

SK COMPANY Analysis



Analyst

서충우

Choongwoo.seo@sk.com
02-3773-9005

Company Data

| | |
|----------|----------|
| 자본금 | 465 억원 |
| 발행주식수 | 9,050 만주 |
| 자사주 | 164 만주 |
| 액면가 | 500 원 |
| 시가총액 | 4,009 억원 |
| 주요주주 | |
| 대명화학(외2) | 70.06% |

| | |
|--------|-------|
| 외국인지분률 | 2.50% |
| 배당수익률 | 0.70% |

Stock Data

| | |
|--------------|-----------|
| 주가(18/12/26) | 4,430 원 |
| KOSDAQ | 665.74 pt |
| 52주 Beta | 0.78 |
| 52주 최고가 | 6,140 원 |
| 52주 최저가 | 4,410 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 12 억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|--------|-------|
| 1개월 | -9.4% | -5.4% |
| 6개월 | -20.6% | -0.8% |
| 12개월 | -15.8% | -3.6% |

코웰패션 (033290/KQ | 매수(신규편입) | T.P 7,400 원(신규편입))

불황에 강한 비즈니스 모델을 보유했다!

코웰패션의 라이선스 및 제조/판매 계약이 늘어나면서 실적 성장이 지속되고 있다. 올해 'a.testoni, 카파, FTV, 헤드' 등 10 여개 브랜드들과 신규 계약을 체결했고, 현재도 라이선스 계약을 다수 추진하고 있다. 라이선스 계약 증가로 4Q18 및 2019 년도 실적 성장이 지속될 것으로 전망되는 만큼 현재 동사의 주가에 관심을 가져야 할 시기라고 판단한다. 투자의견 매수, 목표주가 7,400 원으로 신규 커버리지를 개시한다.

글로벌 의류 브랜드 제품 제조/판매 업체

동사는 콘덴서, 저항기 등 전자부품 사업을 영위했으나 2015 년 4 월 코웰패션과의 합병으로 패션사업이 주력이 되었다. '아디다스/리복/푸마' 등 글로벌 의류 브랜드들과 라이선스 및 제조/판매 계약을 맺고 이를 국내 시장에 판매하고 있다. 3Q18 기준 매출 비중은 전자 13.4%, 패션 86.6%로 패션 매출 비중이 높고, 패션내에서는 언더웨어 60%, 의류 30%, 잡화/기타 10%로 언더웨어 비중이 가장 높다.

라이선스 계약 및 실적 지속 증가

글로벌 브랜드들과의 Track- Record 가 쌓이면서 코웰패션의 라이선스 계약도 지속적으로 늘어나고 있다. 올해 a.testoni 를 포함해 10 개 이상 업체와 신규 라이선스 및 제조/판매 계약을 체결했고, 동사와 라이선스 계약을 맺고 싶어하는 업체도 지속적으로 늘어나고 있다. 라이선스 계약을 맺은 브랜드가 늘어나며 실적 호조세도 지속될 전망이다. 3Q18 실적 호조에 이어 4Q18 및 2019 년도 실적 호조가 예상된다. 당사가 추정하는 2019 년 실적은 매출 4,069 억원(+15.7% yoy), 영업이익 891 억원(+23.5% yoy)으로 큰 폭의 실적 성장을 전망하고 있다.

투자의견 매수, 목표주가 7,400 원으로 신규편입

코웰패션에 대해 투자의견 매수, 목표주가 7,400 원으로 커버리지에 신규 편입한다. 목표주가는 2019E EPS 740 원에 Target Multiple 10 배를 적용해 산출했다. 1) 비즈니스 모델이 차별화되어 있고, 2) 라이선스 업체가 지속적으로 증가하고 있으며, 3) 이로 인한 실적 성장이 지속될 것으로 예상되는 만큼 Target Multiple 10 배는 충분히 보수적인 수준이라고 판단된다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|----|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액 | 억원 | 1,615 | 2,497 | 3,094 | 3,518 | 4,069 | 4,736 |
| yoy | % | 228.1 | 54.6 | 23.9 | 13.7 | 15.7 | 16.4 |
| 영업이익 | 억원 | 170 | 345 | 620 | 721 | 891 | 1,082 |
| yoy | % | 흑전 | 102.5 | 79.7 | 16.3 | 23.5 | 21.4 |
| EBITDA | 억원 | 206 | 379 | 646 | 755 | 925 | 1,118 |
| 세전이익 | 억원 | 162 | 302 | 618 | 722 | 899 | 1,100 |
| 순이익(지배주주) | 억원 | 96 | 200 | 442 | 530 | 670 | 814 |
| 영업이익률% | % | 10.6 | 13.8 | 20.0 | 20.5 | 21.9 | 22.9 |
| EBITDA% | % | 12.7 | 15.2 | 20.9 | 21.5 | 22.7 | 23.6 |
| 순이익률 | % | 6.5 | 8.8 | 15.1 | 15.7 | 17.0 | 17.7 |
| EPS | 원 | 124 | 215 | 483 | 586 | 740 | 899 |
| PER | 배 | 23.4 | 14.4 | 11.2 | 7.6 | 6.0 | 4.9 |
| PBR | 배 | 2.3 | 2.2 | 2.9 | 1.9 | 1.4 | 1.1 |
| EV/EBITDA | 배 | 14.4 | 7.7 | 8.0 | 5.1 | 3.6 | 2.4 |
| ROE | % | 9.9 | 16.2 | 29.7 | 27.8 | 27.1 | 25.7 |
| 순차입금 | 억원 | 230 | -9 | 169 | -248 | -825 | -1,499 |
| 부채비율 | % | 54.8 | 54.2 | 58.6 | 46.3 | 35.5 | 28.1 |

