



하나금융그룹

2018년 3월 28일 | Equity Research

# 코웰패션 (033290)

## 채널 및 카테고리 다각화 효과 결실 2분기부터

### 1분기 실적 기대감은 낮추고

1분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년동기 대비 5.2%, 3.8% 증가한 759억원과 140억원으로 추정한다. 기존 추정치(매출 833억원, OP 158억원) 대비 하향 조정되었다. 이는 패션사업부에서 기인했다. 1) 패션사업부 매출과 영업이익은 각각 649억원(YoY +6%), 130억원(YoY +4.1%)으로 전망한다. 전년도 기고 부담과 1~2월 의류 판매 부진 영향에서 자유롭지 못했기 때문이다. 그럼에도 불구하고 시장 대비 아웃퍼폼하는 수준이다. 3월 중순 론칭한 잡화 브랜드들에 대한 소비자 첫 반응은 호조를 보인 것으로 파악되나, 실적 기여는 방송횟수가 많아지는 2분기부터 본격화될 것으로 보인다. 영업이익률은 전년 수준인 20%로 예상하며, ① 규모의 경제(원부자재 대량 구매를 통한 원가율 개선), ② 선별적으로 수익성 좋은 채널 판매에서 기인할 것이다. 2) 전자사업부 매출과 영업이익은 각각 전년 수준인 111억원, 10억을 기록할 것으로 예상한다.

### 2분기 실적 기대감은 높이고

코웰패션은 최근 카테고리 및 채널 다각화를 통한 새로운 성장 동력 확보에 주력하고 있다. 이러한 노력의 결실은 2분기 실적부터 확인할 수 있을 것으로 보인다. 카테고리 측면에서는 새로운 브랜드 도입(잡화: 아.테스토니/알베르토 페르마니/칸나/H by 이카트리나 등, 패션의류: 댄스킨), 기존 브랜드 내 카테고리 추가(아테스토니 골프웨어) 등이 있고, 채널 측면에서는 T커머스 입점 브랜드 추가, 씨에프리테일을 통한 B2B로 영역 확장 등이 있다. 3월에 선보인 아.테스토니 핸드백은 120만원의 고가임에도 불구하고 첫 방송에서 준비물량 완판을 기록, 평균 대비 낮은 반품률을 기록하는 등 스타트를 잘 끊었다. 이뿐만 아니라 신발 브랜드인 알베르토 페르마니와 칸나 등도 홈쇼핑 채널 내 히트 예상작으로 꼽히고 있어 방송횟수가 본격적으로 많아지는 2분기 실적 기여는 높아질 전망이다. 또한, 기존 전개 브랜드에 코웰패션이 강점을 가지고 있는 골프웨어를 접목시켜 선보일 계획도 가지고 있다. 이러한 성과를 지켜볼 필요가 있다.

### 보수적인 추정치에도 높은 밸류에이션 매력 보유

투자의견 BUY, 목표주가 6,800원을 유지한다. 현 주가는 보수적인 실적 추정치에도 불구하고 12MF PER 8배로 동종 업체 평균(10배) 대비 저평가되어 있으며, 내수 패션 업체 가운데 독보적인 실적 모멘텀이 예상되는 만큼 저점 매수가 유효하다.

### Earnings Preview

**BUY**

| TP(12M): 6,800원 | CP(3월27일): 4,755원

#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	858.84
----------------	--------

52주 최고/최저(원)	6,140/3,055
--------------	-------------

시가총액(십억원)	430.3
-----------	-------

시가총액비중(%)	0.16
-----------	------

발행주식수(천주)	90,500.2
-----------	----------

60일 평균 거래량(천주)	697.5
----------------	-------

60일 평균 거래대금(십억원)	3.7
------------------	-----

17년 배당금(예상,원)	30
---------------	----

17년 배당수익률(예상,%)	0.56
-----------------	------

외국인지분율(%)	2.25
-----------	------

주요주주 지분율(%)	
-------------	--

대명화학 외 2 인	70.76
------------	-------

#### Consensus Data

2017	2018
------	------

매출액(십억원)	323.7	376.4
----------	-------	-------

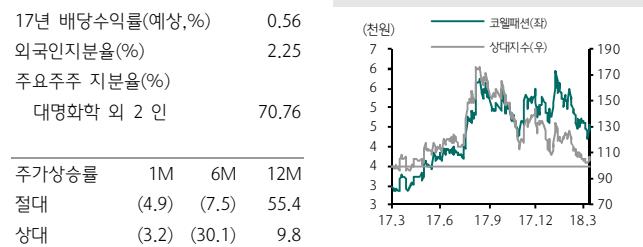
영업이익(십억원)	66.2	77.7
-----------	------	------

