

# 힐라홀딩스

BUY(유지)

081660 기업분석 | 섬유/의복

목표주가(하향)	70,000원	현재주가(02/14)	43,500원	Up/Downside	+60.9%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2020. 02. 17

## 고성장 후유증, 너무 싼 밸류

News

**한국과 로열티 성장 견조, 미국 예상보다 더 부진:** 4Q19 연결매출 7,895억원(+3.6%YoY), 영업이익 844억원(+2.2%YoY)으로 당사 추정 영업이익(1,112억원)과 컨센서스(977억원)를 하회했다. 한국법인과 로열티수익이 견조하게 성장한 반면 미국법인이 예상보다 부진했던 것으로 파악된다. 4Q18~1Q19에 미국법인 매출 성장률이 가장 높았고, 이후 주요 아이템(디스립트) 수요가 약해지면서 미국법인 성장률이 급격히 둔화되는 추세에 있어 왔는데 4Q에 리테일러들이 재고 소진에 집중하면서 유독 리오더가 적었던 것으로 추측된다. 아쿠시넷이 적어도 한자리 중반 성장을 했다면 적어도 미국법인 매출은 15%YoY 이상 감소했을 것으로 판단된다.

Comment

**시작은 신발로 했지만 옷에서도 FILA의 로열티는 상승 중:** 1Q20에 미국 내 수요가 더 나빠지기 보다는 충분한 재고 소진의 영향이 매출에 일부 기여할 것으로 전망된다. 다만 하반기로 갈수록 채널 믹스 변화가 일단락되어 미국법인의 실적도 나아지는 것처럼 보일 수 있다. 사실 이익 기여가 낮은 미국법인 성장률이 회복되기를 기대하는 것보다 유럽을 중심으로 한 로열티수익의 증가가 이익 레버리지 효과를 지속적으로 가져오는지 여부가 더 중요하다고 판단한다. 이를 위해선 FILA의 글로벌 인지도 향상이 필요하며, 느리게나마 의류 카테고리에서 점차 FILA의 인지도가 올라오고 있다고 확신해본다. 최근 퍼포먼스 브랜드들이 대세인 요즘 올림픽이 트리거가 될 가능성도 염두해본다.

Action

**과도기를 심하게 앓는 중, 중장기 관점에서 저점 매수 타이밍:** 미국의 채널 믹스 변화와 코로나19 확산에 따른 리테일 실적 부진 등을 감안해 상반기 실적 기대치를 하향 조정했고, 목표주기도 하향했다. 다만 주가는 불확실성을 상당히 반영하고 있어 선호 관점을 제시한다. 급격한 성장 이후 과도기를 심하게 앓는 현재, Peer 대비 밸류에이션 하락이 과도하다고 보여져 매수 접근을 추천한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data	
FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E	52주 최저/최고	43,100/85,800원
매출액	2,530	2,955	3,450	3,819	4,425	KOSDAQ /KOSPI	689/2,244pt
(증가율)	161.6	16.8	16.8	10.7	15.9	시가총액	26,585억원
영업이익	217	357	470	564	664	60일-평균거래량	550,988
(증가율)	1,737.1	64.2	31.6	19.9	17.9	외국인지분율	41.1%
지배주주순이익	62	144	245	286	337	60일-외국인지분율변동추이	+0.2%p
EPS	1,030	2,349	4,004	4,672	5,513	주요주주	에이치엠엔드디홀딩스 외 2인 20.1%
PER (H/L)	16.8/12.4	24.7/6.9	13.2	9.3	7.9	(천원)	
PBR (H/L)	1.3/1.0	3.6/1.0	2.6	1.8	1.5	주간상승률	1M 3M 12M
EV/EBITDA (H/L)	8.8/7.7	11.3/5.6	8.5	6.0	5.1	절대기준	-9.8 -27.3 -10.4
영업이익률	8.6	12.1	13.6	14.8	15.0	상대기준	-10.0 -30.6 -11.1
ROE	7.5	16.0	22.1	21.0	20.3		

도표 1. 힐라홀딩스 4Q19 실적 Review

(단위: 억원 %)

	4Q19P	4Q18	%YoY	3Q19	%QoQ	DB추정치	%차이	컨센서스	%차이
연결매출	7,894	7,617	3.6	8,670	-8.9	8,880	-11.1	8,027	-1.7
영업이익	845	826	2.3	1,249	-32.4	1,112	-24.0	977	-13.5
순이익	713	39	1729.1	985	-27.6	850	-16.1	638	11.8

자료: DB금융투자

도표 2. 힐라홀딩스 연간 실적 추정치 조정

(단위: 억원 %)