1. 회사개요

콘덴서, 저항기 등 전자제품 사업으로 시작

코웰패션은 1974년 6월 외국법인인 필립스코리아(주)로 설립되었으며 전자기기에 들어가는 콘덴서, 저항기 등을 제조 및 판매하는 전자부품 사업을 주력으로 영위했다. 1994년 2월 상호가 필코전자(주)로 변경되며 내국법인화 하였으며, 2015년 3월 27일자로 코웰패션(주)으로 사명을 변경했다. 사명변경 직후인 2015년 4월 1일 의류업체인 코웰패션과 합병을 통해 의류시장에 진출하게 되었다. 합병 이후 전자사업과 패션사업을 같이 영위하고 있으나 3Q18 기준 매출 비중이 전자사업 13.4%, 패션사업 86.6%로 패션사업 부문의 매출 비중이 월등히 높고, 영업이익 또한 대부분 패션사업에서 창출하고 있다. ‘코웰패션’이라는 사명에서 볼 수 있듯이 현재 동사는 의류 및 패션 기업이라고 볼 수 있다.

글로벌 의류 브랜드 제품 제조/판매가 현재 주력사업

패션 부문은 아디다스, 리복, 푸마 등 글로벌 스포츠 의류 브랜드들과 라이선스 및 제조/판매 계약을 맺고 제품 기획에서부터 디자인, 판매까지 모두 담당하고 있다. 글로벌 의류 업체들과 라이선스 계약을 맺고 제품을 생산/판매하기 때문에 기존 의류 OEM/ODM 업체들과 비교해 차별화된 비즈니스 모델을 갖고 있으며, 영업이익률 또한 타 업체들 대비 높은 수준을 유지하고 있다. 패션사업부문내 매출비중은 3Q18 기준 언더웨어 60%, 의류 30%, 잡화 9%, 이미용/기타 1% 수준이다. 유통채널별로는 TV 홈쇼핑 80%, 온라인 13%, 오프라인 7% 수준으로 홈쇼핑의 매출비중이 가장 높다.

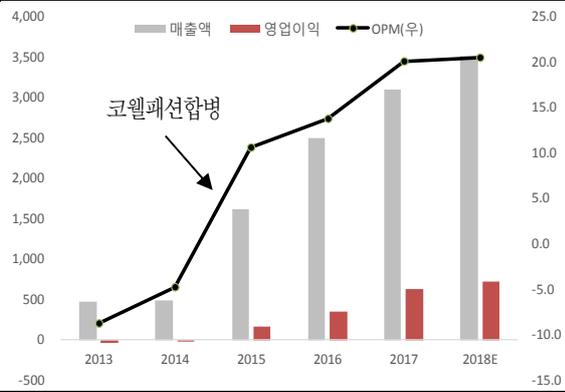
코웰패션 주요 고객사 현황

| 언더웨어(17) | 의류(12) | 잡화(9) | 이미용(4) |
|----------|--------|-------|--------|
| | | | |

자료 : 코웰패션

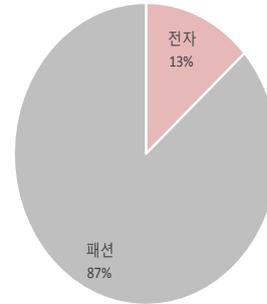
주 : 푸마 글로벌 유통 라이선스 최초 취득

연도별 매출, 영업이익, OPM 추이 (단위: 억원, %)



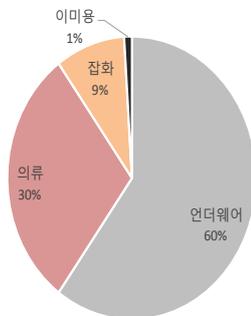
자료: 코웰패션 SK 증권 추정
 주: 2015.4.1 일 코웰패션 합병 2Q15 이후 실적 반영

부문별 매출비중(3Q18 기준) (단위: %)



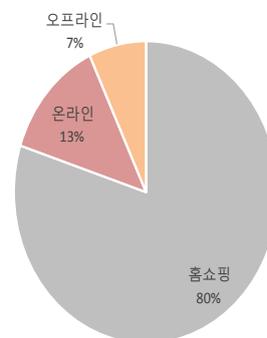
자료: 코웰패션

패션사업부내 아이템별 매출 비중(3Q18 기준) (단위: %)



자료: 코웰패션

패션사업부내 채널별 매출비중(3Q18 기준) (단위: %)



자료: 코웰패션

2. 투자포인트

① OEM/ODM 과 차별화된 사업구조

동사의 패션사업은 글로벌 패션 업체에서 제품 제조/생산 라이선스를 받아서 글로벌 업체의 브랜드로 판매하는 형태의 사업이다. 동사가 직접 기획/디자인/생산/판매까지 담당하고 있어 글로벌 업체들의 생산 대행을 해주는 기존 OEM/ODM 의류생산 업체들의 비즈니스 모델과 차별화된다. 패션산업의 경쟁이 치열해지면서 글로벌 패션 브랜드 회사들이 사업 확장을 위해 외부 제조사를 통해 사업 확장의 기회를 찾게 되고, 동사가 이 역할을 해주고 있는 것이다.

