

힐라코리아 (081660)

3QRe: 아쿠시네트 기대치 상회, FILA는 부합

3Q OP 1,249억원으로 시장 기대치 상회

3분기 연결 매출액과 영업이익 각각 8,670억원(YoY 19.4%), 1,249억원(YoY 69%)을 시현했다. 11/1일 발표된 아쿠시네트 영업이익이 컨센서스를 약 150억원 상회했다는 점을 감안 시 힐라 본업 영업이익은 시장 기대치에 부합했다. **1)FILA 그룹:** 매출액 YoY 18.7%, 영업이익 47.5% 증가했다. ①**국내:** 매출 1,498억원(YoY 12.2%), 영업이익 265억원(YoY 76.8%)을 시현했다(OPM YoY 6.5%p). 중국 디자인수수료(YoY 34.6%) 제외 시 국내 매출 YoY 11.3% 증가했다(OPM YoY 6%p). ②**미국:** 매출 1,757억(YoY 42.2%), 영업이익 124억원(YoY 23.6%)을 시현했다(OPM YoY -1.1%p). ③**로열티:** YoY 40.6%, QoQ 10.4% 증가했다. **2)아쿠시네트:** 매출 4,986억 (YoY 20%), 영업이익 523억원(YoY 111.8%)으로 클럽 신제품 출시 및 KJUS 인수 효과로 시장 기대치 큰 폭 상회했다.

이익률에 대한 눈높이: 국내 높이고, 미국 낮추고...

①**국내:** 높아진 브랜드력 기반 메인 브랜드와 키즈의 정상가 판매율이 제고, 소싱 채널 단일화 효과로 매출 확대에 따른 이익률 개선이 지속되고 있다. ②**미국:** 고단가 제품 디스럽터 판매량 감소하며 이익률 둔화되는 모습이다(매출 비중: 1Q19 약 29%→ 3Q19 16%, 美 신발 매출 비중 80%). 원인은 크게 두 가지로, 어글리슈즈 end-cycle 진입에 따른 자연 성장률 둔화, 2분기 선적 지연되었던 저단가 채널(Costco)향 물량이 3분기 이연 반영된 영향이다. Finish line향 판매량은 전분기 수준 유지, 신규 제품 매출 증가분이 기존 제품 둔화분을 온전히 상쇄하진 못했다. 1, 2분기 미국법인 일회성비용 제외 영업이익률이 10% 상회했던 것 감안한다면 낮아진 수익성은 다소 아쉽다. ③**로열티:** 상대적으로 의류 매출 비중 높은 EMEA 지역 성장률 YoY, QoQ 모두 뚜렷, 타 지역은 QoQ 감소했다.

멀티플 매력적, 실적 추정치 보수적 접근 필요

투자의견 BUY, 목표주가 8.4만원 유지한다. 현 주가는 2020년 예상 실적 기준 PER 약 12배로 글로벌 브랜드 대비 확연히 저평가, 매력적인 수준이다. 다만 글로벌 시장 실적 눈높이는 낮추어야 할 것으로 본다. 미국 시장 고단가 신발 판매량 추세적 회복, 의류 매출 증가 선행된다면 ASP 상승 기반 수익성 개선을 기대할 수 있다. 신규 유통 채널향 매출 확대 여부도 중요 체크 포인트다. 중장기 관점 저가 매수 유효하다.

Earnings Review

BUY

TP(12M): 84,000원 | CP(11월11일): 59,500원

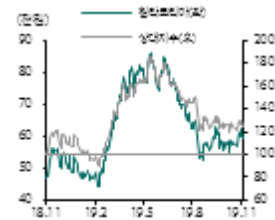
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,124.09
52주 최고/최저(원)	85,800/44,250
시가총액(십억원)	3,636.3
시가총액비중(%)	0.30
발행주식수(천주)	61,115.1
60일 평균 거래량(천주)	785.5
60일 평균 거래대금(십억원)	45.7
19년 배당금(예상,원)	203
19년 배당수익률(예상,%)	0.34
외국인지분율(%)	40.64
주요주주 지분율(%)	
에이치엠엔드디홀딩스 외 2인	20.11
국민연금공단	12.67
주가상승률	1M 6M 12M
절대	2.4 (23.9) 25.8
상대	(1.4) (24.5) 23.5

