

힐라코리아

BUY(유지)

081660 기업분석 | 의류

목표주가(상향)	93,000원	현재주가(04/08)	75,500원	Up/Downside	+23.2%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2019. 04. 09

한번 더! 주가 레벨업 머지 않았다

Comment

1Q19에도 로열티수익 증가에 따른 이익 레버리지 효과 부각: FILA의 로고 가치가 상승기에 있는 지금, 1Q19에도 글로벌 로열티 수익을 비롯한 해외 실적 성장세가 이전 분기 못지 않게 강했을 것으로 판단한다. 작년 10월 밀라노패션쇼를 전후해 유럽 로열티 수익이 2배 증가했고, 라이선스 계약이 중장기적이면서도 본래 분기 변동이 적은 사업 구조 특성상 적어도 올해 상반기까진 기저효과를 기대해볼 수 있을 전망이다. 아시아 로열티 수익과 중국 ANTA사로부터 받는 디자인 수수료도 영업 상황 호조에 따라 전분기 성장률을 유지했을 것으로 보여 여전히 로열티 수익 증가에 따른 이익 레버리지 효과가 극대화되는 시기이다.

국내 성장세 둔화되지만 여전히 독보적인 성장률 유지할 것: 중국발 수수료 매출을 제외한 국내법인의 상품 매출 성장세가 둔화되는 국면이지만 4Q18에 시장 평균을 상당히 웃도는 20% 성장세를 기록했고, 기존의 디스럽터 운동화 등 몇몇 이슈 아이টে 쏠리던 소비자 이목을 분산 시키려는 노력으로 기대보다 FILA 브랜드의 이미지가 새롭게 개선되는 모습 또한 긍정적이라 판단한다. 신생 브랜드가 정상 반열에 올라서기까지 브랜드 사이클이 1년 6개월~2년임을 고려한다면 상반기 국내법인 성장세에 의심의 여지가 없다고 보여진다. 1Q19 연결매출 7,790억원(+15.1%YoY), 영업이익 1,200억원(+41.2%YoY)으로 시장 기대치를 상회할 수 있을 전망으로 긍정적 관점을 유지한다.

Action

목표주가 상향, Top Pick 유지: FILA 브랜드의 재평가가 이뤄지고 있는 시기로 높은 성장률이 유지될 수 있을 것인가에 대한 시장 우려를 상반기엔 접어도 될 듯하다. 로열티 수익과 해외법인 성장세, 환율 효과를 감안해 연간 추정치를 10% 이상 상향했고, 목표주가가 93,000원으로 상향한다. 업종 최선호주 관점을 유지하며, 적어도 1Q19 실적 시즌 전까지 현 주가 상승세를 즐겨보자.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data	
FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E	52주 최저/최고	22,100/78,400원
매출액	2,530	2,955	3,333	3,730	4,071	KOSDAQ /KOSPI	752/2,207pt
(증가율)	161.6	16.8	12.8	11.9	9.1	시가총액	45,103억원
영업이익	217	357	464	540	621	60일-평균거래량	571,172
(증가율)	1,737.1	64.2	29.9	16.5	15.0	외국인지분율	53.7%
지배주주순이익	62	144	256	310	343	60일-외국인지분율변동추이	+6.3%p
EPS	1,030	2,349	4,194	5,069	5,618	주요주주	에이치엠엔드디홀딩스 외 2인 20.1%
PER (H/L)	16.8/12.4	24.7/6.9	17.6	14.6	13.1	(천원)	
PBR (H/L)	1.3/1.0	3.6/1.0	3.6	2.9	2.4	주간상승률	1M 28.1, 3M 50.5, 12M 228.0
EV/EBITDA (H/L)	8.8/7.7	11.3/5.6	10.7	9.0	7.5	절대기준	28.1, 50.5, 228.0
영업이익률	8.6	12.1	13.9	14.5	15.3	상대기준	27.2, 37.1, 258.0
ROE	7.5	16.0	22.9	22.2	19.9		

도표 1. 힐라코리아 실적 추정치 조정

(단위: 억원 %)

