

2018년 12월 21일

키움증권 리서치센터 | 기업분석

성장기업분석팀 Analyst 김상표

02) 3787-5293, spkim@kiwoom.com

RA 박재일

02) 3787-4858, ion3728@kiwoom.com

BUY(Initiate)

코웰패션(033290)

불황일수록 돋보이는 의류 플랫폼 업체

• 현재주가(12/20) 4,430원 • 목표주가 7,300원

코웰패션은 라이선스 기반의 온라인 SPA 형태의 독특한 비즈니스 모델을 바탕으로 지속적인 브랜드 및 카테고리 확장을 진행 중이다.

2018년 다양한 시도를 통해 플랫폼 모델을 확고히 구축해 나가는 시기였으며 내년부터 성장 폭은 확대될 것으로 전망된다.

그동안 동사의 주가가 3가지 요인으로 디스카운트 받아 왔으나 저평가 요인들이 해소를 통한 재평가가 기대된다.



코웰패션(033290)



Stock Data

KOSDAQ (12/20)	668.13pt	
시가총액	4,009억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	6,350원	4,375원

주가수익률	절대	상대	
	1M	-4.9%	-1.7%
	6M	-23.4%	-3.6%
	1Y	-14.8%	-3.7%

Company Data

발행주식수(천주)	90,500천주	
일평균 거래량(3M)	251천주	
외국인 지분율	2.48%	
배당수익률(18.E)	0.5%	
BPS(18.E)	2,370원	
주요 주주	대명화학	56.29%
	이순섭	13.72%

Price Trend



Contents

Investment Summary	3
> 차별화된 비즈니스 모델	3
> 1) 지속적인 브랜드 및 카테고리 확장, 2) 유통 채널 다변화	3
> 안정적인 비즈니스 모델 구축에 따른 주가 리레이팅 기대	3
I. 비즈니스 모델의 패러다임 시프트	4
> 성장 과정: 후발 주자의 약점을 3가지 경쟁력으로 극복	4
> 라이선스 기반의 한국의 온라인판 유니클로 (Uniqlo)	6
II. 투자포인트	8
> 합종연횡: 지속적인 브랜드 및 카테고리 확장	8
> TV홈쇼핑을 중심으로 한 다변화된 유통 채널	12
III. 실적 전망 및 Valuation	14
> 2019년에도 성장세는 지속된다	14
> Valuation	15

Compliance Notice

- 당사는 12월 20일 현재 '코웰패션(033290)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석서는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자 상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다

Investment Summary

>>> 차별화된 비즈니스 모델

동사의 차별화된 비즈니스 모델은 1) 비용 최소화, 2) 기존 브랜드 및 카테고리 확장이 가능하다는 특징을 가지고 있다. 동사는 기존에 있던 글로벌 유명 브랜드 제품을 수입해 판매하며 레퍼런스를 확보 후 더 나아가 브랜드 라이선스 계약을 통해 판매하는 방식을 전개하였다. 브랜드 라이선스 계약은 일반적인 ODM 방식과 달리 자체적으로 디자인 기획부터 제품 판매까지 동사가 모든 프로세스를 총괄 및 매출액의 일정 비율을 브랜드사에 로열티로 지불하는 비즈니스 구조이다. 생산 방식의 경우에도 고정비가 높은 자체 공장을 확보하기보다 전부 개발도상국 외주업체에 생산을 맡겼고 소품종 대량생산을 통한 규모의 경제로 원가 절감을 하였다.

>>> 1) 지속적인 브랜드 및 카테고리 확장, 2) 유통 채널 다변화

동사의 지속적인 성장을 전망하는 이유는 1) 지속적인 브랜드 및 카테고리 확장, 2) 유통채널 다변화에 기인한다. 이는 소비 심리가 위축되는 가운데 소비자들이 중고가 제품은 외면하고 고가의 명품과 가심비(가치 대비 마음의 만족을 추구하는 소비 형태) 및 가성비가 뛰어난 제품을 소비하는 상황이며 중간 가격대 브랜드들의 실적 성장이 둔화되는 추세이다. 중고가 브랜드 업체들은 새로운 매출처가 요구됨에 따라 국내 시장에서 여러 브랜드를 성공시키며 트랙 레코드를 쌓아온 동사의 브랜드 및 카테고리는 지속적으로 증가하고 있는 추세이다.

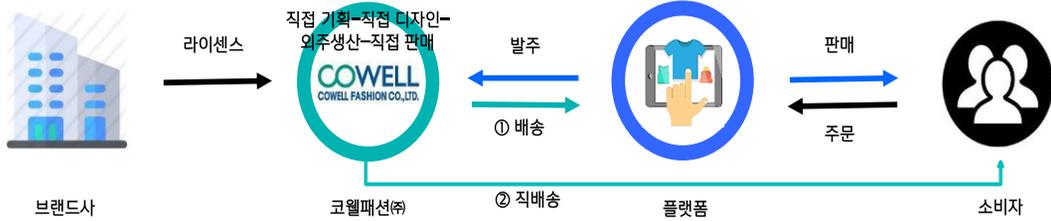
동사의 다변화된 유통 채널은 크게 TV홈쇼핑, 온라인, 오프라인으로 나눌 수 있으며 타 의류업체와 달리 사업 초기부터 TV홈쇼핑 채널을 주력 유통채널로 활용해왔다. 추가적인 마진율 확대를 위해 작년부턴 본격적으로 수수료가 저렴한 T커머스 및 데이터방송 시장에 진입했으며 방송 편성 횟수를 늘리며 점차 판매 비중을 확대해 나가고 있다. 지속적으로 T커머스 및 데이터방송, 온라인 위주의 판매 비중을 확대할 것으로 보여지며 이에 따른 추가적인 이익률 개선이 전망된다.

>>> 안정적인 비즈니스 모델 구축에 따른 주가 리레이팅 기대

키움증권은 동사에 대해 투자의견 Buy(매수), 목표주가 7,300원을 신규 제시한다. 동사의 목표주가는 2019년 예상EPS 650원에 PER 11.2배를 적용하였다. 과거 대비 성장률이 둔화되긴 했지만 동사의 다양한 브랜드 및 카테고리 확장에 따른 안정적인 비즈니스 모델 구축에 따른 견고한 펀더멘탈을 고려했을 때 과거 소수 브랜드로 보여줬던 실적 성장세로 인해 받았던 밸류에이션 수준만큼은 받는 것이 합당하다고 판단된다. 추가적으로 2019E PEER 업체(브랜드 및 OEM업체) 평균 PER 12.7배임을 고려해봤을 때 동사는 매력적인 밸류에이션을 가지고 있다

I. 비즈니스 모델의 패러다임 시프트

코웰패션 비즈니스 모델



자료: 코웰패션, 키움증권 리서치

>>> 성장 과정: 후발 주자의 약점을 3가지 경쟁력으로 극복

비용 최소화: 1) 브랜드 라이선스 계약, 2) 온라인 유통 채널, 3) 외주 생산

동사는 언더웨어를 주력 사업으로 시작하였다. 당시 언더웨어 시장은 쌍방울, 남영비비안, 신영와 코루, 좋은사람들 등 기존 국내 언더웨어 업체들이 장악하고 있었으며 규모가 작고 후발주자인 동사가 자체브랜드를 만들어 진입하기엔 많은 비용과 상당한 시일이 걸릴 것으로 보여졌다.

