

힐라코리아(081660)

하회 부합 **상회**

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

국내 유일의 글로벌 소비재 브랜드

FILA 브랜드 호조에 힘입어 영업이익 컨센서스 42% 상회
 국내와 중국 호조, 미주와 글로벌 로열티 서프라이즈
 실적 추정 상향, 본격적인 브랜드 확장과 수익성 개선은 아직 진행형

Facts : 전 부문 어닝 서프라이즈

3분기 매출액은 전년대비 28% 증가한 7,259억원, 영업이익은 108% 급증한 739억원을 기록, 상향된 컨센서스를 42% 상회했다. 부문별로 Acushnet 영업이익이 약 270억원(+26% YoY, 영업이익률 6.5%, +1.2%p YoY), FILA 부문 영업이익이 약 465억원(+236% YoY, 영업이익률 15.1%, +6.6%p YoY)에 달했다. FILA 국내 매출액이 전년대비 69% 급증했고 영업이익이 전년 5억원에서 150억원으로 크게 늘었다. 미주 부문 매출액도 62% 급증하면서 영업이익이 전년 27억원에서 약 100억원으로 크게 증가했다. 해외 로열티는 161억원으로 53% 증가했으며 중국 Full Prospect 매출액과 순이익은 원화 기준 99%, 58% 급증했다.

Pros & cons : 브랜드 소유권이 확실한 국내, 미주, 글로벌 사업 호조

고무적인 것은 내수와 미주, FILA 글로벌 사업 호조다. 국내는 제품력 강화와 가격 현실화에 힘입어 신발 위주의 고성장을 이어가고 있다. 신발 비중은 3분기 기준 60% 이상으로 추정되며 일반 의류 매출도 호조다. 국내 부문은 판관비율이 8.3% 하락하면서 수익성이 크게 개선, 매출 호조와 더불어 Full Prospect 수수료 수입도 전년보다 배증(26억원→51억원)했다. 미주 사업은 기존 중저가 신발 및 중저가 채널에서 중고가 제품군으로 확대, 미주 주요 신발 유통채널인 Footlocker 등으로 진입하면서 물량 증가에 ASP 상승도 이루어졌다. 글로벌 사업도 호조다. 해외 로열티에서 아시아와 유럽 로열티 증가율이 각각 38%, 71%에 달했다. 기존 미니멈 로열티 위주에서 런닝 로열티를 수취, 글로벌 브랜드력이 향상되고 있다.

Action : 업종 내 top pick 유지, 2019년 영업이익 10% 상향

2018, 2019년 예상 연결 영업이익을 8%, 10% 상향, FILA 부문 영업이익은 2018, 2019년 19%, 23% 상향되었다. 국내는 신발뿐 아니라 의류가 인기를 끌고 있으며 중장기적으로 중국인 인바운드 관광객 수혜도 예상된다. 수수료를 제외한 국내 영업이익률은 금년 8.7%로 향후 매출 증가 및 수익성 개선 여지가 있다. 미주와 동남아, 유럽 등지로 브랜드 인기가 확산되고 있다. 2019년 PER이 15배로 글로벌사 평균 23배보다 낮다. 업종 내 top pick으로 유지한다.

매수(유지)

목표주가: 60,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(11/12)	2,080
주가(11/12)	52,700
시가총액(십억원)	3,221
발행주식수(백만)	61
52주 최고/최저(가원)	52,700/14,280
일평균거래대금(6개월, 백만원)	19,933
유동주식비율/외국인지분율(%)	79.9/42.6
주요주주(%)	에이치엠엔드디홀딩스 외 2인 20.1
	KB자산운용 8.5

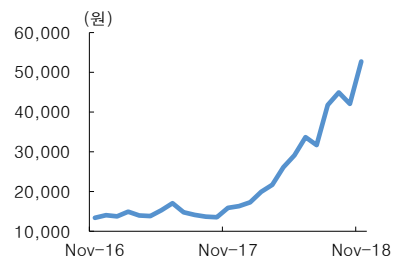
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	15.8	18.2	14.5
PBR(x)	1.2	3.3	2.7
ROE(%)	7.5	19.9	20.3
DY(%)	1.5	0.2	0.2
EV/EBITDA(x)	8.6	11.2	9.9
EPS(원)	1,030	2,901	3,633
BPS(원)	13,074	16,088	19,622

