

연우 (115960)

화장품

박은정



02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	31,000원 (M)
현재주가 (2/16)	24,250원
상승여력	28%

시가총액	3,007억원
총발행주식수	12,398,000주
60일 평균 거래대금	6억원
60일 평균 거래량	29,040주
52주 고	31,600원
52주 저	19,450원
외인지분율	19.15%
주요주주	기중현 외 2인 60.38%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	19.8	3.2	(9.0)
상대	32.5	21.7	1.3
절대(달러환산)	18.7	1.7	(16.4)

올림픽 이후 정상화 기대

4Q21 Review: 컨센서스 부합

연우의 4분기 실적은 연결 매출 707억원(YoY+6%), 영업이익 72억원(YoY+8%)으로 컨센서스에 부합하는 실적을 기록했다.

내수 매출은 352억원(YoY-9%, QoQ-10%), 수출은 355억원(YoY+27%) 기록했다. ▶내수가 부진했는데, 주요 고객사의 면세 매출 부진에 영향을 받은 것으로 보인다. 주요 고객사향 매출은 186억원(QoQ-25%)으로 전년동기비 24% 감소했다. 반면에 중소형 브랜드향 매출(국내 기타)은 166억원(QoQ+17%)으로 전년동기비 15% 증가했다. 스킨케어 용기 중심에서 색조 용기로 카테고리를 확대하고 있으며, 위드코로나를 고려한 신규 브랜드/라인의 런칭 효과 등도 더해진 것으로 보인다.

▶수출의 경우 전년동기비 27% 증가했으며, 달러기준 성장률은 20% 추정된다. 수출의 50% 이상 차지하는 미주 매출이 200억원(YoY+30%, QoQ+11%)으로 호실적 기록했으며, 물류 난으로 일부 물량은 1Q22로 이연 되었다. 미주 수출은 연간 771억원(YoY+25%) 달성하며 미국 브랜드사의 저변이 확대되고 있다. 그 외 2020~21년 부진했던 유럽 매출은 4분기에 회복하며 수출 성장을 도왔다. 중국향 매출 또한 14% 증가했다.

▶외형 확대, 믹스 개선, 자동화 설비 구축에 따른 효율화 등으로 원가율이 4.3%p 하락했으며, 판관비를 또한 0.3%p 개선되었다. 2021년 호실적 달성으로 인한 인센티브는 일부 2022년 1월로 이연 되었다.

올림픽 이후 정상화 기대

연우의 2022년 실적은 연결 매출 3,058억원(YoY+7%), 영업이익 308억원(YoY+3%) 전망하며 내수와 수출 성장은 유사할 것으로 예상한다. 1분기 대중국 수요와 연관된 수주가 부진한 것으로 파악된다. 베이징 올림픽을 개최한 중국이 제로코로나 기조를 이어가는 바 면세와 중국 수요가 영향을 받고 있는 것으로 보인다. 다만, 중국 하이난의 춘절 소비 동향 등은 강한 것으로 파악됨에 따라 올림픽 이후 대중국 수요와 연관된 수주는 정상화될 것으로 예상한다. 2022년 연우의 실적은 업종 대형주와 유사하게 1분기를 저점으로 모멘텀이 강해질 것으로 판단한다. 1분기의 3부 능선은 넘었다. 투자 의견 BUY, 목표주가 3.1만원 유지한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	707	6.0	3.4	703	0.6
영업이익	72	7.7	12.2	71	0.8
세전계속사업이익	76	86.1	-12.5	61	25.3
지배순이익	59	77.2	-10.7	49	20.1
영업이익률 (%)	10.1	+0.1 %pt	+0.8 %pt	10.1	0
지배순이익률 (%)	8.3	+3.3 %pt	-1.3 %pt	7.0	+1.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021P	2022F
매출액	2,946	2,512	2,871	3,058
영업이익	225	160	299	308
지배순이익	168	114	264	260
PER	18.1	20.8	10.2	11.6
PBR	1.4	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	7.9	6.6	5.2	5.3
ROE	8.4	5.3	11.4	10.3