글로벌 브랜드 입장에서는 별도의 투자없이 자사 제품을 팔 수 있어서 브랜드 인지도 제고 효과와 함께 자사가 보유하지 않고 있는 제품 카테고리에 진출하는 효과를 누릴 수 있다. 또한 코웰패션에서 판매하는 자사 브랜드 매출의 일부를 로열티로 수취하고 있어 매출/이익이 증가하는 효과도 있다. 별도의 비용 지출 없이 코웰패션과의 라이선스 계약만으로 자사 제품을 판매할 수 있는 기회가 생기는 것은 글로벌 업체들의 입장에서 좋은 사업기회이다.

다만 이와 같은 비즈니스 모델이 정착되기 위해서 선결되어야 하는 과제는 바로 해당 사업을 하는 회사의 '기획/디자인/판매' 노하우이다. 브랜드 이미지가 중요한 패션 시장에서 검증되지 않은 업체에게 라이선스를 주는 것은 글로벌 업체들 입장에서도 소탐대실 하는 결과를 가져올 수 있기 때문이다. 그런 측면에서 본다면 코웰패션의 패션 기획/디자인/판매 노하우는 글로벌 업체들에게 인정받고 있다고 판단된다. 코웰패션에 라이선스를 넘기는 업체들이 늘어나고 있고, 글로벌 업체들이 코웰패션에게 먼저 라이선스 계약을 제안하는 경우도 늘어나고 있기 때문이다.

코웰패션이 현재와 같은 선순환 사업구조를 만드는데 약 10년의 시간이 소요되었음을 볼 때, 글로벌 업체가 라이선스를 양도하는 회사에 대한 신뢰가 먼저 구축되어야 한다는 점에서 진입장벽이 높다는 생각이다. 사업 초기에 코웰패션과 언더웨어 라이선스 계약을 했던 푸마는 현재는 다수의 품목에 대해 글로벌 유통 라이선스 계약을 체결했다. 현재 동사는 푸마를 비롯한 글로벌 업체들과 언더웨어(17개), 의류(12개), 잡화(9개), 이미용(4개) 등 다양한 부문에서 라이선스 계약을 체결하고 있고, 추가로 라이선스 계약을 논의중인 업체도 상당수 있기에 향후 패션부문의 지속 성장이 기대된다.

코웰패션 사업 구조



자료 : 코웰패션

주 : 코웰패션이 직접 기획/디자인/생산/판매를 담당하고 있음. 동사의 판매 플랫폼은 홈쇼핑, 인터넷/모바일 오프라인 매장 등 다양하게 존재

② 라이선스 업체 증가 추세 지속, 사업영역도 확장

글로벌 브랜드들과의 Track-Record 가 쌓여가며 코웰패션과 제조/판매 및 라이선스 계약을 하고자 하는 업체도 지속적으로 증가하고 있다. 올해 ‘a.testoni, 까스텔바작, 카파, FTV, 헤드’ 등 10 여개 업체와 신규로 라이선스 및 제조/판매 계약을 체결했다. 푸마는 국내뿐만 아니라 글로벌(대만) 언더웨어 라이선스 계약을 체결했고, 최근 리복과는 기존 제조 및 판매계약에서 라이선스 계약으로 변경되며 보다 공격적인 사업을 할 수 있게 되었다. 특히 이탈리아 럭셔리 잡화 브랜드 중의 하나인 a.testoni 와 언더웨어, 의류, 화장품, 향수 등에 대한 라이선스 계약을 맺고 잡화 제품에 대한 직수입 계약을 한 것은 기존 대비 프리미엄 브랜드와 계약을 하게 된 사례로 향후 상위 브랜드 업체와도 다수의 라이선스 계약을 할 수 있다는 기대감을 높여 준다. 헤드와도 언더웨어 라이선스 계약을 체결했으며, 향후 롱패딩 등 한국에서 인기를 끌고 있는 의류 제품군으로 확장될 수 있다는 판단이다.

한편, a.testoni, ALBERTO FERMANI, 까스텔바작, 엘르, 브레라 등 올해 신규로 라이선스 계약을 맺은 업체들은 기존 언더웨어, 의류 등의 카테고리 뿐만 아니라 잡화, 침구류, 신발, 화장품, 향수 등 다양한 제품에 대한 계약이 포함되어 있어 향후 동사가 언더웨어/의류 중심에서 생활용품 전반으로 사업을 확장할 수 있는 계기가 될 것으로 예상된다. 코웰패션은 본사뿐만 아니라 슈즈, 코스메틱스 등 각 분야에 특화된 주요 자회사를 통해 다양한 업체와 제조/판매, 라이선스 계약을 맺고 있다.