순이익(십억원)	49.0	57.8
----------	------	------

EPS(원)	489	593
--------	-----	-----

BPS(원)	1,917	2,509
--------	-------	-------

#### Stock Price



#### Financial Data (K-IFRS 연결)

투자지표	단위	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	십억원	161.5	249.7	309.4	349.6	395.3
영업이익	십억원	17.0	34.5	62.5	71.7	82.2
세전이익	십억원	16.2	30.2	62.3	71.4	82.0
순이익	십억원	9.6	20.0	44.8	51.5	59.1
EPS	원	124	215	490	569	652
증감율	%	흑전	73.4	127.9	16.1	14.6
PER	배	23.38	14.41	11.00	8.36	7.29
PBR	배	2.32	2.13	2.70	1.88	1.51
EV/EBITDA	배	14.29	7.70	6.78	4.63	3.50
ROE	%	9.85	16.19	29.20	25.68	23.34
BPS	원	1,247	1,456	1,993	2,532	3,155
DPS	원	0	0	30	30	30



Analyst 이화영  
02-3771-8009  
hy.lee@hanafn.com

표 1. 코웨이 1분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

	1Q17	4Q17	1Q18F	QoQ(%,%p)	YoY(%,%p)
매출	72	98	76	(22.6)	5.2
전자사업부	11	10	11	8.2	1.0
파션사업부	61	88	65	(26.2)	6.0
영업이익	13	21	14	(35.0)	3.8
전자사업부	1	1	1	2.7	0.5
파션사업부	12	21	13	(36.8)	4.1
세전이익	13	21	14	(32.9)	4.6
순이익	9	17	10	(38.4)	11.6
영업이익률(%)	18.7	21.9	18.4	(3.5)	(0.3)
전자사업부	1.4	1.0	1.3	0.3	(0.1)
파션사업부	17.3	20.9	17.1	(3.8)	(0.2)
세전이익률(%)	18.6	21.3	18.5	(2.8)	(0.1)
순이익률(%)	12.7	17.0	13.5	(3.5)	0.8

자료: 코웨이, 하나금융투자

표 2. 코웨이 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017년	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2018년
매출	72	76	63	98	309	76	89	72	113	350
전자사업부	11	12	12	10	45	11	12	12	10	45
파션사업부	61	64	52	88	265	65	77	60	103	305
영업이익	13	15	12	21	63	14	18	14	25	72
전자사업부	1	1	1	1	4	1	1	1	1	4
파션사업부	12	14	11	21	58	13	17	13	24	68
세전이익	13	16	12	21	62	14	18	14	25	71
순이익	9	10	9	17	45	10	13	10	19	51
영업이익률(%)	18.7	20.2	19.4	21.9	20.2	18.4	20.5	19.6	22.5	20.5
전자사업부	9.0	8.5	9.0	9.5	9.0	9.0	9.0	9.0	9.4	9.1
파션사업부	20.4	22.3	21.7	23.4	22.1	20.0	22.3	21.7	23.8	22.2
세전이익률(%)	18.6	20.7	19.3	21.3	20.1	18.5	20.6	19.7	22.1	20.4
순이익률(%)	12.7	13.6	13.7	17.0	14.5	13.5	14.1	13.6	16.7	14.7

자료: 코웨이, 하나금융투자

표 3. 코웨이 연간 실적 전망 및 빌류에이션 (K-IFRS 연결 기준)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출	250	309	350	395	448
전자사업부	42	45	45	45	45
파션사업부	207	265	305	350	403
영업이익	35	63	72	82	94
전자사업부	2	4	4	4	4
파션사업부	33	58	68	78	90
세전이익	30	62	71	82	94
지배주주귀속 순이익	20	45	51	59	68
적정시가총액	240	538	618	709	814
주식수(천주)	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000
적정주가(원)	2,669	5,979	6,862	7,873	9,042
적정PER(배)	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
EPS(원)	222	498	572	656	754
영업이익률(%)	13.8	20.2	20.5	20.8	21.1
전자사업부	3.7	9.0	9.1	9.1	9.1
파션사업부	15.9	22.1	22.2	22.3	22.4
매출 (YoY, %)	54.6	23.9	13.0	13.1	13.3
전자사업부	(0.2)	5.2	1.0	0.0	0.0
파션사업부	74.2	27.8	15.0	15.0	15.0
영업이익 (YoY, %)	102.5	81.1	14.7	14.7	14.8
전자사업부	흑전	153.9	2.1	0.0	0.0
파션사업부	74.3	77.7	15.6	15.6	15.6
순이익 (YoY, %)	109.3	124.0	14.8	14.7	14.8

