



기업분석 | 의류

Analyst

심지현

02 3779 8640

simjin@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

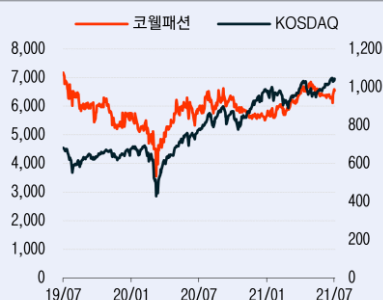
목표주가	9,000 원
현재주가	6,540 원

컨센서스 대비(2Q21E 영업이익 대비)

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(7/13)	1,043.31 pt
시가총액	5,788 억원
발행주식수	88,500 천주
52주 최고가/최저가	6,840 / 5,510 원
90일 일평균거래대금	27.45 억원
외국인 지분율	6.5%
배당수익률(21.12E)	1.8%
BPS(21.12E)	3,822 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -2.8%
	6개월 6.6%
	12개월 7.6%
주주구성	대명화학 (외 3인) 70.8%
	자사주 (외 1인) 3.6%

Stock Price

코웰패션 (033290)

로젠택배 인수 코멘트

로젠택배 인수

코웰패션(이하 동사)는 저번 주 금요일, 국내 4위 택배사업자인 로젠택배의 지분 100%를 인수한다는 공시를 발표했다. 인수금액은 3,400억원이며 자회사인 SPC CF인베스트먼트를 통해 사모펀드 베어링프라이빗에쿼티의 지분을 취득하는 주식양수도계약을 체결했다.

로젠택배는 2020년 기준 매출액 5,128억원으로 작년 동사 매출액 4,264억원보다 큰 매출 규모를 보유하고 있으며 최근 5년간 CAGR 성장률은 14%에 달한다. 또한 2020년 로젠택배의 자산총계는 2,594억원, 동사의 자산총계는 3,720억원으로 매출액 및 자산총계 기준 모두 2020년 단순 합산 기준으로 두 배 가량 늘어나 밸류에이션에 반영되는 실적 추정치가 크게 상승한다. 실적의 경우 2020년을 단순 합산하면 매출액 9,392억원, 영업이익은 1,093억원, 순이익은 793억원이다.

투자포인트

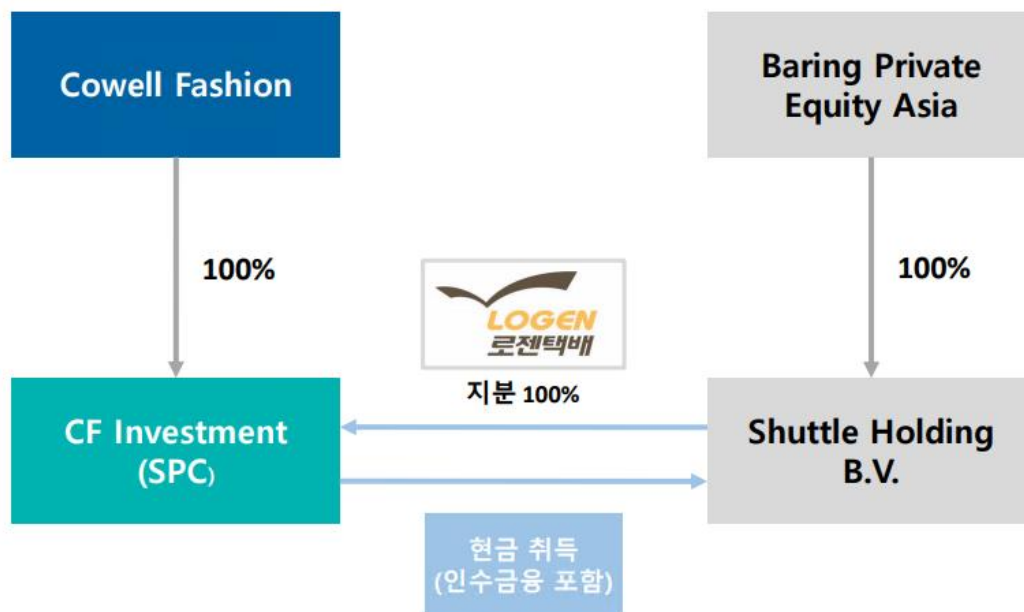
이번 인수에서 새로 찾아볼 수 있는 투자 포인트는 크게 세 가지다. 1)먼저 국내 택배시장 예상 CAGR 성장률 12.7%, 이커머스 시장 14.5% 성장률 등 업황 자체가 상당히 고성장 산업에 속한다. 2)또한 기존에 기획, 생산, 판매까지의 Supply Chain을 내제화한 동사 사업구조 특성상 배송까지 내제화하게 되면 수직계열화에 따른 추가 비용 효율화 역시 기대할 수 있다. 로젠택배가 대기업계열 택배 3사와 차별화되는 부분은 전체 취급물량 75%가 중소형화주 물량, 85%가 이커머스 채널에서 창출된 물량이라는 점이다. 따라서 오프라인 채널 비중이 거의 없고 라이선스 계약 수가 늘어날수록 수익이 붙는 동사의 독특한 수익 구조와, 중소형&이커머스 물류에 특화된 로젠택배와의 시너지 효과를 크게 기대한다. 3)또한 같은 관점에서 모기업 대명그룹 내 관계사와의 통합물류플랫폼 구축을 통한 시너지 효과도 기대한다.