이에 기존에 있던 글로벌 유명 브랜드 제품을 수입해 판매하며 레퍼런스를 확보 후 더 나아가 브랜드 라이선스 계약을 통해 판매하는 방식을 전개하였다. 브랜드 라이선스 계약은 일반적인 ODM 방식과 달리 자체적으로 디자인 기획부터 제품 생산 및 판매까지 동사가 모든 프로세스를 총괄 및 매출액의 일정 비율을 브랜드 사에 로열티로 지불하고 비즈니스 구조로 진행하였다. 생산 방식의 경우 고정비가 높은 자체 공장을 확보하기보다 전부 개발도상국 외주업체에 생산을 맡겼고 소품종 대량생산을 통한 규모의 경제로 원가 절감을 하였다.

엘레쎬 언더웨어를 시작으로 지속적인 글로벌 브랜드 및 카테고리 확장

2002년 영국 유명 브랜드인 엘레쎬(Ellesse)와 처음으로 언더웨어 라이선스 계약을 체결하고 언더웨어 제품 판매를 시작하였으며 판매 채널은 임대료, 인테리어 등 초기 고정비 및 유통 수수료가 높은 백화점 입점 및 자체 매장을 구축하기보다 상대적으로 비용이 저렴한 대형할인점에 샵인샵(Shop-in-Shop) 형태로 입점하는 방식을 활용하였다. 이 같은 저비용 전략으로 유명브랜드 제품을 저렴한 가격에 판매함에 따라 소비자들의 수요는 급격하게 증가하였고 3년만에 엘레쎬 속 옷 점포가 150개를 돌파하며 전국 대형 할인점으로 빠르게 확산되었다.

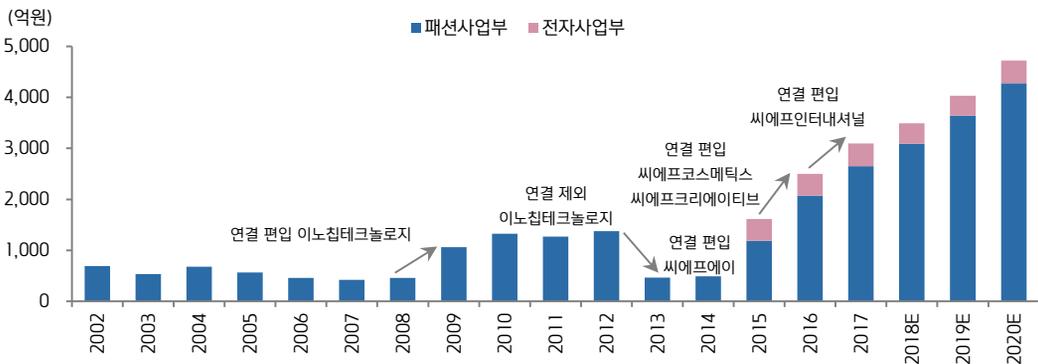
엘레쎬 언더웨어 판매 호조로 성장가도를 달리던 동사는 엘레쎬 라이선스 기간 만료 후 재계약 실패로 인해 위기를 맞이하였다. 당시 보유한 브랜드 라이선스가 엘레쎬 밖에 없었기 때문에 재계약 실패를 메이크업할 돌파구가 찾던 중 엄정화, 한고은 등 유명 연예인과 함께 언더웨어 사업을 진행하였다. 유명 연예인 브랜드가 당시 큰 인기를 끌고 있었음에 따라 동사가 출시한 브랜드들은 성공적인 런칭을 하였고 연예인뿐만 아니라 유명 디자이너들과도 브랜드를 출시하며 실적은 다시 성장세를 이어갔다. 이 시기에 TV홈쇼핑 및 온라인 시장이 급 성장세를 보임에 따라 판매 채널을 대형할인점 이외 TV홈쇼핑, 온라인(자체몰 '코웰패션닷컴', (구)'오렌지에비뉴')으로 점차 확대하였고 고정비 및 유통수수료 등 지속적인 원가 절감을 통해 마진을 높였다.

연예인 브랜드의 지속성이 짧다고 판단한 동사는 다시 글로벌 브랜드 라이선스 계약 확장에 집중하였다. 그 결과 이전부터 단순히 수입해 독점 판매만 하였던 푸마(PUMA)로부터 2012년 언더웨어 라이선스 계약을 따내며 브랜드를 확장하였다. 푸마가 직접 기획 및 생산을 하였을 때는 국내 제품 대비 비싼 가격, 서구인에 맞춘 사이즈 등으로 판매량이 저조한 상황이었다. 하지만 동사가 라이선스 계약을 맺고 기획부터 디자인, 유통까지 하였을 때부터 푸마 언더웨어 판매량은 급격한 상승세를 보여주었으며 동사의 실적 또한 가파른 성장 구간에 진입하였다. 푸마 언더웨어의 성공적인 판매는 국내 소비자에게 맞춘 디자인 및 사이즈, 가성비 등에 기인한다.

푸마 언더웨어의 성공적인 판매로 레퍼런스를 쌓은 결과 글로벌 브랜드인 리복, 카파(KAPPA), 아디다스(adidas)도 관심을 보였으며 이는 동사와의 계약으로 이어졌다. 글로벌 브랜드의 연이은 판매 호조로 인해 푸마, 카파, 아디다스, 리복 등 TOP5의 매출은 동사 매출의 90%를 차지하였다.

현재까지 지속적으로 브랜드 및 카테고리 확장하고 있으며 안정적으로 언더웨어 매출을 가져가는 동시에 잡화 부문을 키워나가고 있는 상황이다.

코웰패션 매출액 추이 및 전망



자료: 코웰패션, 키움증권 리서치

코웰패션 연혁

년도	주요 사항	비고
2002년	(주)BK패션코리아 설립	
2006년	(주)코웰패션 사명 변경	
2009년		자사 인터넷몰 '오렌지비뉴' 오픈
2012년		푸마 언더웨어 라이선스 계약 체결
2013년	씨에프글로벌 주식회사 설립	의류 사업 전개
2014년	씨에프에이 주식회사 설립	아디다스 언더웨어 제조 및 판매 사업 전개 핸드백·러그지 등 잡화 사업 카테고리 확대
2015년	(주)필코전자 합병 후 (주)코웰패션으로 사명 변경	코스닥 상장
2016년	(주)씨에프크리에이티브 설립 (주)씨에프코스메틱 설립	코스메틱 사업 전개
2017년	(주)씨에프인터내셔널 설립	푸마 골프 라이선스 계약 체결 푸마 언더웨어 해외 수출 전개
2018년	(주)씨에프리테일 설립 (주)씨에프H&K 설립	

자료: 코웰패션, 키움증권 리서치

>>> 라이선스 기반의 한국의 온라인판 유니클로 (Uniqlo)

누구나 입을 수 있는 베이직한 아이템 위주의 제품 구성 전략

SPA(Specialty store retailer of Private label Apparel)란 유통 구조를 개선한 것으로 자사의 기획브랜드 상품을 직접 제조 및 유통, 판매까지 하는 전문 소매점을 의미하며 대부분 대형 직영점 형태로 운영되고 있다. 대표적인 글로벌 SPA 브랜드인 'ZARA', 'H&M', 'Forever21' 등이 빠르게 변화하는 트렌드에 맞춰 상품을 다품종 소량 생산해 1~2주 단위로 신속하게 시장에 제품을 내놓는데 초점을 맞춘 패스트 패션 전략을 가지고 있다. SPA 브랜드의 장점은 유통, 판매 비용 등 원가 절감에 따라 상품을 저렴한 가격에 출시하며 최신 트렌드를 즉각 반영할 수 있다.