자료: 코웨이, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
<b>매출액</b>	<b>161.5</b>	<b>249.7</b>	<b>309.4</b>	<b>349.6</b>	<b>395.3</b>
매출원가	86.7	120.7	134.5	150.9	169.5
매출총이익	74.8	129.0	174.9	198.7	225.8
판관비	57.7	94.4	112.5	127.0	143.5
<b>영업이익</b>	<b>17.0</b>	<b>34.5</b>	<b>62.5</b>	<b>71.7</b>	<b>82.2</b>
금융순익	(0.2)	(0.2)	0.2	0.2	0.2
종속/관계기업순익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외순익	(0.6)	(4.1)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
<b>세전이익</b>	<b>16.2</b>	<b>30.2</b>	<b>62.3</b>	<b>71.4</b>	<b>82.0</b>
법인세	5.8	8.2	15.0	17.2	19.7
계속사업이익	10.4	22.0	47.3	54.2	62.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>10.4</b>	<b>22.0</b>	<b>47.3</b>	<b>54.2</b>	<b>62.2</b>
비지배주주지분 순이익	0.9	2.0	2.4	2.8	3.2
<b>지배주주순이익</b>	<b>9.6</b>	<b>20.0</b>	<b>44.8</b>	<b>51.5</b>	<b>59.1</b>
지배주주지분포괄이익	9.3	19.4	42.9	49.3	56.5
NOPAT	11.0	25.2	47.5	54.4	62.4
EBITDA	20.6	37.9	67.1	75.5	85.3
<b>성장률(%)</b>					
매출액증가율	228.3	54.6	23.9	13.0	13.1
NOPAT증가율	흑전	129.1	88.5	14.5	14.7
EBITDA증가율	724.0	84.0	77.0	12.5	13.0
영업이익증가율	흑전	102.9	81.2	14.7	14.6
(지배주주)순이익증가율	흑전	108.3	124.0	15.0	14.8
EPS증가율	흑전	73.4	127.9	16.1	14.6
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	46.3	51.7	56.5	56.8	57.1
EBITDA이익률	12.8	15.2	21.7	21.6	21.6
영업이익률	10.5	13.8	20.2	20.5	20.8
계속사업이익률	6.4	8.8	15.3	15.5	15.7

## 투자지표

	2015	2016	2017	2018F	2019F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	124	215	490	569	652
BPS	1,247	1,456	1,993	2,532	3,155
CFPS	275	429	726	817	916
EBITDAPS	266	407	734	834	942
SPS	2,091	2,683	3,382	3,863	4,368
DPS	0	0	30	30	30
<b>주가지표(배)</b>					
PER	23.4	14.4	11.0	8.4	7.3
PBR	2.3	2.1	2.7	1.9	1.5
PCFR	10.5	7.2	7.4	5.8	5.2
EV/EBITDA	14.3	7.7	6.8	4.6	3.5
PSR	1.4	1.2	1.6	1.2	1.1
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	9.9	16.2	29.2	25.7	23.3
ROA	6.6	10.3	19.0	17.8	17.0
ROIC	11.5	21.7	41.0	45.6	51.1
부채비율	54.8	54.2	44.6	35.3	29.8
순부채비율	19.6	(0.6)	(22.8)	(38.2)	(48.9)
이자보상배율(배)	15.4	42.7	74.8	83.8	99.6

