

# 힐라코리아

# BUY(유지)

081660 기업분석 | 의류

목표주가(상향)	75,000원	현재주가(11/12)	52,700원	Up/Downside	+42.3%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2018. 11. 13

## 브랜드 초기 성장기, 지금이라도 매수

### Comment

**닝 서프라이즈, 국내외 고성장 추세:** 3Q18 연결매출 7,259억원(+27.5%YoY), 영업이익 739억원(+107.8%YoY)으로 시장 기대치를 큰 폭 상회했다. 국내외 미국, 로열티수익 등 모든 사업부문 매출이 예상치를 뛰어넘으면서 이익 레버리지 효과가 극대화 되었다. 국내외 소비자 및 바이어들에게 FILA 브랜드가 한없이 매력적으로 보이는 브랜드 성장 초입 국면에 해당하는 것으로 판단된다. 국내 매출이 69%YoY 증가했는데 계절적 비수기에도 불구하고 점포별 매출은 75.6%YoY 늘어 순수 내국인 수요 증가에 따른 것으로 보인다. 미국법인도 매출 증가에 따른 고정비용 하락으로 영업이익률 4.5%pt 개선되었고, 글로벌과 중국으로부터 수취하는 로열티 수익도 QoQ로 증가하는 추세이다.

**FILA 가치 재평가 필요:** 상반기 리뷰 시즌부터 글로벌 로열티 매출이 성장국면에 들어갈 것이라 기대감은 컨센서스에 충분히 반영하고 있다고 판단했지만 예상보다 성장 강도가 매우 강하다. 밀라노 패션쇼를 기점으로 FILA 로고 수요가 급증하고 있는 것으로 보아 브랜드 가치에 대해 재평가가 필요한 시기로 보인다. 로열티 수익과 미국법인 성장세가 4Q18, 2019년 상반기까지 지속될 가능성이 높다고 판단하기에 추정치 상향이 필요해 보이고, 국내도 B2B사업 비중이 20%까지 상승하면서 채널 믹스 개선에 따른 마진율 상승세가 당분간 지속될 전망이다. 작년 하반기부터 내수 패션 소비 업황이 회복 중에 있어 F/W 시즌 영업 실적에 대한 기대치를 높여도 무난할 것이다.

### Action

**브랜드 성장기, 밸류에이션 할증:** 연간 추정치와 12개월 Target P/E(20x→25x)을 상향한다. 과거 ADIDAS 브랜드가 성장기에 들어갔을 당시 밸류에이션(P/E 25배 이상, EV/EBITDA 15배)과 비교시 힐라코리아는 현재저 저평가되어 있다. 업종 최선호주 관점을 유지하며, 지금이라도 매수를 권한다.

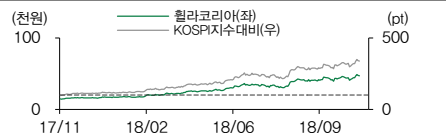
#### Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원 배 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	967	2,530	2,964	3,286	3,523
(증가율)	18.6	161.6	17.2	10.8	7.2
영업이익	12	217	355	414	465
(증가율)	-85.3	1,737.1	63.4	16.4	12.4
지배주주순이익	323	62	156	193	227
EPS	5,684	1,030	2,559	3,156	3,722
PER (H/L)	3.7/2.2	16.8/12.4	18.5	15.0	12.7
PBR (H/L)	1.4/0.8	1.3/1.0	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA (H/L)	83.5/68.1	8.8/7.7	9.9	8.6	7.4
영업이익률	1.2	8.6	12.0	12.6	13.2
ROE	48.4	7.5	15.7	14.9	15.2

#### Stock Data

52주 최저/최고	14,280/52,700원
KOSDAQ /KOSPI	671/2,080pt
시가총액	32,208억원
60일-평균거래량	572,576
외국인지분율	42.6%
60일-외국인지분율변동추이	+6.3%p
주요주주	에이치엠엔드디홀딩스 외 2인 20.1%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	21.1	61.4	262.4
상대기준	25.9	77.1	343.0

도표 1. 힐라코리아 3Q18 실적 Review

(단위: 억원 %)