	19년P			20년E		
	잠정치	DB추정치	%차이	수정후	수정전	%차이
연결매출	34,503	35,489	-2.8	38,191	40,302	-5.2
영업이익	4,700	4,968	-5.4	5,637	5,859	-3.8
순이익	3,581	3,690	-3.0	4,178	4,330	-3.5
지배주주순익	2,447	2,520	-2.9	2,855	2,960	-3.5

자료: DB금융투자

도표 3. 힐라홀딩스 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	18	19P	20E
연결매출	8,346	9,593	8,670	7,895	8,949	10,437	9,671	9,134	29,546	34,503	38,191
%YoY	23.3	21.4	19.4	3.6	7.2	8.8	11.5	15.7	16.8	16.8	10.7
1. 상품매출	8,069	9,017	8,578	7,544	8,572	10,026	9,257	8,721	28,637	33,209	36,576
%YoY	22.4	17.3	22.2	2.8	6.2	11.2	7.9	15.6	15.9	16.0	10.1
1) KOREA	1,315	1,510	1,414	1,350	1,405	1,630	1,529	1,502	4,759	5,589	6,066
%YoY	32.8	21.2	10.4	8.7	6.8	7.9	8.2	11.2	44.3	17.4	8.5
2) USA	1,575	1,652	1,754	1,559	1,645	1,788	1,860	1,860	4,979	6,540	7,153
%YoY	108.4	50.0	42.7	-17.6	4.4	8.2	6.0	19.3	44.5	31.3	9.4
3) Acushnet	4,879	5,388	4,993	4,405	5,294	6,385	5,592	5,022	17,976	19,665	22,293
%YoY	3.0	4.5	28.4	5.0	8.5	18.5	12.0	14.0	1.7	9.4	13.4
2. 수수료매출	276	576	92	351	377	411	414	413	910	1,295	1,615
%YoY	54.3	165.1	-61.5	27.6	36.4	-28.7	350.6	17.8	51.7	42.3	24.7
1) Global	188	205	226	216	225	235	249	249	588	835	958
%YoY	64.1	45.1	41.9	24.6	19.8	14.6	10.3	15.2	42.4	41.9	14.8
2) China	88	371	-134	134	152	176	165	164	321	460	657
%YoY	37.0	388.3	-267.8	32.9	71.4	-52.6	-	21.9	72.3	43.1	42.8
매출총이익	4,177	5,000	4,174	3,962	4,504	5,326	4,944	4,809	14,675	17,313	19,582
GPM	50.1	52.1	48.1	50.2	50.3	51.0	51.1	52.6	49.7	50.2	51.3
%YoY	22.1	23.7	17.9	7.9	7.8	6.5	18.4	21.4	18.3	18.0	13.1
영업이익	1,158	1,449	1,249	844	1,296	1,700	1,527	1,113	3,571	4,700	5,637
OPM	13.9	15.1	14.4	10.7	14.5	16.3	15.8	12.2	12.1	13.6	14.8
%YoY	36.4	25.3	69.0	2.2	11.9	17.4	22.3	31.9	64.2	31.6	19.9

자료: DB금융투자

주: 4Q19 법인별 부문별 실적은 당사 추정 기준, 향후 확정실적 발표 시 업데이트 예정

도표 4. 글로벌 스포츠 브랜드사 컨센서스

(단위: m\$, %, x)

		ADIDAS	NIKE	UNDER ARMOUR	LULULEMON	PUMA	FILA
	시가총액	63,658	156,158	8,775	31,763	11,910	2,335
18	매출액	25,884	39,117	5,193	3,288	5,490	2,686
19E		26,048	42,380	5,288	3,957	5,984	2,931
20E		27,936	45,993	5,524	4,587	6,679	3,078
18	영업이익	2,797	4,772	-25	706	399	325
19E		2,970	5,417	234	878	480	410
20E		3,274	6,329	305	1,039	577	441
18	순이익	2,010	4,029	-46	484	221	131
19E		2,132	4,772	156	639	286	230
20E		2,361	5,445	212	755	350	261
18	EBITDA	3,379	5,477	157	828	495	384
19E		3,958	6,230	424	1,031	664	484
20E		4,234	7,248	497	1,200	783	505
18	EPS 성장률	26.6	118.7	5.2	91.1	38.0	128.1
19E		7.7	21.1	27.0	27.1	29.0	76.8
20E		12.1	15.9	35.6	18.4	22.9	10.3
18	P/E	21.6	21.1	71.8	31.2	39.9	15.8
19E		29.6	33.2	60.3	50.0	41.4	10.2
20E		26.4	28.7	44.5	42.2	33.7	9.2
18	P/B	5.7	7.0	3.2	6.7	3.3	1.2
19E		8.0	18.4	4.2	17.3	5.7	2.2
20E		7.2	17.5	3.9	14.0	5.1	1.8
18	ROE	27.4	34.4	-2.4	25.4	8.2	7.5
19E		29.0	49.4	7.3	38.1	14.5	23.9
20E		29.1	60.0	10.5	38.3	16.3	21.0