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	21.1	98.1	262.4
KOSPI 대비(%p)	24.9	114.2	280.6

주가추이



자료: FnGuide

나은채

ec.na@truefriend.com

<표 1> 3분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	569.3	614.5	676.9	790.2	725.9	(8.1)	27.5	619.8
영업이익	35.6	51.5	84.9	115.7	73.9	(36.1)	107.8	52.2
영업이익률(%)	6.3	8.4	12.5	14.6	10.2			8.4
세전이익	26.5	39.4	80.7	102.8	79.8	(33.7)	201.4	38.5
순이익	14.6	9.6	38.1	65.7	40.4	(43.2)	176.9	21.1

자료: 한국투자증권

<표 2> 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %)

	변경후		변경전		변경률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	2,853	3,058	2,697	2,855	5.8	7.1
영업이익	349	396	323	359	8.1	10.3
지배주주순이익	177	223	163	203	8.4	9.9

자료: 한국투자증권

<표 3> Earnings breakdown

(단위: 십억원, %, % YoY)

	연간					2017				2018F			
	2016	2017	2018F	2019F	2020F	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	4QF
매출액	967	2,530	2,853	3,058	3,315	654	693	569	614	677	790	726	660
Acushnet	219	1,767	1,781	1,825	1,933	500	484	393	390	474	520	418	373
FILA	748	763	1,073	1,233	1,382	154	209	176	224	203	271	308	287
Fila Korea	306	342	505	586	663	66	95	79	102	104	131	134	138
Fila USA	371	344	427	500	566	69	96	76	103	76	111	124	117
해외 Royalty	39	40	56	63	69	10	10.0	11	10	11	14	16	15
영업이익	12	217	349	396	441	49	82	36	51	85	116	74	75
Acushnet	(18)	159	187	197	208	52	60	21	27	67	70	27	26
FILA	30	58	162	199	233	(3)	22	15	24	18	45	47	48
Fila Korea	(31)	1	63	88	109	(9)	5	0	4	8	19	15	21
휠라 USA	24	11	28	34	39	(4)	4	3	7	1	7	10	9
해외 Royalty	39	40	56	63	69	10	10	11	10	11	14	16	15
매출증감	18.6	161.6	12.8	7.2	8.4	288.6	231.2	224.3	48.4	3.6	14.0	27.5	7.4
Acushnet	0.0	0.0	0.8	2.5	5.9	0.0	0.0	0.0	78.4	(5.3)	7.4	6.4	(4.4)
FILA	(8.3)	2.0	40.5	15.0	12.1	(8.6)	(0.1)	0.3	14.8	32.3	29.4	74.8	28.0
Fila Korea	(11.7)	11.9	47.6	16.0	13.1	1.1	10.9	9.2	23.8	56.4	36.9	69.0	35.2
휠라 USA	2.2	(7.4)	24.2	17.1	13.1	(19.5)	(9.0)	(9.7)	7.2	9.5	16.1	62.5	13.5
해외 Royalty	(4.5)	3.0	38.5	12.0	10.6	23.3	4.1	2.3	(12.6)	12.4	38.4	52.7	50.5
영업이익 증감	(85.3)	1,737.1	60.5	13.5	11.4	675.3	228.8	471.3	NM	73.8	41.8	107.8	44.9
Acushnet	NM	NM	17.4	5.2	5.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	17.0	26.0	0.9
FILA	(63.0)	94.9	178.7	23.0	16.9	NM	(13.1)	139.1	NM	NM	110.9	236.1	90.1
Fila Korea	NM	NM	4,364.6	39.2	24.4	NM	2,176.4	NM	NM	NM	255.0	3,146.4	401.2
휠라 USA	5.3	(54.6)	157.9	20.7	16.5	NM	(45.1)	(46.2)	15.3	NM	70.1	269.5	22.5
해외 Royalty	(4.5)	3.0	38.5	12.0	10.6	23.3	4.1	2.3	(12.6)	12.4	38.4	52.7	50.5
영업이익률	1.2	8.6	12.2	13.0	13.3	7.5	11.8	6.2	8.4	12.5	14.6	10.2	11.3
Acushnet	0.0	9.0	10.5	10.8	10.8	10.3	12.4	5.3	7.0	14.1	13.5	6.5	7.1
FILA	4.0	7.6	15.1	16.2	16.9	(1.7)	10.3	8.5	10.8	8.9	16.8	15.1	16.8
Fila Korea	(10.1)	0.4	12.5	15.0	16.5	NM	5.5	0.6	4.2	7.9	14.2	11.2	15.6
휠라 USA	6.4	3.1	6.5	6.7	6.9	NM	4.5	3.6	7.1	1.9	6.7	8.1	7.7