	3Q18	3Q17	%YoY	2Q18	%QoQ	DB추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	7,259	5,693	27.5	7,902	-8.1	6,498	11.7	6,198	17.1
영업이익	739	356	107.8	1,157	-36.1	533	38.7	522	41.6
순이익	453	207	246.2	811	-358.0	395	58.0	335	35.2

자료: 힐라코리아, DB금융투자

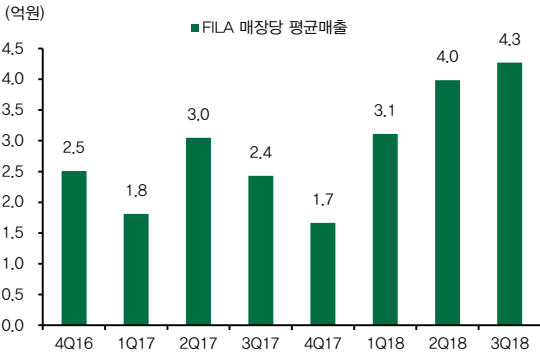
도표 2. 힐라코리아 연간 추정치 상황

(단위: 억원 %)

	18년E			19년E		
	수정후	수정전	%차이	수정후	수정전	%차이
매출액	29,645	28,022	5.8	32,858	30,472	7.8
영업이익	3,553	3,223	10.2	4,137	3,620	14.3
순이익	2,710	2,500	8.4	3,343	2,910	14.9
지배주주순익	1,564	1,440	8.6	1,929	1,680	14.8

