

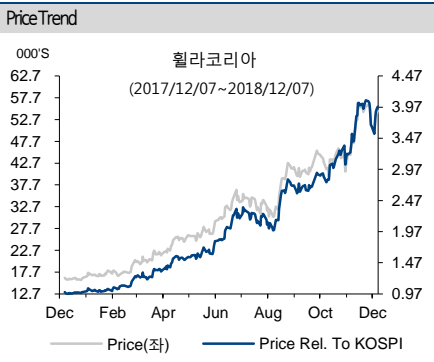
힐라코리아 (081660)

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	72,000 원(신규)
증가(2018/12/07)	54,700 원

Stock Indicator	
자본금	61 십억원
발행주식수	6,112만주
시가총액	3,343 십억원
외국인비율	46.0%
52 주주가	15,820~56,200원
60 일평균거래량	699,521 주
60 일평균거래대금	33.7 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.2	38.5	80.8	235.6
상대수익률	12.3	47.5	96.8	251.3



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	2,530	2,875	3,090	3,340
영업이익(십억원)	217	350	401	463
순이익(십억원)	62	179	225	284
EPS(원)	5,150	2,934	3,687	4,643
BPS(원)	65,368	20,518	23,955	28,348
PER(배)	3.2	18.6	14.8	11.8
PBR(배)	0.2	2.7	2.3	1.9
ROE(%)	7.5	17.5	16.6	17.8
배당수율(%)	1.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	4.2	9.5	8.0	6.6

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap] 이상현
(2122-9198) value3@hi-ib.com

트렌드를 애자일(Agile)스럽게

글로벌 스포츠 브랜드 힐라(FILA)의 가치가 상승하고 있다

동사는 힐라(FILA) 브랜드로 국내 및 미국에서 신발, 의류 등을 판매하고 있으며, 힐라(FILA) 브랜드에 대하여 글로벌 라이선스로부터 로열티도 수취하고 있다. 또한 중국의 Full Prospect 법인(안타스포츠와의 JV)으로부터 매출의 3%를 디자인수수료로 수취할 뿐만 아니라, 보통주 15%에 대한 지분법 이익 및 배당수익을 인식한다. 그리고 동사는 타이틀시스트, 풋조이 등 골프 의류 및 용품 판매사업을 영위하고 있는 아쿠시네트 지분 53%를 보유하고 있다.

한편, 고유의 헤리티지를 담은 레트로풍 디자인으로서 투박해 보이는 운동화인 어글리 슈즈와 더불어 펜디 등과의 콜라보레이션 등을 통하여 중국, 미국, 유럽 등 세계시장에서 글로벌 스포츠 브랜드 힐라(FILA)의 상승세가 두드러지고 있다. 이는 곧 헤리티지 브랜드로서의 입지를 구축하는 것으로서 향후 브랜드 로열티 상승의 일조를 할 것이다.

애자일(Agile)한 조직에서 트렌드를 이끌면서 실적향상의 지속성을 높여준다

몇 년 전까지만 해도 고루한 브랜드 이미지로 침체기를 겪었던 동사는 2015년부터 타깃 소비층을 시장 전반에 구매력 있는 3040 대에서, 트렌드를 확산시키고 미래 주요 소비층이 될 세대인 1020 대를 주 고객층으로 하는 브랜드 리뉴얼 작업을 시작하였다. 이와 같은 브랜드 리뉴얼 효과가 올해부터 본격화 되면서 실적 턴어라운드의 원동력이 되고 있다.

또한 동사는 유행에 민감한 젊은 세대 트렌드에 대응하기 위해 중국 진장시에 글로벌 소싱센터를 구축하였다. 여기에서 샘플 개발 파트와 소싱 관리 파트로 나누어 직접 개발한 샘플을 즉시 생산할 수 있게 함으로써 생산 단가를 낮춰 가격 경쟁력을 확보할 수 있게 되었다.

