

힐라홀딩스

BUY(유지)

081660 기업분석 | 의류

목표주가(유지)	48,000원	현재주가(09/24)	35,050원	Up/Downside	+36.9%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2020. 09. 25

#바닥of바닥

Comment

복미 수요 회복에 따른 리오더 발생: 복미를 중심으로 해외 실적이 소폭이나마 개선 추세를 보이고 있는 것으로 파악된다. 전세계 COVID-19 확산이 본격화되면서 3~5월 온/오프라인 채널을 막론한 소비 침체가 소비재 기업들의 재고 증가로 이어졌다면 최근 온라인 채널을 중심으로 놀려있던 소비 심리가 분출되는 듯한 형태다. 이러한 흐름에 FILA도 리테일러들의 재고 소진이 다시 속도를 내면서 리오더 수요가 점차 늘어 3Q20에는 매출 감소폭을 줄이고, 4Q20에는 (+)성장으로 반전이 기대된다. 글로벌 스포츠 브랜드들이나 캐주얼 브랜드들이 재고 소진을 위한 프로모션에 나서고 있어 마케팅비가 2Q20 대비 늘어날 수 있으나 이전 분기에 집행하지 못했던 비용의 이전으로 연간 영업마진 기대치를 조정할 필요는 없어 보인다.

스포츠 브랜드 강세에 FILA도 동행: 최종 소비단에서는 온라인 채널 위주로 스포츠 브랜드들의 운동화 수요 회복이 부각되며, 생산단에서는 연내 글로벌 브랜드들의 운동화 신제품 생산 계획이 확인되고 있다. 보복성 혹은 보상적 소비와 나를 위한 소비 행태가 섞여 스포츠웨어/신발/용품 수요가 유독 강세를 보이는 것으로 해석해볼 수 있는데 FILA도 이들 브랜드 중 하나가 될 수 있다. 특히 작년 하반기에 불거졌던 과다 재고 문제를 해결하기 위해 리테일러들의 재고 소진이 집중적으로 있었고, 1Q20 이후로 오더 재개를 기다리고 있던 상황에서 전방 소비의 상승 곡선은 동사에게 호재다.

Action

지금보다 더 바닥은 없을 것: 3Q20 연결매출 7,793억원(-10.1%YoY), 영업이익 888억원(-28.9%YoY)으로 컨센서스에 부합할 전망이다. 4Q20로 갈수록 실적 회복 속도는 강해질 것으로 예상된다. 국내외 유사기업과 비교시 밸류에이션 매력 상당히 높아 현 주가를 바닥으로 매수 선호한다.

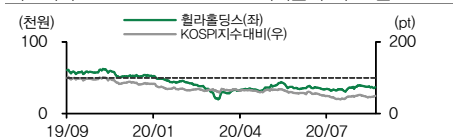
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec					
매출액	2,955	3,450	3,050	3,387	3,571
(증가율)	16.8	16.8	-11.6	11.1	5.4
영업이익	357	471	302	422	495
(증가율)	64.2	31.8	-35.9	39.7	17.3
지배주주순이익	144	267	163	227	272
EPS	2,349	4,365	2,681	3,731	4,480
PER (H/L)	24.7/6.9	20.1/9.5	13.7	9.8	8.2
PBR (H/L)	3.6/1.0	4.3/2.0	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA (H/L)	11.3/5.6	11.7/7.2	7.5	5.8	4.9
영업이익률	12.1	13.6	9.9	12.5	13.9
ROE	16.0	23.8	12.3	15.1	15.6

Stock Data

52주 최저/최고	19,500/62,600원
KOSDAQ /KOSPI	843/2,333pt
시가총액	22,266억원
60일-평균거래량	420,824
외국인지분율	45.8%
60일-외국인지분율변동추이	+5.3%p
주요주주	피에몬테 외 2인 21.1%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	10.2	3.1	-41.0
상대기준	8.9	-5.8	-47.1

도표 1. 힐라홀딩스 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	19	20E	21E
연결매출	8,346	9,593	8,670	7,896	7,899	6,250	7,793	8,559	34,504	30,501	33,873
%YoY	23.3	21.4	19.4	3.7	-5.4	-34.8	-10.1	8.4	16.8	-11.6	11.1
1. 상품판매	8,069	9,017	8,578	7,523	7,632	5,959	7,431	8,087	33,187	29,109	32,338
%YoY	22.4	17.3	22.2	2.5	-5.4	-33.9	-13.4	7.5	15.9	-12.3	11.1
1) FILA KOREA	1,315	1,510	1,414	1,492	1,302	1,389	1,313	1,627	5,731	5,630	6,079
%YoY	32.8	21.2	10.4	20.1	-1.0	-8.1	-7.1	9.0	20.4	-1.8	8.0
2) FILA USA	1,575	1,652	1,754	1,274	1,267	696	1,320	1,460	6,255	4,743	5,142
%YoY	108.4	50.0	42.7	-32.7	-19.6	-57.9	-24.7	14.6	25.6	-24.2	8.4
3) Acushnet	4,879	5,388	4,993	4,338	4,879	3,676	4,594	4,729	19,599	17,878	20,261
%YoY	3.0	4.5	28.4	3.4	0.0	-31.8	-8.0	9.0	9.0	-8.8	13.3
2. 로열티수익 등	276	576	92	373	267	291	362	472	1,317	1,392	1,535
%YoY	54.3	165.1	-61.5	35.7	-3.5	-49.4	294.2	26.6	44.7	5.7	10.3
매출총이익	4,177	5,000	4,174	3,946	3,817	3,266	3,606	4,146	17,297	14,835	17,412
GPM	50.1	52.1	48.1	50.0	48.3	52.3	46.3	48.4	50.1	48.6	51.4
%YoY	22.1	23.7	17.9	7.4	-8.6	-34.7	-13.6	5.1	17.9	-14.2	17.4
영업이익	1,159	1,449	1,249	851	671	503	888	955	4,707	3,018	4,218
OPM	13.9	15.1	14.4	10.8	8.5	8.0	11.4	11.2	13.6	9.9	12.5
%YoY	36.4	25.3	69.0	3.0	-42.0	-65.3	-28.9	12.3	31.8	-35.9	39.7

