



# BUY(Maintain)

목표주가: 9,000원

주가(4/12): 7,170원

시가총액: 6,489억원

### 스몰캡

Analyst 김상표

02) 3787-5293 spkim@kiwoom.com

RA 박재일

02) 3787-4858 ion3728@kiwoom.com

### Stock Data

KOSDAQ (4/12)	767.85pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	7,170	4,430
수익률	절대	상대
1M	29.4%	27.2%
6M	58.8%	51.3%
1Y	35.8%	55.9%

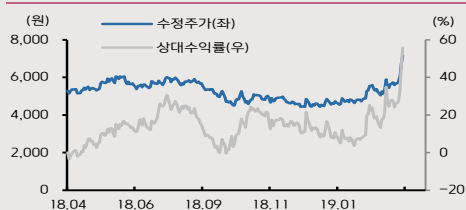
### Company Data

발행주식수	90,500천주
일평균 거래량(3M)	731천주
외국인 지분율	3.97%
배당수익률(18E)	0.84%
BPS(18E)	2,368원
주요 주주	대명화학외 2인 70.76%

### 투자지표

(억원, IFRS **)	2016	2017	2018P	2019E
매출액	2,497	3,094	3,394	3,899
보고영업이익	345	620	710	831
핵심영업이익	345	620	710	831
EBITDA	379	646	736	856
세전이익	302	617	707	842
순이익	220	467	539	637
지배주주지분순이익	442	503	595	718
EPS(원)	215	483	556	657
증감률(%YoY)	73.8	124.7	15.1	18.1
PER(배)	14.4	11.2	8.8	7.4
PBR(배)	2.2	2.9	2.1	1.6
EV/EBITDA(배)	8.3	8.3	6.6	5.2
보고영업이익률(%)	13.8	20.0	20.9	21.3
핵심영업이익률(%)	13.8	20.0	20.9	21.3
ROE(%)	17.4	30.4	27.3	25.1
순부채비율(%)	-0.6	9.8	5.1	-11.0

### Price Trend



# 코웰패션 (033290)

## 가파른 성장 구간 진입에 따른 밸류에이션 리레이팅



1Q19 매출액 788억원(+6% YoY), 영업이익 162억원(+6%)로 1분기 사상 최대 실적을 경신할 것으로 전망된다. 전년 동기에 없었던 브랜드 및 카테고리인 아.테스토니(언더웨어, 어패럴), 헤드(언더웨어), 아디다스(어패럴) 등이 추가되면서 1분기 성장을 견인할 것으로 추정된다. 주력 제품인 언더웨어, 레포츠뿐만 아니라 잡화 및 코스메틱도 가파른 성장세가 전망됨에 따라 주춤했던 성장세가 2019년을 기점으로 고성장 국면에 진입할 것으로 보인다.

### >>> 1Q19 Preview: 더 이상 비수기는 없다

1Q19 매출액 788억원(+6% YoY), 영업이익 162억원(+6%)로 1분기 사상 최대 실적을 경신할 것으로 전망된다. 전년 동기에 없었던 브랜드 및 카테고리인 아.테스토니(언더웨어, 어패럴), 헤드(언더웨어), 아디다스(어패럴) 등이 추가되면서 1분기 성장을 견인할 것으로 추정된다. 특히 아디다스 트레이닝복은 3차례 방송으로 약 33억원 매출을 기록하며 판매 호조세를 보이고 있다.