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	3,478.9	3,752.3
영업이익(십억원)	466.0	523.6
순이익(십억원)	331.0	373.6
EPS(원)	4,206	4,821
BPS(원)	20,636	25,297

Stock Price



Financial Data (K-IFRS 연결)

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	2,530.3	2,954.6	3,502.9	3,793.8	3,988.8
영업이익	십억원	217.5	357.1	508.1	547.6	590.8
세전이익	십억원	181.8	337.1	512.3	539.5	588.7
순이익	십억원	62.4	143.5	272.9	289.3	318.4
EPS	원	1,030	2,349	4,465	4,734	5,210
증감률	%	(81.9)	128.1	90.1	6.0	10.1
PER	배	15.85	22.78	13.33	12.57	11.42
PBR	배	1.25	3.30	2.80	2.32	1.94
EV/EBITDA	배	8.64	10.89	7.58	6.93	6.33
ROE	%	7.53	16.03	23.81	20.16	18.50
BPS	원	13,074	16,226	21,268	25,684	30,646
DPS	원	50	50	203	233	263



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

표 1. 힐라코리아 3분기 실적 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	3Q18	3Q19	YoY (%,%p)	컨센서스	편리율(%)	하나금융 예상치	편리율(%)
매출	726	867	19.4	828	4.7	832	4.2
FILA	310	368	18.7				
국내	134	150	12.2				
미국	124	176	42.2				
로열티	16	23	40.6				
Acushnet	415	499	20.0				
영업이익	74	125	69.0	99	26.5	101	23.6
FILA	49	73	47.5				
국내	15	26	76.8				
미국	10	12	23.6				
로열티	16	23	40.6				
Acushnet	25	52	111.8				
세전이익	80	143	78.7				
지배순이익	40	81	99.4	59	35.6	63	27.3
영업이익률(%)	10.2	14.4	4.2				
FILA	15.9	19.7	3.8				
국내	11.2	17.7	6.5				
미국	8.1	7.0	(1.1)				
로열티	100.0	100.0	0.0				
Acushnet	5.9	10.5	4.5				
세전이익률(%)	11.0	16.5	5.5				
지배순이익률(%)	5.6	9.3	3.7				

주: 2019년 3분기 힐라코리아 영업외이익(한국법인 사옥매각대금) 약 190억원 발생
 자료: 힐라코리아, 하나금융투자

표 2. 힐라코리아 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018년	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2019년F
매출	677	790	726	762	2,955	835	959	867	842	3,503
FILA	203	275	310	369	1,157	347	421	368	432	1,568
국내	104	131	134	132	500	139	161	150	154	604
미국	76	110	124	189	498	158	165	176	204	702
로열티	12	14	16	17	59	19	20	23	24	86
Acushnet	474	516	415	393	1,798	488	539	499	410	1,935
영업이익	85	116	74	83	357	116	145	125	123	508
FILA	22	46	49	58	175	59	76	73	76	284
국내	8	19	15	15	56	24	31	26	28	110
미국	1	7	10	19	38	10	16	12	19	57
로열티	12	14	16	17	59	19	20	23	24	86
Acushnet	63	70	25	24	182	57	69	52	46	224
세전이익	81	103	80	74	337	109	139	143	121	512
지배순익	38	66	40	(1)	144	70	68	81	54	273
영업이익률(%)	12.5	14.6	10.2	10.8	12.1	13.9	15.1	14.4	14.6	14.5
FILA	10.7	16.6	15.9	15.8	15.1	17.1	18.1	19.7	17.6	18.1
국내	7.9	14.2	11.2	11.2	11.3	17.4	19.4	17.7	18.3	18.2
미국	1.9	6.7	8.1	9.9	7.5	6.5	9.5	7.0	9.3	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	6.2	10.1	11.6	12.8	10.5	11.3	11.6
세전이익률(%)	11.9	13.0	11.0	9.7	11.4	13.1	14.5	16.5	14.4	14.6
순이익률(%)	5.6	8.3	5.6	(0.1)	4.9	8.4	7.1	9.3	6.4	7.8

