



기업분석 | 의류

Analyst

심지현

02 3779 8640

simjin@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	13,000 원
현재주가	7,270 원

컨센서스 대비(2Q21 영업이익 대비)

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSDAQ(7/30)	1,031.14 pt
시가총액	6,434 억원
발행주식수	88,500 천주
52주 최고가/최저가	8,440 / 5,510 원
90일 일평균거래대금	89.61 억원
외국인 지분율	5.9%
배당수익률(21.12E)	1.7%
BPS(21.12E)	4,487 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 14.7%
	6개월 18.8%
	12개월 21.7%
주주구성	대명화학 (외 3인) 70.8%
	자사주 (외 1인) 3.6%

Stock Price

코웰패션 (033290)

건조한 본업 성장+로젠택배 추정치 반영

2Q21 Review

코웰패션의 2Q21E 잠정실적은 매출액 1,209억원(YoY +4.4%), 영업이익 261억원(YoY +11.5%), OPM 21.6%(YoY +1.4%p)로 기존 당사 추정치에 거의 부합하는 실적을 보였다. 특히 매출의 90% 가량을 차지하는 패션 사업부는 OPM이 22.8%로 확대되어 동종 업계 내에서 드문 고마진 사업구조의 저력이 연이어 강화되었다. 이는 1)언더웨어보다 단가가 높은 레포츠류의 매출비중이 증가하였고(연결 기준 36.4% 비중), 2)작년 동기대비 판관비가 3.5%p 줄어들며 비용효율화를 달성한데 따른 영향이다. 3)또한 유통채널별로 홈쇼핑 비중이 78%(YoY -2.8%p), 이커머스 채널 비중이 18%(YoY +2%p)로 변동되며 채널믹스에 따른 이익률 개선효과 역시 이어졌다.

품목별로 살펴보면 **1)언더웨어 부문**: 작년도 코로나19로 인한 홈웨어 호조로 2분기 역시 1분기와 마찬가지로 역기저 부담이 있었으나, 여름철 시즌에 맞춰 에어컨 등 기능성 제품 및 신규 출시한 멀티쇼츠 호실적 등으로 인해 매출비중 50%대의 안정적 실적을 유지했다. **2)레포츠/패션 부문**: 캐주얼 부문의 카라트 호실적, 신규 카테고리인 트랙수트 등 기존 브랜드 복종 다각화로 고성장을 이어갔다. 특히 골프웨어의 매출비중이 YoY 72% 상승하는 등 기존 라이선스 보유 브랜드인 아디다스 골프, 밀레 골프, 아다바트 및 3월 본격 론칭한 자회사 CFDA의 '페어라이어' 브랜드가 고성장했다. 하반기에는 캘빈클라인골프가 9월부터 수도권 주요 오프라인 채널에 론칭된다.

투자의견 Buy, 목표주가 13,000원으로 상향

기존 언급했듯 100% 지분을 인수한 로젠택배 실적은 올해 4분기부터 반영 시작, 내년부터 온기로 반영이 시작된다. 이번 자료에서 로젠택배 연간 I/S 실적 추정을 반영해 재밸류에이션을 하였으며 2022년 동사의 본업 매출 성장률 10%, 로젠택배 매출 성장률 15%를 가정했다. Target Multiple을 유지하고 2022년 EPS 추정치 1,099.3원을 기반으로 목표주가 13,000원으로 44% 가량 상향한다. 향후 로젠택배 실적반영 전후로 구체적인 B/S 및 C/F 추정 추가 반영에 따른 SOTP 밸류에이션으로의 변경에 따라 추가 업사이드 역시 남아있다고 판단한다. 현재 P/E는 7.4배 수준으로 크게 저평가 되어있다는 판단이다.