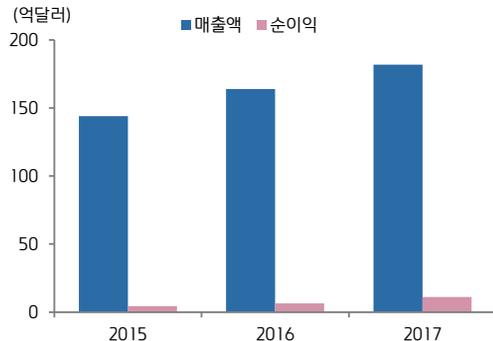
반면 글로벌 SPA 브랜드인 유니클로는 보통 SPA 브랜드와 약간 다른 전략을 가지고 있다. '언제 어디서, 누구나 입을 수 있는 패션 감각이 반영된 고품질의 베이직 캐주얼을 시장 최저 가격으로 공급한다'는 일념에서 알 수 있듯이 패셔너블한 아이템보다 베이직한 아이템을 주력으로 판매하고 있다. 패셔너블한 아이템의 경우 각 국가마다 소비자 취향이 다양하기 때문에 전세계적으로 판매 편차가 크지만 베이직한 아이템의 경우 상대적으로 편차가 작아 해외 진출 시에도 유리한 점이 있다고 판단되며 유니클로의 성장세가 이를 방증한다고 볼 수 있다. 이외에도 유행을 타지 않는 베이직한 아이템보다 타 SPA 브랜드와 달리 원가 절감이 가능한 소품종 대량 생산 방식을 적용하고 있다.

유니클로의 스타다셀러 제품 (후리스, 히트텍)



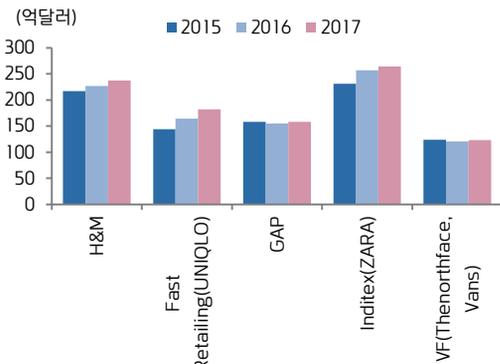
자료: 유니클로, 키움증권 리서치

유니클로 실적 추이 및 전망



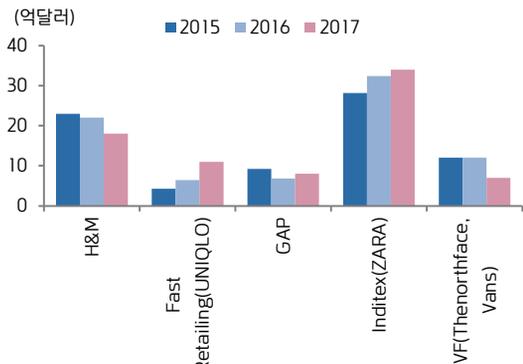
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

글로벌 SPA브랜드 매출 추이



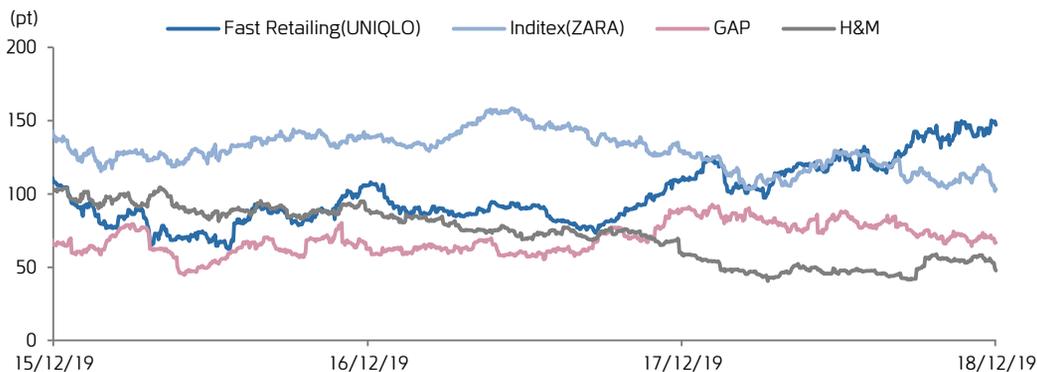
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

글로벌 SPA브랜드 순이익 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

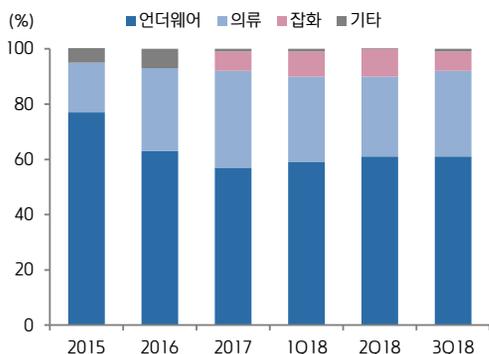
글로벌 SPA브랜드 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

동사는 “양질의 상품을 대량으로 생산하여 글로벌 브랜드를 붙여서 많은 고객들에게 저렴하게 판다”라는 미션을 가지고 있으며 유니클로와 같은 전략을 사용하고 있다고 볼 수 있다. 매출 비중을 살펴보면 베이직한 아이템인 언더웨어가 '16년 63%, '17년 57%, 3Q18 누적 60%로 주력 판매 제품인 것을 알 수 있다. 또한 의류/잡화 아이템 디자인을 살펴보면 누구나 구매할 수 있게 패셔너블함보다 심플함에 초점을 맞춘 것을 알 수 있다. 다만 유니클로와 달리 자체브랜드가 없으며 TV홈쇼핑 및 온라인을 주력으로 삼고 있는 부분에서는 차이점이 있으나 제품 전략과 비즈니스 모델을 놓고 보면 같은 방향을 추구한다고 판단된다.

제품 카테고리별 매출 비중 추이



자료: 코웰패션, 키움증권 리서치

코웰패션 스테디셀러 제품



자료: 코웰패션, 키움증권 리서치

II. 투자포인트

>>> 합종연횡: 지속적인 브랜드 및 카테고리 확장

브랜드 및 카테고리 확장 속도가 가팔라진다

2012년 푸마 언더웨어를 시작으로 리복, 아디다스 언더웨어를 가져와 국내 시장에 성공적으로 안착시키며 레퍼런스를 확보함과 동시에 해외 유명 브랜드사에 인지도를 쌓아 나갔다. 이후 브랜드 확장 속도는 가팔라졌으며 카테고리도 기존 언더웨어에서 의류(골프웨어, 롱패딩 등), 잡화(핸드백, 슈즈, 캐리어, 스카프, 선글라스 등), 생활용품(침구류 등), 화장품(립스틱 등)으로 늘려 나갔다.