### >>> 2019년 가파른 성장 구간 진입 전망

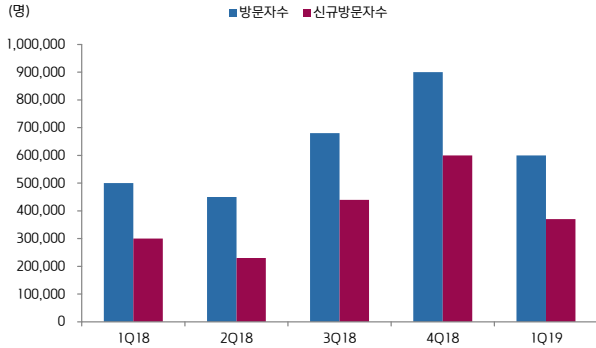
2019년 매출 3,899억원(+15% YoY), 영업이익 831억원(+17% YoY)을 기록할 것으로 전망된다. 주력 제품인 언더웨어, 레포츠뿐만 아니라 잡화 및 코스메틱도 가파른 성장세가 전망됨에 따라 주춤했던 성장세가 2019년을 기점으로 고성장 국면에 진입할 것으로 보인다. 현재 언더웨어 및 레포츠 시장 점유율 확대를 위해 퓨마, 아디다스와 같은 메가 브랜드와 협의 중인 상황이며 상반기 내 결과가 나올 것으로 보여진다. 잡화는 아.테스토니 관련 카테고리가 빠르게 확장되고 있으며 3월 선글라스 및 기본티 출시, 석정혜 디자이너가 디자인한 아.테스토니 핸드백(라이선스) 4~5월 경에 출시 예정에 있다. 이외 퓨마 및 리복 슈즈가 라이선스로 출시할 것으로 보인다.

### >>> Multiple 확장에 따른 목표주가 상향

2019년을 기점으로 둔화되었던 성장 폭은 확대될 것으로 전망된다. 이는 1) ASP가 높은 잡화 위주의 브랜드 및 카테고리 확대, 2) 해외 진출 확대에 따른 신규 매출 발생 등에 기인한다. 또한 수수료율이 상대적으로 낮은 자사몰 및 데이터 방송, T커머스 비중 증가세로 지속적인 이익을 개선이 전망된다.

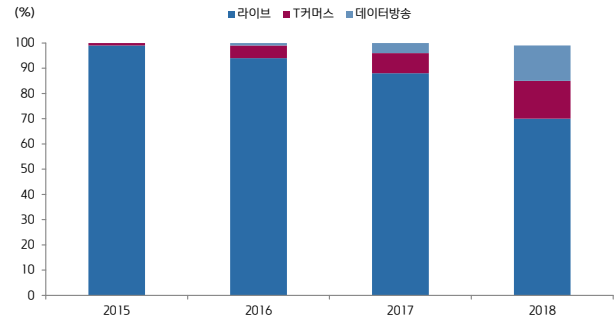
동사는 투자 의견 BUY, 목표주가 9,000원으로 상향 조정한다. 목표주가는 2019년 예상 EPS 657원에 12MF Target PER 13.6배를 적용하였다. 동사의 다양한 브랜드 및 카테고리 확장에 따른 안정적인 비즈니스 모델 구축에 따른 꾸준한 실적 성장세와 더불어 2019년을 기점으로 가파른 성장 국면에 재진입했다는 점을 고려했을 때 고성장을 기록하였던 2015년과 2016년에 받았던 밸류에이션은 받아야한다는 판단이다. 현재 PEER 그룹 평균 12MF PER이 12~13배인 점을 감안하였을 때 Target PER은 부담스러운 수준은 아니라는 판단이다.

