

# 힐라코리아 (081660)

## 4QRe: 깔끔한 실적 서프라이즈

### 일회성 비용 반영하더라도 실적 서프라이즈

힐라코리아 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 7,685억원(YoY +25.0%), 828억원(YoY +60.5%)으로 시장예상치(OP 795억원)을 상회했다(하나금융투자 추정치 764억원). 아쿠시네트 4분기 실적 발표는 2월 28일 예정이며, 힐라코리아 세부 실적 내용은 3월 사업보고서 공시와 함께 확인 가능하다. 하나금융투자는 아쿠시네트의 4분기 영업이익을 287억원으로 예상하는데 이는 계절적 비수기 및 전년 동기 높은 베이스를 감안한 수치이다. 연결 영업이익에서 이를 제외 시 힐라 본업에서만 540억원 가량의 영업이익 발생이 추정된다. 4분기 일회성비용(재고관련 비용+상여금: 총 70~100억원)을 더한다면 힐라 영업이익은 최소 600억원을 상회하는 호실적을 달성했을 것으로 예상된다.

### 해외시장 성장세 고무적

세부 실적 발표 전이지만 하나금융투자는 4분기 중국/미국시장에서 괄목할만한 성장세가 나타났을 것으로 예상된다. 주요 가정은 힐라KOREA 신발 정상가판매율 확대 기반 높은 영업이익률 유지 및 완만한 분기 로열티 매출증가 시현이다.

1)중국(Full prospect): 안타스포츠는 2018년 전사 매출이 전년 대비 44% 증가했음을 발표했다. 주 성장동력이 힐라 브랜드 라인업 확대와 점포 수 증가에 기인했다면 2018년 4분기 중국 디자인수수료 매출은 YoY 80% 이상 증가했을 것이다(18년말 기준 힐라 점포 수 YoY +52%, +566개). 2)미국: 글로벌 국가 중 가장 가파른 매출증가세를 보였을 것으로 판단한다. ASP가 높은 중고가 채널향 판매가 확대되며 P, Q 동반 상승에 기인한다. 가파른 미국시장점유율 확대는 밸류에이션 리레이팅 핵심 지표로 주목한다. 글로벌 브랜드 경쟁의 각축지이자 성장잠재력이 가장 높은 시장이다. 4분기 달러 강세 추세(YoY+5%) 또한 원화환산 매출에 우호적이었을 것이다(힐라코리아 연결 매출 80% 이상 달러로 발생).

### 투자의견 BUY, 목표주가 6.5만원 유지

힐라코리아에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 6.5만원을 유지한다(하나금융투자 밸류에이션 방식 <표4> 참고). 해외시장 확대 효과 기반 실적 추정치 상향 조정으로 현 주가는 12MF PER 15배로 여유가 있다. 안정적 외형성장이 지속되는 바 매수 전략이 유효하다.

### Earnings Review

**BUY**

| TP(12M): 65,000원 | CP(2월26일): 54,900원

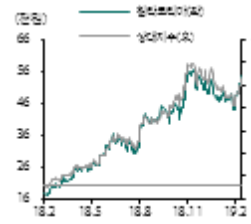
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,226.60
52주 최고/최저(원)	56,200/19,440
시가총액(십억원)	3,355.2
시가총액비중(%)	0.28
발행주식수(천주)	61,115.1
60일 평균 거래량(천주)	660.0
60일 평균 거래대금(십억원)	32.9
18년 배당금(예상,원)	50
18년 배당수익률(예상,%)	0.09
외국인지분율(%)	49.72
주요주주 지분율(%)	
에이치엠엔드디홀딩스 외 2인	20.11
KB자산운용	7.08
주가상승률	1M 6M 12M
절대	18.1 28.6 174.5
상대	15.5 32.4 203.0

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	2,906.5	3,169.4
영업이익(십억원)	350.5	403.7
순이익(십억원)	252.0	294.1
EPS(원)	2,883	3,396
BPS(원)	16,646	19,417