향후 동사의 브랜드 및 카테고리 확장 속도는 더욱 가팔라질 것으로 전망된다. 소비 심리가 위축되는 가운데 소비자들이 중고가 제품은 외면하고 고가의 명품과 가심비(가치 대비 마음의 만족을 추구하는 소비 형태) 및 가성비가 뛰어난 제품을 소비하는 상황이며 중간 가격대 브랜드들의 실적 성장이 둔화되는 추세이다. 중고가 브랜드 업체들은 새로운 매출처가 요구됨에 따라 국내 시장에서 여러 브랜드를 성공시키며 트랙 레코드를 쌓아온 동사의 브랜드 및 카테고리는 지속적으로 증가하고 있는 추세이다.

트랙 레코드를 바탕으로 동사가 해외 유명 브랜드사와 라이선스 및 제조, 판매 계약을 수월하게 맺을 수 있는 것은 의류 시장이 1%대의 저조한 성장세 및 경쟁이 심화된 상황에서 글로벌 브랜드사가 새로운 카테고리를 직접 기획 및 생산하여 국내 시장에 진출 시 소요되는 시간 및 비용 대비 라이선스 계약 시 들어오는 안정적인 로열티 매출이 리스크를 최소화하는 동시에 수익성이 더 크다고 판단했기 때문이다. 또한 동사는 자체브랜드가 없기 때문에 경쟁 관계가 아닌 상생 관계가 가능해 브랜드사 입장에서는 직접 진출하지 않는 이상 라이선스 계약을 하는 것이 유리하다고 판단된다.

코웰패션 제조/판매 및 라이선스 계약 브랜드

COWELLFASHION.COM							
스포츠/골프	언더웨어	잡화	패션의류	뷰티&라이프	키즈	기획전	아울렛
스포츠 브랜드 푸마스포츠 리복스포츠 컬럼비아 의류 앰러릿 FTV 헤드 덴스킨	골프 브랜드 아테스토니 골프 아디다스 골프 푸마 골프 웅가로 골프	의류 브랜드 엘르 웅가로 옴오 아테스토니 의류	언더웨어 브랜드 푸마바디웨어 아디다스 리복 카파 아테스토니 언더 칼럼비아 테일러메이드 웅가로 언더 이브로즈 투이그지스트 앰러릿 언더 까스텔바작 언더 헤드 언더	패션잡화 브랜드 헬레나&크리스티 H by 이카트리니뉴욕 알베르도페르마니 칸나 로베르타 팬톤 엘르잡화 아테스토니 핸드백 아테스토니 슈즈 헤이&코이 슈즈 모르간 까스텔바작 캐리어 아디다스 캐리어	코스메틱 아테스토니 뷰티 내추럴리움	라이프 코즈니 엘르 팻 까스텔바작 침구	키즈 푸마 키즈 리복 키즈 엘르 키즈 리틀프렌즈

자료: 코웰패션, 키움증권 리서치

주요 글로벌 브랜드 실적 추이 (단위: 억달러)

기업명	2015		2016		2017	
	매출액	순이익	매출액	순이익	매출액	순이익
L Brands(Victoria's Secret)	122	13	126	12	126	10
VF(Thenorthface, Vans)	124	12	121	12	123	7
ADIDAS	188	7.4	213	11	249	17
NIKE	320	38	338	41	353	42
PVH(Tommy Hilfiger, Calvin Klein)	80	5.7	82	5.49	89	5
GAP	158	9.2	155	6.76	158	8
H&M	217	23	227	22	237	18
Fast Retailing(UNIQLO)	144	4.3	164	6.38	182	11
Inditex(ZARA)	231	28.2	257	32.4	264	35.6
Hermès International SCAs	54	11	58	12	63	14
Christian Dior Couture SA	416	17	437	20	493	25
Michael Kors	46	8.5	46	7.56	46	5
Prada Group(Prada, Miu Miu, Church's, Car Shoe)	35	5	39	3.64	36	4.2
Burberry Group plc	28	4.7	31	5.1	34.7	3.2
Kering SA(Gucci, Bottega Veneta, Saint Laurent, Balenciaga)	131	7.8	139	9.2	174	20.1
COACH	42	3.6	45	5.11	45	6.2

자료: Bloomberg, 포브스, 키움증권 리서치

보유 현금을 활용한 적극적인 M&A

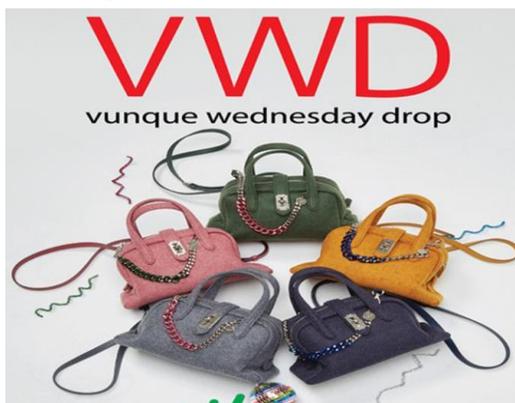
3Q18기준 현금및현금성 자산 약 171억원은 타 브랜드 M&A 및 지속적인 투자에 활용될 것으로 보인다. 올해부터 라이선스 계약 방식을 넘어 M&A 및 타 브랜드와의 합작법인 설립을 통한 사업 확대를 추진하였다. 올해 5월 슈즈 브랜드 HELENA&KRISTIE를 보유한 에이치앤케이티엠 지분 65% 인수를 위한 양해 각서 체결했으며, 6월 인수 후 F/W 시즌을 겨냥한 슈즈 브랜드 헤이&코이를 런칭하였다. 이외에도 11월 국내 브랜드 쿤으로 성공신화를 쓴 석정혜 대표가 신규 런칭한 핸드백 브랜드인 분크(VUNQUE)에 투자해 약 지분 51%를 인수하였으며 유통망 확대 및 해외 사업 진출을 진행 중에 있다. 특히 분크는 2월 런칭부터 페이스북, 인스타그램 등 소셜네트워크에 입소문이 퍼지면서 1~2주 간격으로 신제품을 출시할 때마다 대부분 매진되는 등 성공적으로 브랜드를 안착시킨 것으로 보여진다. 지속적으로 작지만 경쟁력을 가지고 있는 타 브랜드와의 M&A 및 합작법인 설립을 검토 중에 있다.