투자의견 Buy, 목표주가 9,000원 유지

이번 인수는 코웰패션의 보유현금과 장기차입형태로만 자금을 조달할 계획으로 주식가치 희석이 동반되는 어떤 형태도 고려하고 있지 않다. 인수 후에도 부채비율이 비교적 낮은 적정선에서 유지될 것으로 보여 재무에 부담되지 않은 선의 인수라는 판단이다. 10월 초에 주식을 받을 예정이기에 올해 4분기부터 로젠택배의 실적이 일부 연결로 잡히고 내년부터 본격적으로 온기 반영된다.

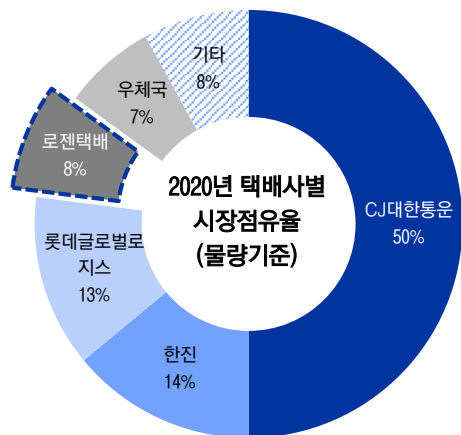
인수에 따른 실적 효과 추정 및 세부 밸류에이션 계산을 하기에는 아직 이른 시기이기 때문에 아직 추정치 및 Target Multiple를 변경하지 않아 투자의견 Buy, 목표주가 9,000원을 유지한다. 다만 1)레포트 위주의 본업 성장률이 굉장히 강한 상황이고, 2)내년부터 온기로 매출액 두 배 규모의 사업이 100% 지분으로 더해지기 때문에, 향후 구체적인 진행 과정이 업데이트되면 신규 밸류에이션에 따른 주가 업사이드가 굉장히 클 것으로 판단한다.