#### Stock Price



#### Financial Data (K-IFRS 연결)

투자지표	단위	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	십억원	967.1	2,530.3	2,961.5	3,204.3	3,313.3
영업이익	십억원	11.8	217.5	357.3	411.5	435.5
세전이익	십억원	431.1	181.8	343.3	392.2	421.1
순이익	십억원	323.3	62.4	185.6	218.5	237.2
EPS	원	5,684	1,030	3,037	3,575	3,881
증감률	%	흑전	(81.9)	194.9	17.7	8.6
PER	배	2.48	15.85	17.62	15.36	14.15
PBR	배	0.94	1.25	3.88	3.78	3.59
EV/EBITDA	배	71.29	8.64	11.13	10.31	10.05
ROE	%	48.35	7.53	22.62	25.27	26.05
BPS	원	15,035	13,074	13,780	14,519	15,274
DPS	원	50	50	50	50	50



Analyst 허제나  
02-3771-7375  
jn.huh@hanafn.com

표 1. 필라코리아 4분기 실적 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	4Q17	4Q18P	YoY (%,%p)	컨센서스	피리올(%)	하나금융 예상치	피리올(%)
매출	614	769	25.0	724	6.2	688	11.7
FILA	225	387					
국내	102	153					
미국	103	177					
로열티	10	17					
Acushnet	389	382					
영업이익	51	83	60.5	80	4.2	76	8.3
FILA	24	54					
국내	4	18					
미국	7	15					
로열티	10	17					
Acushnet	27	29					
세전이익	39	80					
지배순이익	10	41	331.7	33	27.2	29	42.3
영업이익률(%)	8.4	10.8		11.0			
FILA	10.8	14.0					
국내	4.2	12.0					
미국	6.9	8.7					
로열티	99.9	100.0					
Acushnet	7.0	7.5					
세전이익률(%)	6.4	10.4					
지배순이익률(%)	1.6	5.4					

주: 2018년 4분기 Acushnet 및 필라코리아 국가별 세부 실적은 하나금융투자 추정치  
 자료: 필라코리아, 하나금융투자

표 2. 필라코리아 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018년P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2019년F
매출	677	790	726	769	2,961	753	880	794	777	3,204
FILA	203	275	310	387	1,175	243	327	357	398	1,325
국내	104	131	134	153	521	123	154	158	152	587
미국	76	110	124	177	486	89	133	132	192	547
로열티	12	14	16	17	58	17	17	18	18	70
Acushnet	474	516	415	382	1,787	509	554	437	379	1,879
영업이익	85	116	74	83	357	102	130	94	86	412
FILA	22	46	49	54	171	38	55	60	66	219
국내	8	19	15	18	60	10	22	19	21	72
미국	1	7	10	15	34	6	10	11	18	45
로열티	12	14	16	17	58	17	17	18	18	70
Acushnet	63	70	25	29	187	68	75	26	29	197
세전이익	81	103	80	80	343	99	143	91	59	392
지배순익	38	66	40	41	186	52	82	63	22	219
영업이익률(%)	12.5	14.6	10.2	10.8	12.1	13.6	14.8	11.8	11.0	12.8
FILA	10.7	16.6	15.9	14.0	14.5	15.8	16.8	16.8	16.6	16.6
국내	7.9	14.2	11.2	12.0	11.5	8.3	14.5	11.7	13.9	12.3
미국	1.9	6.7	8.1	8.7	7.0	6.8	7.4	8.6	9.1	8.2
로열티	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Acushnet	13.4	13.6	5.9	7.5	10.5	13.4	13.6	5.9	7.5	10.5
세전이익률(%)	11.9	13.0	11.0	10.4	11.6	13.2	16.2	11.4	7.6	12.2
순이익률(%)	5.6	8.3	5.6	5.4	6.3	6.9	9.3	8.0	2.8	6.8