자료: 유안타증권

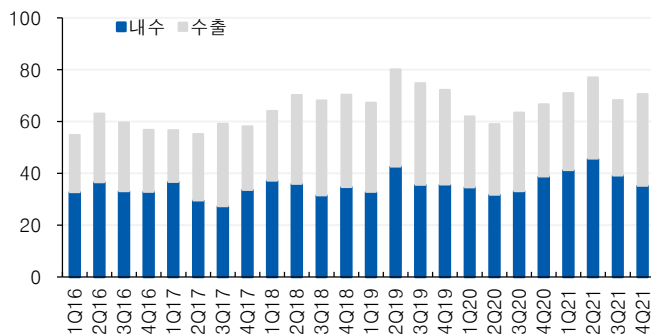
연우 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2019	2020	2021P	2022F
연결 매출액		71.0	77.1	68.3	70.7	63.9	84.2	75.4	82.4	294.6	251.2	287.1	305.8
내수		41.2	45.7	39.2	35.2	33.0	49.7	42.6	45.6	146.8	138.2	161.3	170.8
- 주요고객		24.9	29.2	24.9	18.6	17.0	31.5	26.9	27.3	83.3	80.1	97.7	102.8
- 국내기타		16.3	16.5	14.2	16.6	16.0	18.1	15.7	18.3	63.5	58.1	63.6	68.1
수출		29.8	31.4	29.2	35.5	30.9	34.5	32.8	36.8	147.8	112.9	125.8	135.0
중국법인		2.5	2.8	3.2	5.1	2.5	3.4	3.6	5.8	14.1	13.3	13.6	15.4
% YoY	연결 매출액	15%	31%	8%	6%	-10%	9%	10%	17%	8%	-15%	14%	7%
	내수	19%	44%	18%	-9%	-20%	9%	9%	29%	5%	-6%	17%	6%
	- 주요고객	26%	71%	31%	-24%	-32%	8%	8%	47%	5%	-4%	22%	5%
	- 국내기타	10%	12%	1%	15%	-2%	10%	10%	10%	6%	-8%	10%	7%
	수출	9%	15%	-4%	27%	4%	10%	13%	4%	11%	-24%	11%	7%
	- 달러기준	16%	26%	-1%	20%	-3%	4%	10%	4%	4%	-25%	15%	4%
	중국법인	77%	-16%	-22%	15%	-1%	22%	13%	14%	88%	-6%	2%	13%
% 비중	내수	58%	59%	57%	50%	52%	59%	56%	55%	50%	55%	56%	56%
	수출	42%	41%	43%	50%	48%	41%	44%	45%	50%	45%	44%	44%
매출총이익		10.9	14.5	11.6	11.9	8.1	15.9	12.3	15.7	46.9	35.9	48.9	51.6
% YoY		41%	54%	41%	13%	-26%	10%	6%	32%	57%	-23%	36%	5%
% 매출총이익률		15%	19%	17%	17%	13%	19%	16%	19%	16%	14%	17%	17%
영업이익		6.4	9.9	6.4	7.2	3.1	11.0	6.6	10.1	22.5	16.0	29.9	30.8
% YoY		140%	113%	222%	8%	-51%	10%	3%	41%	264%	-29%	87%	3%
% 영업이익률		9%	13%	9%	10%	5%	13%	9%	12%	8%	6%	10%	10%
지배주주 순이익		5.9	8.1	6.6	5.9	2.9	9.4	5.5	8.3	16.8	11.4	26.4	26.0

[그림 1] 내수, 수출 매출 추이 및 전망

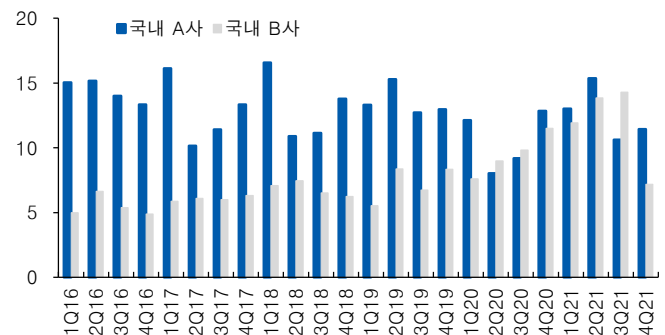
(십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