그림1 코웰패션 주식매매거래 요약



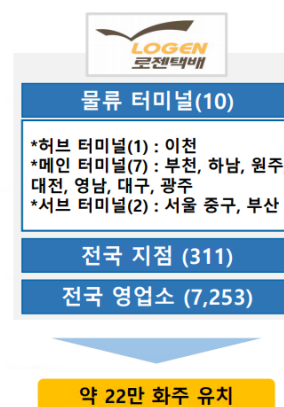
자료: 코웰패션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 국내 택배업계 4 위 업체인 로젠택배



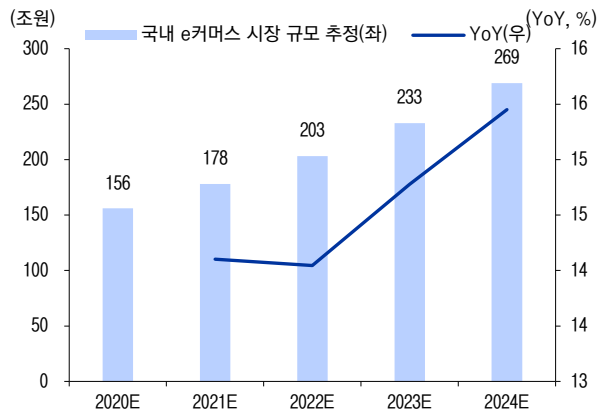
자료: 한국통합물류협회, 코웰패션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 로젠택배의 전국 물류/유통망 현황



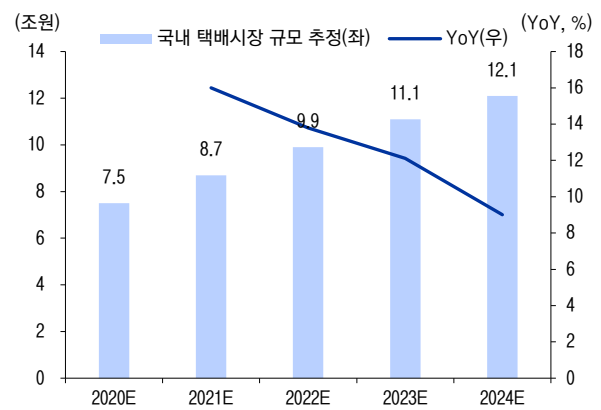
자료: 코웰패션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 국내 e커머스 시장 규모 추정



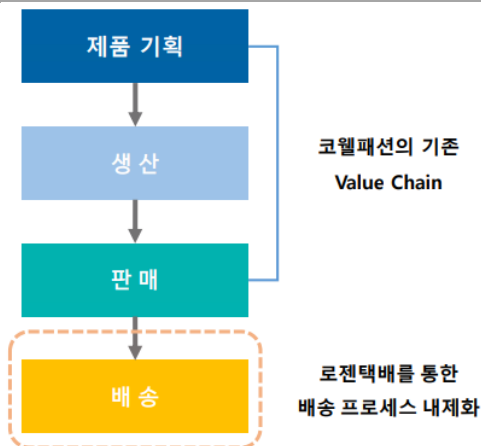
자료: 코웰패션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 국내 택배시장 규모 추정



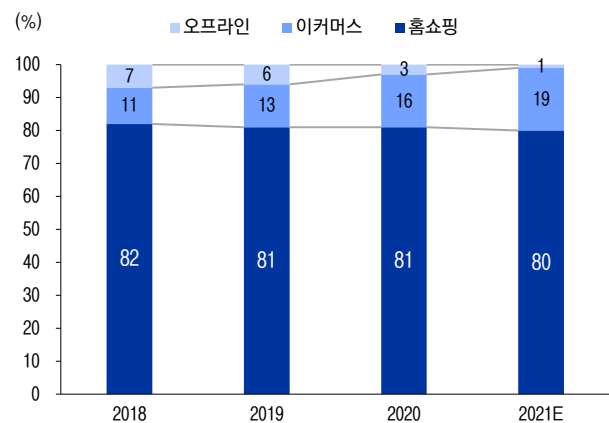
자료: 코웰패션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 로젠택배를 통한 코웰패션의 SupplyChain 내제화



자료: 코웰패션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 코웰패션 채널 비중 추이 - 이커머스 채널 강화