주: 2019년 3분기 힐라코리아 영업외이익(한국법인 사옥매각대금) 약 190억원 발생
 자료: 힐라코리아, 하나금융투자

표 3. 하나금융투자 환율 가정

(단위: 원, %)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
원/달러(평균)	1,130	1,101	1,167	1,160	1,160
YoY %	-2.6%	-2.6%	6.0%	-0.6%	0.0%

자료: 한국은행, 하나금융투자 경제팀

표 4. 힐라코리아 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출	2,530	2,955	3,503	3,794	3,989
FILA	763	1,157	1,568	1,832	2,007
국내	342	500	604	686	749
미국	345	498	702	817	899
로열티	42	59	86	101	114
Acushnet	1,767	1,798	1,935	1,962	1,982
영업이익	217	357	508	548	591
FILA	59	175	284	331	368
국내	1	56	110	128	143
미국	10	38	57	69	76
로열티	42	59	86	101	114
Acushnet	158	182	224	217	223
세전이익	182	337	512	539	589
지배순익	62	144	273	289	318
적정시가총액	1,248	2,871	5,458	5,207	5,732
주식수(천주)	61,115	61,115	61,115	61,115	61,115
적정주가(원)	20,416	46,976	89,304	85,208	93,783
적정PER(배)	20.0	20.0	20.0	18.0	18.0
EPS(원)	1,021	2,349	4,465	4,734	5,210
영업이익률(%)	8.6	12.1	14.5	14.4	14.8
FILA	7.8	15.1	18.1	18.1	18.3
국내	0.4	11.3	18.2	18.7	19.1
미국	3.0	7.5	8.2	8.4	8.4
로열티	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Acushnet	9.0	10.1	11.6	11.0	11.2
매출 (YoY,%)	161.6	16.8	18.6	8.3	5.1
FILA	2.0	51.6	35.5	16.8	9.6
국내	11.9	46.0	20.8	13.6	9.1
미국	(7.2)	44.6	41.0	16.3	10.0
로열티	5.2	40.3	46.3	17.3	13.0
Acushnet	707.3	1.7	7.7	1.4	1.0
영업이익 (YoY,%)	1,737.1	64.2	42.3	7.8	7.9
FILA	43.0	195.2	62.9	16.5	11.3
국내	혹전	3,889.8	94.9	16.5	11.5
미국	(57.7)	259.0	52.5	20.1	10.0
로열티	5.2	40.3	46.3	17.3	13.0
Acushnet	혹전	15.1	22.7	(3.3)	2.8
순이익 (YoY,%)	(80.7)	130.1	90.1	6.0	10.1

자료: 힐라코리아, 하나금융투자

표 5. 필라코리아 SoTP Valuation

(단위: 십억원)

구분	2020F	비 고
FILA 국내 영업가치(A)	656	
KOREA 순이익	66	Full Prospect 디자인 수수료 제외 순수 국내
적정 PER(배)	10	국내 브랜드업체 평균 PER
FILA 해외 영업가치(B)	2,293	
USA 순이익	52	
Royalty	101	
적정 PER(배)	15	국내 브랜드업체 평균 PER에 성장성 감안 50% 프리미엄
Full Prospect 지분가치(C)	1,543	
디자인 수수료	42	
지분법 이익	35	보통주 지분을 15%
적정 PER(배)	20	Anta Sports 12MF PER 22배의 10% 할인
Acushnet 기업가치(D)	1,183	지분 52%에 대한 기업 가치
당기순이익	132	
적정 PER(배)	17	2020년 순이익 기준 예상 PER
순차입금(D)	500	FILA Group 차입금(Acushnet 차입금 4천억원 제외)
적정 시가총액(A+B+C-D)	5,175	
발행주식수(천주)	61,115	
적정주가 (원)	84,685	