헤이&코이 스니커즈



자료: 코웰패션, 키움증권 리서치

분크(VUNQUE) 가방



자료: 분크, 키움증권 리서치

유명 브랜드 계약 현황(3Q18 기준)

구분	브랜드명	품목	계약내용	계약기간
(주)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	
(주)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
(주)씨에프코스메틱스	리복	언더웨어	제조	2018.01.01~2019.06.30
	엘르	디퓨저	라이선스	2018.01.01~2019.12.31
(주)씨에프크리에이티브	까스텔바작	침구류	판매	2018.09.01~2019.08.31
	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
	엠마뉴엘웅가로	의류	제조/판매	2017.06.14~2019.12.31
	웅가로	언더웨어	라이선스	2017.09.05~2019.12.31
	브레라	머플러, 목도리	라이선스	2018.03.01~2019.02.28
	로베르타 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

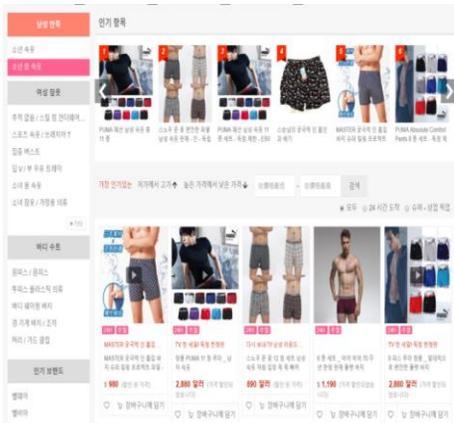
자료: 코웰패션, 키움증권 리서치

해외 진출에 대한 성공 가능성 확인

2017년 9월부터 대만에 국내에서 판매하였던 언더웨어(드로즈, 브라탑 등)를 첫 수출 판매하기 시작하였다. 직접 수출하는 형태가 아닌 현대홈쇼핑을 통해 판매를 하며 현대홈쇼핑에서 대만 업체인 동삼이나 모모홈쇼핑에 판매하는 형태이다. 현재 동삼홈쇼핑 남성용 속옷 카테고리에서 1, 3위, 모모홈쇼핑에서도 여성 스포츠 속옷 1위를 차지하는 등 상위권을 기록하고 있다. 남성용 속옷은 지난해 9.9만장을 수출했으며 올해 초 22만장 추가 공급하는 등 올해 언더웨어 총 수출 물량은 약 30여만장을 기록하였다. 또한 올해 7월 여성 런제리 4만장을 완판하였으며 내년 1월에 추가로 공급할 예정에 있다. 이외 추가적으로 현대홈쇼핑과 협업해 현지 맞춤형 상품 라인을 개발해 60억원 이상의 수출(누적 금액)을 성사시키며 해외 판매를 확대하는 중이다. 수출 물량이 작아 매출 규모는 크지 않지만 카테고리별 상위권에 랭크된 것을 비춰봤을 때 향후 납품 물량 확대 시 폭발적인 매출 성장도 기대해볼 수 있는 상황이다.

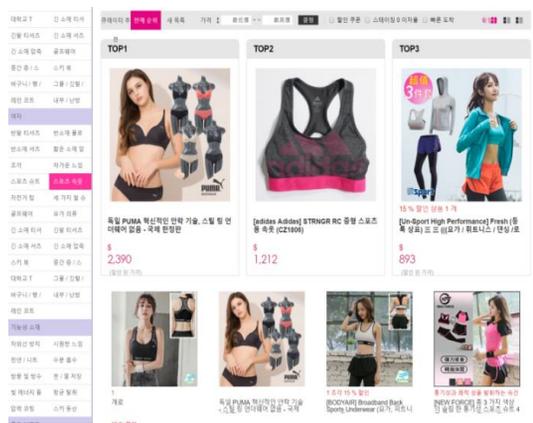
대만에서 1,2위를 다투고 있는 모모홈쇼핑과 동삼홈쇼핑은 연매출 1조원 대를 기록하는 대형업체로 홈쇼핑뿐만 아니라 온라인 채널까지 보유하고 있는 유통업체이다. 동사는 현재 모모홈쇼핑과 동삼홈쇼핑에 언더웨어를 비롯한 추가적인 아이템 수출도 협의 중인 상황이며 추가적인 카테고리는 내년에 가시화될 것으로 전망된다. 다만 아직은 국내 시장에 브랜드 및 카테고리를 늘리는데 집중할 것으로 보이며 향후 2~3년 후 본격적인 해외 진출을 할 것으로 전망된다.

동삼홈쇼핑 인기 제품 순위



자료: 동삼홈쇼핑, 키움증권 리서치

모모홈쇼핑 인기 제품 순위



자료: 모모홈쇼핑, 키움증권 리서치

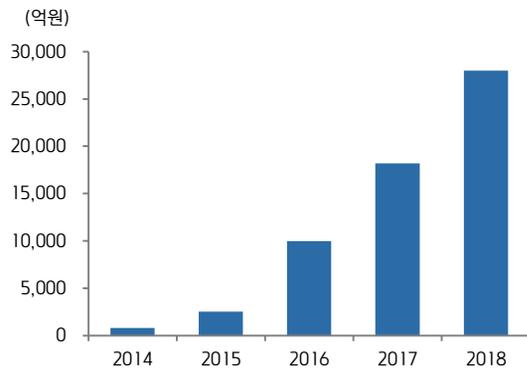
>>> TV홈쇼핑을 중심으로 한 다변화된 유통 채널

티커머스 및 데이터방송, 온라인 비중 확대를 통한 유통 수수료 절감

동사의 유통 채널은 크게 TV홈쇼핑(라이브, T커머스, 데이터방송), 온라인(자사몰, 11번가, 옥션 등 32개 매체에 입점), 오프라인(이마트, 코스트코 등)으로 나눌 수 있으며 타 의류업체와 달리 사업 초기부터 TV홈쇼핑 채널을 주력 유통채널로 활용해왔다. 자체브랜드를 보유한 타 의류업체들의 경우 브랜드 런칭 초기 인지도가 없기 때문에 고객 접점 확대를 위해 오프라인 매장을 주력 유통 채널로 활용하지만 동사의 경우 유명 글로벌 브랜드 제품을 판매하였기 때문에 브랜드 인지도 확대를 위한 별도의 마케팅이 필요하지 않았고 이에 TV홈쇼핑을 주력 유통 채널로 활용하였다. 초기 비용인 마케팅비 및 고정비(임대료, 인건비, 인테리어비 등) 절감 및 상대적으로 저렴한 수수료율로 인해 20%대의 높은 이익률을 기록하고 있다.

추가적인 마진율 확대를 위해 작년부터 본격적으로 수수료가 저렴한 T커머스 및 데이터방송 시장에 진입했으며 방송 편성 횟수를 늘리며 점차 판매 비중을 확대해 나가고 있다. 이 결과 3Q18 누적 T커머스 및 데이터 방송 매출은 468억원 (+35% YoY)을 기록하며 TV홈쇼핑 부문 내 비중을 28%(+4%p)까지 확대하였다. 또한 올해 7월 자사몰 판매 비중 확대를 위해 기존 자사몰인 '오렌지에비뉴'를 '코웰패션닷컴'으로 리뉴얼했으며 3Q18 누적기준 온라인 부문 내 비중을 9%까지 확대하였다. 지속적으로 T커머스 및 데이터방송, 온라인 위주의 판매 비중을 확대할 것으로 보여지며 이에 따른 추가적인 이익률 개선이 전망된다.