자료: 코웰패션, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 대명그룹과의 시너지 기대

내용	거점
대명화학 그룹 패션플랫폼 그룹 내 온라인 브랜드 자사몰 물량 확보 →패션플러스, 스타일크루, HAGO 오프라인 플랫폼 구축 관계사 협업을 통한 유통망 확장 →전국 18개의 모다아울렛몰 3PL 풀필먼트 통합물류플랫폼 구축 가능 대명 그룹의 물류운영사인 로지스밸리SLK와 협업 패션/화장품 온라인쇼핑몰 중소형화주 대상 서비스 확대	○ 로젠택배 물류터미널 ○ 코웰패션 김제물류센터(예정) ● 모다아울렛몰 매장

자료: 코웰패션, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 로젠택배 연간 요약재무상태표

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	262.3	186.2	466.9	421.6	848.1	588.6
현금및현금성자산	43.6	21.8	256.0	227.9	652.3	417.3
매출채권및기타채권	209.0	161.9	182.3	180.4	188.1	169.0
재고자산	1.5	0.8	0.8	1.0	1.2	1.2
비유동자산	2,041.9	1,809.8	1,688.8	1,585.3	2,136.7	2,005.6
유형자산	411.8	359.4	346.8	346.5	200.0	224.7
무형자산	1,401.1	1,200.4	1,178.6	1,156.7	1,134.5	1,110.1
자산총계	2,304.2	2,182.7	2,155.7	2,006.8	2,984.8	2,594.2
유동부채	639.5	532.7	488.3	396.2	672.9	699.3
매입채무및기타채무	415.2	314.1	362.0	391.2	430.8	512.9
단기차입, 리스부채	135.5	46.9	108.9	-	147.1	120.9
비유동부채	939.6	869.4	1,280.6	32.7	586.0	484.2
장기차입, 리스부채	884.4	852.4	1,256.1	-	551.4	459.6
부채총계	1,579.0	1,734.7	1,768.9	428.9	1,258.9	1,183.5
자본금	48.5	20.5	20.5	42.6	42.6	21.3
주식발행초과금	866.8	142.0	32.3	1,106.0	1,106.0	1,106.0
자본조정, 기타자본항목	-341.0	154.7	-	-	-	-478.7
이익잉여금	145.4	130.8	334.0	429.4	577.3	762.1
자본총계	725.1	448.0	386.9	1,578.0	1,725.9	1,410.7

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 중분류 아래 세부계정은 생략해 일부만 나타냄

표3 로젠택배 연간 손익계산서

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	2,852.3	3,016.5	3,299.8	3,717.2	4,426.9	5,128.2
YoY		5.8%	9.4%	12.6%	19.1%	15.8%
매출원가	2,490.7	2,659.2	2,939.3	3,374.4	4,043.8	4,688.8
매출총이익	361.6	357.3	360.5	342.8	383.1	439.5
GPM	12.7%	11.8%	10.9%	9.2%	8.7%	8.6%
판매비와관리비	129.4	116.9	147.8	135.6	147.2	146.8
영업이익	232.2	240.5	212.7	207.2	235.9	292.6
YoY		3.6%	-11.6%	-2.6%	13.8%	24.1%
OPM	8.1%	8.0%	6.4%	5.6%	5.3%	5.7%
금융수익	4.9	2.3	3.3	5.8	7.8	6.9
금융비용	54.2	49.7	78.9	78.3	32.7	36.6
기타영업외수익	1.4	0.7	2.0	3.2	8.6	1.5
기타영업외비용	4.2	2.9	98.3	10.5	2.3	14.4
지분법이익(손실)	-	-	-	-	-4.1	0.9
법인세비용차감전순이익	180.1	190.8	40.8	127.4	213.2	251.0
당기순이익	132.5	-274.2	-62.9	97.4	153.3	185.8
YoY		적전	적지	흑전	57%	21%
NPM	4.6%	-9.1%	-1.9%	2.6%	3.5%	3.6%
당기총포괄이익	130.5	-275.1	-61.2	95.3	154.7	184.8
기본 및 희석주당이익	-	-	1,706	4,592	3,597	7,528