### 코웰패션닷컴 방문자 수 추이



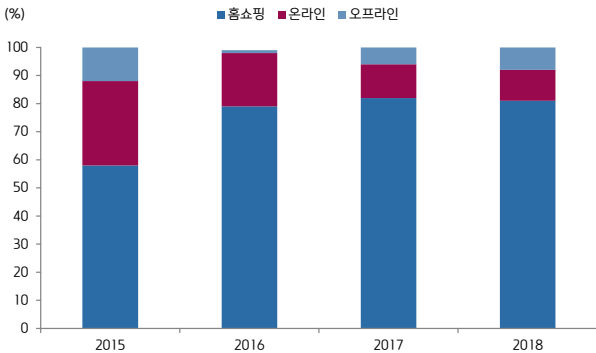
자료: 코웰패션, 키움증권 리서치

### 홈쇼핑 내 매출 비중 추이



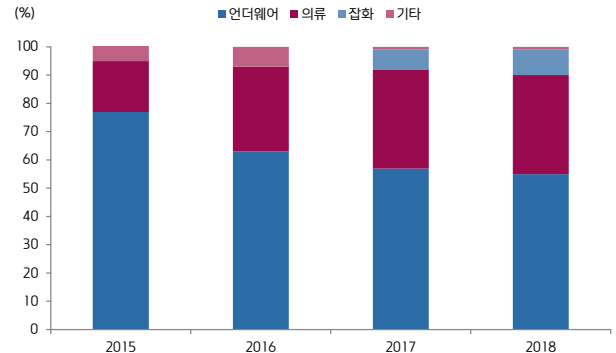
자료: 코웰패션, 키움증권 리서치

### 유통채널별 매출 비중 추이



자료: 코웰패션, 키움증권 리서치

### 카테고리별 매출 비중 추이



자료: 코웰패션, 키움증권 리서치

### 코웰패션 제조/판매 및 라이선스 계약 브랜드

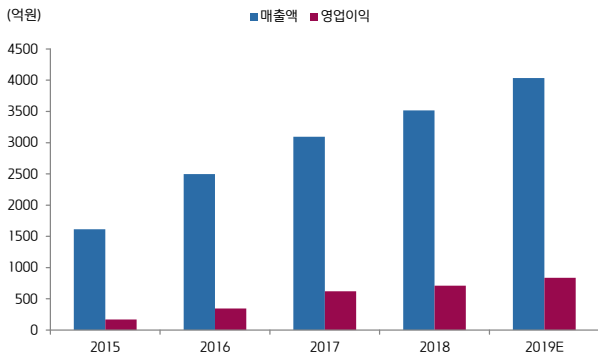
COWELLFASHION.COM

브랜드 스포츠/골프 언더웨어 잡화 패션의류 뷰티&라이프 키즈 기획전 아울렛

스포츠 브랜드	골프 브랜드	의류 브랜드	언더웨어 브랜드	패션잡화 브랜드	코스메틱	라이프	키즈
푸마스포츠 리복스포츠 컬럼비아 의류 엘리밋 FTV 헤드 댄스킨	아테스토니 골프 아디다스 골프 푸마 골프 웅가로 골프	엘르 웅가로 웁므 아테스토니 의류	푸마바디웨어 아디다스 리복 카파 아테스토니 언더 컬럼비아 테일러메이드 웅가로 언더 이브로즈 투이그저스트 엘리밋 언더 까스텔바작 언더 헤드 언더	헬레나&크리스티 H by 이카트리나뉴욕 알베르토페르마니 칸나 로베르타 팬톤 엘르잡화 아테스토니 핸드백 아테스토니 슈즈 헤이&고이 슈즈 모르간 까스텔바작 캐리어 아디다스 캐리어	아테스토니 뷰티 내추럴리움	코즈니 엘르 팻 까스텔바작 침구	푸마 키즈 리복 키즈 엘르 키즈 리틀프렌즈