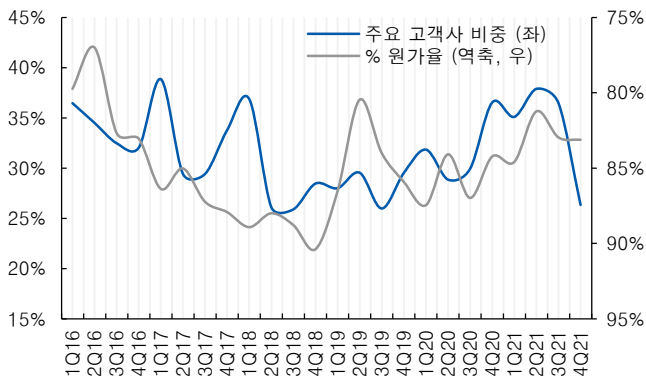
[그림 2] 국내 주요 고객사향 매출 추이 - 주요 국내 B사 4Q21 매출 급감

(십억원)



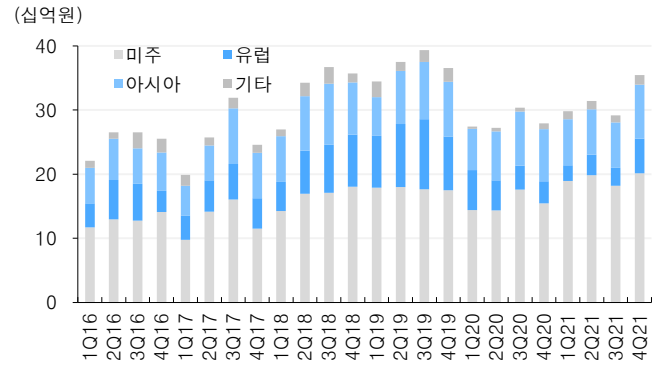
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 국내 주요 고객사 비중 및 원가율 추이



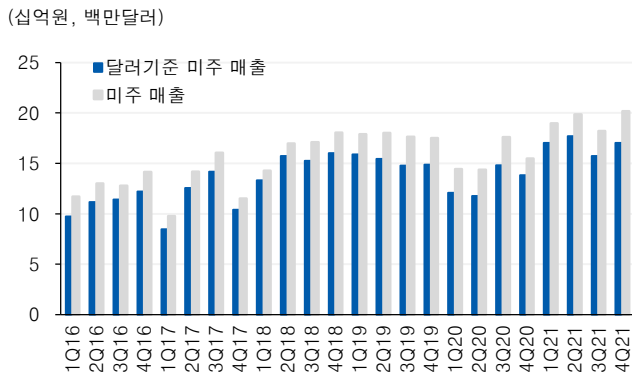
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 지역별 수출 추이: 전체



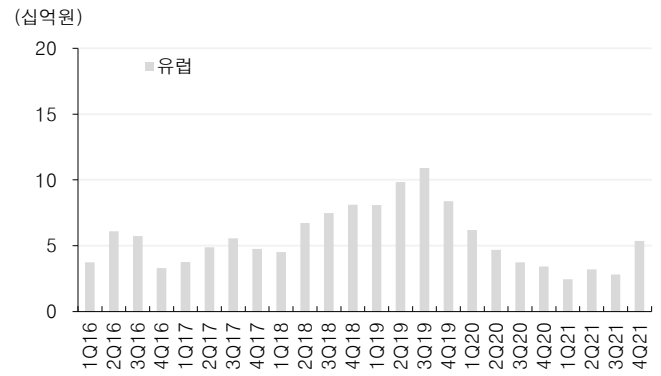
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 지역별 수출 추이: 미주 - 꾸준히 증가 추세