제조/판매, 라이선스 주요 브랜드 현황

| 구분 | 브랜드명 | 품목 | 계약내용 | 계약기간 |
|--------------|-----------------|----------------|-----------------------|-----------------------|
| 코웰패션(주) | 리복 | 스포츠의류 | 판매 | 2018.01.01~2019.12.31 |
| | 푸마 | 골프의류 | 라이선스 | 2017.01.07~2019.12.31 |
| | atestoni | 언더웨어,의류,화장품,향수 | 라이선스 | 2018.03.01~2023.02.28 |
| | atestoni | 잡화 | 직수입 | 2018.01.01~2022.12.31 |
| | atestoni | 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 |
| | 리틀프랜즈 | 언더웨어 | 라이선스 | 2017.11.20~2019.02.19 |
| | 카파 | 언더웨어 | 제조 | 2018.06.01~2019.05.31 |
| | FVT | 스포츠의류 | 라이선스 | 2018.01.29~2038.01.28 |
| | 씨에프에이(주) | 아디다스 | 언더웨어 | 제조 |
| 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 |
| 씨에프코스메틱스(주) | 리복 | 언더웨어 | 제조 | 2018.01.01~2019.06.30 |
| | 엘르(디퓨저) | 디퓨저 | 라이선스 | 2018.01.01~2019.12.31 |
| 씨에프크리에이티브(주) | 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 디카메리노 | 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(HEAD) | 언더웨어 | 라이선스 | 2018.06.01~2019.08.31 | |

자료 : 코웰패션

코웰패션 주요 자회사 현황

(단위 : %)

| | | |
|---|--|---|
|      | CF A (50%) | 아디다스 언더웨어, 컬럼비아 언더웨어 등 바디웨어 |
| | CF GLOBAL <small>(최대주주 80% 보유)</small> | 리복 언더웨어, 카파 언더웨어, M LIMITED 언더웨어 |
| | CF CREATIVE (100%) | 푸마스포츠, 엘르 등 의류 |
| | CF COSMETICS (73.5%) | 홈 퍼니싱 분야를 포함한 화장품 사업 *코즈니, 이브로즈, 덴스킨 등 |
| | CF INTERNATIONAL (49%) | H by EKATRINA New York 핸드백 사업 |
| | CF RETAIL (55%) | 내의류 및 양말 제조와 B2B사업 |
| CF H&K (65%) | 슈즈 사업 | |

자료 : 코웰패션

주 : 괄호안은 지분율

③ Fast Fashion 에 강점

최근 패션 시장 트렌드는 유행에 민감해 의류업체 입장에서는 최신 유행 의류를 저가로 대량생산해 빠르게 공급하는 것이 가장 중요해졌다. ZARA, 유니클로, H&M 등 SPA 브랜드가 유행하는 이유이다. 코웰패션은 홈쇼핑 채널의 매출 비중이 약 80% 수준으로 가장 높다. 자체 브랜드가 없으므로 시장 트렌드를 빠르게 캐치해 반응이 좋은 상품을 대량생산해 원가를 낮추고, 판매량을 늘려 이익을 남기는 것이 동사 패션사업의 주요 전략이다. 다양한 제품을 소량으로 생산하고 소비자 반응을 확인하고 난 이후 대량생산에 들어가는데, 홈쇼핑 채널이 소비자 반응을 가장 빨리 확인할 수 있는 채널이다. 홈쇼핑에서는 동사 제품의 판매량, 문의수 등 소비자 반응에 대한 정보를 실시간으로 확인할 수 있기 때문이다.

소비자 반응을 확인한 이후에는 빠르게 생산/판매하는 것이 중요하다. 동사는 홈쇼핑 소비자 반응을 통해 빠른 의사결정이 가능하고, 글로벌 업체가 지정해준 동남아 생산업체를 통해 즉시 생산에 들어간다. 근거리 소싱으로 생산된 제품은 배로 선적해 2주 이내 전주에 있는 대형 물류창고로 집하가 되고, 전국 배송이 이루어지게 된다. 일반적으로 기존 Fast Fashion 이 출시되는데 약 5~6 주의 시간이 필요하다면 동사는 출시까지 약 2~3주만에 출시가 가능하므로 유행에 민감한 패션 시장에서 타사대비 대응속도에서 경쟁 우위에 있다는 판단이다.

3. 실적전망 및 밸류에이션

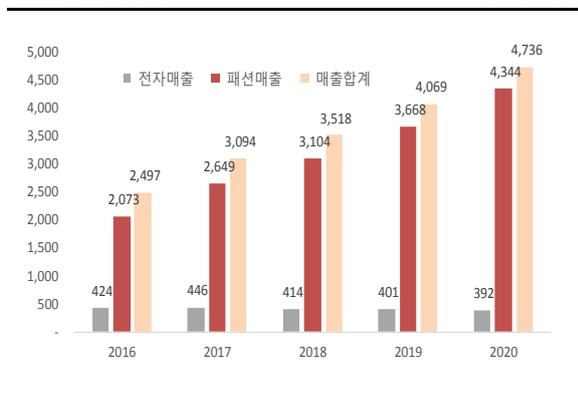
4Q18 및 2019 년도 실적 성장 지속전망

3Q18 연결 기준 실적은 매출 773 억원(+22.1% yoy), 영업이익 140 억원(+14.4% yoy), OPM 18.1%로 호실적을 기록했다. 통상 3분기가 패션업체들의 비수기임에도 불구하고 롱패딩 역시즌 판매 급성장, a.testoni 등 신규 런칭 브랜드 매출이 증가한 것이 실적 호조로 이어졌다. 4Q18 또한 동절기 의류 판매 증가로 인한 성수기 효과, 롱패딩 판매 호조 지속 등에 힘입어 실적 호조가 지속될 전망이다. 4Q17 매출 981 억원중 패션 부문 매출이 879 억원이었는데, 올해는 신규 라이선스 계약을 체결한 업체가 지난해 보다 10 개 이상 증가했다는 점을 감안하면 4Q18 은 패션부문 분기 매출이 최초로 1,000 억 원을 돌파할 것으로 예상된다. 4Q18 실적은 매출 1,144 억원(+16.7% yoy), 영업이익 248 억원(+18.2% yoy)을 기록할 것으로 추정하며, 패션부문 매출은 1,048 억원(+19.3% yoy)을 기록할 것으로 예상된다.