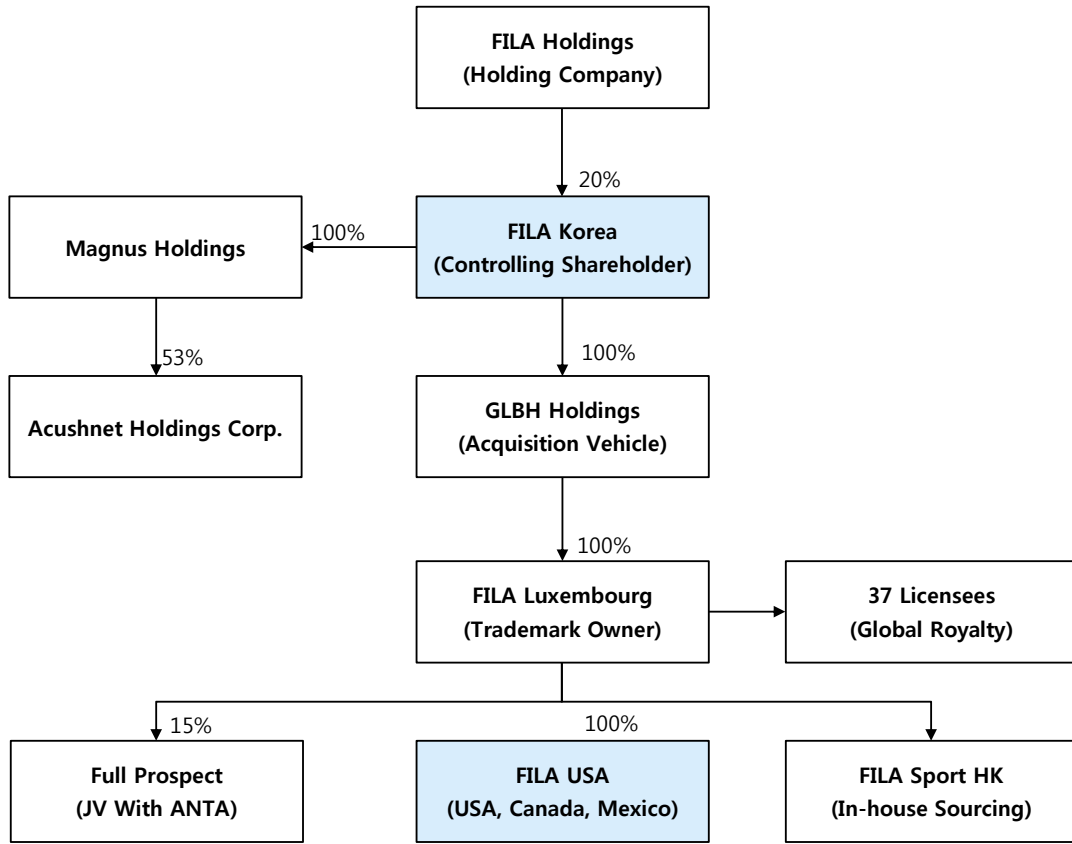
이와 같은 소싱센터를 통하여 젊은 세대 트렌드의 주기가 짧아지는 환경에 민첩하게 대응할 뿐만 아니라 가격 경쟁력을 통한 신제품 출시로 재고를 줄이면서 실적향상의 지속성을 이끌어 갈 수 있을 것이다.

실적향상의 지속성으로 동사 주가 한 단계 레벨업 될 듯

동사에 대하여 투자 의견 매수에 목표주가 72,000 를 제시한다. 목표주가는 Sum-of-part 밸류에이션에서 힐라부문 영업가치의 경우 2019 년 예상 세후영업이익에 Target PER 23.3 배(글로벌 PEER 평균에 20% 할인), 아쿠시네트 가치의 경우 평균시장가격을 적용하여 산출하였다.

올해부터 브랜드 리뉴얼 효과가 본격화 되면서 실적이 턴어라운드 되고 있을 뿐만 아니라, 무엇보다 애자일(Agile)한 조직 등이 실적향상의 지속성을 높여주고 있다. 이와 같은 실적향상의 지속성으로 동사의 주가는 한 단계 레벨업 될 수 있을 것이다.