	19년E			20년E		
	수정후	수정전	%차이	수정후	수정전	%차이
매출액	33,330	32,867	1.4	37,301	35,240	5.8
영업이익	4,638	4,161	11.5	5,402	4,664	15.8
순이익	3,751	3,359	11.7	4,533	3,952	14.7
지배주주순익	2,563	2,295	11.7	3,098	2,710	14.3

자료: DB금융투자

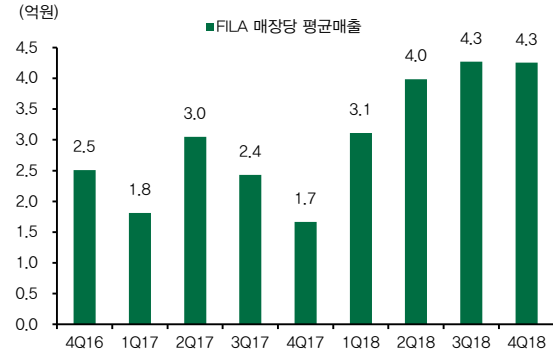
도표 2. 힐라코리아 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	17	18	19E	20E
연결매출	6,769	7,902	7,259	7,617	7,790	8,927	7,867	8,747	25,303	29,546	33,330	37,301
%YoY	3.6	14.0	27.5	24.0	15.1	13.0	8.4	14.8	161.6	16.8	12.8	11.9
1. 상품매출	6,590	7,685	7,020	7,342	7,494	8,593	7,517	8,398	24,703	28,637	32,003	35,745
%YoY	3.0	13.4	26.5	22.8	13.7	11.8	7.1	14.4	170.7	15.9	11.8	11.7
1)KOREA	990	1,246	1,281	1,242	1,306	1,609	1,665	1,593	3,299	4,759	6,172	6,915
%YoY	54.9	35.0	67.7	27.7	31.9	29.1	30.0	28.2	10.8	44.3	29.7	12.0
2)USA	756	1,101	1,229	1,893	1,088	1,429	1,616	2,091	3,445	4,979	6,224	8,129
%YoY	8.6	14.8	61.7	83.8	43.9	29.8	31.5	10.5	-7.2	44.5	25.0	30.6
3)Acushnet	4,737	5,156	3,888	4,195	4,946	5,357	4,043	4,413	17,671	17,976	18,759	19,509
%YoY	-5.5	6.6	-1.1	7.8	4.4	3.9	4.0	5.2	-	1.7	4.4	4.0
2. 수수료매출	179	217	239	275	296	333	350	348	600	910	1,327	1,556
%YoY	28.4	44.4	64.4	66.8	65.0	53.3	46.4	26.8	9.8	51.7	45.8	17.3
1)Global	115	141	159	174	181	191	202	206	407	589	780	899
%YoY	16.1	40.0	49.5	71.6	57.3	35.1	27.2	18.5	3.3	44.5	32.4	15.4
2)China	64	76	80	101	115	142	147	143	192	321	547	657
%YoY	58.4	53.5	105.3	59.1	78.9	87.3	84.5	41.2	26.5	66.8	70.4	20.0
매출총이익	3,420	4,043	3,539	3,674	4,013	4,693	4,071	4,534	12,405	14,675	17,311	19,499
GPM	50.5	51.2	48.7	48.2	51.5	52.6	51.7	51.8	49.0	49.7	51.9	52.3
%YoY	11.2	15.0	27.6	20.8	17.3	16.1	15.0	23.4	196.1	18.3	18.0	12.6
영업이익	849	1,157	739	826	1,200	1,424	902	1,112	2,175	3,571	4,638	5,402
OPM	12.5	14.6	10.2	10.8	15.4	15.9	11.5	12.7	8.6	12.1	13.9	14.5
%YoY	73.8	41.8	107.8	60.5	41.2	23.1	22.1	34.7	1,737.1	64.2	29.9	16.5
(법인별 OPM)												
FILA KOREA	7.9	14.2	11.2	11.2								
FILA USA	1.9	6.7	8.1	15.6								
Acushnet	14.1	13.5	14.5	15.5								