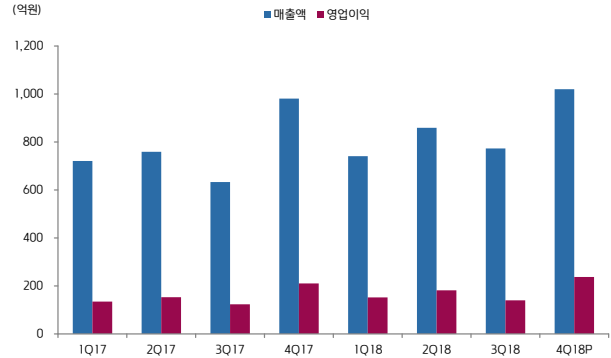
자료: 코웰패션, 키움증권 리서치

### 연간 매출액 및 영업이익 추이



자료: 코웰패션, 키움증권 리서치 추정

### 분기별 매출액 및 영업이익 추이



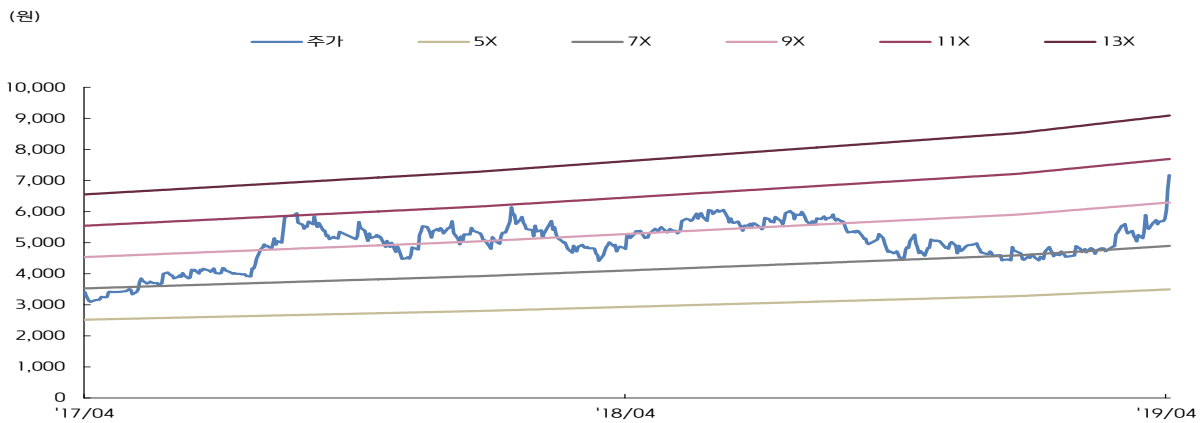
자료: 코웰패션, 키움증권 리서치

### 코웰패션 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(억원, %)	2018P				2019E				2017	2018P	2019E	2020E
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QE	2QE	3QE	4QE				
매출액	741	859	773	1,020	788	968	858	1,285	3,094	3,394	3,899	4,611
패션사업부	628	749	679	933	696	878	762	1,187	2,649	2,989	3,523	4,201
전자사업부	113	110	94	87	92	90	96	98	445	404	376	410
매출액 YoY	3%	13%	22%	4%	6%	13%	11%	26%	24%	10%	15%	18%
영업이익	152	182	140	237	162	206	162	301	620	711	831	1,001
패션사업부	142	176	142	236	160	207	164	298	593	696	829	986
전자사업부	10	6	-2	1	2	-1	-2	3	27	15	2	15
영업이익 YoY	13%	19%	14%	13%	6%	15%	15%	27%	80%	15%	17%	21%
순이익	120	138	105	176	127	161	124	225	467	539	637	772
영업이익률	20.40%	21.10%	18.10%	23.30%	20.56%	21.28%	18.88%	23.42%	20.00%	20.90%	21.30%	21.70%
순이익률	16.10%	16.10%	13.60%	16.30%	16.12%	16.63%	14.45%	17.51%	15.10%	15.90%	16.30%	16.70%

자료: 코웰패션, 키움증권 리서치 추정

### 코웰패션 12MF PER 밴드



자료: Dataguide, 키움증권 리서치 추정

유명 브랜드 계약 현황(3Q18 기준)