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	395	426	600	1,182	1,310
영업이익	76	80	98	133	147
세전계속사업손익	72	83	93	128	142
순이익	54	61	68	94	104
EPS (원)	585	709	799	1,099	1,219
증감률 (%)	3.4	21.1	12.7	37.6	10.9
PER (x)	9.6	8.0	9.1	6.6	6.0
PBR (x)	2.1	1.8	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA (x)	5.9	5.5	6.5	4.8	4.2
영업이익률 (%)	19.3	18.8	16.4	11.2	11.2
EBITDA 마진 (%)	21.2	20.0	17.8	12.3	12.5
ROE (%)	22.7	23.0	20.0	21.4	19.7
부채비율 (%)	42.1	28.8	60.2	52.7	46.5

주: IFRS 연결 기준

자료: 코웰패션, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 코웰패션 분기 실적 추이 및 추정

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	99.8	115.7	88.0	122.8	106.2	120.9	100.8	272.4	426.4	600.3	1,182.5
전자	8.8	9.3	11.1	10.5	11.2	11.9	12.8	12.1	39.7	47.9	55.1
패션	91.1	106.4	76.9	112.3	95.0	109.0	88.1	119.3	386.7	411.3	449.9
매출액 YoY (%)	16.1	9.9	-0.8	7.1	6.4	4.4	14.6	121.8	8.1	40.8	97.0
전자	-8.7	-3.5	29.6	19.8	27.2	27.4	15.0	15.0	8.4	20.6	15.0
패션	19.2	11.3	-4.0	6.1	4.4	2.4	14.5	6.2	8.0	6.4	9.4
매출총이익	55.7	64.2	46.7	68.5	57.4	65.5	54.5	85.2	235.1	262.6	277.5
GPM (%)	55.8	55.5	53.0	55.7	54.1	54.2	54.0	31.3	55.1	43.7	23.5
영업이익	18.1	23.4	15.2	23.4	20.3	26.1	18.5	33.3	80.1	98.2	133.0
전자	0.2	0.8	0.5	1.0	1.1	1.3	1.2	1.1	2.5	4.6	4.4
패션	17.9	22.6	14.6	22.4	19.2	24.8	17.3	24.5	77.6	85.8	90.0
영업이익 YoY (%)	6.4	10.7	3.6	0.4	12.1	11.5	21.9	42.4	5.2	22.6	35.5
전자	-37.1	27.8	흑전	240.6	459.2	60.9	136.0	8.5	128.8	85.5	-5.1
패션	7.2	10.2	-0.8	-2.6	7.4	9.8	17.9	9.2	3.4	10.6	4.9
OPM (%)	18.1	20.2	17.2	19.0	19.1	21.6	18.3	12.2	18.8	16.4	11.2
전자	2.2	8.6	4.6	9.5	9.5	10.8	9.5	9.0	6.3	9.7	8.0
패션	19.7	21.2	19.0	19.9	20.2	22.8	19.6	20.5	20.1	20.8	20.0
지배 순이익	13.6	17.0	15.5	14.9	13.9	19.4	12.3	22.7	60.9	68.3	94.2
지배 순이익률 (%)	13.6	14.7	17.6	12.1	13.1	16.1	12.2	8.3	14.3	11.4	8.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 2Q21P 잠정실적은 영업이익까지 공시, 지배순이익은 향후 확정실적 공시에 따라 변동 가능

4Q21E 및 2021E 로젠택배 추정치는 테이블에서 생략, 추정치에 포함

표2 코웰패션 PER Valuation(로젠택배 추정치 반영)

구분	추정치	비고
현재주가 (원)	7,270	-
Target P/E (배)	12.0	① 동사 PER Band 중단 기준, 기존 Target 유지
22 EPS (원)	1,099.3	② 2022 지배주주 귀속 순이익 기준
22 적정주가 (원)	13,191	① x ②
Target Price (원)	13,000	계산된 적정주가에서 1,000원 단위 이하 반올림
상승여력 (%)	78.8%	-

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 2Q21 컨센서스 및 기존 추정치 대비 잠정실적 Gap