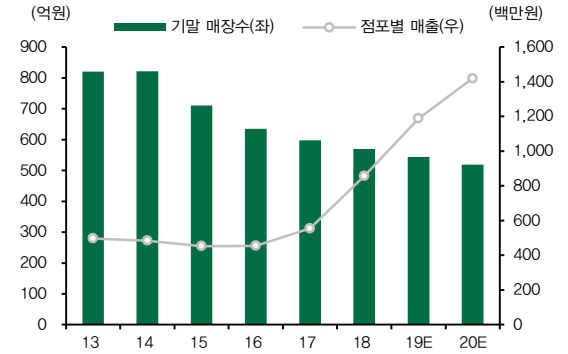
자료: DB 금융투자

도표 3. 국내 매장당 평균매출 100%YoY 이상씩 증가



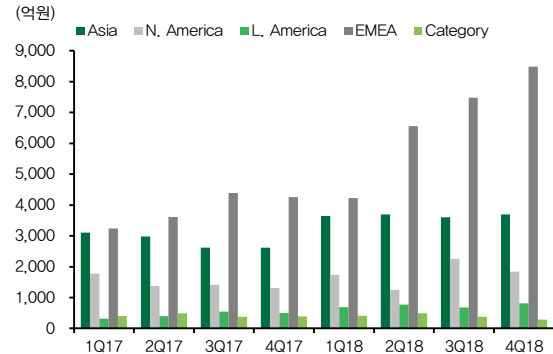
자료: DB금융투자

도표 4. 매장수 순증 없이, 기존점 효율 증가 예상



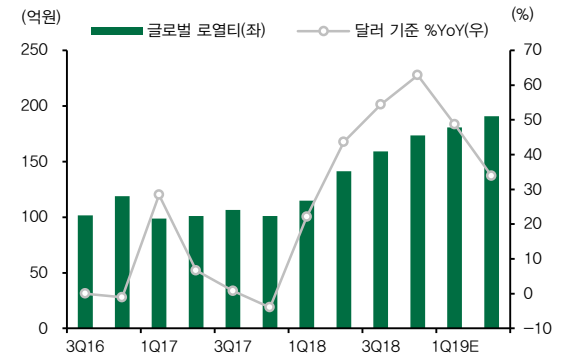
자료: DB금융투자

도표 5. 밀라노패션쇼 전후로 유럽향 로열티 수익 고성장세



자료: DB금융투자

도표 6. 로열티 매출 최소한 상반기는 가져효과 부각 가능



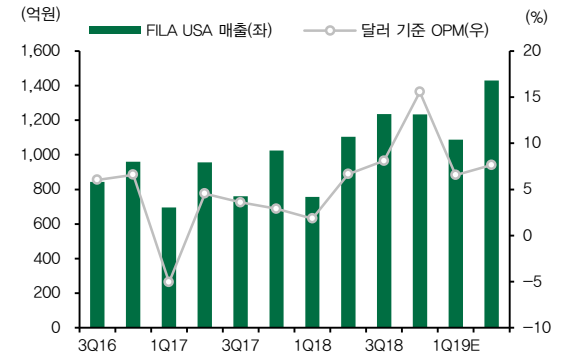
자료: DB금융투자

도표 7. 별도 영업이익률 개선을 이끄는 중국발 디자인 수수료



자료: DB금융투자

도표 8. 미국법인 매출 성장에 따른 이익률 개선 추세



자료: DB금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산실역원					
유동자산	1,154	1,338	1,796	2,169	2,600
현금및현금성자산	108	149	219	573	803
매출채권및기타채권	387	474	589	593	654
재고자산	578	632	872	863	938
비유동자산	1,925	1,966	2,005	2,022	2,155
유형자산	324	311	375	415	571
무형자산	1,440	1,492	1,468	1,445	1,423
투자자산	47	65	63	63	63
자산총계	3,079	3,304	3,801	4,192	4,755
유동부채	695	672	797	737	802
매입채무및기타채무	348	426	570	521	585
단기차입금및단기차채	213	174	154	144	144
유동성장기부채	70	0	0	0	0
비유동부채	1,150	1,126	1,126	1,126	1,126
사채및장기차입금	856	808	808	808	808
부채총계	1,845	1,798	1,922	1,863	1,927
자본금	61	61	61	61	61
자본잉여금	118	118	118	118	118
이익잉여금	680	822	1,076	1,382	1,723
비자배주주지분	435	515	634	777	936
자본총계	1,234	1,506	1,879	2,329	2,828