올해 신규로 라이선스 계약을 한 제품은 내년부터 본격적으로 매출이 발생하므로 2019 년 또한 실적 성장 가시성이 높다고 판단된다. 현재 카테고리에서 리복 언더웨어, 아디다스 스포츠, 그 외 다른 글로벌 브랜드들과도 라이선스 계약을 추진하고 있는 것들이 다수 있는 것으로 보인다. 당사가 추정하는 2019 년 실적은 연결기준 매출 4,069 억원(+15.7% yoy), 영업이익 891 억원(+23.5% yoy), OPM 26.3%로 올해 대비 큰 폭의 실적 성장을 예상하고 있다.

부문별 매출액 추이

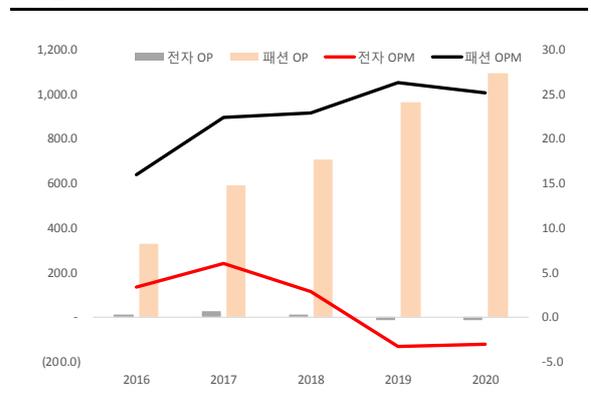
(단위 : 억원)



자료 : SK 증권 추정

부문별 영업이익 및 OPM 추이

(단위 : 억원 %)



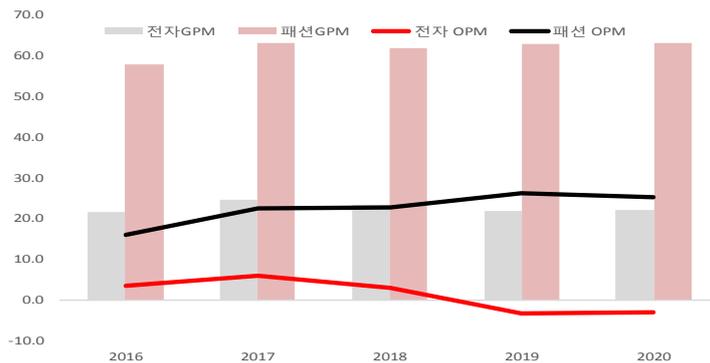
자료 : SK 증권 추정

낮은 고정비 비중, 유연한 시장 대처도 장점

한편, 동사는 제품 생산을 위한 공장을 별도로 보유하지 않고 있어 타사대비 고정비 부담이 작다. 변동비 위주의 사업 구조를 가지고 있고 생산설비 등에 대한 재투자(CAPEX)도 크게 필요하지 않기 때문에 업계 최고 수준의 이익률을 기록하고 있다. 동사 패션부문의 2018년 GPM은 61.8%로 60%를 상회하고, OPM은 22.8%로 타 패션/의류 업체들에 비해 높은 수준을 유지하고 있다. 또한 고정비 비중이 낮아 내년 매출 성장으로 인한 이익 증가폭도 크게 나타날 것으로 전망된다. 다양한 업체와 라이선스 계약을 맺고 있기 때문에 시장의 유행에 따라 그때 그때 유행하는 브랜드의 제품/아이템 판매량을 늘리는 등 시장 상황에 유연하게 대처할 수 있다는 점도 장점이다. 2019년 동사 패션부문 GPM은 63.0%, OPM은 23.5%로 올해 대비 상승할 것으로 추정된다.

전자/패션부문 GPM, OPM 추이

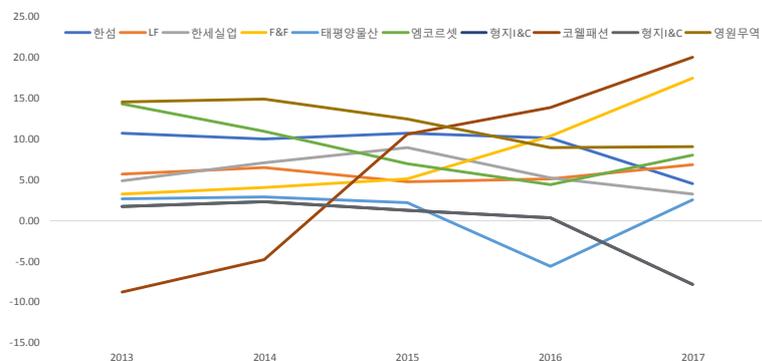
(단위 : %)



자료 : 코웰패션, SK 증권 추정

주요 패션/의류 업체 OPM 추이

(단위 : %)



자료 : DATAGUIDE

주 : 코웰패션은 2015.4.1 일 합병. 코웰패션 OPM은 전자사업부 영업이익도 포함한 전자 OPM

2019E 실적 기준 PER 6.0 배에 거래

동사의 2019E EPS 는 740 원으로 현재 동사의 주가는 2019 년 예상 실적 기준 PER 6.0 배 수준에 거래되고 있다. 코웰패션과 유사한(라이선스 계약 및 기획/제조/판매까지 일괄담당) 사업구조를 가진 회사가 없어 절대적인 비교는 어렵지만 한섬, LF, 영원무역 등 국내 의류/패션 업체 및 의류 OEM/ODM 업체들이 평균 PER 11 배 수준에 거래되고 있다는 점을 감안하면 현재 동사의 주가는 극히 저평가된 상태에 있는 것으로 판단된다.

