2019년 11월 29일 I Equity Research

코웰패션 (033290)

과도한 저평가(7배), 손해 보는 장사 없을 것

주가 하락 원인 분석 및 참존 인수 계약에 대한 판단

3분기 코웰패션의 연결 매출과 영업이익은 전년동기대비 14.8%, 4.4% 증가한 887억원, 146억원을 기록했다. 전년 동기 롱패딩 판매 호조로 인한 높은 기저 부담에도 신규 브랜드와 카테고리 실적 기여 확대되며 이익 증가, 시장 기대치 부합했다. 그러나 실적 발표 이후 주가 약 15% 하락했다. 원인은 두 가지로 파악한다.

첫째, **해소되지 않은 4분기 베이스 부담**이다(4Q18 롱패딩 판매액 약 130억원 추정). 3분기 실적에서 확인했듯 상반기 론칭한 스포츠어패럴, 골프웨어 판매 호조가 지속되고 있다. 날씨가 추워지며 플리스, 숏패딩 판매량 또한 증가하며 4분기 의류 매출성장률 20%에 이를 것으로 추정한다. CK언더웨어 또한 9월 말 론칭 후 회당 매출 약 5억원 발생 중이다. 월 평균 3회 방송 가정 시 4분기 최소 40억원 이상 매출 기여 가능할 것이다.

둘째, **참존 인수 계약 관련 불확실성**이다. 10/25일 코웰패션은 참존 지분 100% 인수를 위한 조건부 계약 체결을 공시했다(참존 주식 250만주 취득(보통주 70억+유증 참여 신주 180억원)). 확정 계약 아니며, 선행 조건은 다음과 같다. ①現 참존 대표이사(김광석 대표)와 CB 투자자의 경영권 분쟁 해소, ②신규 납입 대금 활용한 기존 CB 투자자의 지분 청산이 전제되어야 한다.

현 시점에서 계약 성사 가능성에 대한 예단은 이르나 **결론 방향성과 무관히 코웰패션이 떠안아야 할 리스크가 없다**는 점에 주목한다. 계약이 성사된다면 코웰패션은 ①화장품 자체 브랜드를 보유하게 되며, ②참존 해외 홈쇼핑 거래선(日/中)을 활용할 수 있게 된다. 참존 브랜드 노후화 우려 있으나 최근 3개년 평균 매출성장률 7%, 2018년 영업이익률 5%에 이른다는 점 고려 시 비용효율화 통한 수익성개선 가능성 높다(〈표3,4〉 참고). 계약이 성사되지 않는다 하더라도 기존 코웰패션의 펀더멘털 훼손 가능성은 없다.

적극적 배당 확대, 펀더멘털에 주목한다면 매수 적기

투자의견 BUY, 목표주가 8,300원 유지한다. 코웰패션은 홈쇼핑 상품 판매에 대한 지배적인 시장점유율 기반 20% 이상 고수익성을 시현하고 있다. 수입 브랜드 라이선스 계약 및 홈쇼핑 수수료 책정 시에도 이를 기반으로 협상력을 발휘한다. 2019년 진행해온 신규 브랜드 및 카테고리 다각화 효과 2020년 온기 반영되며 외형 성장 속도는 가파라질 것이다. 2019년 시작한 반기 배당 등 적극적 주주환원 정책도 긍정적이다. 참존 인수 가능성에 대한 과도한 우려 반영되며 최근 주가 낙폭 확대, 견고한 펀더멘털에도 불구 멀티플 7배에 불과하다. 매수 권고한다.