티커머스 시장 규모 추이 및 전망



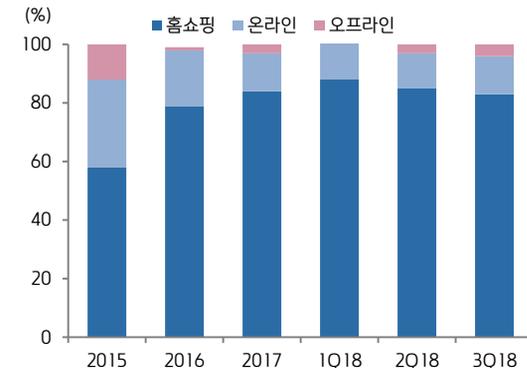
자료: 한국T커머스협회, 키움증권 리서치

홈쇼핑과 T커머스 비교

	TV홈쇼핑	T커머스
평균 수수료율	34%	25%
평균 방송시간	1~2시간	10~30분
일평균 판매상품	10~20개	200개
구매방식	ARS, 모바일앱, 상담전화 등 방송 시간에만 주문가능	리모컨으로 방송시간 관계없이 주문가능
중소기업 편성비율	65%	80%

자료: 언론자료, 키움증권 리서치

유통 채널별 매출 비중 추이



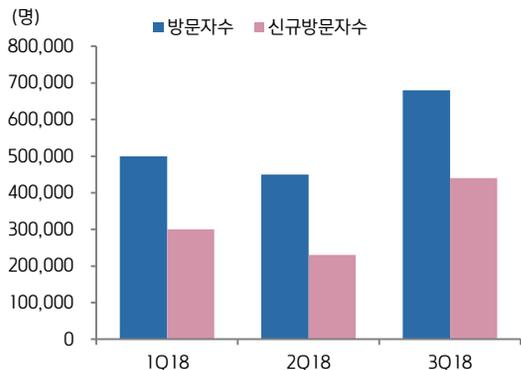
자료: 코웰패션, 키움증권 리서치

홈쇼핑 내 매출 비중 추이



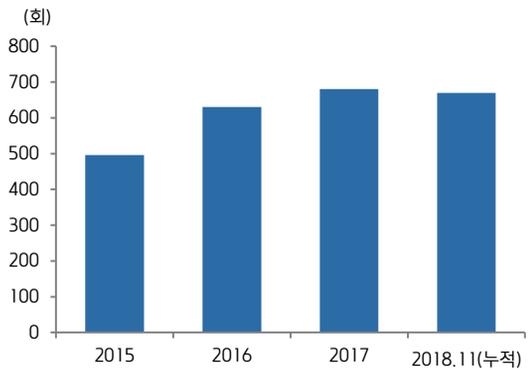
자료: 코웰패션, 키움증권 리서치

자사몰 '코웰패션닷컴' 방문자 수 추이



자료: 코웰패션, 키움증권 리서치

홈쇼핑 방송횟수 추이



자료: 코웰패션, 키움증권 리서치

2017년 기준 제품 카테고리별 홈쇼핑 업체 수수료율

	NS	아임	CJ오	홈앤	현대	GS	롯데	전체평균	
여성의류	여성정장	30.5	23.7	-	34.5	38.6	37.6	41.4	35.8
	여성캐주얼	34.6	23.9	40.7	34.4	39.2	39	42.3	37.7
	란제리/모피	39.4	23.5	40.3	33.4	33.6	37.3	39.4	34.5
	진/유니섹스	42.2	24	42.5	34.9	40.8	-	42.2	38.9
남성의류	남성정장	42.6	23.8	41.8	34.9	34.1	38.8	42.6	32
	남성캐주얼	39.6	23.8	-	34.6	37.6	37.8	39.6	37.5
	셔츠/넥타이	-	23.7	-	35.7	-	-	-	26.2
스포츠/레저	스포츠용품	35.6	23.7	39.1	33.5	37.1	38.5	40.1	36.5
	레저용품	36.2	24.6	37	32.3	34.2	37.5	-	34.8
잡화	잡화	33.9	23.6	37.9	33.6	35.9	35.9	39.8	35.3
	보석/약세서리	28.2	18.9	36	32.4	36.5	36.5	38.1	32.5
이미용품	화장품	37.2	23.7	39.2	34.9	40.2	40.2	40.6	36.6
	이미용기기	38.3	24.9	40.2	34.4	38.6	38.6	42.4	36.7

자료: 미래창조과학부, 키움증권 리서치

III. 실적 전망 및 Valuation

>>> 2019년에도 성장세는 지속된다

4Q Preview: 매출액 1,120억원(+14.2% YoY), 영업이익 233억원(+11.0% YoY) 전망

계절적 성수기인 4Q18은 매출 1,120억원(+14.2% YoY), 영업이익 233억원(+11.0% YoY)으로 사상 첫 분기 패션사업부 매출 1,000억원을 돌파할 것으로 전망된다. 이는 1) 올 겨울 역대급 한파가 예상됨에 따른 역시즌 롱패딩 판매 호조세 지속, 2) 11월 동내의(까스텔바작, 아디다스, 푸마), 베이스레이어 TV홈쇼핑 방송 편성 개시 및 확대, 3) 신규 카테고리(헤드 롱패딩 및 언더웨어, FTV 등) 런칭 및 3Q18말 런칭 브랜드 및 카테고리 매출 온기 반영 등에 기인한다. 다만 비수기 진입에 따른 필코전자 사업부 적자 폭 확대 및 홈쇼핑 직매입(툰키 방식) 판매 확대에 따른 마진율 하락, 롱패딩 역기저효과 등을 반영하여 매출과 영업이익은 기존 추정치에서 하향 조정하였다.

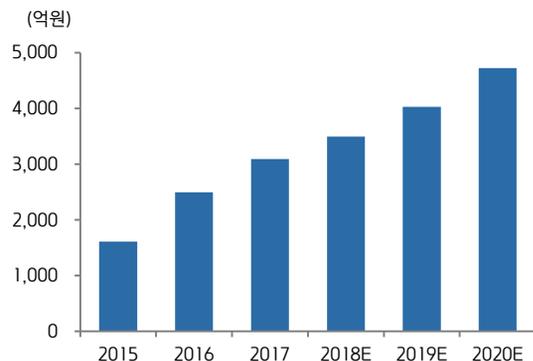
2019년에도 기존 제품 이외 추가적인 브랜드 및 카테고리 확장에 따라 성장세는 지속될 것으로 전망된다. 내년 1분기부터 아디다스 어패럴(제조/판매), 에스콰이어 구두(라이선스), 아 테스트니 선글라스(라이선스)를 2019년 S/S부터 TV홈쇼핑 및 자사몰 등에서 런칭할 예정에 있다. 추가적으로 자회사 (주)씨에프글로벌(지분법)에서 판매해왔던 리복 언더웨어를 (주)씨에프에이(연결)에서 라이선스 계약을 함에 따라 내년 1분기부터 생산 물량을 확대해 공격적인 사업 전개를 할 것으로 보여진다. 또한 연결 대상 자회사가 라이선스를 획득함에 따라 동사의 연결 실적에 반영될 것으로 보인다.