자료: 힐라코리아, DB금융투자

도표 3. 힐라 국내 점포별 매출 증가 추세



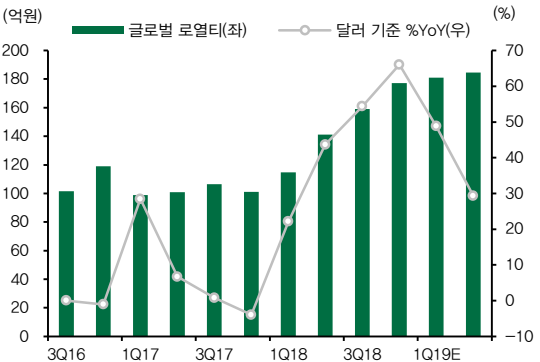
자료: 힐라코리아, DB금융투자

도표 4. 중국 디자인 수수료 수익 전년동기대비 2배씩 증가



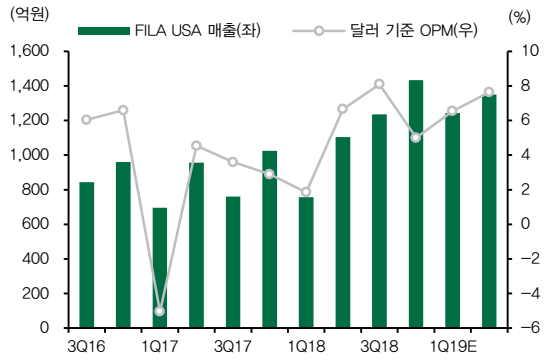
자료: 힐라코리아, DB금융투자

도표 5. 글로벌 로열티 수익 급증 추세



자료: 힐라코리아, DB금융투자

도표 6. 미국법인 매출과 영업이익률 동반 성장



자료: 힐라코리아, DB금융투자

도표 7. 헐라코리아 연결 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	16	17	18E	19E
<b>연결매출</b>	6,769	7,902	7,259	7,715	8,054	8,987	7,881	7,937	9,671	25,303	29,645	32,858
%YoY	3.6	14.0	27.5	25.6	19.0	13.7	8.6	2.9	18.6	161.6	17.2	10.8
<b>1. 상품</b>	6,590	7,685	7,020	7,418	7,739	8,629	7,524	7,590	9,125	24,703	28,713	31,482
%YoY	3.0	13.4	26.5	24.0	17.4	12.3	7.2	2.3	19.9	170.7	16.2	9.6
1)한국	990	1,246	1,281	1,659	1,454	1,865	1,873	1,810	2,977	3,299	5,176	7,002
%YoY	54.9	35.0	67.7	70.5	46.8	49.7	46.2	9.2	-14.1	10.8	56.9	35.3
2)미국	756	1,103	1,236	1,433	1,243	1,351	1,426	1,383	3,712	3,438	4,529	5,403
%YoY	8.8	15.3	62.5	39.9	64.4	22.4	15.4	-3.5	2.3	-7.4	31.7	19.3
3)아류시넷	4,737	5,156	3,888	4,007	4,832	5,259	3,965	4,087	-	17,671	17,788	18,143
%YoY	-5.5	6.6	-1.1	3.0	2.0	2.0	2.0	2.0	-	-	0.7	2.0
<b>2. 수수료</b>	179	217	239	297	315	357	356	347	547	600	932	1,376
%YoY	28.4	44.4	64.4	80.2	76.1	64.6	49.2	16.9	-0.5	9.8	55.4	47.7
1)Global	115	141	159	177	181	185	181	177	394	407	592	724
%YoY	16.1	40.0	49.5	75.2	57.6	30.7	13.7	0.0	-6.5	3.3	45.4	22.2
2)China	64	76	80	120	134	173	176	170	152	192	340	652
%YoY	58.4	53.5	105.3	88.0	109.2	127.6	120.0	41.8	19.3	26.5	76.4	92.1
<b>매출총이익</b>	3,420	4,043	3,539	4,521	4,155	4,703	3,969	4,546	4,190	12,405	15,522	17,374
GPM	50.5	51.2	48.7	58.6	51.6	52.3	50.4	57.3	43.3	49.0	52.4	52.9
%YoY	11.2	15.0	27.6	48.7	21.5	16.3	12.2	0.6	13.6	196.1	25.1	11.9
<b>영업이익</b>	849	1,157	739	808	1,044	1,327	859	906	118	2,175	3,553	4,137
OPM	12.5	14.6	10.2	10.5	13.0	14.8	10.9	11.4	1.2	8.6	12.0	12.6
%YoY	73.8	41.8	107.8	57.0	23.0	14.8	16.2	12.2	-85.3	1,737.1	63.4	16.4

자료: 헐라코리아, DB금융투자

도표 8. 글로벌 유사기업 컨센서스 및 밸류에이션 비교

(단위: m\$S, %, 배)

		ADIDAS	NIKE	UNDER ARMOUR	LULULEMON	FILA KOREA
	시가총액	46,141	121,268	9,711	18,209	2,833
17	매출액	23,969	36,397	4,977	2,649	2,239
18E		25,134	39,172	5,183	3,229	2,417
19E		27,061	42,119	5,448	3,664	2,563
17	영업이익	2,337	4,445	28	456	192
18E		2,701	5,090	148	680	283
19E		3,070	5,802	252	795	320
17	순이익	1,239	1,933	-48	259	55
18E		1,925	4,258	96	480	145
19E		2,178	4,908	149	559	155
17	EBITDA	2,885	5,192	202	564	251
18E		3,263	5,953	339	807	327
19E		3,661	6,807	427	931	364
17	EPS 성장률	31.4	-53.3	-	-14.0	-81.9
18E		27.2	12.0	12.6	38.6	163.0
19E		14.8	18.2	54.7	18.1	6.7
17	P/E	25.1	21.8	71.8	31.2	15.8
18E		24.5	28.8	106.3	38.3	19.5
19E		21.3	24.3	68.7	32.5	18.3
17	P/B	6.0	7.0	3.2	6.7	1.2
18E		5.9	13.7	5.1	11.5	3.1
19E		5.3	12.1	4.7	9.2	2.7
17	ROE	25.0	34.4	-2.4	25.4	7.5
18E		25.4	44.0	4.0	31.5	18.1
19E		26.2	55.5	7.3	28.9	16.1