Update

BUY

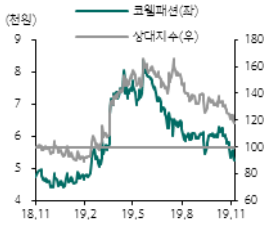
I TP(12M): 8,300원 I CP(11월 28일): 5,250원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	640.18
52주 최고/최저(원)	8,350/4,430
시가총액(십억원)	475.1
시가총액비중(%)	0.21
발행주식수(천주)	90,500.2
60일 평균 거래량(천주)	248.8
60일 평균 거래대금(십억원)	1.5
19년 배당금(예상,원)	100
19년 배당수익률(예상,%)	1.90
외국인지분율(%)	4.28
주요주주 지분율(%)	
대명화학 외 2 인	69.21

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(13.9)	(28.7)	6.7
상대	(12.3)	(21.7)	16.7

Consensus Data	2019	2020
매출액(십억원)	395.3	456.4
영업이익(십억원)	78.5	94.2
순이익(십억원)	59.4	71.3
EPS(원)	620	746
BPS(원)	2,875	3,546

Stock Price



Financial Data (K-IFRS 연결)

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	309.4	339.4	396.8	462.1	536.3
영업이익	십억원	62.0	71.0	77.7	92.3	108.6
세전이익	십억원	61.7	70.1	76.8	91.5	107.7
순이익	십억원	44.2	50.2	55.1	65.5	77.2
EPS	원	483	555	608	724	853
증감률	%	124.7	14.9	9.5	19.1	17.8
PER	배	11.15	8.57	8.63	7.25	6.15
PBR	배	2.89	2.00	1.80	1.48	1.22
EV/EBITDA	배	7.95	6.06	5.61	4.37	3.28
ROE	%	29.71	26.80	23.99	23.48	22.62
BPS	원	1,866	2,377	2,912	3,536	4,289
DPS	원	30	40	100	100	100

Analyst 허제나
02-3771-7375
jn.huh@hanafn.com

하나금융투자

Analyst 허제나 02-3771-7375

표 1. 코웰패션 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결) (단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018년	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2019F
매출	74	86	77	102	339	86	105	89	117	397
전자사업부	11	11	9	9	40	10	10	9	8	36
패션사업부	63	75	68	93	299	76	96	80	109	361
영업이익	15	18	14	24	71	17	21	15	25	78
전자사업부	1	1	(0)	0	1	0	1	(0)	0	1
패션사업부	14	18	14	24	70	17	21	15	25	77
세전이익	15	18	14	23	70	17	20	14	25	77
순이익	11	13	10	16	50	13	15	10	17	55
영업이익률(%)	20.4	21.1	18.1	23.2	20.9	19.8	20.1	16.5	21.4	19.6
전자사업부	9.0	5.2	N/A	0.7	3.6	3.1	6.2	N/A	1.3	2.5
패션사업부	22.5	23.5	20.9	25.3	23.3	21.9	21.5	18.4	22.9	21.3
세전이익률(%)	20.3	21.2	18.0	22.5	20.7	19.5	19.4	16.0	21.8	19.4
순이익률(%)	15.3	15.2	12.5	15.8	14.8	15.0	14.2	11.6	14.5	13.9

자료: 코웰패션, 하나금융투자

표 2. 코웰패션 연간 실적 전망 (K-IFRS 연결) (단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출	309	339	397	462	536
전자사업부	45	40	36	33	31
패션사업부	265	299	361	429	505
영업이익	62	71	78	92	109
전자사업부	3	1	1	0	0
패션사업부	59	70	77	92	109
세전이익	62	70	77	91	108
지배주주귀속순이익	44	50	55	65	77
적정시가총액	575	653	617	733	865
주식수(천주)	89,746	89,746	88,664	88,664	88,664
적정주가(원)	6,406	7,278	6,956	8,273	9,752
적정PER	13	13	11	11	11
EPS(원)	493	560	621	739	871
영업이익률(%)	20.0	20.9	19.6	20.0	20.3
전자사업부	6.1	3.6	2.5	1.5	0.0
패션사업부	22.4	23.3	21.3	21.4	21.5
매출 (YoY,%)	23.9	9.7	16.9	16.5	16.1
전자사업부	5.2	(9.1)	(11.0)	(8.0)	(6.0)
패션사업부	27.8	12.8	20.7	18.9	17.8
영업이익 (YoY,%)	79.7	14.5	9.5	18.7	17.7
전자사업부	71.3	(45.5)	(38.9)	(44.8)	N/A
패션사업부	80.1	17.3	10.5	19.5	18.4
순이익 (YoY,%)	120.9	13.6	9.6	18.9	17.9