자료: 휠라코리아, 한국투자증권

〈표 4〉 힐라코리아 실질 이익

(단위: 십억원, %, % YoY)

		2016	2017	2018F	2019F	2020
FILA	순수 내수 영업이익	(39)	(11)	42	59	72
영업이익	중국 수수료	8	12	21	29	37
	미주	24	11	28	34	39
	로열티	39	40	56	63	69
	기타	(2)	5	15	15	15
FILA 지분법	중국 지분법이익	6	12	22	33	43
FILA 합산이익 (A)	지분법이익까지 합산한 이익	36	71	184	232	276
	중국 이익 기여도	41	38	25	28	31
Acushnet (B)	Acushnet 지분을 가산한 이익	(10)	84	99	104	110
실질 NOPLAT 및 지분법이익 (A)+(B) 합산		26	155	250	283	336

자료: 힐라코리아, 한국투자증권

〈표 5〉 Full Prospect 매출 및 순이익

(단위:십억원, % YoY, %)

	연간					2017				2018		
	2016	2017	2018F	2019F	2020F	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP
매출	267	403	702	969	1,248	75	97	87	144	147	189	173
매출증감	45.6	51.1	74.1	38.0	28.8	28	44	41	83	95	95	99
순이익	40	77	147	218	287	13	25	15	23	33	40	24
순이익률	14.8	19.0	21.0	22.5	23.0	16.9	26.0	17.6	16.2	22.1	21.4	14.0

자료: 힐라코리아, 한국투자증권

〈표 6〉 Global peer valuation

(단위: 백만달러, 배, %, % YoY)

	FILA Korea	골프			스포츠 브랜드							
		Acushnet	Callaway		Nike	Adidas	VFC	Columbia	Lulu	Under Armour	Puma	Skechers
Mkt Cap.	2,554	1,886	2,053		121,268	46,106	33,395	6,421	18,209	2,053	7,594	4,581
PER	2017	15.8	17.0	25.8	30.9	25.0	24.0	24.0	30.5	25.8	39.9	21.4
	2018F	18.2	18.2	20.6	28.8	24.3	22.9	25.7	38.3	20.6	34.5	15.5
	2019F	14.4	15.3	19.5	24.3	21.2	20.2	22.8	32.5	19.5	26.0	14.2
PBR	2017	1.2	1.9	2.0	11.7	5.3	7.9	3.1	6.7	2.0	3.3	3.2
	2018F	3.3	2.2	2.9	13.7	5.9	7.9	3.7	11.5	2.9	4.0	2.1
	2019F	2.7	2.1	2.5	12.1	5.3	7.7	3.3	9.2	2.5	3.5	1.9
EV/EBITDA	2017	8.6	9.7	13.8	21.9	13.1	17.6	13.3	17.2	13.8	16.1	11.6
	2018F	11.2	9.7	12.8	20.2	13.8	16.9	15.5	21.6	12.8	15.5	7.6
	2019F	9.8	9.2	11.8	17.7	12.3	15.4	14.1	18.7	11.8	12.7	7.0
ROE	2017	7.5	11.9	6.5	17.4	17.0	14.2	6.6	17.5	6.5	8.2	10.4
	2018F	19.8	12.5	14.5	44.0	25.3	37.6	14.7	31.5	14.5	12.0	14.9
	2019F	20.4	13.4	13.7	55.5	26.2	35.9	15.1	28.9	13.7	14.9	14.0
DY	2017	0.1	2.3	0.3	1.1	1.6	2.3	1.0	0.0	0.3	3.4	0.0
	2018F	0.2	2.1	0.2	1.1	1.6	2.1	1.0	0.0	0.2	0.7	0.0
	2019F	0.2	2.3	0.3	1.2	1.9	2.3	1.0	0.0	0.3	1.0	0.0
EPS	2017	(81.4)	67.6	(78.7)	(53.3)	8.9	(40.3)	(45.1)	(14.0)	(78.7)	118.0	(27.2)
증가율	2018F	193.7	12.0	145.6	127.7	55.3	138.7	139.3	88.9	145.6	41.9	62.2
	2019F	26.2	18.9	5.6	18.2	14.8	13.2	12.7	18.1	5.6	32.5	9.0
영업이익률	2017	8.6	10.7	7.5	12.2	9.8	12.7	10.7	17.2	7.5	5.9	9.2
	2018F	12.2	10.8	10.8	13.0	10.7	13.6	12.0	21.1	10.8	7.3	9.0
	2019F	13.0	11.4	11.3	13.8	11.3	14.1	12.3	21.7	11.3	8.1	9.1
매출액	2017	168.5	(0.8)	20.4	6.0	12.3	7.1	3.7	13.0	20.4	14.0	16.9
	2018F	18.0	4.6	18.1	7.6	4.9	16.5	9.8	21.9	18.1	10.5	12.1
	2019F	7.2	1.7	4.0	7.5	7.7	5.9	8.0	13.5	4.0	10.4	9.5