자료: 필라코리아, 하나금융투자

추정 재무제표

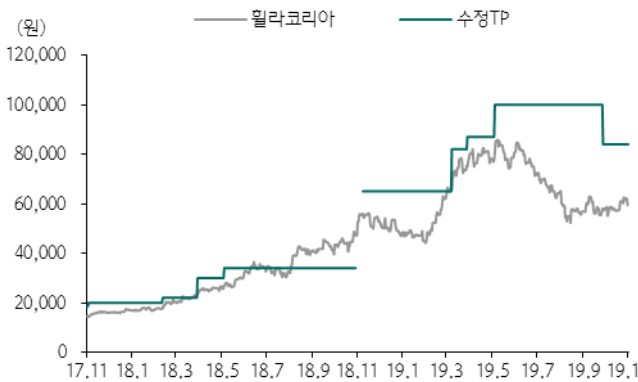
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	2,530.3	2,954.6	3,502.9	3,793.8	3,988.8
매출원가	1,289.8	1,487.1	1,738.2	1,862.9	1,956.9
매출총이익	1,240.5	1,467.5	1,764.7	1,930.9	2,031.9
판매비	1,023.1	1,110.4	1,256.6	1,383.3	1,441.1
영업이익	217.5	357.1	508.1	547.6	590.8
금융손익	(43.7)	(55.7)	(54.9)	(54.1)	(53.3)
종속/관계기업손익	12.5	19.8	29.4	35.3	40.7
기타영업외손익	(4.5)	16.0	29.7	10.7	10.5
세전이익	181.8	337.1	512.3	539.5	588.7
법인세	73.7	127.1	193.0	203.4	221.9
계속사업이익	108.1	210.0	319.3	336.1	366.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	108.1	210.0	319.3	336.1	366.8
비지배주주지분 손익	45.7	66.5	46.4	46.8	48.4
지배주주순이익	62.4	143.5	272.9	289.3	318.4
지배주주지분포괄이익	(68.1)	192.4	288.6	265.1	289.3
NOPAT	129.3	222.5	316.7	341.1	368.1
EBITDA	283.6	422.6	636.4	655.4	682.3
성장성(%)					
매출액증가율	161.6	16.8	18.6	8.3	5.1
NOPAT증가율	1,421.2	72.1	42.3	7.7	7.9
EBITDA증가율	791.8	49.0	50.6	3.0	4.1
영업이익증가율	1,743.2	64.2	42.3	7.8	7.9
(지배주주)순이익증가율	(80.7)	130.0	90.2	6.0	10.1
EPS증가율	(81.9)	128.1	90.1	6.0	10.1
수익성(%)					
매출총이익률	49.0	49.7	50.4	50.9	50.9
EBITDA이익률	11.2	14.3	18.2	17.3	17.1
영업이익률	8.6	12.1	14.5	14.4	14.8
계속사업이익률	4.3	7.1	9.1	8.9	9.2
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,030	2,349	4,465	4,734	5,210
BPS	13,074	16,226	21,268	25,684	30,646
CFPS	4,056	5,397	11,044	11,890	12,279
EBITDAPS	4,682	6,914	10,413	10,724	11,164
SPS	41,773	48,346	57,316	62,076	65,267
DPS	50	50	203	233	263
주기지표(배)					
PER	15.8	22.8	13.3	12.6	11.4
PBR	1.2	3.3	2.8	2.3	1.9
PCFR	4.0	9.9	5.4	5.0	4.8
EV/EBITDA	8.6	10.9	7.6	6.9	6.3
PSR	0.4	1.1	1.0	1.0	0.9
재무비율(%)					
ROE	7.5	16.0	23.8	20.2	18.5
ROA	1.9	4.5	7.6	7.3	7.4
ROIC	5.2	8.9	12.0	12.5	13.2
부채비율	149.4	119.3	109.2	88.9	77.6
순부채비율	82.4	54.2	34.6	14.4	1.6
이자보상배율(배)	4.1	6.6	6.0	6.5	7.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,154.1	1,337.9	1,783.1	2,100.5	2,559.5
금융자산	137.3	169.7	490.0	655.4	905.3
현금성자산	107.7	149.0	467.3	631.6	880.9
매출채권 등	387.3	473.9	523.8	586.7	674.7
재고자산	578.4	632.2	698.9	782.8	900.2
기타유동자산	51.1	62.1	70.4	75.6	79.3
비유동자산	1,924.8	1,966.5	2,081.3	1,988.1	1,906.9
투자자산	47.5	64.7	71.3	77.0	80.9
금융자산	20.9	18.8	20.7	22.5	23.6
유형자산	323.5	310.7	390.2	326.0	275.1
무형자산	1,440.4	1,491.9	1,506.8	1,472.0	1,438.0