Peer 밸류에이션 테이블

| 항목 (억원, %, 배) | 년도 | 힐라코리아 (081660 KS) | 한섬 (020000 KS) | LF (093050 KS) | 신세계인터내셔널 (031430 KS) | F&F (007700 KS) | 영원무역 (111770 KS) |
|---------------|-------|----------------------|-------------------|-------------------|-------------------------|--------------------|---------------------|
| 시가총액 | | 29,946 | 8,510 | 7,222 | 12,745 | 6,129 | 16,351 |
| 매출액 | 2016 | 9,671 | 7,120 | 15,293 | 10,211 | 4,390 | 20,016 |
| | 2017 | 25,303 | 12,287 | 16,021 | 11,025 | 5,605 | 20,093 |
| | 2018E | 29,115 | 13,260 | 17,119 | 12,676 | 7,103 | 21,049 |
| | 2019E | 31,696 | 13,967 | 18,205 | 13,879 | 8,025 | 22,247 |
| 영업이익 | 2016 | 118 | 720 | 790 | 270 | 456 | 1,794 |
| | 2017 | 2,175 | 550 | 1,101 | 254 | 981 | 1,811 |
| | 2018E | 3,538 | 940 | 1,297 | 616 | 1,151 | 2,069 |
| | 2019E | 4,045 | 1,125 | 1,519 | 872 | 1,280 | 2,281 |
| 영업이익률 | 2016 | 1.2 | 10.1 | 5.2 | 2.6 | 10.4 | 9.0 |
| | 2017 | 8.6 | 4.5 | 6.9 | 2.3 | 17.5 | 9.0 |
| | 2018E | 12.2 | 7.1 | 7.6 | 4.9 | 16.2 | 9.8 |
| | 2019E | 12.8 | 8.1 | 8.3 | 6.3 | 15.9 | 10.3 |
| 순이익 | 2016 | 3,111 | 565 | 512 | 175 | 302 | 1,090 |
| | 2017 | 1,081 | 539 | 700 | 241 | 749 | 947 |
| | 2018E | 2,589 | 741 | 940 | 524 | 1,163 | 1,414 |
| | 2019E | 3,000 | 898 | 1,118 | 730 | 983 | 1,647 |
| P/E | 2016 | 2.5 | 15.2 | 12.2 | 27.2 | 8.9 | 12.4 |
| | 2017 | 15.9 | 14.4 | 12.4 | 22.0 | 8.6 | 12.8 |
| | 2018E | 16.8 | 11.6 | 7.5 | 24.5 | 5.3 | 11.5 |
| | 2019E | 14.3 | 9.5 | 6.6 | 17.5 | 6.3 | 10.0 |
| P/B | 2016 | 0.9 | 1.0 | 0.6 | 1.0 | 1.2 | 1.1 |
| | 2017 | 1.3 | 0.8 | 0.8 | 1.1 | 2.2 | 1.1 |
| | 2018E | 2.9 | 0.8 | 0.6 | 2.4 | 1.5 | 1.1 |
| | 2019E | 2.5 | 0.8 | 0.6 | 2.1 | 1.2 | 1.0 |
| ROE | 2016 | 34.9 | 15.2 | 4.9 | 3.7 | 14.2 | 8.0 |
| | 2017 | 8.5 | 14.4 | 6.5 | 5.0 | 28.7 | 7.0 |
| | 2018E | 19.2 | 11.6 | 8.5 | 10.1 | 33.0 | 10.6 |
| | 2019E | 18.5 | 9.5 | 9.0 | 12.7 | 21.8 | 10.7 |