(십억원, %)	당사 기존 추정치	잠정실적	당사 추정 Gap	YoY
매출액	128.4	120.9	-6%	+4.4%
영업이익	25.7	26.1	+2%	+11.5%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

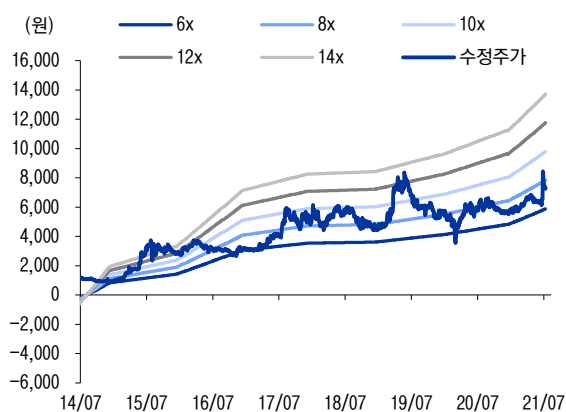
주: 시장 컨센서스에는 아직 당사의 추정치만 포함되어 제외

표4 로젠택배 실적 추정치를 반영한 전체 실적 추정(연간)

(십억원, %)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	161.5	249.7	309.4	339.4	394.7	426.4	600.3	1,182.5	1,310.3	1,342.8	1,377.6
코웰패션	161.5	249.7	309.4	339.4	394.7	426.4	459.3	505.0	558.3	617.3	682.6
로젠택배	285.2	301.6	330.0	371.7	442.7	512.8	589.1	677.5	752.0	827.2	909.9
매출액 YoY	-	54.6%	23.9%	9.7%	16.3%	8.1%	40.8%	97.0%	10.8%	2.5%	2.6%
코웰패션	-	54.6%	23.9%	9.7%	16.3%	8.1%	7.7%	10.0%	10.5%	10.6%	10.6%
로젠택배	-	5.8%	9.4%	12.6%	19.1%	15.8%	14.9%	15.0%	11.0%	10.0%	10.0%
매출총이익	74.7	128.9	178.0	190.6	210.4	235.1	262.6	277.5	306.1	337.6	372.5
코웰패션	74.7	128.9	178.0	190.6	210.4	235.1	250.2	277.5	306.1	337.6	372.5
로젠택배	36.2	35.7	36.1	34.3	38.3	43.9	51.2	61.0	67.7	74.4	81.9
GPM	46.3%	51.6%	57.5%	56.2%	53.3%	55.1%	43.7%	23.5%	23.4%	25.1%	27.0%
코웰패션	46.3%	51.6%	57.5%	56.2%	53.3%	55.1%	54.5%	54.9%	54.8%	54.7%	54.6%
로젠택배	12.7%	11.8%	10.9%	9.2%	8.7%	8.6%	8.7%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
영업이익	17.0	34.5	62.0	71.0	76.1	80.1	98.2	133.0	146.9	161.9	178.3
코웰패션	17.0	34.5	62.0	71.0	76.1	80.1	90.4	94.4	104.0	114.7	126.5
로젠택배	23.2	24.0	21.3	20.7	23.6	29.3	33.3	38.6	42.9	47.1	51.9
영업이익 YoY	-	102.5%	79.7%	14.5%	7.1%	5.2%	22.6%	35.5%	10.5%	10.2%	10.2%
코웰패션	-	102.5%	79.7%	14.5%	7.1%	5.2%	12.9%	4.4%	10.2%	10.2%	10.3%
로젠택배	-	3.6%	-11.6%	-2.6%	13.8%	24.1%	13.8%	16.0%	11.0%	10.0%	10.0%
OPM	10.6%	13.8%	20.0%	20.9%	19.3%	18.8%	16.4%	11.2%	11.2%	12.1%	12.9%
코웰패션	10.6%	13.8%	20.0%	20.9%	19.3%	18.8%	19.7%	18.7%	18.6%	18.6%	18.5%
로젠택배	8.1%	8.0%	6.4%	5.6%	5.3%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%
순이익	10.4	22.0	46.7	53.4	54.4	60.8	68.5	94.2	104.4	112.0	113.1
순이익 YoY	-	187.7%	333.1%	150.1%	43.9%	64.9%	167.9%	44.2%	97.0%	96.9%	96.8%
NPM	6.5%	8.8%	15.1%	15.7%	13.8%	14.3%	11.4%	8.0%	8.0%	8.3%	8.2%