기타비유동자산	113.4	99.2	113.0	113.1	112.9
자산총계	3,078.9	3,304.3	3,864.4	4,088.6	4,466.4
유동부채	694.6	672.3	907.0	785.4	792.2
금융부채	292.0	176.5	368.0	204.7	182.9
매입채무 등	347.7	425.5	470.4	509.5	535.7
기타유동부채	54.9	70.3	68.6	71.2	73.6
비유동부채	1,150.0	1,125.5	1,110.3	1,139.3	1,158.7
금융부채	861.8	809.7	761.2	761.2	761.2
기타비유동부채	288.2	315.8	349.1	378.1	397.5
부채총계	1,844.6	1,797.8	2,017.2	1,924.7	1,950.9
지배주주지분	799.0	991.7	1,299.8	1,569.7	1,873.0
자본금	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1
자본잉여금	117.8	117.8	117.8	117.8	117.8
자본조정	(13.1)	(9.1)	(15.2)	(15.2)	(15.2)
기타포괄이익누계액	(46.5)	(0.6)	41.7	41.7	41.7
이익잉여금	679.7	822.4	1,094.4	1,364.2	1,667.5
비지배주주지분	435.3	514.8	547.4	594.2	642.6
자본총계	1,234.3	1,506.5	1,847.2	2,163.9	2,515.6
순금융부채	1,016.5	816.6	639.8	311.2	39.4
현금흐름표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	30.0	274.6	401.2	362.6	297.3
당기순이익	108.1	210.0	319.3	336.1	366.8
조정	124.0	171.1	166.2	107.9	91.5
감가상각비	66.1	65.5	128.2	107.8	91.5
외환거래손익	(7.6)	(0.7)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(12.5)	(19.8)	(16.2)	0.0	0.0
기타	78.0	126.1	54.2	0.1	0.0
영업활동자산부채 변동	(202.1)	(106.5)	(84.3)	(81.4)	(161.0)
투자활동 현금흐름	(51.6)	(24.6)	(29.3)	(15.6)	(11.0)
투자자산감소(증가)	5.3	2.6	9.6	(5.7)	(3.9)
유형자산감소(증가)	(39.2)	(17.9)	(18.0)	(8.8)	(6.5)
기타	(17.7)	(9.3)	(20.9)	(1.1)	(0.6)
재무활동 현금흐름	22.2	(214.4)	(58.4)	(182.7)	(37.0)
금융부채증가(감소)	(38.4)	(167.6)	142.9	(163.2)	(21.9)
자본증가(감소)	16.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	66.1	(22.5)	(186.2)	0.0	(0.0)
배당지급	(21.8)	(24.3)	(15.1)	(19.5)	(15.1)
현금의 증감	(1.4)	(44.4)	(46.4)	(135.7)	(50.7)
Unlevered CFO	245.7	329.8	675.0	726.7	750.4
Free Cash Flow	(9.4)	189.9	383.2	353.8	290.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

힐라코리아



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.10.10	BUY	84,000		
19.5.17	BUY	100,000	-31.62%	-14.20%
19.4.10	BUY	87,000	-9.27%	-5.29%
19.3.20	BUY	82,000	-9.73%	-4.39%
18.11.20	BUY	65,000	-19.74%	3.38%
18.11.20	담당자변경	65,000	-	

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	90.3%	9.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 11월 10일

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 11월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(허제나)는 2019년 11월 12일 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.