 업황은 회복 초입 국면이며, 연우는 최대 성과 기대된다. 2022년은 국내외 백신 접종률 확대에 따라 국가간 리오프닝이 기대되는 만큼 2021년을 뛰어넘는 성과가 이어질 것이다. 투자의견 BUY, 목표주가 3.8만원 유지한다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	763	29.3	7.4	748	2.0
영업이익	91	95.4	41.6	80	13.5
세전계속사업이익	97	106.3	27.9	80	21.4
지배순이익	76	107.8	29.0	68	11.1
영업이익률 (%)	12.0	+4.1 %pt	+2.9 %pt	10.7	+1.3 %pt
지배순이익률 (%)	9.9	+3.7 %pt	+1.7 %pt	9.1	+0.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	2,946	2,512	2,973	3,411
영업이익	225	160	300	380
지배순이익	168	114	251	317
PER	18.1	20.8	14.6	11.6
PBR	1.4	1.1	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.9	6.6	7.3	5.9
ROE	8.4	5.3	10.9	12.4

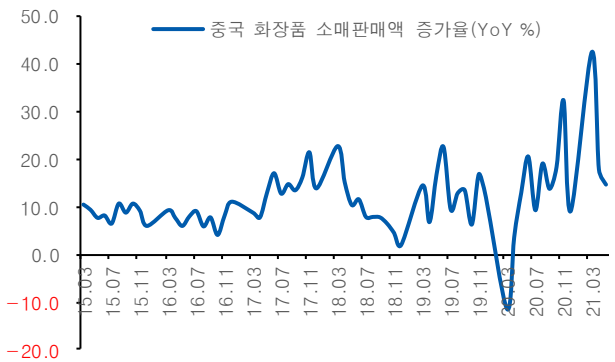
자료: 유안타증권

[표 1] 연우 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
연결 매출액		62.0	59.0	63.5	66.7	71.0	76.3	74.6	75.4	294.6	251.2	297.3	341.1
내수		34.3	31.3	32.7	38.4	40.1	47.0	41.0	44.0	144.7	136.7	172.1	186.1
- 주요고객		19.7	17.0	19.0	24.4	24.9	29.0	25.0	28.0	83.3	80.1	106.9	116.5
- 국내기타		14.5	14.3	13.7	14.0	16.3	18.0	16.0	16.0	61.4	56.5	66.3	69.6
수출		27.2	26.5	30.1	27.7	29.6	28.0	32.8	30.8	147.2	111.6	121.2	150.6
중국법인		1.4	3.3	4.1	4.4	2.5	3.5	4.5	5.5	14.1	13.3	16.0	22.0
% YoY	연결 매출액	-8%	-26%	-15%	-8%	15%	29%	17%	13%	8%	-15%	18%	15%
	내수	5%	-25%	-5%	8%	17%	50%	25%	15%	5%	-6%	26%	8%
	- 주요고객	5%	-28%	-2%	14%	26%	70%	32%	15%	5%	-4%	33%	9%
	- 국내기타	5%	-22%	-9%	-2%	12%	26%	17%	14%	6%	-8%	17%	5%
	수출	-20%	-29%	-23%	-24%	9%	6%	9%	11%	11%	-24%	9%	24%
	- 달러기준	-25%	-32%	-23%	-20%	16%	16%	13%	8%	5%	-25%	13%	23%
	중국법인	-44%	46%	-1%	-13%	77%	5%	10%	24%	88%	-6%	21%	37%
% 비중	내수	55%	53%	51%	58%	56%	62%	55%	58%	49%	54%	58%	55%
	수출	44%	45%	47%	42%	42%	37%	44%	41%	50%	44%	41%	44%
매출총이익		7.8	9.4	8.3	10.5	10.9	14.9	12.3	13.1	46.9	35.9	51.2	63.3
% YoY		-14%	-40%	-31%	3%	41%	58%	49%	25%	57%	-23%	42%	24%
% 매출총이익률		13%	16%	13%	16%	15%	19%	16%	17%	16%	14%	17%	19%
영업이익		2.7	4.7	2.0	6.7	6.4	9.1	6.6	7.9	22.5	16.0	30.0	38.0
% YoY		-17%	-47%	-67%	52%	140%	95%	231%	19%	264%	-29%	88%	27%
% 영업이익률		4%	8%	3%	10%	9%	12%	9%	10%	8%	6%	10%	11%
지배주주 순이익		3.1	3.6	1.4	3.3	5.9	7.6	5.6	6.2	16.8	11.4	25.1	31.7