주: 2018년 4분기 Acushnet 및 필라코리아 국가별 세부 실적은 하나금융투자 추정치  
 자료: 필라코리아, 하나금융투자

표 3. 필라코리아 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출	967	2,530	2,962	3,204	3,313
FILA	748	763	1,175	1,325	1,429
국내	306	342	521	587	640
미국	371	345	486	547	575
로열티	40	42	58	70	75
Acushnet	219	1,767	1,787	1,879	1,884
영업이익	12	217	357	412	436
FILA	41	59	171	219	240
국내	(31)	1	60	72	81
미국	25	11	34	45	47
로열티	40	42	58	70	75
Acushnet	(30)	158	187	193	196
세전이익	431	182	343	392	421
지배순익	323	62	186	219	237
적정시가총액	6,467	1,248	3,341	3,934	4,270
주식수(천주)	61,115	61,115	61,115	61,115	61,115
적정주가(원)	105,815	20,416	54,667	64,363	69,875
적정PER(배)	20.0	20.0	18.0	18.0	18.0
EPS(원)	5,291	1,021	3,037	3,576	3,882
영업이익률(%)	1.2	8.6	12.1	12.8	13.1
FILA	5.5	7.8	14.5	16.5	16.8
국내	(10.1)	0.4	11.5	12.3	12.7
미국	6.7	3.1	7.0	8.2	8.2
로열티	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Acushnet	(13.5)	9.0	10.5	10.3	10.4
매출 (YoY,%)	18.6	161.6	17.0	8.2	3.4
FILA	(8.3)	2.0	53.9	12.8	7.9
국내	(11.7)	11.9	52.0	12.8	9.0
미국	2.4	(7.2)	41.1	12.4	5.1
로열티	(4.5)	5.2	39.5	20.3	7.1
Acushnet	-	707.3	1.1	5.2	0.3
영업이익 (YoY,%)	(85.3)	1,737.1	64.3	15.2	5.8
FILA	(48.6)	43.0	187.9	28.2	9.6
국내	적지	흑전	4,140.5	20.3	12.9
미국	10.5	(57.3)	223.0	31.4	5.1
로열티	(4.5)	5.2	39.5	20.3	7.1
Acushnet	-	흑전	18.0	3.3	1.6
순이익 (YoY,%)	흑전	(80.7)	197.5	17.7	8.6

자료: 필라코리아, 하나금융투자

표 4. 필라코리아 SoTP Valuation

(단위: 십억원)

구분	2019F	비 고
FILA 영업가치(A)	2,211	
KOREA 순이익	34	Full Prospect 디자인 수수료 제외 순수 국내
USA 순이익	34	
Royalty	70	
적정PER(배)	16.0	국내 브랜드업체 평균 PER에 성장성 감안 50% 프리미엄
Full Prospect 지분가치(B)	1,046	
디자인 수수료	29	
지분법 이익	27	보통주 지분율 15%
배당 수익	2	연간 배당수익 240만불
적정PER(배)	18.0	Anta Sports 19년 예상 PER 18배
Acushnet 기업가치(C)	1,395	지분 53.1%에 대한 기업 가치
당기순이익	131	
적정PER(배)	20.0	글로벌 스포츠 브랜드 평균 PER 25배에 20% 할인
순차입금(D)	600	FILA Group 차입금(Acushnet 차입금 4천억원 제외)
적정 시가총액(A+B+C-D)	4,053	
발행주식수(천주)	61,115	
적정주가(원)	65,313	