코웰패션 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(억원, %)	2018E				2019E				2017	2018E	2019E	2020E
	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE				
매출액	741	859	773	1,120	810	996	858	1,369	3,094	3,494	4,033	4,723
패션사업부	628	749	679	1,035	708	901	762	1,271	2,649	3,092	3,642	4,273
전자사업부	113	110	94	85	102	95	96	98	445	402	391	450
매출액 YoY	3%	13%	22%	14%	9%	16%	11%	22%	24%	13%	15%	17%
영업이익	152	182	140	233	160	209	162	295	620	707	826	986
패션사업부	142	176	142	240	156	212	164	102	593	700	831	971
전자사업부	10	6	-2	-7	4	-3	-2	-4	27	7	-5	15
영업이익 YoY	13%	19%	14%	11%	6%	15%	15%	27%	80%	14%	17%	19%
순이익	120	138	105	180	127	161	124	225	467	543	639	763
영업이익률	20.4%	21.1%	18.1%	20.8%	19.8%	21.0%	18.9%	21.5%	20.0%	20.2%	20.5%	20.9%
순이익률	16.1%	16.1%	13.6%	16.1%	15.7%	16.2%	14.5%	16.4%	15.1%	15.5%	15.8%	16.2%

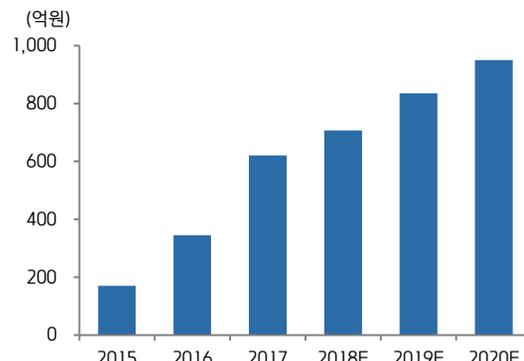
자료: 코웰패션, 키움증권 리서치 추정

매출액 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치 추정

영업이익 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치 추정

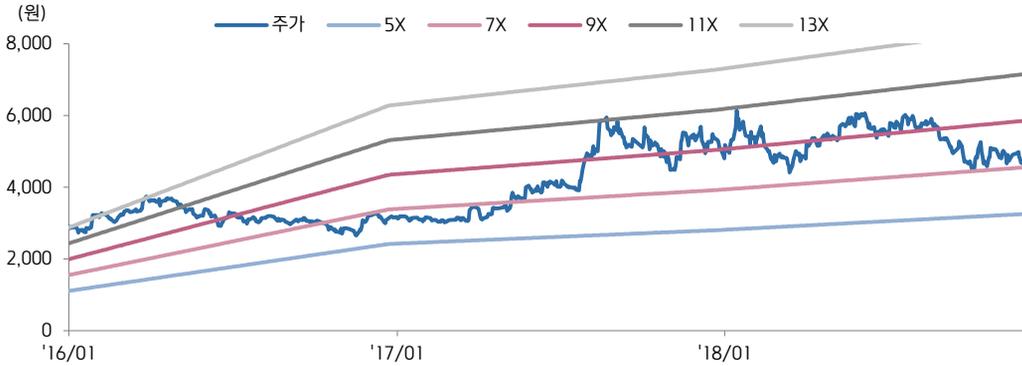
>>> Valuation

2019년E EPS 650원 PER 11.2배 적용, 목표주가 7,300원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자 의견 Buy(매수), 목표주가 7,300원을 신규 제시한다. 동사의 목표주가는 2019년 예상EPS 650원에 PER 11.2배를 적용하였다. 과거 대비 성장률이 둔화되긴 했지만 동사의 다양한 브랜드 및 카테고리 확장에 따른 안정적인 비즈니스 모델 구축에 따른 견고한 펀더멘탈을 고려했을 때 과거 소수 브랜드로 보여줬던 실적 성장세로 인해 받았던 밸류에이션 수준만큼은 받는 것이 합당하다고 판단된다. 추가적으로 2019E PEER 업체(브랜드 및 OEM업체) 평균 PER 12.7 배임을 고려해봤을 때 동사는 매력적인 밸류에이션을 가지고 있다

그동안 동사의 주가가 디스카운트 받았던 요인을 살펴보면 1) 자체브랜드 미 보유, 2) 국내 시장에 한정된 판매, 3) 오버행 이슈로 나눠볼 수 있다. 앞서 설명했듯이 동사의 비즈니스 모델상 굳이 자체 브랜드를 보유할 요인이 없으며 현재 라이선스 기반의 다수 해외 유명브랜드 및 제품 포트폴리오를 보유 중에 있다. 또한 매출 비중이 한 브랜드에 치중되어있지 않기 때문에 재계약 실패에 따른 리스크 분산은 충분히 되었다고 판단된다. 2) 동사는 향후 늘려나가야 할 브랜드 및 카테고리가 많기 때문에 아직 국내 시장에서만 사업하여도 충분히 진입할 시장은 많이 남아있다고 판단되며 동사 또한 이러한 전략을 당분간 가져갈 것으로 보인다. 3) 모회사 대명화학이 보유한 약 255억원 수준의 EB가 오버행 이슈로 대두되어왔는데 17년부터 현재까지 약 250억원을 행사하였고 잔여 물량은 5억원 수준 밖에 되지 않아 충분히 해소되었다고 판단된다.

코웨이퍼션 12MF PER 밴드



자료: Dataguide, 키움증권 리서치 추정

국내 PEER Valuation Table

	홀리크로리아	신세계인더나셔널	한섬	LF	F&F	한세실업	영원무역
시가총액(억원)	30,619	191,000	9,212	7,544	6,337	7,280	16,905
주가(원)	50,100	13,637	37,400	25,800	41,150	18,200	38,150
매출액 (억원)	2017: 25,303 2018E: 28,773 2019E: 30,969	11,025 12,616 13,795	12,287 13,179 13,825	16,021 16,975 17,666	5,605 7,218 8,279	17,113 17,232 18,431	20,093 21,019 22,124
영업이익 (억원)	2017: 2,175 2018E: 3,487 2019E: 3,923	254 622 915	550 983 1,115	1,101 1,276 1,350	981 1,159 1,332	565 388 732	1,812 2,082 2,296
순이익 (억원)	2017: 624 2018E: 1,758 2019E: 2,027	240 514 732	538 765 874	736 963 1,111	749 1,146 1,044	433 243 581	1,087 1,409 1,630
매출액성장률 (%)	2017: 161.6 2018E: 13.7 2019E: 7.6	8.0 14.4 9.4	72.6 7.3 4.9	4.8 6.0 4.1	27.7 28.8 14.7	10.6 0.6 7.1	0.4 4.6 5.3
영업이익성장률 (%)	2017: 94.6 2018E: 37.6 2019E: 11.1	-6.3 59.2 32.0	-30.9 44.0 11.8	28.2 13.7 5.5	53.5 15.4 13.0	-44.4 -45.6 47.0	1.0 13.0 9.3
영업이익률 (%)	2017: 8.6 2018E: 12.1 2019E: 12.7	2.3 4.9 6.6	4.5 7.5 8.1	6.9 7.5 7.6	17.5 16.1 16.1	3.3 2.3 4.0	9.0 9.9 10.4
순이익률 (%)	2017: 2.5 2018E: 6.1 2019E: 6.5	2.2 4.1 5.3	4.4 5.8 6.3	4.6 5.7 6.3	13.4 15.9 12.6	2.5 1.3 3.2	5.4 6.7 7.4
ROE (%)	2017: 17.0 2018E: 19.1 2019E: 18.0	9.0 9.9 12.7	7.0 8.0 8.5	7.0 8.5 9.1	40.0 33.1 23.6	2.0 4.8 11.7	7.0 10.5 10.9
PER (X)	2017: 22.0 2018E: 19.5 2019E: 16.9	27.0 24.6 17.3	14.0 12.4 10.5	10.0 7.9 6.8	7.0 7.5 8.2	81.0 29.5 11.7	17.0 12.1 10.5
PBR (X)	2017: 3.0 2018E: 3.3 2019E: 2.8	2.0 2.3 2.1	1.0 0.9 0.8	1.0 0.6 0.6	2.0 2.2 1.8	1.0 1.4 1.3	1.0 1.2 1.1