그림74. 휠라코리아 지배구조



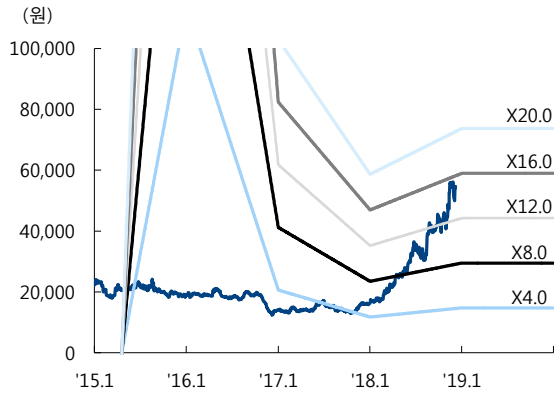
자료: 휠라코리아, 하이투자증권

표13. 휠라코리아 사업부문

Direct	FILA Korea	리테일 및 홀세일 distributor 기반 의류, 신발 판매 매장 수 582개(2018년 2분기 기준) FILA, FILA KIDS, FILA UNDERWEAR, FILA GOLF
	FILA USA	북미지역(미국, 캐나다, 멕시코) 홀세일 distributor 기반 신발 판매
Indirect	FILA Licensee	EMEA, 북미, 라틴아메리카, 아시아 등 37개 licensee 글로벌 FILA의 안정적 매출 및 이익 기여
	Full Prospect	2009년 ANTA Sports와 JV 설립(FILA 지분 15%) 중국, 홍콩, 마카오, 싱가포르 등에서 프리미엄 스포츠&라이프 스타일 상품 판매 디자인 서비스 수수료로 FILA Korea 홀세일 매출의 3% 차지 런칭 이후 매출 급성장 중
	Acushnet Hold.	FILA Korea가 Magnus Holdings 지분 100% 보유, Magnus Holdings는 Acushnet Holdings 지분 53% 보유 Acushnet Holdings는 골프용품 디자인, 생산, 판매 등 글로벌 사업 영위. 총 4개 세그먼트 보유(titleist Golf Balls, Titleist Golf Clubs, Titleist Golf Gear, and FootJoy Golf wear) 브랜드: Titleist, FootJoy Vokey, Scotty Cameron, Pinnacle

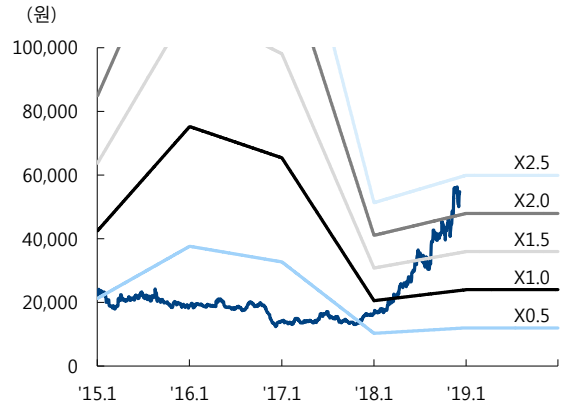
자료: 휠라코리아, 하이투자증권

그림75. 휠라코리아 PER 밴드



자료: 휠라코리아, 하이투자증권

그림76. 휠라코리아 PBR 밴드



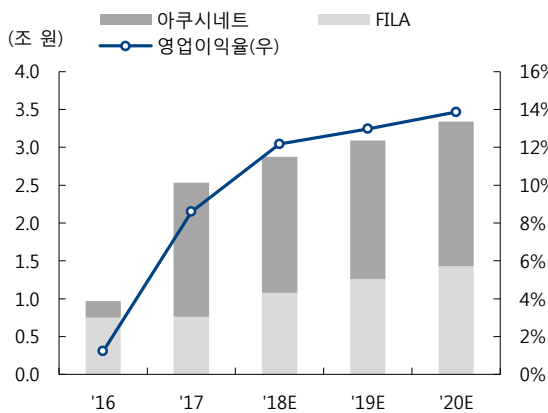
자료: 휠라코리아, 하이투자증권

표14. 휠라코리아 주당 가치(단위: 억원)

휠라부문 영업가치	33,319	2019 예상 NOPLT*Target PER 23.3(글로벌 PEER 평균에 20% 할인)
아쿠시네트	10,650	
NAV	43,969	
발행주식수	61,115,070	
주당 NAV(원)	71,945	