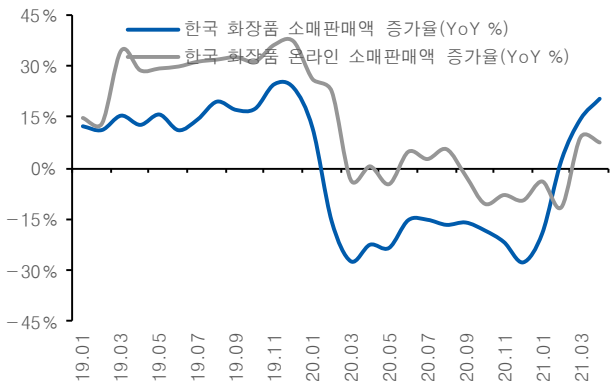
자료: 유안타증권 리서치센터, 한국은행경제통계시스템

[그림 1] 중국 화장품 소매판매액 증가율 추이



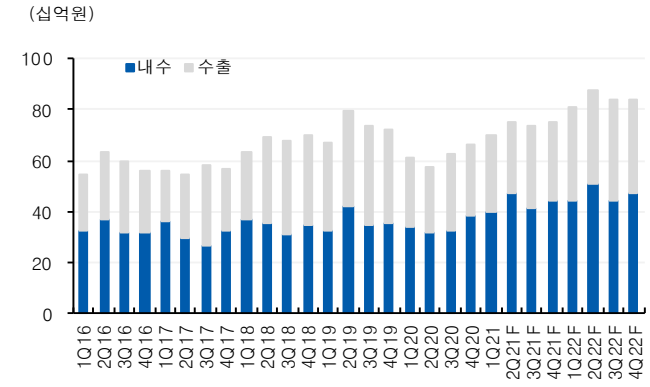
자료: 중국국가통계국, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 한국 소매판매액 증가율 추이



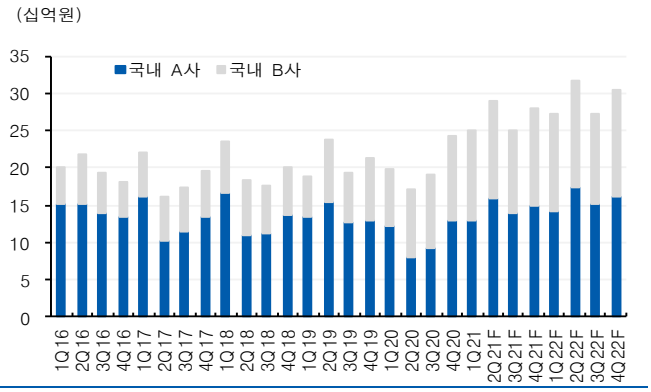
자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 내수, 수출 매출 추이 및 전망



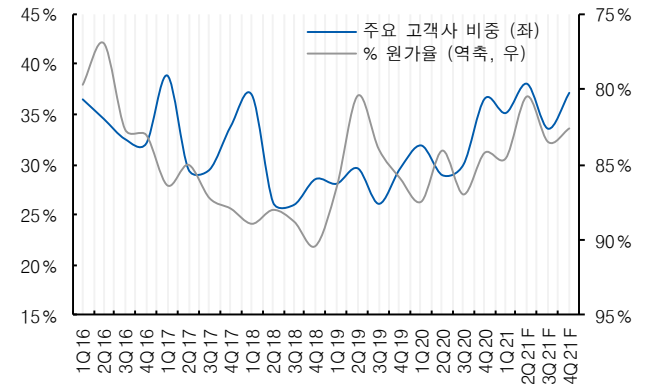
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 국내 주요 고객사향 매출 추이



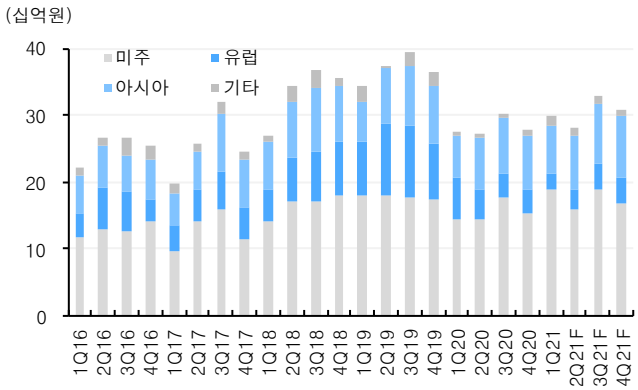
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 국내 주요 고객사 비중 및 원가율 추이