자료 : SK 증권

투자의견 매수, 목표주가 7,400 원으로 신규편입

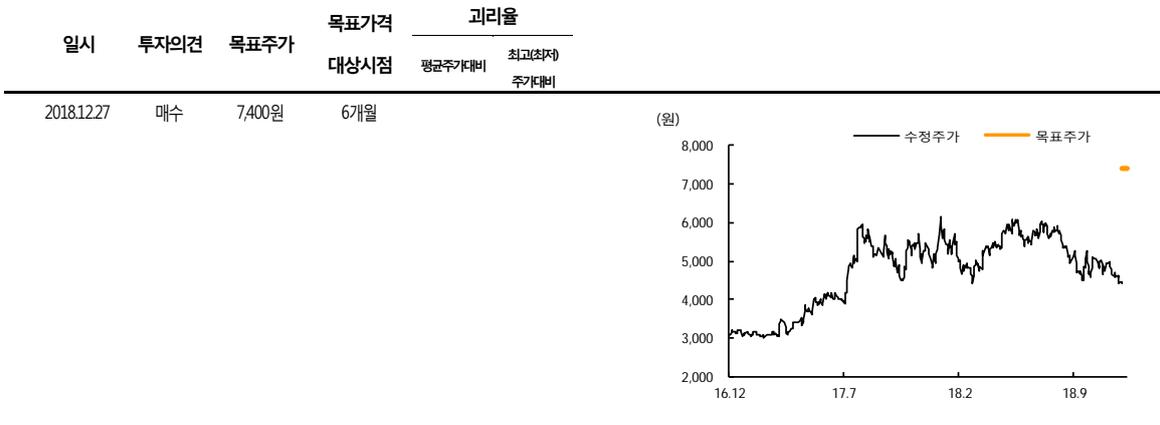
코웰패션에 대해 투자의견 매수, 목표주가 7,400 원으로 커버리지에 신규 편입한다. 목표주가는 2019E EPS 740 원에 Target Multiple 10 배를 적용해 산출했다. Target Multiple 10 배는 국내 의류업체 평균 PER 11 배를 9% 할인 적용한 것이다. 동사는 1) 글로벌 업체와의 라이선스 계약으로 타의류업체 대비 차별화된 비즈니스 모델을 보유하고 있고, 2) 라이선스 업체가 지속적으로 늘어나고 있으며, 3) 이를 통한 실적 성장이 향후 몇 년간 지속될 것으로 전망되는 만큼 PER 10 배를 적용한 목표주가는 충분히 보수적인 숫자라고 판단된다. 동사는 신규 브랜드들과도 라이선스 계약을 지속적으로 추진하고 있어 머지않아 성과가 있을 것으로 전망된다. 올해 의류 외에 다양한 카테고리 제품들에 대한 시장성도 시험하면서 내년은 올해 성과가 좋았던 제품들에 더욱 집중할 예정이라 신규 카테고리 제품에 대한 매출 기대감도 유효하다. 또한 현재는 글로벌 브랜드 제품을 국내에 판매하는 것이 주력사업이지만 푸마의 글로벌 유통 라이선스 취득을 시작으로 장기적으로는 글로벌로 사업 확장이 가능하다는 것도 주목해야 할 포인트라고 판단된다.

밸류에이션 테이블

(단위: 원 X)

| 구분 | VALUATION |
|-----------------|-----------|
| 2019E EPS | 740.2 |
| TARGET MULTIPLE | 10 |
| FAIR VALUE | 7,402 |
| 목표주가 | 7,400 |

자료 : SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(서충우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 12 월 27 일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|----|
| 매수 | 93.18% | 중립 | 6.82% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|-------|----|----|

재무상태표

| 월 결산(억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 1,091 | 1,194 | 1,697 | 2,338 | 3,125 |
| 현금및현금성자산 | 278 | 289 | 668 | 1,144 | 1,718 |
| 매출채권및기타채권 | 227 | 250 | 292 | 347 | 419 |
| 재고자산 | 430 | 456 | 532 | 632 | 764 |
| 비유동자산 | 994 | 1,536 | 1,565 | 1,565 | 1,583 |
| 장기금융자산 | 149 | 95 | 95 | 95 | 95 |
| 유형자산 | 666 | 742 | 751 | 749 | 765 |
| 무형자산 | 5 | 7 | 43 | 59 | 75 |
| 자산총계 | 2,085 | 2,730 | 3,262 | 3,902 | 4,709 |
| 유동부채 | 574 | 558 | 613 | 638 | 686 |
| 단기금융부채 | 267 | 218 | 215 | 165 | 115 |
| 매입채무 및 기타채무 | 233 | 218 | 254 | 302 | 364 |
| 단기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | 159 | 451 | 419 | 383 | 348 |
| 장기금융부채 | 123 | 402 | 366 | 316 | 266 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 733 | 1,009 | 1,032 | 1,021 | 1,034 |
| 지배주주지분 | 1,312 | 1,665 | 2,155 | 2,783 | 3,555 |
| 자본금 | 465 | 465 | 465 | 465 | 465 |
| 자본잉여금 | 452 | 458 | 459 | 459 | 459 |
| 기타자본구성요소 | -44 | -23 | -22 | -22 | -22 |
| 자기주식 | -44 | -23 | -22 | -22 | -22 |
| 이익잉여금 | 391 | 738 | 1,241 | 1,884 | 2,671 |
| 비지배주주지분 | 40 | 56 | 75 | 98 | 120 |
| 자본총계 | 1,352 | 1,721 | 2,231 | 2,881 | 3,675 |
| 부채외자본총계 | 2,085 | 2,730 | 3,262 | 3,902 | 4,709 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 353 | 459 | 540 | 623 | 733 |
| 당기순이익(손실) | 220 | 467 | 553 | 692 | 836 |
| 비현금성항목등 | 180 | 197 | 230 | 233 | 282 |
| 유형자산감가상각비 | 33 | 25 | 33 | 32 | 33 |
| 무형자산감가상각비 | 1 | 1 | 1 | 2 | 3 |
| 기타 | 66 | 33 | 36 | 7 | 4 |
| 운전자본감소(증가) | 13 | -89 | -21 | -82 | -107 |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가) | -8 | -24 | -21 | -55 | -72 |
| 재고자산감소(증가) | -8 | -31 | -80 | -100 | -131 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 65 | -17 | 32 | 48 | 63 |
| 기타 | -36 | -17 | 47 | 25 | 33 |
| 법인세납부 | -60 | -116 | -221 | -220 | -277 |
| 투자활동현금흐름 | -68 | -605 | -47 | -9 | -24 |
| 금융자산감소(증가) | -76 | -1 | -1 | 0 | 0 |
| 유형자산감소(증가) | 4 | -98 | -28 | -30 | -50 |
| 무형자산감소(증가) | 0 | -3 | -18 | -18 | -18 |
| 기타 | 4 | -503 | 1 | 40 | 45 |
| 재무활동현금흐름 | -90 | 161 | -114 | -138 | -136 |
| 단기금융부채증가(감소) | -36 | -50 | -62 | -50 | -50 |
| 장기금융부채증가(감소) | -8 | 283 | 0 | -50 | -50 |
| 자본의증가(감소) | -44 | -78 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | -7 | -9 | -27 | -27 | -27 |
| 기타 | 4 | 16 | -14 | -11 | -9 |
| 현금의 증가(감소) | 195 | 11 | 379 | 477 | 574 |
| 기초현금 | 84 | 278 | 289 | 668 | 1,144 |
| 기말현금 | 278 | 289 | 668 | 1,144 | 1,718 |
| FCF | 329 | 411 | 477 | 590 | 682 |