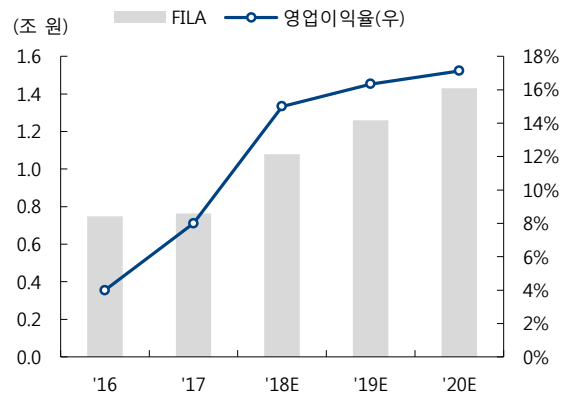
자료: 휠라코리아, 하이투자증권

그림77. 휠라코리아 실적 추이



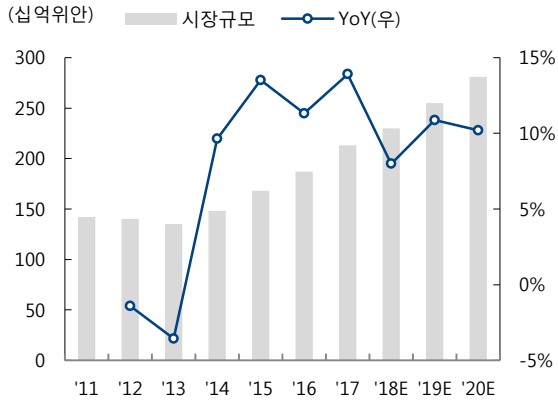
자료: 휠라코리아, 하이투자증권

그림78. FILA 부문 실적 추이



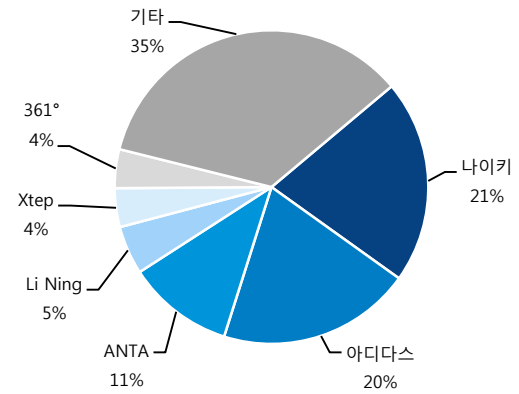
자료: 휠라코리아, 하이투자증권

그림79. 중국 스포츠웨어 시장규모 및 성장률 추이 및 전망



자료: Euromonitor, 하이투자증권

그림80. 2017년 중국 내 브랜드 시장점유율



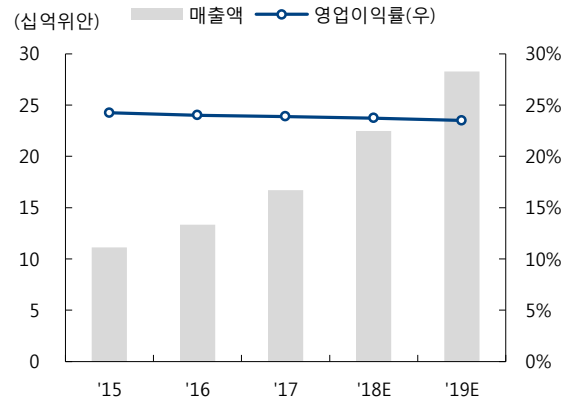
자료: Euromonitor, 하이투자증권

그림81. ANTA SPORTS 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림82. ANTA SPORTS 실적 추이 및 전망



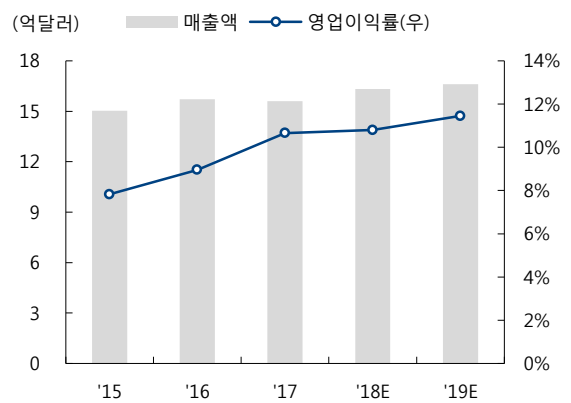
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림83. ACUSHNET HOLDINGS 시가총액 추이



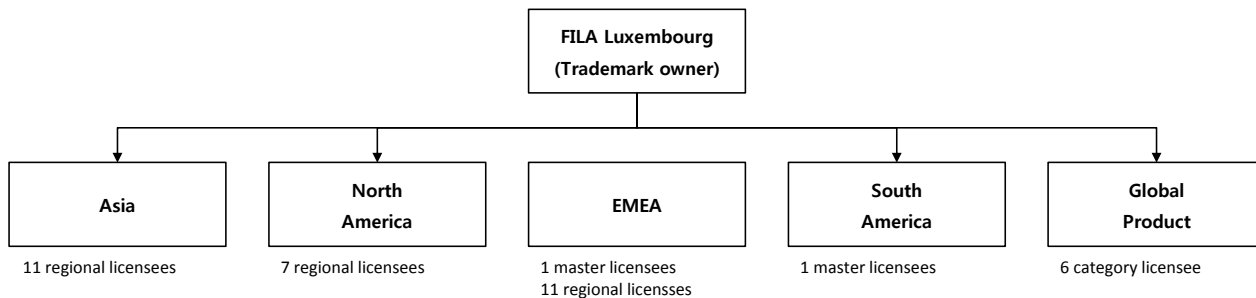
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림84. ACUSHNET HOLDINGS 실적 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림85. 휠라코리아 라이선스 현황