구분	브랜드명	품목	계약내용	계약기간
㈜코웰패션	리복	스포츠의류	판매	2018.01.01~2019.12.31
	푸마	골프의류	라이선스	2017.01.07~2019.12.31
	아.테스토니	언더웨어, 의류, 화장품, 향수	라이선스	2018.03.01~2023.02.28
	아.테스토니	잡화	직수입	2018.01.01~2022.12.31
	아.테스토니	여성의류	라이선스	2018.03.01~2023.02.28
	Kanna	잡화	직수입	2018.03.01~2019.02.28
	ALBERTO FERMANI	잡화	직수입	2018.03.01~2019.02.28
	Paola Martni	잡화	직수입	2018.03.01~2019.02.28
	까스텔바작	언더웨어, 잡화, 침구	제조	2018.07.23~2019.07.22
	리틀프렌즈	언더웨어	라이선스	2017.11.20~2019.02.19
	카파	언더웨어	제조	2018.06.01~2019.05.31
FTV	스포츠의류	라이선스	2018.01.29~2038.01.28	
㈜씨에프에이	아디다스	언더웨어	제조	2018.01.01~2019.06.30
	아디다스	언더웨어	판매	2018.01.01~2019.12.31
	아디다스	골프의류	판매	2017.10.01~2018.12.31
	콜롬비아	언더웨어	판매	2017.03.01~2020.02.28
	콜롬비아	어패럴	제조	2018.03.01~2019.02.29
리복	언더웨어	제조	2018.01.01~2019.06.30	
㈜씨에프코스메틱스	엘르	디퓨저	라이선스	2018.01.01~2019.12.31
	까스텔바작	침구류	판매	2018.09.01~2019.08.31
㈜씨에프크리에이티브	엘르	잡화, 의류	라이선스	2016.06.01~2018.12.31
	푸마	언더웨어	라이선스	2016.01.01~2020.12.31
	카파	언더웨어	판매	2018.06.01~2019.05.31
	엘르키즈	키즈	라이선스	2018.01.01~2020.12.31
	푸마스포츠	스포츠	판매	2018.01.01~2018.12.31
	2(X)IST	언더웨어	라이선스	2016.12.22~2020.06.30
	엠리밋	의류	제조	2018.07.01~2019.07.31
	엠리밋	의류	판매	2018.08.01~2019.07.31
	엠마뉴엘옹가로	의류	제조/판매	2017.06.14~2019.12.31
	옹가로	언더웨어	라이선스	2017.09.05~2019.12.31
	브레라	머플러, 목도리	라이선스	2018.03.01~2019.02.28
	로베르따 디까메리노	잡화	라이선스	2017.11.01~2020.10.31
	푸마	언더웨어	라이선스	2016.08.01~2020.12.31
	푸마(대만)	언더웨어	라이선스	2018.01.01~2020.12.31
	에스콰이어	신발	라이선스	2018.08.01~2019.07.31
	까스텔바작	언더웨어, 잡화	판매	2018.09.01~2019.08.31
	헤드	언더웨어	라이선스	2018.06.01~2019.08.31

자료: 코웰패션, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,497	3,094	3,394	3,899	4,611
매출원가	1,207	1,314	1,488	1,742	2,068
매출총이익	1,289	1,780	1,906	2,157	2,543
판매비및일반관리비	944	1,160	1,195	1,326	1,542
영업이익(보고)	345	620	710	831	1,001
영업이익(핵심)	345	620	710	831	1,001
영업외손익	-43	-3	-3	11	16
이자수익	5	17	17	25	31
배당금수익	1	1	0	1	1
외환이익	8	6	4	5	5
이자비용	8	8	8	7	6
외환손실	7	8	3	6	7
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-5	-1	35	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-31	-8	-7	-9	-9
기타	-7	0	-3	2	1
법인세차감전이익	302	617	707	842	1,017
법인세비용	82	151	168	206	248
유효법인세율 (%)	27.1%	24.4%	23.8%	24.4%	24.4%
당기순이익	220	467	539	637	769
지배주주지분순이익(억원)	200	442	503	595	718
EBITDA	379	646	736	856	1,026
현금순이익(Cash Earnings)	254	492	565	662	794
수정당기순이익	246	474	518	644	776
증감율(% YoY)					
매출액	54.6	23.9	9.7	14.9	18.3
영업이익(보고)	102.5	79.7	14.6	17.0	20.5
영업이익(핵심)	102.5	79.7	14.6	17.0	20.5
EBITDA	84.1	70.4	14.0	16.4	19.8
지배주주지분 당기순이익	109.3	120.9	13.8	18.1	20.8
EPS	73.8	124.7	15.1	18.1	20.8
수정순이익	136.8	92.6	9.4	24.2	20.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	348	460	152	506	594
당기순이익	220	467	539	637	769
감가상각비	33	25	25	25	25
무형자산상각비	1	1	1	1	0
외환손익	-4	2	-1	1	2
자산처분손익	5	2	-35	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	13	-89	-421	-132	-190
기타	80	53	44	-25	-11
투자활동현금흐름	-75	-625	-79	-139	-165
투자자산의 처분	-76	-526	-18	-41	-67
유형자산의 처분	18	1	0	0	0
유형자산의 취득	-14	-98	-98	-98	-98
무형자산의 처분	0	-3	0	0	0
기타	-3	2	37	0	0
재무활동현금흐름	-78	179	-27	-32	-58
단기차입금의 증가	-36	-50	0	-12	-23
장기차입금의 증가	-8	283	0	15	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-7	-9	-27	-36	-35
기타	-28	-44	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	195	11	46	335	371
기초현금및현금성자산	84	278	289	334	669
기말현금및현금성자산	278	289	334	669	1,040
Gross Cash Flow	334	549	572	638	785
Op Free Cash Flow	285.0	304.0	43.4	423.7	493.5