주: 11월 9일 증가 기준

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

휠라코리아는 1991년 설립된 회사로서 1992년 'FILA'로 내수 영업을 개시함. 2005년 MBO(Management Buyout)방식을 통해 Fila Global Group으로부터 분리되어 Fila 브랜드를 사용할 수 있는 라이선시(Licensee)로 독립한 후, 2007년 M&A를 통해 Fila 상표권 및 사업권을 인수하여 전세계의 라이선시를 통해 영업을 전개하고 로열티를 수취함. 2011년 글로벌 골프용품 1위 업체인 Acushnet을 미래에셋 PEF와 공동 인수함. 또한 종속회사인 매그너스홀딩스를 통해 Acushnet의 지분 53.1%를 보유하고 있으며, Acushnet은 2016년 10월 28일 NYSE에 상장됨.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,241	1,154	1,261	1,290	1,498
현금성자산	149	108	114	107	199
매출채권및기타채권	401	387	428	428	431
재고자산	609	578	628	658	762
비유동자산	2,144	1,925	2,111	2,275	2,348
투자자산	40	47	54	57	62
유형자산	344	324	361	398	413
무형자산	1,627	1,440	1,569	1,682	1,724
자산총계	3,385	3,079	3,372	3,565	3,846
유동부채	1,193	695	655	585	571
매입채무및기타채무	535	348	371	398	398
단기차입금및단기사채	584	213	113	13	0
유동성장기부채	0	70	70	70	70
비유동부채	890	1,150	1,230	1,206	1,170
사채	78	70	70	70	0
장기차입금및금융부채	524	792	792	742	742
부채총계	2,083	1,845	1,885	1,791	1,741
지배주주지분	858	799	983	1,199	1,453
자본금	57	61	61	61	61
자본잉여금	106	118	118	118	118
기타자본	(9)	(13)	0	0	0
이익잉여금	665	680	851	1,067	1,321
비지배주주지분	445	435	504	574	652
자본총계	1,302	1,234	1,488	1,774	2,105

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	(4)	30	347	404	341
당기순이익	311	108	246	292	338
유형자산감가상각비	15	40	37	37	37
무형자산상각비	5	26	26	28	29
자산부채변동	(40)	(203)	(31)	(4)	(115)
기타	(295)	59	69	51	52
투자활동현금흐름	(269)	(52)	(178)	(185)	(83)
유형자산투자	(23)	(39)	(74)	(74)	(52)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(238)	(9)	17	29	38
무형자산순증	(8)	(2)	(155)	(141)	(70)
기타	0	(2)	34	1	1
재무활동현금흐름	370	22	(162)	(226)	(166)
자본의증가	2	16	0	0	0
차입금의순증	374	32	(100)	(150)	(82)
배당금지급	(3)	(22)	(3)	(6)	(6)
기타	(3)	(4)	(59)	(70)	(78)
기타현금흐름	5	(42)	0	0	0
현금의증가	102	(42)	6	(7)	92