주: 패션사업부 2015년 4월 1일 편입
자료: 코웰패션, 하나금융투자

Analyst 허제나 02-3771-7375

표 3. 참존 연간 실적 추이 (단위: 억원, %)

	2015	2016	2017	2018
매출	**530**	**512**	**486**	**647**
YoY	*(17.9)*	*(3.3)*	*(5.1)*	*33.1*
제품매출	490	487	441	594
상품매출	22	20	25	32
임대매출	17	5	20	20
기타매출	0	1	0	0
영업이익	**(59)**	**2**	**(42)**	**31**
YoY	*적지*	*흑전*	*적전*	*흑전*
영업이익률	*N/A*	*0.4*	*N/A*	*4.8*
당기순이익	**28**	**178**	**(238)**	**16**
YoY	*흑전*	*542.3*	*적전*	*흑전*
당기순이익률	*5.2*	*34.7*	*N/A*	*2.4*

자료: 전자공시시스템, 하나금융투자

표 4. 참존 최근 4개년 영업외비용 구성 (수익성 하락 요인) (단위: 억원)

	2015	2016	2017	2018
영업외비용	**179**	**61**	**195**	**30**
이자비용	28	30	27	23
기타의대손상각비	4	2	137	0
외환차손	0	1	3	0
외화환산손실	0	0	13	1
기부금	2	2	2	0
투자자산처분손실	5	2	-	-
유형자산처분손실	4	0	2	-
재고자산폐기손실	25	18	6	4
보증금손실	102	4	0	-
매도가능증권손상차손	6	-	-	1
투자자산평가손실	1	-	-	-
장기금융상품평가손실	-	1	-	0
잡손실	2	1	0	0
손해배상금	0	0	5	-

자료: 전자공시시스템, 하나금융투자

표 5. 코웰패션의 참존 주식 및 출자증권 취득 결정 공시

1. 발행회사	회사명(국적)	주식회사 참존
	자본금(원)	3,791,600,000
	발행주식총수(주)	758,320
2. 취득내역	취득주식수(주)	2,500,000
	취득금액(원)	25,000,000,000
	자기자본(원)	219,215,157,662
	자기자본대비(%)	11.4
3. 취득후 소유주식수 및 지분비율	소유주식수(주)	2,500,000
	지분비율(%)	100
4. 취득방법		**1) 현금 취득: 총 250억원** **2) 보통주 취득: 70억원(700,000주)** **3) 유상증자 참여 신주 취득: 180억원(1,800,000주)**
5. 취득목적		**1) 화장품 시장 진출을 통한 사업 다각화** **2) 신성장 동력 추가 확보**
6. 취득예정일자		2019-11-29