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 코웰패션 분기 실적 추이 및 추정(로젠택배 인수 효과 계산 전)

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	99.8	115.7	88.0	122.8	106.2	128.4	100.8	131.3	426.4	466.8	513.3
전자	8.8	9.3	11.1	10.5	11.2	11.2	12.8	12.1	39.7	47.2	54.3
패션	91.1	106.4	76.9	112.3	95.0	117.1	88.1	119.3	386.7	419.5	459.0
매출액 YoY (%)	16.1	9.9	-0.8	7.1	6.4	10.9	14.6	7.0	8.1	9.5	10.0
전자	-8.7	-3.5	29.6	19.8	27.2	20.0	15.0	15.0	8.4	18.9	15.0
패션	19.2	11.3	-4.0	6.1	4.4	10.1	14.5	6.2	8.0	8.5	9.4
매출총이익	55.7	64.2	46.7	68.5	57.4	70.6	55.5	72.2	235.1	255.7	282.3
GPM (%)	55.8	55.5	53.0	55.7	54.1	55.0	55.0	55.0	55.1	54.8	55.0
영업이익	18.1	23.4	15.2	23.4	20.3	25.7	18.5	25.5	80.1	90.0	96.1
전자	0.2	0.8	0.5	1.0	1.1	1.1	1.2	1.1	2.5	4.4	4.3
패션	17.9	22.6	14.6	22.4	19.2	24.6	17.3	24.5	77.6	85.6	91.8
영업이익 YoY (%)	6.4	10.7	3.6	0.4	12.1	9.6	21.9	9.2	5.2	12.4	6.9
전자	-37.1	27.8	흑전	240.6	459.2	33.0	136.0	8.5	128.8	76.5	-1.7
패션	7.2	10.2	-0.8	-2.6	7.4	8.8	17.9	9.2	3.4	10.3	7.3
OPM (%)	18.1	20.2	17.2	19.0	19.1	20.0	18.3	19.4	18.8	19.3	18.7
전자	2.2	8.6	4.6	9.5	9.5	9.5	9.5	9.0	6.3	9.4	8.0
패션	19.7	21.2	19.0	19.9	20.2	21.0	19.6	20.5	20.1	20.4	20.0
지배 순이익	13.6	17.0	15.5	14.9	13.9	20.1	13.5	18.3	60.9	67.1	74.4
지배 순이익률 (%)	13.6	14.7	17.6	12.1	13.1	15.7	13.4	13.9	14.3	14.4	14.5

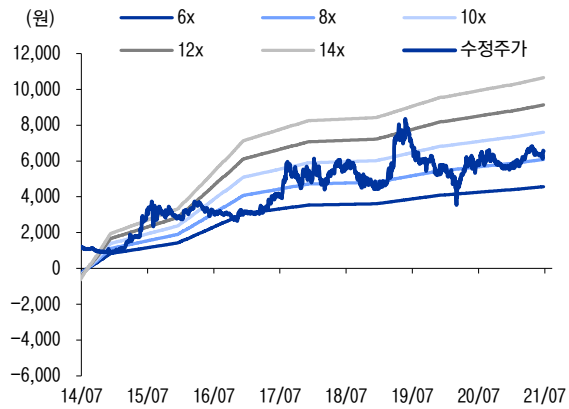
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표5 코웰패션 PER Valuation (로젠택배 인수 효과 계산 전)

구분	추정치	비고
현재주가 (원)	6,540	-
Target P/E (배)	12.0	① 동사 PER Band 중단 기준, 기존 Target 유지
21E EPS (원)	786.9	② 2021년 지배주주 귀속 순이익 기준, 소폭 상향
21E 적정주가 (원)	9,439	① x ②
Target Price (원)	9,000	계산된 적정주가에서 1,000원 단위 이하 내림
상승여력 (%)	37.6%	-