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

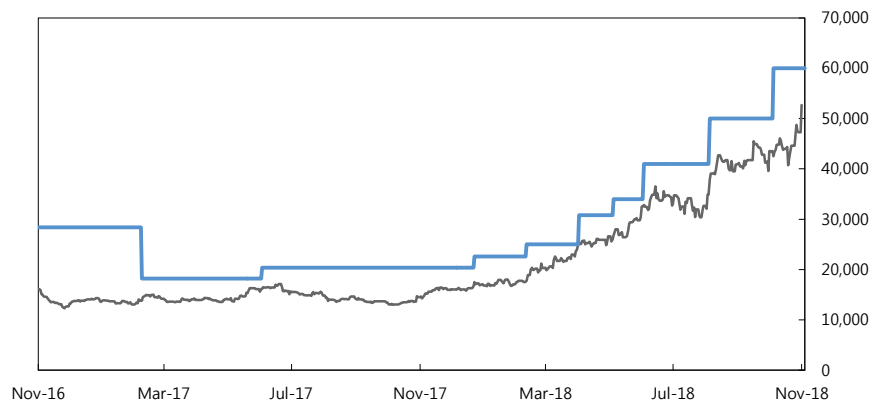
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	967	2,530	2,853	3,058	3,315
매출원가	548	1,290	1,392	1,493	1,615
매출총이익	419	1,241	1,461	1,566	1,700
판매관리비	407	1,023	1,112	1,172	1,262
영업이익	12	217	349	394	438
금융수익	56	45	2	2	2
이자수익	1	2	2	2	2
금융비용	42	89	50	44	39
이자비용	19	53	50	44	39
기타영업외손익	467	(4)	0	0	0
관계기업관련손익	(62)	12	23	33	43
세전계속사업이익	431	182	324	384	444
법인세비용	120	74	78	92	107
연결당기순이익	311	108	246	292	338
지배주주지분순이익	323	62	177	222	260
기타포괄이익	85	(183)	0	0	0
총포괄이익	396	(75)	246	292	338
지배주주지분포괄이익	379	(68)	177	222	260
EBITDA	32	284	412	460	504

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	5,684	1,030	2,901	3,633	4,253
BPS	15,035	13,074	16,088	19,622	23,775
DPS	250	250	100	100	100
성장성(% YoY)					
매출증가율	18.6	161.6	12.8	7.2	8.4
영업이익증가율	(85.3)	1,737.1	60.5	13.0	11.1
순이익증가율	NM	(80.7)	184.1	25.3	17.1
EPS증가율	NM	(81.9)	181.6	25.3	17.1
EBITDA증가율	(64.8)	792.2	45.4	11.4	9.7
수익성(%)					
영업이익률	1.2	8.6	12.2	12.9	13.2
순이익률	33.4	2.5	6.2	7.3	7.8
EBITDA Margin	3.3	11.2	14.5	15.0	15.2
ROA	14.3	3.3	7.6	8.4	9.1
ROE	48.4	7.5	19.9	20.3	19.6
배당수익률	1.8	1.5	0.2	0.2	0.2
배당성향	0.9	4.9	3.4	2.8	2.4
안정성					
순차입금(십억원)	1,017	1,017	890	745	568
차입금/자본총계비율(%)	91.6	93.5	69.8	50.1	38.3
Valuation(X)					
PER	2.5	15.8	18.2	14.5	12.4
PBR	0.9	1.2	3.3	2.7	2.2
EV/EBITDA	71.3	8.6	11.2	9.9	8.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
힐라코리아 (081660)	2015.11.17	매수	28,400원	-33.6	-25.7
	2016.11.17	1년경과		-52.1	-48.2
	2017.02.19	매수	18,200원	-21.0	-10.3
	2017.06.14	매수	20,400원	-26.9	-16.2
	2018.01.03	매수	22,600원	-23.6	-20.4
	2018.02.22	매수	25,000원	-14.5	-0.4
	2018.04.13	매수	30,800원	-17.0	-13.6
	2018.05.16	매수	34,000원	-16.0	-4.4
	2018.06.14	매수	41,000원	-18.9	-11.0
	2018.08.16	매수	50,000원	-17.0	-9.0
2018.10.16	매수	60,000원	-	-	



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 11월 12일 현재 힐라코리아 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.