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산실역원					
매출액	2,530	2,955	3,333	3,730	4,071
매출원가	1,290	1,487	1,602	1,780	1,916
매출총이익	1,241	1,468	1,731	1,950	2,155
판관비	1,023	1,110	1,267	1,410	1,534
영업이익	217	357	464	540	621
EBITDA	284	423	550	633	742
영업외손익	-36	-20	96	136	129
금융손익	-44	-56	62	92	74
투자손익	12	20	21	26	32
기타영업외손익	-4	16	13	18	23
세전이익	182	337	560	677	750
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	108	210	375	453	502
자배주주지분순이익	62	144	256	310	343
비자배주주지분순이익	46	67	119	144	159
총포괄이익	-75	280	375	453	502
증감률(%YoY)					
매출액	161.6	16.8	12.8	11.9	9.1
영업이익	1,737.1	64.2	29.9	16.5	15.0
EPS	-81.9	128.0	78.6	20.9	10.8

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

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산실역원					
영업활동현금흐름	30	275	253	496	506
당기순이익	108	210	375	453	502
현금유출이없는비용및수익	138	120	308	339	389
유형및무형자산상각비	66	65	86	93	120
영업관련자산부채변동	-202	-107	-246	-72	-139
매출채권및기타채권의감소	0	-91	-115	-4	-61
재고자산의감소	-4	-43	-239	9	-75
매입채무및기타채무의증가	15	61	145	-50	64
투자활동현금흐름	-52	-25	-110	-82	-224
CAPEX	-39	-85	-127	-110	-253
투자자산의순증	5	3	2	0	0
재무활동현금흐름	22	-214	-73	-61	-51
사채및차입금의 증가	-38	-168	-20	-10	0
자본금및자본잉여금의증가	16	0	0	0	0
배당금지급	-22	-24	-3	-3	-3
기타현금흐름	-42	6	0	0	0
현금의증가	-42	41	70	353	230
기초현금	149	108	149	219	573
기말현금	108	149	219	573	803

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당자표(원)					
EPS	1,030	2,349	4,194	5,069	5,618
BPS	13,074	16,226	20,370	25,390	30,958
DPS	50	50	50	50	50
Multiple(배)					
P/E	15.8	22.8	17.6	14.6	13.1
P/B	1.2	3.3	3.6	2.9	2.4
EV/EBITDA	8.6	10.9	10.7	9.0	7.5
수익성(%)					
영업이익률	8.6	12.1	13.9	14.5	15.3
EBITDA마진	11.2	14.3	16.5	17.0	18.2
순이익률	4.3	7.1	11.3	12.2	12.3
ROE	7.5	16.0	22.9	22.2	19.9
ROA	3.3	6.6	10.6	11.3	11.2
ROIC	5.3	9.1	11.7	12.7	13.8
안정성및기타					
부채비율(%)	149.4	119.3	102.3	80.0	68.1
이자보상배율(배)	4.1	6.6	9.4	11.1	12.8
배당성향(배)	2.8	1.5	0.8	0.7	0.6

자료: 힐라코리아 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 언급한 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 게재된 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 것이나 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 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

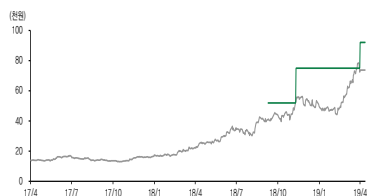
■ 기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- 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

힐라코리아 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	-26.7	4.5					
19/04/09	Buy	93,000	-	-					

주: *표는 담당자 변경