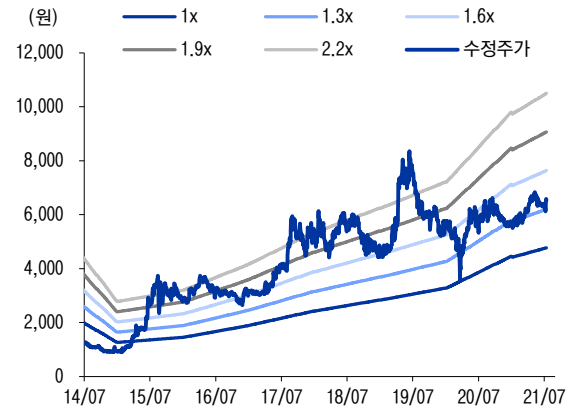
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 코웰패션 PER 밴드



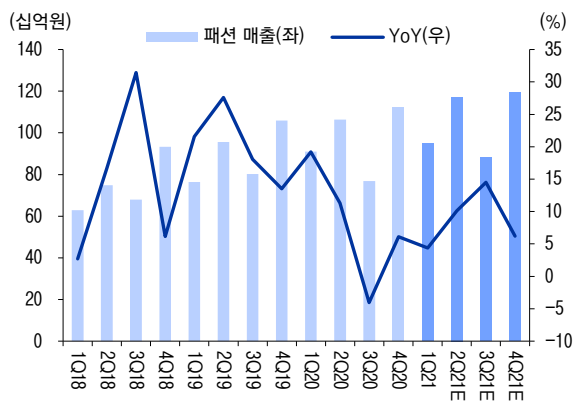
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 코웰패션 PBR 밴드



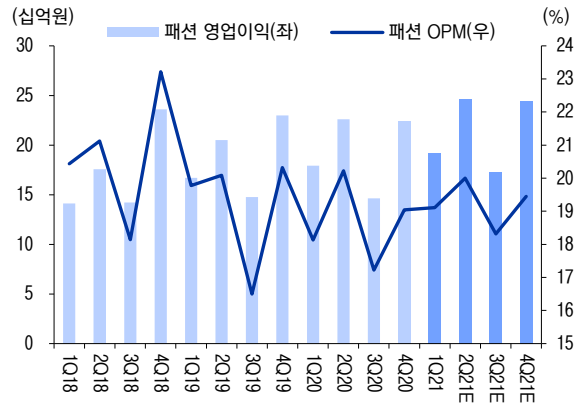
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 패션 부문 매출 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 패션 부문 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

코웰패션 (033290)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	201	209	247	286	331
현금 및 현금성자산	15	20	30	50	74
매출채권 및 기타채권	28	34	48	53	59
재고자산	88	103	114	126	140
기타유동자산	69	52	54	56	59
비유동자산	164	163	183	205	228
관계기업투자등	2	2	2	3	3
유형자산	81	83	103	124	147
무형자산	10	10	8	5	3
자산총계	364	372	430	491	559
유동부채	99	61	66	70	74
매입채무 및 기타채무	26	22	27	30	33
단기금융부채	51	17	17	17	17
기타유동부채	21	22	22	23	24
비유동부채	9	22	23	23	23
장기금융부채	4	16	16	16	16
기타비유동부채	6	6	7	7	7
부채총계	108	83	89	93	97
지배주주지분	244	286	338	395	459
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	46	49	49	49	49
이익잉여금	161	204	256	313	377
비지배주주지분(연결)	12	3	3	3	3
자본총계	256	289	341	398	462