자료: 필라코리아, 하나금융투자

추정 재무제표

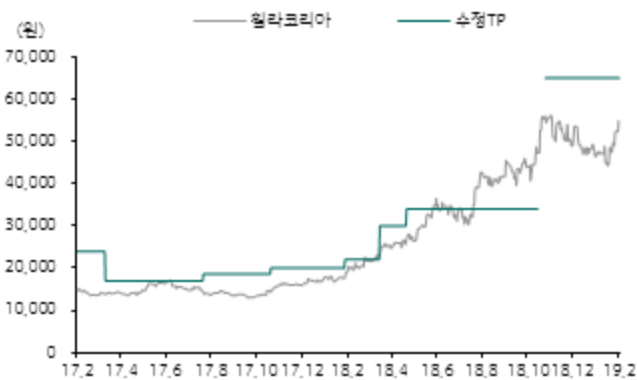
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>967.1</b>	<b>2,530.3</b>	<b>2,961.5</b>	<b>3,204.3</b>	<b>3,313.3</b>
매출원가	548.2	1,289.8	1,483.3	1,612.7	1,667.9
매출총이익	418.9	1,240.5	1,478.2	1,591.6	1,645.4
판매비	407.1	1,023.1	1,120.9	1,180.1	1,209.9
<b>영업이익</b>	<b>11.8</b>	<b>217.5</b>	<b>357.3</b>	<b>411.5</b>	<b>435.5</b>
금융손익	14.1	(43.7)	(42.9)	(42.1)	(41.2)
종속/관계기업손익	(61.8)	12.5	20.1	27.2	31.3
기타영업외손익	466.9	(4.5)	8.8	(4.4)	(4.5)
<b>세전이익</b>	<b>431.1</b>	<b>181.8</b>	<b>343.3</b>	<b>392.2</b>	<b>421.1</b>
법인세	119.9	73.7	111.5	125.5	134.7
계속사업이익	311.1	108.1	231.8	266.7	286.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>311.1</b>	<b>108.1</b>	<b>231.8</b>	<b>266.7</b>	<b>286.4</b>
비지배주주지분 손이익	(12.2)	45.7	185.6	218.5	237.2
<b>지배주주순이익</b>	<b>323.3</b>	<b>62.4</b>	<b>185.6</b>	<b>218.5</b>	<b>237.2</b>
지배주주지분포괄이익	378.5	(68.1)	210.4	242.1	259.9
NOPAT	8.5	129.3	241.3	279.8	296.2
EBITDA	31.8	283.6	420.4	471.2	491.4
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	18.6	161.6	17.0	8.2	3.4
NOPAT증가율	(86.1)	1,421.2	86.6	16.0	5.9
EBITDA증가율	(64.8)	791.8	48.2	12.1	4.3
영업이익증가율	(85.4)	1,743.2	64.3	15.2	5.8
(지배주주)순이익증가율	흑전	(80.7)	197.4	17.7	8.6
EPS증가율	흑전	(81.9)	194.9	17.7	8.6
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	43.3	49.0	49.9	49.7	49.7
EBITDA이익률	3.3	11.2	14.2	14.7	14.8
영업이익률	1.2	8.6	12.1	12.8	13.1
계속사업이익률	32.2	4.3	7.8	8.3	8.6
<b>투자지표</b>					
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	5,684	1,030	3,037	3,575	3,881
BPS	15,035	13,074	13,780	14,519	15,274
CFPS	(777)	4,075	7,337	8,057	8,446
EBITDAPS	559	4,682	6,879	7,711	8,040
SPS	17,001	41,773	48,458	52,431	54,214
DPS	50	50	50	50	50
<b>주가지표(배)</b>					
PER	2.5	15.8	17.6	15.4	14.1
PBR	0.9	1.2	3.9	3.8	3.6
PCFR	N/A	4.0	7.3	6.8	6.5
EV/EBITDA	71.3	8.6	11.1	10.3	10.0
PSR	0.8	0.4	1.1	1.0	1.0
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	48.4	7.5	22.6	25.3	26.1
ROA	14.8	1.9	5.8	6.4	6.5
ROIC	0.5	5.2	9.8	10.9	10.9
부채비율	159.9	149.4	129.9	109.3	91.3
순부채비율	78.1	82.4	56.1	41.5	28.8
이자보상배율(배)	0.6	4.1	7.0	8.3	9.1