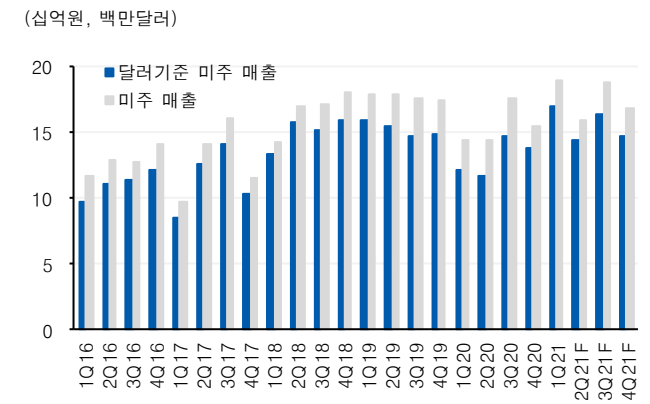
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 지역별 수출액 추이: 전체



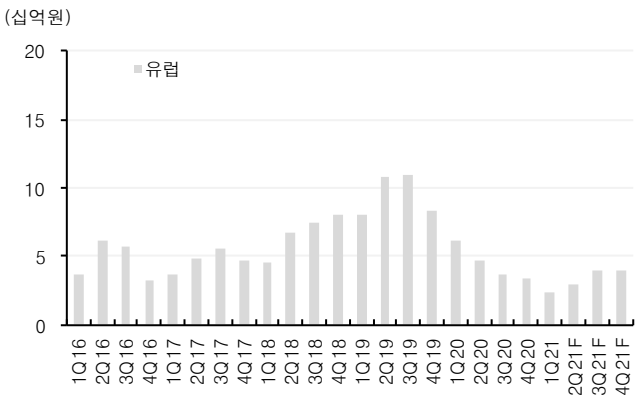
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 지역별 수출액 추이: 미주, 2Q20 를 저점, 1Q21 사상 최대



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 지역별 수출액 추이: 유럽, 코로나 19 이후 낮은 매출 수준에서 유지



자료: 유안타증권 리서치센터

연우 (115960) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	**2,946**	**2,512**	**2,973**	**3,411**	**3,660**
매출원가	2,477	2,152	2,461	2,777	2,963
매출총이익	469	359	512	633	697
판관비	244	199	212	253	271
영업이익	**225**	**160**	**300**	**380**	**426**
EBITDA	407	360	474	542	576
영업외손익	1	-15	23	27	32
외환관련손익	8	-22	1	1	1
이자손익	-13	-8	-3	1	6
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	6	15	24	24	24
법인세비용차감전순손익	225	144	323	407	458
법인세비용	57	31	72	90	101
계속사업순손익	168	114	251	317	357
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	168	114	251	317	357
지배지분순이익	**168**	**114**	**251**	**317**	**357**
포괄순이익	180	110	248	313	353
지배지분포괄이익	180	110	248	313	353

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	**436**	**364**	**303**	**361**	**420**
당기순이익	168	114	251	317	357
감가상각비	174	191	166	155	144
외환손익	3	23	-1	-1	-1
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-22	4	-177	-171	-140
기타현금흐름	114	32	63	62	61
투자활동 현금흐름	**-263**	**-140**	**-110**	**-95**	**-82**
투자자산	0	-11	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-259	-111	-93	-77	-64
유형자산 감소	5	2	0	0	0
기타현금흐름	-10	-20	-17	-17	-17
재무활동 현금흐름	**-92**	**-118**	**30**	**19**	**14**
단기차입금	63	10	10	10	10
사채 및 장기차입금	-155	-107	40	34	28
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	-20	-20	-24	-24
기타현금흐름	0	-1	-1	-1	-1
연결범위변동 등 기타	1	-20	46	38	37
현금의 증감	**82**	**87**	**268**	**324**	**389**
기초 현금	242	324	410	679	1,002
기말 현금	324	410	679	1,002	1,391
NOPLAT	**225**	**160**	**300**	**380**	**426**
FCF	**178**	**253**	**210**	**284**	**355**

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	**998**	**993**	**1,356**	**1,769**	**2,210**
현금및현금성자산	324	410	679	1,003	1,391
매출채권 및 기타채권	453	350	409	465	497
재고자산	182	194	229	263	282
비유동자산	1,961	1,895	1,814	1,730	1,645
유형자산	1,792	1,689	1,615	1,538	1,458
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	9	31	31	31	31
자산총계	**2,959**	**2,888**	**3,170**	**3,499**	**3,854**
유동부채	610	478	493	522	543
매입채무 및 기타채무	217	221	240	259	270
단기차입금	173	184	194	204	214
유동성장기부채	156	48	48	48	48
비유동부채	254	223	263	297	325
장기차입금	204	204	244	278	306
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**863**	**701**	**756**	**819**	**868**
지배지분	2,096	2,186	2,414	2,681	2,987
자본금	62	62	62	62	62
자본잉여금	670	670	670	670	670
이익잉여금	1,367	1,453	1,685	1,954	2,264
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**2,096**	**2,186**	**2,414**	**2,681**	**2,987**
순차입금	**184**	**5**	**-213**	**-493**	**-844**
총차입금	534	436	487	530	568