- 라이선스 기간: 5년(마스터 10년)
- 라이선스별 홀세일 수익 기반
- FILA 홀세일 수익의 평균 6-7% 수준
- 예상 수익 기반의 라이선스별 최소 MGR
- 반기마다 GCM(Global Collaboration Meetings) 회의를 통해 전략 가이드라인 설정

자료: 휠라코리아, 하이투자증권

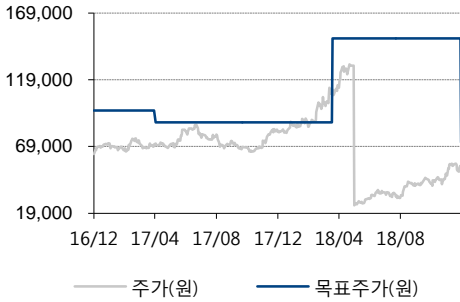
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,154	1,736	2,041	2,397	매출액	2,530	2,875	3,090	3,340
현금 및 현금성자산	108	591	816	1,079	증가율(%)	161.6	13.6	7.5	8.1
단기금융자산	30	29	29	30	매출원가	1,290	1,380	1,465	1,553
매출채권	387	403	371	434	매출총이익	1,241	1,495	1,625	1,787
재고자산	578	661	773	802	판매비와관리비	1,023	1,145	1,224	1,324
비유동자산	1,925	1,891	1,872	1,867	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	324	289	260	235	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,440	1,418	1,396	1,375	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	3,079	3,627	3,913	4,264	영업이익	217	350	401	463
유동부채	695	722	729	741	증가율(%)	1,737.1	60.9	14.6	15.5
매입채무	161	183	197	213	영업이익률(%)	8.6	12.2	13.0	13.9
단기차입금	213	213	213	213	이자수익	2	8	10	14
유동성장기부채	70	70	70	70	이자비용	53	53	53	53
비유동부채	1,150	1,150	1,150	1,150	지분법이익(손실)	12	23	32	42
사채	70	70	70	70	기타영업외손익	-4	-4	-2	0
장기차입금	786	786	786	786	세전계속사업이익	182	323	389	468
부채총계	1,845	1,872	1,879	1,891	법인세비용	74	78	94	113
자배주지분	799	1,254	1,464	1,732	세전계속이익률(%)	7.2	11.2	12.6	14.0
자본금	61	306	306	306	당기순이익	108	245	295	355
자본잉여금	118	118	118	118	순이익률(%)	4.3	8.5	9.5	10.6
이익잉여금	680	844	1,054	1,322	자배주구속 순이익	62	179	225	284
기타지분항목	-13	-13	-13	-13	기타포괄이익	-183	-	-	-
비자배주지분	435	501	570	641	총포괄이익	-75	245	295	355
자본총계	1,234	1,755	2,034	2,374	자배주구속총포괄이익	-43	179	225	284

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	30	415	461	501	주당지표(원)				
당기순이익	108	245	295	355	EPS	5,150	2,934	3,687	4,643
유형자산감가상각비	40	35	29	25	BPS	65,368	20,518	23,955	28,348
무형자산상각비	26	22	22	21	CFPS	10,607	3,864	4,522	5,396
지분법관련손실(이익)	12	23	32	42	DPS	250	250	250	250
투자활동 현금흐름	-52	-10	-12	-13	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PER	3.2	18.6	14.8	11.8
무형자산의 처분(취득)	2	-	-	-	PBR	0.2	2.7	2.3	1.9
금융상품의 증감	-38	483	225	265	PCR	1.5	14.2	12.1	10.1
재무활동 현금흐름	22	237	-19	-19	EV/EBITDA	4.2	9.5	8.0	6.6
단기금융부채의증감	-302	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	7.5	17.5	16.6	17.8
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA 이익률	11.2	14.2	14.6	15.2
배당금지급	-22	-3	-15	-15	부채비율	149.4	106.7	92.3	79.6
현금및현금성자산의증감	-42	484	224	263	순부채비율	81.1	29.5	14.4	1.2
기초현금및현금성자산	149	108	591	816	매출채권회전율(x)	6.4	7.3	8.0	8.3
기말현금및현금성자산	108	591	816	1,079	재고자산회전율(x)	4.3	4.6	4.3	4.2

자료 : 힐라코리아, 하이투자증권

힐라코리아
최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이건	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-04-10	Buy	87,000	6개월	-83.0%	-80.3%
2018-03-27(담당자변경)	Buy	150,000	1년	-75.6%	-62.5%
2018-12-11(담당자변경)	Buy	72,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3 등급) 종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이건 비율(%)	90.1%	9.9%	-