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	52	38	48	61	68
당기순이익(손실)	54	61	62	67	74
비현금수익비용가감	14	6	6	8	9
유형자산감가상각비	7	5	6	7	9
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	0	-6	0	0	0
영업활동 자산부채변동	-16	-28	-21	-14	-15
매출채권 감소(증가)	-1	-7	-14	-5	-6
재고자산 감소(증가)	-23	-16	-12	-12	-13
매입채무 증가(감소)	2	-5	5	3	3
기타자산, 부채변동	6	-1	0	0	1
투자활동 현금	-50	26	-28	-31	-34
유형자산처분(취득)	-9	6	-26	-29	-32
무형자산 감소(증가)	-1	-1	2	2	2
투자자산 감소(증가)	-40	20	-2	-2	-2
기타투자활동	-1	1	-3	-3	-3
재무활동 현금	-28	-60	-10	-10	-10
차입금의 증가(감소)	-12	-32	0	0	0
자본의 증가(감소)	-9	-9	-10	-10	-10
배당금의 지급	9	9	10	10	10
기타재무활동	-6	-18	0	0	0
현금의 증가	-25	5	10	20	24
기초현금	41	15	20	30	50
기말현금	15	20	30	50	74

자료: 코웰패션, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	395	426	467	513	567
매출원가	184	191	211	231	255
매출총이익	210	235	256	282	312
판매비 및 관리비	134	155	166	186	206
영업이익	76	80	90	96	106
(EBITDA)	84	85	96	104	115
금융손익	0	1	1	1	1
이자비용	1	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	2	-6	-6	-6
세전계속사업이익	72	83	85	91	101
계속사업법인세비용	18	22	23	24	27
계속사업이익	54	61	62	67	74
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	54	61	62	67	74
지배주주	51	61	62	67	74
총포괄이익	55	61	62	67	74
매출총이익률 (%)	53.3	55.1	54.8	55.0	55.0
영업이익률 (%)	19.3	18.8	19.3	18.7	18.7
EBITDA마진률 (%)	21.2	20.0	20.6	20.2	20.3
당기순이익률 (%)	13.8	14.3	13.3	13.1	13.1
ROA (%)	15.0	16.5	15.5	14.6	14.2
ROE (%)	22.7	23.0	20.0	18.3	17.4
ROIC (%)	25.1	23.8	23.8	22.4	22.2

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	9.6	8.0	9.0	8.3	7.5
P/B	2.1	1.8	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	5.9	5.5	5.6	5.0	4.3
P/CF	7.5	7.6	8.4	7.7	6.9
배당수익률 (%)	1.8	2.1	1.8	1.8	1.8
성장성 (%)					
매출액	16.3	8.1	9.5	10.0	10.5
영업이익	7.1	5.2	12.4	6.9	10.2
세전이익	3.0	14.4	3.0	7.2	10.8
당기순이익	2.0	11.6	2.5	7.8	10.8
EPS	3.4	21.1	3.0	7.8	10.8
안정성 (%)					
부채비율	42.1	28.8	26.0	23.3	21.0
유동비율	203.6	344.0	373.6	409.9	448.4
순차입금/자기자본(x)	-6.6	-10.4	-12.1	-15.9	-19.3
영업이익/금융비용(x)	66.8	196.7	299.4	320.0	352.7
총차입금 (십억원)	55	33	33	33	33
순차입금 (십억원)	-17	-30	-41	-63	-89
주당지표(원)					
EPS	585	709	730	787	872
BPS	2,695	3,233	3,822	4,465	5,189
CFPS	756	748	776	847	944
DPS	100	120	120	120	120

코웰패션 목표주가 추이

(원)

주가

목표주가

10,000

8,000

6,000

4,000

2,000

0

19/07

20/01

20/07

21/01

21/07

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
			최고	최저	평균				최고	최저	평균
			대비	대비	대비				대비	대비	대비
2020.02.17	Buy	7,000	-10.1		-23.8						
2020.07.06	Buy	8,000	-17.3		-26.0						
2021.01.11	변경	심지현									
2021.01.11	Buy	8,000	-14.5		-24.8						
2021.05.11	Buy	9,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 심지현)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다..
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.8% 6.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2020. 7. 1 ~ 2021. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)