자료: 전자공시시스템, 하나금융투자

Analyst 허제나 02-3771-7375

추정 재무제표

손익계산서 (단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	**309.4**	**339.4**	**396.8**	**462.1**	**536.3**
매출원가	131.4	148.7	176.6	204.4	235.7
매출총이익	178.0	190.7	220.2	257.7	300.6
판관비	116.0	119.6	142.5	165.4	192.0
영업이익	**62.0**	**71.0**	**77.7**	**92.3**	**108.6**
금융손익	0.9	0.5	0.5	0.5	0.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(1.2)	(1.4)	(1.4)	(1.3)	(1.4)
세전이익	**61.7**	**70.1**	**76.8**	**91.5**	**107.7**
법인세	15.1	16.8	18.4	22.0	25.7
계속사업이익	46.7	53.4	58.5	69.5	82.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**46.7**	**53.4**	**58.5**	**69.5**	**82.0**
비지배주주지분 순이익	2.4	3.1	3.4	4.0	4.8
지배주주순이익	**44.2**	**50.2**	**55.1**	**65.5**	**77.2**
지배주주지분포괄이익	42.1	48.9	56.5	66.0	77.9
NOPAT	46.9	54.0	59.1	70.1	82.7
EBITDA	64.6	74.0	82.7	95.9	111.2
성장성(%)					
매출액증가율	23.9	9.7	16.9	16.5	16.1
NOPAT증가율	86.1	15.1	9.4	18.6	18.0
EBITDA증가율	70.4	14.6	11.8	16.0	16.0
영업이익증가율	79.7	14.5	9.4	18.8	17.7
(지배주주)순익증가율	121.0	13.6	9.8	18.9	17.9
EPS증가율	124.7	14.9	9.5	19.1	17.8
수익성(%)					
매출총이익률	57.5	56.2	55.5	55.8	56.1
EBITDA이익률	20.9	21.8	20.8	20.8	20.7
영업이익률	20.0	20.9	19.6	20.0	20.2
계속사업이익률	15.1	15.7	14.7	15.0	15.3

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	483	555	608	724	853
BPS	1,866	2,377	2,912	3,536	4,289
CFPS	725	837	941	1,038	1,192
EBITDAPS	706	817	914	1,060	1,229
SPS	3,383	3,750	4,384	5,106	5,926
DPS	30	40	100	100	100
주가지표(배)					
PER	11.2	8.6	8.6	7.3	6.2
PBR	2.9	2.0	1.8	1.5	1.2
PCFR	7.4	5.7	5.6	5.1	4.4
EV/EBITDA	7.9	6.1	5.6	4.4	3.3
PSR	1.6	1.3	1.2	1.0	0.9
재무비율(%)					
ROE	29.7	26.8	24.0	23.5	22.6
ROA	18.4	16.9	16.2	16.9	16.8
ROIC	39.1	36.6	33.7	37.2	41.0
부채비율	58.6	46.8	36.9	31.2	27.1
순부채비율	9.8	3.1	(7.9)	(21.5)	(32.2)
이자보상배율(배)	80.7	60.8	63.3	82.6	99.0

대차대조표 (단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	**119.4**	**161.5**	**195.9**	**261.8**	**341.9**
금융자산	45.0	55.9	75.0	121.0	178.5
현금성자산	28.9	40.7	57.6	100.7	154.9
매출채권 등	25.3	27.4	31.4	36.6	42.4
재고자산	45.6	68.7	78.7	91.6	106.3
기타유동자산	3.5	9.5	10.8	12.6	14.7
비유동자산	**153.6**	**160.3**	**161.2**	**158.0**	**155.9**
투자자산	9.5	8.2	7.9	8.4	8.9
금융자산	9.5	2.4	2.8	3.3	3.8
유형자산	74.2	74.2	74.7	71.2	68.8
무형자산	**0.7**	**9.9**	**10.9**	**10.7**	**10.6**
기타비유동자산	**69.2**	**68.0**	**67.7**	**67.7**	**67.6**
자산총계	**273.0**	**321.8**	**357.0**	**419.8**	**497.8**
유동부채	**55.8**	**65.1**	**59.9**	**62.2**	**67.1**
금융부채	21.8	32.2	26.0	24.0	24.0
매입채무 등	23.5	22.6	25.8	30.1	34.9
기타유동부채	10.5	10.3	8.1	8.1	8.2
비유동부채	**45.1**	**37.6**	**36.2**	**37.6**	**39.1**
금융부채	**40.2**	**30.6**	**28.3**	**28.3**	**28.3**
기타비유동부채	4.9	7.0	7.9	9.3	10.8
부채총계	**100.9**	**102.6**	**96.2**	**99.8**	**106.2**
지배주주지분	**166.5**	**208.4**	**250.7**	**307.2**	**375.3**
자본금	**46.5**	**46.5**	**46.5**	**46.5**	**46.5**
자본잉여금	45.8	45.9	46.1	46.1	46.1
자본조정	(2.3)	(6.6)	(12.7)	(12.7)	(12.7)
기타포괄이익누계액	2.8	2.0	5.0	5.0	5.0
이익잉여금	73.8	120.7	165.8	222.2	290.4
비지배주주지분	**5.6**	**10.8**	**10.2**	**12.8**	**16.3**
자본총계	**172.1**	**219.2**	**260.9**	**320.0**	**391.6**
순금융부채	16.9	6.8	(20.7)	(68.7)	(126.2)