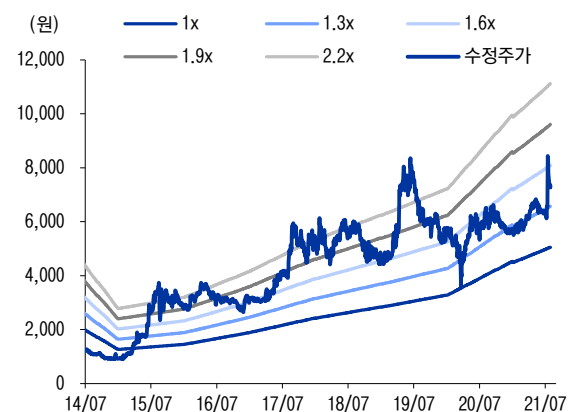
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 코웰패션 PER 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 코웰패션 PBR 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

코웰패션 (033290)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	201	209	330	369	414
현금 및 현금성자산	15	20	18	20	31
매출채권 및 기타채권	28	34	90	101	112
재고자산	88	103	179	202	224
기타유동자산	69	52	44	46	48
비유동자산	164	163	312	370	433
관계기업투자등	2	2	3	3	3
유형자산	81	83	165	218	275
무형자산	10	10	10	10	10
자산총계	364	372	642	740	847
유동부채	99	61	137	149	162
매입채무 및 기타채무	26	22	90	101	112
단기금융부채	51	17	17	17	17
기타유동부채	21	22	30	31	32
비유동부채	9	22	104	106	107
장기금융부채	4	16	70	70	70
기타비유동부채	6	6	34	36	37
부채총계	108	83	241	255	269
지배주주지분	244	286	397	481	574
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	46	49	48	48	48
이익잉여금	161	204	315	398	492
비지배주주지분(연결)	12	3	4	4	4
자본총계	256	289	401	484	578

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	52	38	-54	85	100
당기순이익(손실)	54	61	68	94	104
비현금수익비용가감	14	6	-36	14	18
유형자산감가상각비	7	5	9	13	16
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	0	-6	-45	1	1
영업활동 자산부채변동	-16	-28	-67	-23	-22
매출채권 감소(증가)	-1	-7	-43	-11	-11
재고자산 감소(증가)	-23	-16	-77	-23	-22
매입채무 증가(감소)	2	-5	61	11	11
기타자산, 부채변동	6	-1	-8	0	0
투자활동 현금	-50	26	-32	-72	-79
유형자산처분(취득)	-9	6	-28	-66	-73
무형자산 감소(증가)	-1	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-40	20	29	-1	-1
기타투자활동	-1	1	-32	-5	-6
재무활동 현금	-28	-60	55	-10	-10
차입금의 증가(감소)	-12	-32	54	0	0
자본의 증가(감소)	-9	-9	-10	-10	-10
배당금의 지급	9	9	10	10	10
기타재무활동	-6	-18	11	0	0
현금의 증가	-25	5	-3	3	11
기초현금	41	15	20	18	20
기말현금	15	20	18	20	31