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,091	1,194	1,312	1,804	2,405
현금및현금성자산	278	289	334	669	1,040
유동금융자산	120	161	170	195	240
매출채권및유동채권	263	288	316	358	415
채고자산	430	456	492	582	709
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	994	1,536	1,968	2,073	2,211
장기매출채권및기타비유동채권	15	13	407	468	553
투자자산	308	773	782	798	821
유형자산	666	742	772	801	831
무형자산	5	7	6	6	5
기타비유동자산	0	2	0	0	0
자산총계	2,085	2,730	3,280	3,877	4,616
유동부채	574	558	591	631	676
매입채무및기타유동채무	250	236	259	295	342
단기차입금	249	197	197	185	162
유동성장기차입금	18	21	21	18	16
기타유동부채	58	105	115	132	157
비유동부채	159	451	455	411	371
장기매입채무및비유동채무	10	43	47	54	64
사채및장기차입금	123	402	402	351	301
기타비유동부채	26	6	6	7	7
부채총계	733	1,009	1,046	1,042	1,047
자본금	465	465	465	465	465
주식발행초과금	123	123	123	123	123
이익잉여금	391	738	1,215	1,776	2,460
기타자본	333	340	340	340	340
지배주주지분자본총계	1,312	1,665	2,143	2,704	3,388
비지배주주지분자본총계	40	56	90	131	181
자본총계	1,352	1,721	2,233	2,835	3,568
순차입금	-9	169	115	-310	-801
총차입금	389	619	619	554	479

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	215	483	556	657	794
BPS	1,409	1,840	2,368	2,987	3,743
주당EBITDA	407	706	813	946	1,134
CFPS	273	538	624	732	878
DPS	0	30	40	40	40
주가배수(배)					
PER	14.4	11.2	8.8	7.4	6.2
PBR	2.2	2.9	2.1	1.6	1.3
EV/EBITDA	8.3	8.3	6.6	5.2	3.9
PCFR	11.4	10.0	7.8	6.7	5.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	13.8	20.0	20.9	21.3	21.7
영업이익률(핵심)	13.8	20.0	20.9	21.3	21.7
EBITDA margin	15.2	20.9	21.7	22.0	22.3
순이익률	8.8	15.1	15.9	16.3	16.7
자기자본이익률(ROE)	17.4	30.4	27.3	25.1	24.0
투하자본이익률(ROIC)	22.8	42.9	39.9	38.0	41.1
안정성(%)					
부채비율	54.2	58.6	46.8	36.8	29.3
순차입금비율	-0.6	9.8	5.1	-11.0	-22.5
이자보상배율(배)	42.7	80.7	91.5	118.7	166.8
활동성(배)					
매출채권회전율	10.6	11.2	11.2	11.6	11.9
채고자산회전율	6.0	7.0	7.2	7.3	7.1
매입채무회전율	12.5	12.7	13.7	14.1	14.5

Compliance Notice

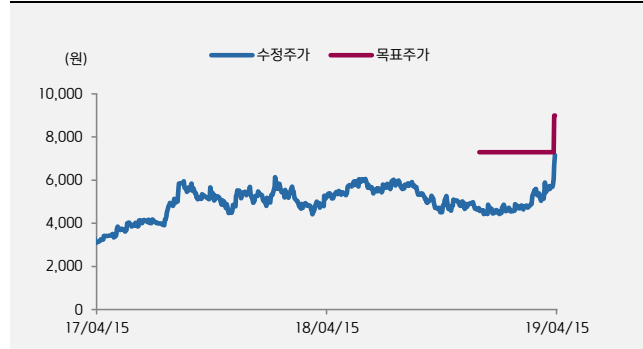
- 당사는 4월 12일 현재 '코웰패션 (033290)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
코웰패션 (033290)	2018/12/21	BUY (Initiate)	7,300원	6개월		
	2019/02/11	BUY(Maintain)	7,300원	6개월		
	2019/04/15	BUY(Maintain)	9,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%