자료: Bloomberg, DB금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
유동자산	1,154	1,338	1,715	2,037	2,462
현금및현금성자산	108	149	78	396	519
매출채권및기타채권	387	474	609	607	709
재고자산	578	632	902	884	1,019
비유동자산	1,925	1,966	2,007	2,026	2,166
유형자산	324	311	375	417	580
무형자산	1,440	1,492	1,468	1,445	1,423
투자자산	47	65	65	65	65
자산총계	3,079	3,304	3,785	4,125	4,690
유동부채	695	672	808	745	831
매입채무및기타채무	348	426	582	528	614
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	1,934	1,870	1,957
자본금	61	61	61	61	61
자본잉여금	118	118	118	118	118
이익잉여금	680	822	1,053	1,325	1,648
비자배주지분	435	515	628	760	917
자본총계	1,234	1,506	1,851	2,255	2,734

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	30	275	188	475	421
당기순이익	108	210	358	418	493
현금유출이없는비용및수익	138	120	238	323	389
유형및무형자산상각비	66	65	86	93	122
영업관련자산부채변동	-202	-107	-296	-60	-218
매출채권및기타채권의감소	0	-91	-135	2	-102
재고자산의감소	-4	-43	-270	19	-135
매입채무및기타채무의증가	15	61	156	-54	87
투자활동현금흐름	-52	-25	-114	-85	-235
CAPEX	-39	-85	-127	-111	-263
투자자산의순증	5	3	0	0	0
재무활동현금흐름	22	-214	-73	-72	-62
사채및차입금의 증가	-38	-168	-20	-10	0
자본금및자본잉여금의증가	16	0	0	0	0
배당금지급	-22	-24	-3	-14	-14
기타현금흐름	-42	6	-72	0	0
현금의증가	-42	41	-71	318	123
기초현금	149	108	149	78	319
기말현금	108	149	78	396	519

자료: 힐라홀딩스 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
매출액	2,530	2,955	3,450	3,819	4,425
매출원가	1,290	1,487	1,719	1,861	2,143
매출총이익	1,241	1,468	1,731	1,958	2,282
판관비	1,023	1,110	1,261	1,395	1,617
영업이익	217	357	470	564	664
EBITDA	284	423	556	656	786
영업외손익	-36	-20	1	60	71
금융손익	-44	-56	-33	16	16
투자손익	12	20	21	26	32
기타영업외손익	-4	16	13	18	23
세전이익	182	337	471	624	736
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	108	210	358	418	493
자배주주지분순이익	62	144	245	286	337
비자배주주지분순이익	46	67	113	132	156
총포괄이익	-75	280	358	418	493
증감률(%YoY)					
매출액	161.6	16.8	16.8	10.7	15.9
영업이익	1,737.1	64.2	31.6	19.9	17.9
EPS	-81.9	128.0	70.5	16.7	18.0

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

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당자료(원)					
EPS	1,030	2,349	4,004	4,672	5,513
BPS	13,074	16,226	20,003	24,447	29,731
DPS	50	50	229	229	229
Multiple(배)					
P/E	15.8	22.8	13.2	9.3	7.9
P/B	1.2	3.3	2.6	1.8	1.5
EV/EBITDA	8.6	10.9	8.5	6.0	5.1
수익성(%)					
영업이익률	8.6	12.1	13.6	14.8	15.0
EBITDA마진	11.2	14.3	16.1	17.2	17.8
순이익률	4.3	7.1	10.4	10.9	11.1
ROE	7.5	16.0	22.1	21.0	20.3
ROA	3.3	6.6	10.1	10.6	11.2
ROIC	5.3	9.1	13.4	13.1	14.4
안정성및기타					
부채비율(%)	149.4	119.3	104.5	82.9	71.6
이자보상배율(배)	4.1	6.6	9.5	11.6	13.7
배당성향(배)	2.8	1.5	3.9	3.3	2.8

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 PO 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 투자이전 비율 (2020-01-02 기준) - 매수(83.7%) 중립(16.3%) 매도(0.0%)

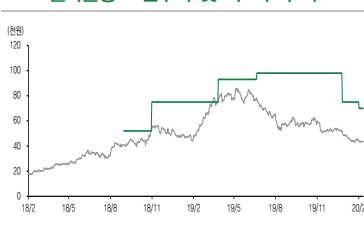
■ 기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

힐라홀딩스 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/09/12	Buy	52,000	-15.8	1.3					
18/11/13	Buy	75,000	-25.9	4.5					
19/04/09	Buy	93,000	-14.2	-7.7					
19/07/03	Buy	98,000	-39.8	-21.8					
20/01/08	Buy	75,000	-38.8	-34.5					
20/02/17	Buy	70,000	-	-					