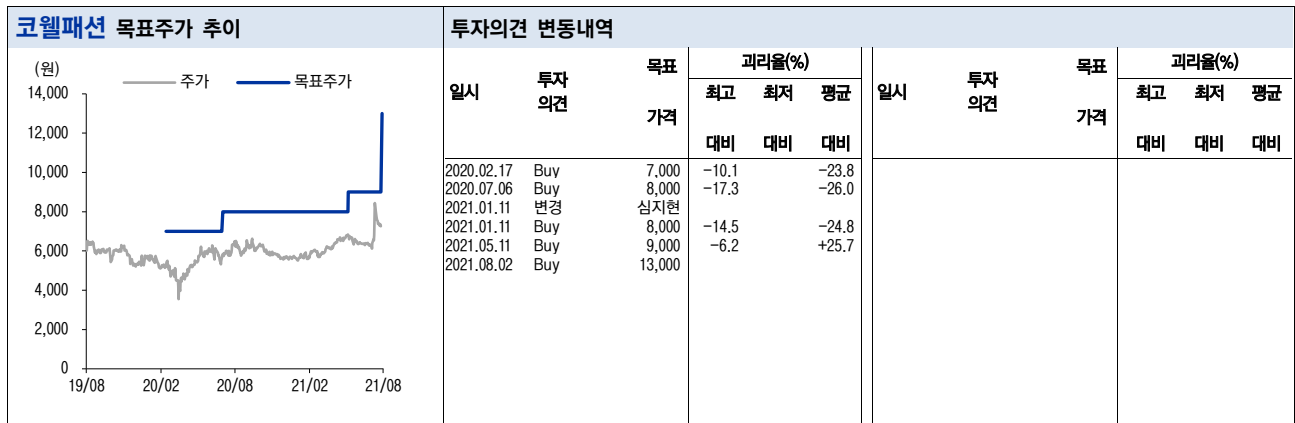
자료: 코웰패션, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	395	426	600	1,182	1,310
매출원가	184	191	338	905	1,004
매출총이익	210	235	263	277	306
판매비 및 관리비	134	155	164	144	159
영업이익	76	80	98	133	147
(EBITDA)	84	85	107	146	163
금융손익	0	1	1	1	1
이자비용	1	0	0	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	2	-6	-6	-6
세전계속사업이익	72	83	93	128	142
계속사업법인세비용	18	22	25	34	38
계속사업이익	54	61	68	94	104
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	54	61	68	94	104
지배주주	51	61	68	94	104
총포괄이익	55	61	68	94	104
매출총이익률 (%)	53.3	55.1	43.7	23.5	23.4
영업이익률 (%)	19.3	18.8	16.4	11.2	11.2
EBITDA마진률 (%)	21.2	20.0	17.8	12.3	12.5
당기순이익률 (%)	13.8	14.3	11.4	7.9	7.9
ROA (%)	15.0	16.5	13.4	13.6	13.1
ROE (%)	22.7	23.0	20.0	21.4	19.7
ROIC (%)	25.1	23.8	20.3	19.8	18.8

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	9.6	8.0	9.1	6.6	6.0
P/B	2.1	1.8	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	5.9	5.5	6.5	4.8	4.2
P/CF	7.5	7.6	19.9	6.0	5.3
배당수익률 (%)	1.8	2.1	1.7	1.7	1.7
성장성 (%)					
매출액	16.3	8.1	40.8	97.0	10.8
영업이익	7.1	5.2	22.6	35.5	10.5
세전이익	3.0	14.4	12.5	37.2	10.9
당기순이익	2.0	11.6	12.6	37.1	10.9
EPS	3.4	21.1	12.7	37.6	10.9
안정성 (%)					
부채비율	42.1	28.8	60.2	52.7	46.5
유동비율	203.6	344.0	241.3	246.9	256.2
순차입금/자기자본(x)	-6.6	-10.4	14.0	10.8	7.2
영업이익/금융비용(x)	66.8	196.7	204.3	148.3	163.8
총차입금 (십억원)	55	33	87	87	87
순차입금 (십억원)	-17	-30	56	53	41
주당지표(원)					
EPS	585	709	799	1,099	1,219
BPS	2,695	3,233	4,487	5,431	6,491
CFPS	756	748	366	1,222	1,378
DPS	100	120	120	120	120



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 총목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)