주 1: 실적 추정치는 컨센서스 기준

주 2: 주가는 2018년 12월 20일 기준

자료: Dataguide, 키움증권 리서치

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,497	3,094	3,494	4,033	4,723
매출원가	1,207	1,314	1,545	1,804	2,089
매출총이익	1,289	1,780	1,949	2,229	2,633
판매비및일반관리비	944	1,160	1,242	1,403	1,648
영업이익(보고)	345	620	707	826	986
영업이익(핵심)	345	620	707	826	986
영업외손익	-43	-3	-6	-3	-2
이자수익	5	17	20	20	20
배당금수익	1	1	1	1	1
외환이익	8	6	5	5	5
이자비용	8	8	8	7	5
외환손실	7	8	6	6	6
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-5	-1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-31	-8	-14	-14	-13
기타	-7	0	-1	-1	-4
법인세차감전이익	302	617	700	823	983
법인세비용	82	151	157	186	220
유효법인세율 (%)	27.1%	24.4%	22.4%	22.4%	22.4%
당기순이익	220	467	543	639	763
지배주주지분순이익(억원)	200	442	507	586	763
EBITDA	379	646	737	849	1,011
현금순이익(Cash Earnings)	254	492	573	660	788
수정당기순이익	246	474	554	647	773
증감율(% YoY)					
매출액	54.6	23.9	12.9	15.4	17.1
영업이익(보고)	102.5	79.7	14.0	16.8	19.3
영업이익(핵심)	102.5	79.7	14.0	16.8	19.3
EBITDA	84.1	70.4	14.2	15.1	19.1
지배주주지분 당기순이익	109.3	120.9	14.7	15.6	30.1
EPS	73.8	124.7	15.9	15.6	30.1
수정순이익	136.8	92.6	16.9	16.9	19.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	348	460	320	429	663
당기순이익	220	467	543	639	763
감가상각비	33	25	30	22	25
무형자산상각비	1	1	1	1	0
외환손익	-4	2	2	1	0
자산처분손익	5	2	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	13	-89	-316	-286	14
기타	80	53	60	53	-139
투자활동현금흐름	-75	-625	-176	-145	-158
투자자산의 처분	-76	-526	-126	-92	-72
유형자산의 취득	18	1	4	5	4
유형자산의 취득	-14	-98	-30	-50	-78
무형자산의 취득	0	-3	-18	-3	-8
기타	-3	2	-3	0	0
재무활동현금흐름	-78	179	-73	-108	-130
당기차입금의 증가	-36	-50	-3	-30	-33
장기차입금의 증가	-8	283	-34	-40	-59
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-7	-9	-38	-38	-38
기타	-28	-44	2	0	0
현금및현금성자산의순증가	195	11	71	177	375
기초현금및현금성자산	84	278	289	360	536
기말현금및현금성자산	278	289	360	536	911
Gross Cash Flow	334	549	635	715	650
Op Free Cash Flow	285	304	216	325	718

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,091	1,194	1,702	2,312	3,006
현금및현금성자산	278	289	636	1,075	1,555
유동금융자산	120	161	238	297	378
매출채권및유동채권	263	288	325	368	425
재고자산	430	456	503	572	648
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	994	1,536	1,587	1,648	1,652
장기매출채권및기타비유동채권	15	13	18	23	20
투자자산	308	773	798	831	814
유형자산	666	742	760	782	807
무형자산	5	7	8	9	9
기타비유동자산	0	2	3	3	2
자산총계	2,085	2,730	3,289	3,960	4,658
유동부채	574	558	622	675	713
매입채무및기타유동채무	250	236	280	344	401
단기차입금	249	197	194	164	131
유동성장기차입금	18	21	21	21	21
기타유동부채	58	105	126	147	160
비유동부채	159	451	434	412	346
장기매입채무및비유동채무	10	43	58	73	65
사채및장기차입금	123	402	366	326	266
기타비유동부채	26	6	9	13	15
부채총계	733	1,009	1,055	1,088	1,060
자본금	465	465	465	465	465
주식발행초과금	123	123	123	123	123
이익잉여금	391	738	1,217	1,806	2,533
기타자본	333	340	340	340	340
지배주주지분자본총계	1,312	1,665	2,145	2,733	3,461
비지배주주지분자본총계	40	56	88	139	138
자본총계	1,352	1,721	2,234	2,872	3,598
순차입금	-9	169	-293	-475	-848
총차입금	389	619	581	511	418

투자지표

(단위: 원, 배, %)

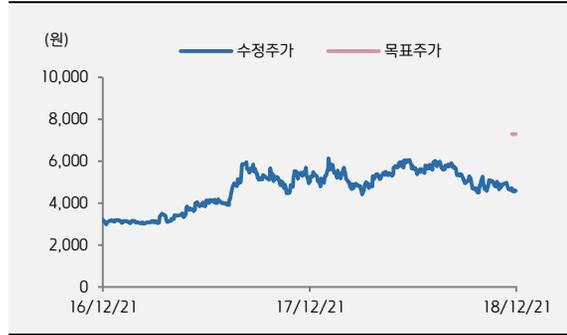
12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	215	483	560	650	844
BPS	1,409	1,840	2,370	3,020	3,824
주당EBITDA	407	706	815	938	1,117
CFPS	273	538	634	731	872
DPS	0	30	40	40	40
주가배수(배)					
PER	14.4	11.2	10.7	9.2	7.1
PBR	2.2	2.9	2.5	2.0	1.6
EV/EBITDA	8.3	8.3	7.5	6.4	4.6
PCFR	11.4	10.0	9.5	8.2	6.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	13.8	20.0	20.2	20.5	20.9
영업이익률(핵심)	13.8	20.0	20.2	20.5	20.9
EBITDA margin	15.2	20.9	21.1	21.0	21.4
순이익률	8.8	15.1	15.5	15.8	16.2
자기자본이익률(ROE)	17.4	30.4	27.5	25.0	23.6
투자자본이익률(ROIC)	22.8	42.9	48.5	55.2	62.3
안정성(%)					
부채비율	54.2	58.6	47.3	37.9	29.5
순차입금비율	-0.6	9.8	-13.1	-16.5	-23.6
이자보상배율(배)	42.7	80.7	88.4	118.0	197.1
활동성(배)					
매출채권회전율	10.6	11.2	11.4	11.6	11.9
재고자산회전율	6.0	7.0	7.3	7.5	7.7
매입채무회전율	12.5	12.7	12.8	12.9	13.1

투자이견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주기대비 주기대비	최고 주기대비
코웨이(033290)	2018.12.21	BUY(Initiate)	7,300	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자이견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비+20%이상주가상승예상
Outperform(시장수익률상회)	시장대비+10~+20%주가상승예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비+10~-10%주가변동예상
Underperform(시장수익률하회)	시장대비-10~-20%주가하락예상
Sell(매도)	시장대비-20%이하주가하락예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight(비중확대)	시장대비+10%이상초과수익예상
Neutral(중립)	시장대비+10~-10%변동예상
Underweight(비중축소)	시장대비-10%이상초과하락예상

투자등급 비율 통계 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%