자료: Bloomberg, DB금융투자

**대차대조표**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
유동자산	1,241	1,154	1,842	2,221	2,563
현금및현금성자산	149	108	348	446	791
매출채권및기타채권	401	387	544	646	638
재고자산	609	578	840	974	947
비유동자산	2,144	1,925	1,939	1,985	1,997
유형자산	344	324	364	435	471
무형자산	1,627	1,440	1,415	1,390	1,365
투자자산	40	47	47	47	47
자산총계	3,385	3,079	3,781	4,206	4,561
유동부채	1,193	695	885	978	941
매입채무및기타채무	535	348	538	631	595
단기차입금및단기차채	584	213	213	213	213
유동성장기부채	0	70	70	70	70
비유동부채	890	1,150	1,150	1,150	1,150
사채및장기차입금	593	856	856	856	856
부채총계	2,083	1,845	2,035	2,128	2,091
자본금	57	61	306	306	306
자본잉여금	106	118	118	118	118
이익잉여금	665	680	833	1,023	1,247
비자배주주지분	445	435	550	691	858
자본총계	1,302	1,234	1,747	2,078	2,469

**현금흐름표**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
영업활동현금흐름	-4	30	139	272	475
당기순이익	311	108	271	334	394
현금유출이없는비용및수익	-355	139	267	284	305
유형및무형자산상각비	20	66	71	82	87
영업관련자산부채변동	-40	-203	-253	-182	-30
매출채권및기타채권의감소	32	0	-156	-103	8
재고자산의감소	-3	-4	-262	-134	28
매입채무및기타채무의증가	-22	15	190	93	-37
투자활동현금흐름	-269	-52	-88	-118	-76
CAPEX	-23	-39	-85	-128	-99
투자자산의순증	-86	5	0	0	0
재무활동현금흐름	370	22	189	-55	-55
사채및차입금의 증가	865	-38	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	2	16	244	0	0
배당금지급	-3	-22	-3	-3	-3
기타현금흐름	5	-42	0	0	0
현금의증가	102	-42	240	98	344
기초현금	47	149	108	348	446
기말현금	149	108	348	446	791

**손익계산서**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
매출액	967	2,530	2,964	3,286	3,523
매출원가	548	1,290	1,412	1,548	1,639
매출총이익	419	1,241	1,552	1,737	1,883
판매비	407	1,023	1,197	1,324	1,419
영업이익	12	217	355	414	465
EBITDA	32	284	426	495	552
영업외손익	419	-36	61	85	123
금융손익	14	-44	30	62	92
투자손익	-62	12	18	20	23
기타영업외손익	467	-4	13	3	8
세전이익	431	182	417	499	588
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	311	108	271	334	394
자배주주지분순이익	323	62	156	193	227
비자배주주지분순이익	-12	46	115	141	167
총포괄이익	396	-75	271	334	394
증감률(%YoY)					
매출액	18.6	161.6	17.2	10.8	7.2
영업이익	-85.3	1,737.1	63.4	16.4	12.4
EPS	흑전	-81.9	148.5	23.3	17.9

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

**주요 투자지표**

12월 결산실역원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)					
EPS	5,684	1,030	2,559	3,156	3,722
BPS	15,035	13,074	19,583	22,689	26,361
DPS	50	50	50	50	50
Multiple(배)					
P/E	2.5	15.8	18.5	15.0	12.7
P/B	0.9	1.2	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	71.3	8.6	9.9	8.6	7.4
수익성(%)					
영업이익률	1.2	8.6	12.0	12.6	13.2
EBITDA마진	3.3	11.2	14.4	15.1	15.7
순이익률	32.2	4.3	9.1	10.2	11.2
ROE	48.4	7.5	15.7	14.9	15.2
ROA	14.3	3.3	7.9	8.4	9.0
ROIC	0.5	5.3	9.1	10.0	10.7
안정성및기타					
부채비율(%)	159.9	149.4	116.5	102.4	84.7
이자보상배율(배)	0.6	4.1	6.8	7.9	8.9
배당성향(배)	0.9	2.8	1.1	0.9	0.8

자료: 월라코리아 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

**Compliance Notice**

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

**1년간 투자이견 비율 (2018-09-30 기준) - 매수(75.2%) 중립(24.8%) 매도(0.0%)**

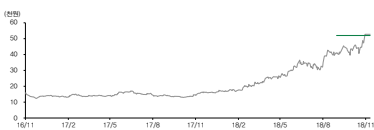
■ 기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

**월라코리아 현주가 및 목표주가 차트**



**최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경**

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저

18/09/12	Buy	52,000	-15.8	1.3					
18/11/13	Buy	75,000	-	-					

주: \*표는 담당자 변경