현금흐름표 (단위: 십억원)

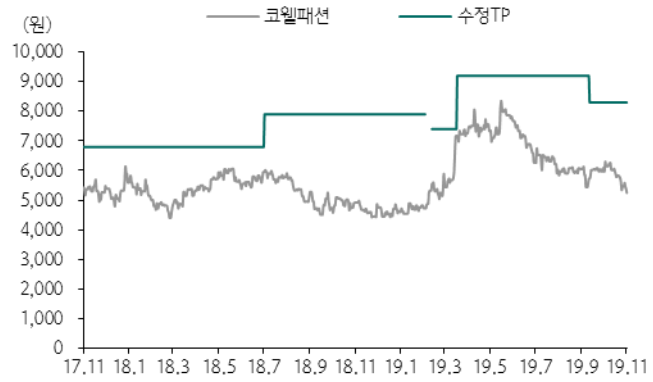
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**46.0**	**26.9**	**51.5**	**58.8**	**68.4**
당기순이익	46.7	53.4	58.5	69.5	82.0
조정	8.2	5.7	6.0	3.6	2.6
감가상각비	2.5	3.0	5.0	3.6	2.6
외환거래손익	0.2	(0.4)	(0.1)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	5.5	3.1	1.1	0.0	0.0
영업활동자산부채 변동	(8.9)	(32.2)	(13.0)	(14.3)	(16.2)
투자활동 현금흐름	**(62.4)**	**(10.2)**	**(7.1)**	**(4.6)**	**(5.1)**
투자자산감소(증가)	5.3	1.4	0.3	(1.8)	(1.9)
유형자산감소(증가)	(9.8)	(1.5)	(1.6)	0.0	0.0
기타	(57.9)	(10.1)	(5.8)	(2.8)	(3.2)
재무활동 현금흐름	**17.8**	**(5.1)**	**(27.2)**	**(11.1)**	**(9.1)**
금융부채증가(감소)	23.0	0.9	(8.5)	(2.0)	0.0
자본증가(감소)	0.5	0.1	0.2	0.0	0.0
기타재무활동	(4.8)	(2.3)	(9.6)	0.0	0.0
배당지급	(0.9)	(3.8)	(9.3)	(9.1)	(9.1)
현금의 증감	**1.1**	**11.8**	**16.8**	**43.1**	**54.2**
Unlevered CFO	66.4	75.7	85.2	93.9	107.9
Free Cash Flow	36.2	25.3	49.9	58.8	68.4

자료: 하나금융투자

Analyst 허제나 02-3771-7375

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

코웰패션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.10.10	BUY	8,300		
19.4.15	BUY	9,200	-25.22%	-9.24%
19.4.10	BUY	7,400	-24.06%	-3.11%
19.3.4	담당자변경		-	-
18.7.30	BUY	7,900	-36.83%	-23.80%
17.11.28	BUY	6,800	-21.13%	-9.71%
17.11.7	BUY	6,300	-23.54%	-12.22%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **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	89.9%	10.1%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 11월 27일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(허제나)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 11월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(허제나)는 2019년 11월 29일 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 얻어진 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.