자료 : 코웰패션 SK증권 추정

포괄손익계산서

| 월 결산(억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 2,497 | 3,094 | 3,518 | 4,069 | 4,736 |
| 매출원가 | 1,207 | 1,314 | 1,503 | 1,737 | 2,004 |
| 매출총이익 | 1,289 | 1,780 | 2,015 | 2,332 | 2,732 |
| 매출총이익률 (%) | 51.6 | 57.5 | 57.3 | 57.3 | 57.7 |
| 판매비와관리비 | 944 | 1,160 | 1,293 | 1,441 | 1,650 |
| 영업이익 | 345 | 620 | 721 | 891 | 1,082 |
| 영업이익률 (%) | 13.8 | 20.0 | 20.5 | 21.9 | 22.9 |
| 비영업손익 | -43 | -3 | 1 | 8 | 18 |
| 순금융비용 | 3 | -9 | -8 | -16 | -23 |
| 외환관련손익 | 1 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업투자등 관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 302 | 618 | 722 | 899 | 1,100 |
| 세전계속사업이익률 (%) | 12.1 | 20.0 | 20.5 | 22.1 | 23.2 |
| 계속사업법인세 | 82 | 151 | 169 | 207 | 264 |
| 계속사업이익 | 220 | 467 | 553 | 692 | 836 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 220 | 467 | 553 | 692 | 836 |
| 순이익률 (%) | 8.8 | 15.1 | 15.7 | 17.0 | 17.7 |
| 지배주주 | 200 | 442 | 530 | 670 | 814 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 8.02 | 14.29 | 15.08 | 16.46 | 17.18 |
| 비지배주주 | 20 | 24 | 23 | 23 | 23 |
| 총포괄이익 | 214 | 445 | 538 | 677 | 821 |
| 지배주주 | 194 | 421 | 515 | 655 | 798 |
| 비지배주주 | 20 | 24 | 23 | 23 | 23 |
| EBITDA | 379 | 646 | 755 | 925 | 1,118 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 54.6 | 23.9 | 13.7 | 15.7 | 16.4 |
| 영업이익 | 102.5 | 79.7 | 16.3 | 23.5 | 21.4 |
| 세전계속사업이익 | 86.2 | 104.8 | 16.9 | 24.5 | 22.3 |
| EBITDA | 84.1 | 70.4 | 17.0 | 22.5 | 20.8 |
| EPS(계속사업) | 73.8 | 124.7 | 21.3 | 26.3 | 21.4 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | 16.2 | 29.7 | 27.8 | 27.1 | 25.7 |
| ROA | 11.3 | 19.4 | 18.5 | 19.3 | 19.4 |
| EBITDA마진 | 15.2 | 20.9 | 21.5 | 22.7 | 23.6 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 190.1 | 213.8 | 276.9 | 366.4 | 455.6 |
| 부채비율 | 54.2 | 58.6 | 46.3 | 35.5 | 28.1 |
| 순차입금/자기자본 | -0.7 | 9.8 | -11.1 | -28.6 | -40.8 |
| EBITDA/이자비용(배) | 46.8 | 84.0 | 68.1 | 85.4 | 124.6 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 215 | 483 | 586 | 740 | 899 |
| BPS | 1,409 | 1,840 | 2,382 | 3,075 | 3,928 |
| CFPS | 251 | 511 | 623 | 778 | 939 |
| 주당 현금배당금 | 0 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER(최고) | 17.4 | 12.3 | 10.5 | 8.3 | 6.8 |
| PER(최저) | 12.3 | 6.3 | 7.5 | 6.0 | 4.9 |
| PBR(최고) | 2.7 | 3.2 | 2.6 | 2.0 | 1.6 |
| PBR(최저) | 1.9 | 1.6 | 1.9 | 1.4 | 1.1 |
| PCR | 12.3 | 10.5 | 7.1 | 5.7 | 4.7 |
| EV/EBITDA(최고) | 9.3 | 8.8 | 7.1 | 5.2 | 3.7 |
| EV/EBITDA(최저) | 6.6 | 0.4 | 5.1 | 3.5 | 2.3 |