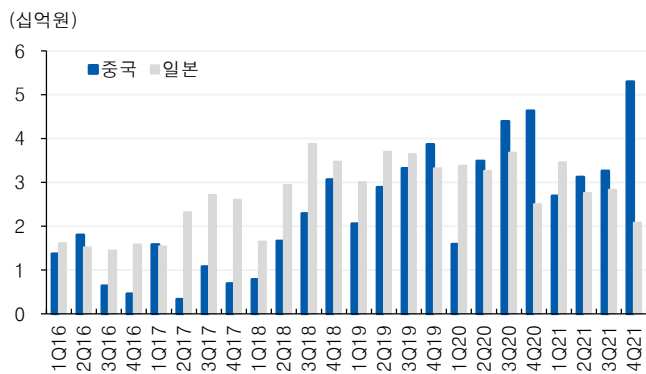
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 지역별 수출 추이: 유럽 - 4Q21 드디어 회복



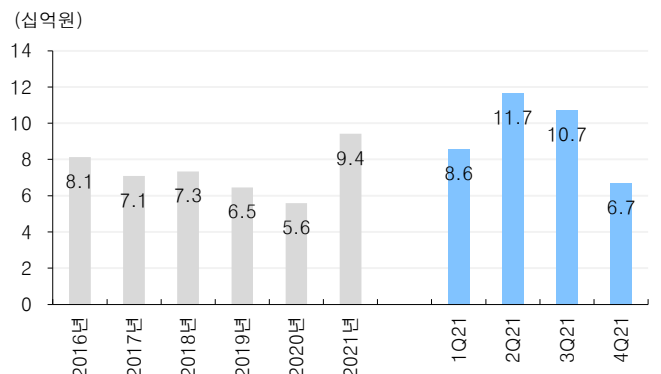
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 지역별 수출 추이: 중국, 일본 - 중국향 수출 두자리수 성장



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 연평균, 분기 건본품 매출 추이 - 4Q21 건본품 매출 급감



자료: 유안타증권 리서치센터

연우 (115960) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서				(단위: 억원)	
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	2,946	2,512	2,871	3,058	3,253
매출원가	2,477	2,152	2,381	2,542	2,677
매출총이익	469	359	490	516	576
판매비	244	199	190	208	228
영업이익	225	160	299	308	348
EBITDA	407	360	473	469	497
영업외손익	1	-15	40	24	29
외환관련 손익	8	-22	1	1	1
이자손익	-13	-8	-2	2	6
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	6	15	41	21	21
법인세비용차감전순이익	225	144	339	332	376
법인세비용	57	31	75	72	82
계속사업순이익	168	114	264	260	295
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	168	114	264	260	295
지배지분순이익	168	114	264	260	295
포괄순이익	180	110	261	256	291
지배지분포괄이익	180	110	261	256	291

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

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
영업활동 현금흐름	436	364	332	347	366	
당기순이익	168	114	264	260	295	
감가상각비	174	191	166	155	144	
외환손익	3	23	-1	-1	-1	
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-22	4	-160	-129	-132	
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	47	37	37	
현금의 증감	82	87	298	308	335	
기초 현금	242	324	410	709	1,017	
기말 현금	324	410	709	1,017	1,352	
NOPLAT	225	160	299	308	348	
FCF	178	253	239	269	302	