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>1,241.0</b>	<b>1,154.1</b>	<b>1,424.8</b>	<b>1,675.9</b>	<b>1,915.9</b>
금융자산	175.3	137.3	310.9	379.8	479.7
현금성자산	149.4	107.7	276.2	342.3	441.0
매출채권 등	400.5	387.3	418.3	468.5	492.0
재고자산	608.9	578.4	636.2	763.4	878.0
기타유동자산	56.3	51.1	59.4	64.2	66.2
<b>비유동자산</b>	<b>2,143.9</b>	<b>1,924.8</b>	<b>1,894.8</b>	<b>1,859.6</b>	<b>1,819.8</b>
투자자산	40.2	47.5	55.5	60.1	62.1
금융자산	22.9	20.9	24.5	26.5	27.4
유형자산	344.5	323.5	310.4	295.1	277.0
무형자산	<b>1,626.9</b>	<b>1,440.4</b>	<b>1,415.4</b>	<b>1,391.0</b>	<b>1,367.2</b>
기타비유동자산	<b>132.3</b>	<b>113.4</b>	<b>113.5</b>	<b>113.4</b>	<b>113.5</b>
<b>자산총계</b>	<b>3,384.9</b>	<b>3,078.9</b>	<b>3,319.6</b>	<b>3,535.6</b>	<b>3,735.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,193.0</b>	<b>694.6</b>	<b>781.4</b>	<b>779.9</b>	<b>758.3</b>
금융부채	589.7	292.0	363.7	379.6	395.0
매입채무 등	534.8	347.7	356.9	336.2	297.6
기타유동부채	68.5	54.9	60.8	64.1	65.7
<b>비유동부채</b>	<b>889.7</b>	<b>1,150.0</b>	<b>1,094.1</b>	<b>1,066.8</b>	<b>1,024.2</b>
금융부채	<b>602.5</b>	<b>861.8</b>	<b>756.8</b>	<b>701.8</b>	<b>646.8</b>
기타비유동부채	287.2	288.2	337.3	365.0	377.4
<b>부채총계</b>	<b>2,082.8</b>	<b>1,844.6</b>	<b>1,875.5</b>	<b>1,846.7</b>	<b>1,782.5</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>857.6</b>	<b>799.0</b>	<b>842.1</b>	<b>887.3</b>	<b>933.4</b>
자본금	57.0	61.1	61.1	61.1	61.1
자본잉여금	105.6	117.8	117.8	117.8	117.8
자본조정	(8.7)	(13.1)	(13.1)	(13.1)	(13.1)
기타포괄이익누계액	38.5	(46.5)	(46.5)	(46.5)	(46.5)
이익잉여금	665.1	679.7	722.8	768.0	814.1
<b>비지배주주지분</b>	<b>444.6</b>	<b>435.3</b>	<b>602.0</b>	<b>801.5</b>	<b>1,019.8</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,302.2</b>	<b>1,234.3</b>	<b>1,444.1</b>	<b>1,688.8</b>	<b>1,953.2</b>
순금융부채	1,016.9	1,016.5	809.6	701.6	562.1
<b>현금흐름표</b>					
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>(3.5)</b>	<b>30.0</b>	<b>255.8</b>	<b>149.8</b>	<b>174.2</b>
당기순이익	311.1	108.1	231.8	266.7	286.4
조정	(274.9)	125.1	56.9	55.0	52.5
감가상각비	19.9	66.1	63.1	59.7	55.9
외환거래손익	4.7	(7.6)	(6.2)	(4.8)	(3.3)
지분법손익	(411.0)	(12.5)	0.0	0.0	0.0
기타	111.5	79.1	(0.0)	0.1	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(39.7)	(203.2)	(32.9)	(171.9)	(164.7)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(269.1)</b>	<b>(51.6)</b>	<b>(50.9)</b>	<b>(41.6)</b>	<b>(33.0)</b>
투자자산감소(증가)	37.4	5.3	(27.0)	(23.5)	(21.0)
유형자산감소(증가)	(23.1)	(39.2)	(25.0)	(20.0)	(14.0)
기타	(283.4)	(17.7)	1.1	1.9	2.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>370.1</b>	<b>22.2</b>	<b>(36.4)</b>	<b>(42.1)</b>	<b>(42.6)</b>
금융부채증가(감소)	864.8	(38.4)	(33.3)	(39.1)	(39.6)
자본증가(감소)	2.0	16.3	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(493.9)	66.1	(0.0)	0.1	0.1
배당지급	(2.8)	(21.8)	(3.1)	(3.1)	(3.1)
<b>현금의 증감</b>	<b>102.5</b>	<b>(41.7)</b>	<b>168.5</b>	<b>66.1</b>	<b>98.6</b>
Unlevered CFO	(44.2)	246.8	448.4	492.4	516.2
Free Cash Flow	(26.8)	(9.4)	230.8	129.8	160.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

힐라코리아



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.20	BUY	65,000		
18.11.20	담당자변경	65,000	-	
18.5.17	BUY	34,000	8.93%	43.38%
18.4.11	BUY	30,000	-15.22%	-11.33%
18.2.23	BUY	22,000	-4.06%	4.55%
17.11.15	BUY	20,000	-16.83%	-10.00%
17.8.16	BUY	18,600	-25.90%	-20.97%
17.4.6	BUY	17,000	-11.13%	0.59%
16.11.23	BUY	24,000	-42.62%	-37.50%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.7%	6.7%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 2월 25일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(허제나)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 02월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(허제나)는 2019년 02월 27일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.