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

	2015	2016	2017	2018F	2019F
<b>유동자산</b>	<b>79.3</b>	<b>109.1</b>	<b>157.5</b>	<b>211.2</b>	<b>275.5</b>
금융자산	18.2	39.8	85.4	129.8	183.5
현금성자산	8.4	27.8	72.9	115.6	167.4
매출채권 등	19.9	23.3	24.4	27.6	31.2
재고자산	40.2	43.0	43.8	49.5	56.0
기타유동자산	1.0	3.0	3.9	4.3	4.8
<b>비유동자산</b>	<b>102.8</b>	<b>99.4</b>	<b>105.3</b>	<b>103.6</b>	<b>102.8</b>
투자자산	13.8	14.9	15.5	17.5	19.7
금융자산	13.8	14.9	15.5	17.5	19.7
유형자산	71.1	66.6	72.0	68.3	65.3
무형자산	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
기타비유동자산	17.4	17.4	17.4	17.4	17.5
<b>자산총계</b>	<b>182.1</b>	<b>208.5</b>	<b>262.8</b>	<b>314.8</b>	<b>378.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>45.3</b>	<b>57.4</b>	<b>66.2</b>	<b>66.8</b>	<b>70.8</b>
금융부채	26.5	26.7	32.9	29.9	29.9
매입채무 등	14.3	24.6	27.0	30.5	34.5
기타유동부채	4.5	6.1	6.3	6.4	6.4
<b>비유동부채</b>	<b>19.2</b>	<b>15.9</b>	<b>14.9</b>	<b>15.4</b>	<b>15.9</b>
금융부채	14.8	12.3	11.0	11.0	11.0
기타비유동부채	4.4	3.6	3.9	4.4	4.9
<b>부채총계</b>	<b>64.5</b>	<b>73.3</b>	<b>81.1</b>	<b>82.2</b>	<b>86.8</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>116.0</b>	<b>131.2</b>	<b>176.0</b>	<b>224.8</b>	<b>281.2</b>
자본금	46.5	46.5	46.5	46.5	46.5
자본잉여금	45.2	45.2	45.2	45.2	45.2
자본조정	(0.0)	(4.4)	(4.4)	(4.4)	(4.4)
기타포괄이익누계액	5.9	4.6	4.6	4.6	4.6
이익잉여금	18.4	39.1	84.0	132.7	189.1
<b>비지배주주지분</b>	<b>1.6</b>	<b>4.0</b>	<b>5.8</b>	<b>7.9</b>	<b>10.4</b>
<b>자본총계</b>	<b>117.6</b>	<b>135.2</b>	<b>181.8</b>	<b>232.7</b>	<b>291.6</b>
순금융부채	23.0	(0.9)	(41.5)	(88.9)	(142.5)

## 현금흐름표

	2015	2016	2017	2018F	2019F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1.1</b>	<b>34.8</b>	<b>51.9</b>	<b>52.6</b>	<b>59.2</b>
당기순이익	10.4	22.0	47.3	54.2	62.2
조정	6.7	11.5	4.6	3.7	3.0
감가상각비	3.5	3.4	4.6	3.8	3.1
외환거래손익	(0.4)	(0.4)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.6	8.5	0.0	(0.1)	(0.1)
영업활동자산부채 변동	(16.0)	1.3	0.0	(5.3)	(6.0)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(0.8)</b>	<b>(7.5)</b>	<b>(11.9)</b>	<b>(4.3)</b>	<b>(4.8)</b>
투자자산감소(증가)	8.5	(1.0)	(1.3)	(2.7)	(3.0)
유형자산감소(증가)	(7.1)	0.4	(10.0)	0.0	0.0
기타	(2.2)	(6.9)	(0.6)	(1.6)	(1.8)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>1.7</b>	<b>(7.8)</b>	<b>5.1</b>	<b>(5.6)</b>	<b>(2.6)</b>
금융부채증가(감소)	18.0	(2.3)	5.0	(3.0)	0.0
자본증가(감소)	28.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(45.1)	(4.8)	0.1	0.1	0.1
배당지급	0.0	(0.7)	0.0	(2.7)	(2.7)
<b>현금의 증감</b>	<b>6.2</b>	<b>19.5</b>	<b>45.0</b>	<b>42.8</b>	<b>51.8</b>
Unlevered CFO	21.2	39.9	66.5	74.0	82.9
Free Cash Flow	(6.4)	33.4	41.9	52.6	59.2

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 평균

### 코웨이



날짜	투자의견	목표주가	평균		최고/최저
			평균	최고/최저	
17.11.28	BUY	6,800			
17.11.7	BUY	6,300	-23.54%	-12.22%	
17.11.6	BUY	6,700			
17.8.24	BUY	7,130	-24.56%	-16.55%	
17.8.2	BUY	6,000	-19.46%	-9.83%	
17.5.24	BUY	4,700	-15.43%	-10.96%	
17.5.11	1년 경과		-16.60%	-10.47%	
16.5.10	BUY	4,300	-27.46%	-18.14%	

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

### 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.9%	8.5%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2000년 0월 0일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이화영)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 3월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이화영)는 2018년 3월 28일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 염려진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.