자료: 유안타증권

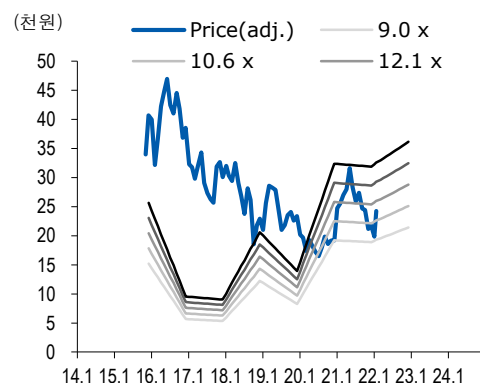
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표				(단위: 억원)	
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	998	993	1,364	1,711	2,086
현금및현금성자산	324	410	708	1,017	1,352
매출채권 및 기타채권	453	350	396	420	445
재고자산	182	194	221	236	251
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	3,178	3,441	3,731
유동부채	610	478	488	508	526
매입채무 및 기타채무	217	221	235	245	253
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	751	805	851
지배지분	2,096	2,186	2,427	2,636	2,880
자본금	62	62	62	62	62
자본잉여금	670	670	670	670	670
이익잉여금	1,367	1,453	1,697	1,910	2,158
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,096	2,186	2,427	2,636	2,880
순차입금	184	5	-243	-508	-805
총차입금	534	436	487	530	568

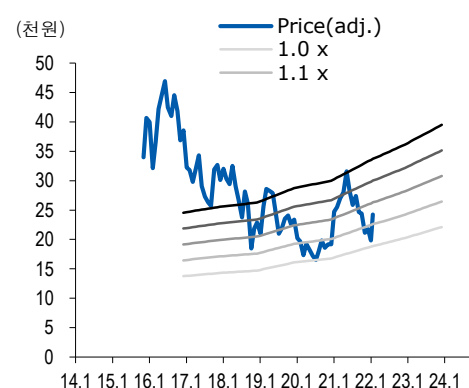
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	1,355	917	2,130	2,098	2,377
BPS	16,906	17,635	19,576	21,265	23,233
EBITDAPS	3,287	2,906	3,816	3,785	4,008
SPS	23,763	20,258	23,157	24,667	26,237
DPS	160	190	190	190	190
PER	18.1	20.8	10.2	11.6	10.2
PBR	1.4	1.1	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.9	6.6	5.2	5.3	4.4
PSR	1.0	0.9	0.9	1.0	0.9

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액 증가율 (%)	7.9	-14.7	14.3	6.5	6.4	
영업이익 증가율 (%)	264.6	-28.9	87.2	2.8	13.0	
지배순이익 증가율 (%)	128.2	-32.3	132.2	-1.5	13.3	
매출총이익률 (%)	15.9	14.3	17.1	16.9	17.7	
영업이익률 (%)	7.6	6.4	10.4	10.1	10.7	
지배순이익률 (%)	5.7	4.5	9.2	8.5	9.1	
EBITDA 마진 (%)	13.8	14.3	16.5	15.3	15.3	
ROIC	7.5	5.9	11.3	11.9	13.8	
ROA	5.8	3.9	8.7	7.9	8.2	
ROE	8.4	5.3	11.4	10.3	10.7	
부채비율 (%)	41.2	32.1	31.0	30.5	29.5	
순차입금/자기자본 (%)	8.8	0.2	-10.0	-19.3	-27.9	
영업이익/금융비용 (배)	14.5	15.1	30.4	34.5	43.6	

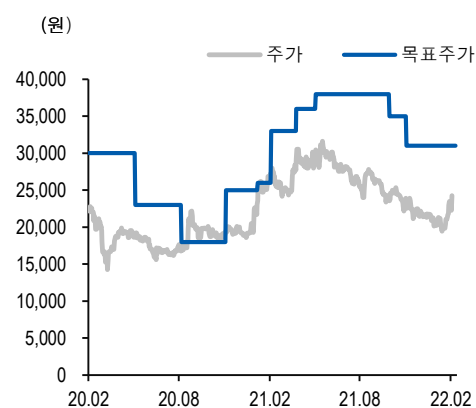
P/E band chart



P/B band chart



연우 (115960) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-02-17	BUY	31,000	1년		
2021-11-16	BUY	31,000	1년		
2021-10-13	BUY	35,000	1년	-30.93	-27.57
2021-05-17	BUY	38,000	1년	-27.81	-16.84
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

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (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)	92.6
Hold(중립)	7.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-02-14

※ 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 투자사결정은 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.