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	1,355	917	2,028	2,556	2,877
BPS	16,906	17,635	19,474	21,622	24,090
EBITDAPS	3,287	2,906	3,823	4,370	4,644
SPS	23,763	20,258	23,982	27,511	29,519
DPS	160	190	190	190	190
PER	**18.1**	**20.8**	**14.6**	**11.6**	**10.3**
PBR	**1.4**	**1.1**	**1.5**	**1.4**	**1.2**
EV/EBITDA	**7.9**	**6.6**	**7.3**	**5.9**	**4.9**
PSR	**1.0**	**0.9**	**1.2**	**1.1**	**1.0**

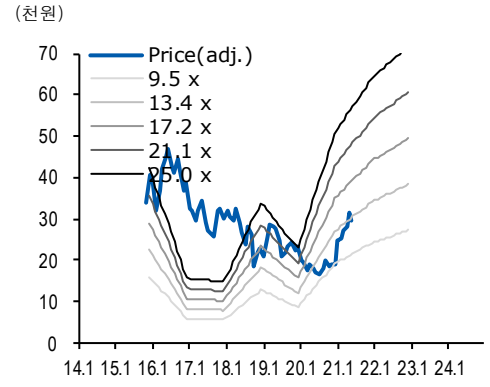
재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	**7.9**	**-14.7**	**18.4**	**14.7**	**7.3**
영업이익 증가율 (%)	**264.6**	**-28.9**	**87.8**	**26.7**	**12.2**
지배순이익 증가율 (%)	**128.2**	**-32.3**	**121.1**	**26.1**	**12.5**
매출총이익률 (%)	15.9	14.3	17.2	18.6	19.0
영업이익률 (%)	**7.6**	**6.4**	**10.1**	**11.1**	**11.6**
지배순이익률 (%)	5.7	4.5	8.5	9.3	9.7
EBITDA 마진 (%)	13.8	14.3	15.9	15.9	15.7
ROIC	7.5	5.9	11.3	14.4	16.3
ROA	5.8	3.9	8.3	9.5	9.7
ROE	**8.4**	**5.3**	**10.9**	**12.4**	**12.6**
부채비율 (%)	41.2	32.1	31.3	30.5	29.1
순차입금/자기자본 (%)	8.8	0.2	-8.8	-18.4	-28.3
영업이익/금융비용 (배)	14.5	15.1	30.5	42.6	53.5

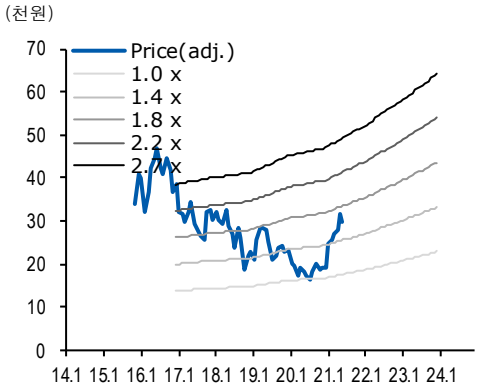
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

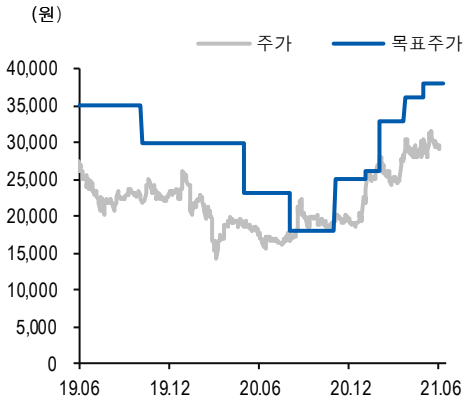
P/E band chart



P/B band chart



연우 (115960) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-06-18	BUY	38,000	1년		
2021-05-17	BUY	38,000	1년		
2021-04-08	BUY	36,000	1년	-19.40	-15.14
2021-02-16	BUY	33,000	1년	-21.45	-13.94
2021-01-20	BUY	26,000	1년	-1.08	4.81
2020-11-17	BUY	25,000	1년	-20.74	-7.80
2020-08-19	HOLD	18,000	1년	6.78	-
2020-05-18	BUY	23,000	1년	-24.92	-16.30
2019-10-22	BUY	30,000	1년	-29.24	-13.33
2019-05-16	BUY	35,000	1년	-31.13	-7.57

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-06-16

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박은정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.