자료: 힐라홀딩스, DB금융투자

도표 2. FILA 미국법인 2H20 매출 점진적 회복 예상

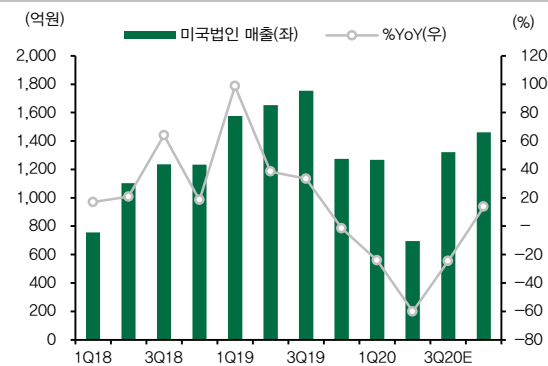
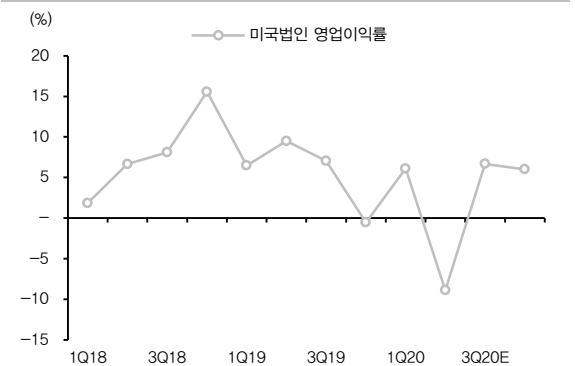
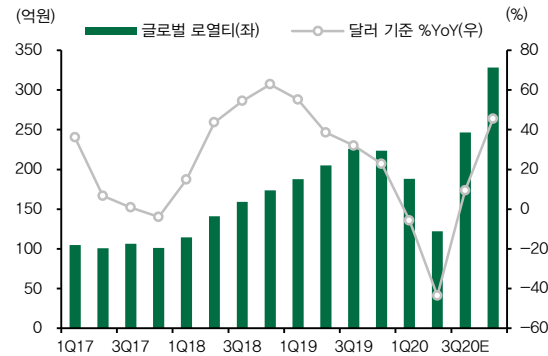
자료: 힐라홀딩스, DB금융투자
주: 분기 평균환율 환산 기준

도표 3. FILA 미국법인 매출 회복에 따른 마진율 개선 전망



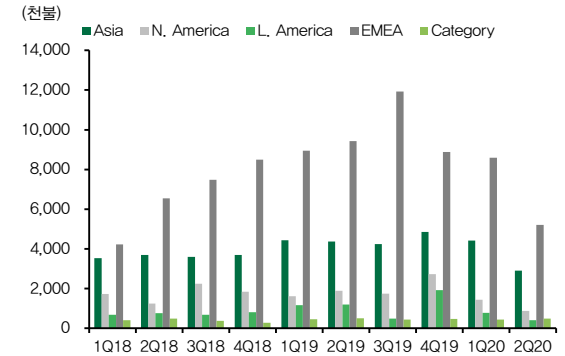
자료: 힐라홀딩스, DB금융투자

도표 4. 글로벌 로열티수의 정상화 예상



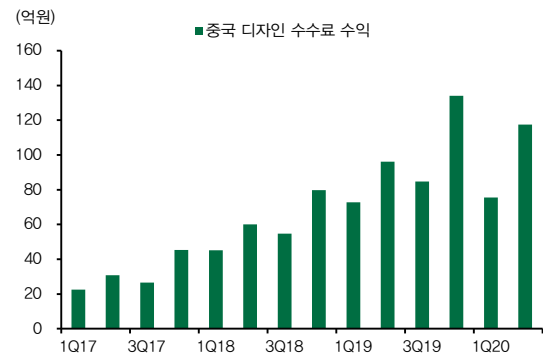
자료: 힐라홀딩스, DB금융투자

도표 5. 지역별 로열티수의 추이: 북미와 아시아 회복 중요



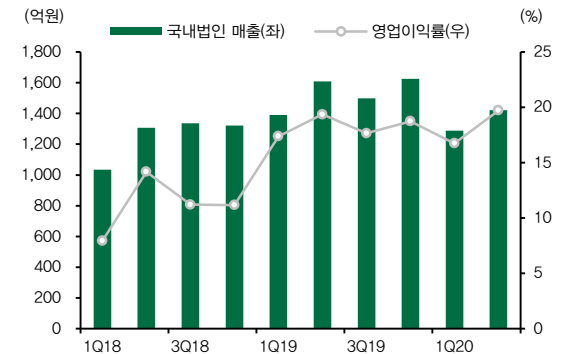
자료: 힐라홀딩스, DB금융투자

도표 6. 중국 디자인 수수료 수익 증가 견조



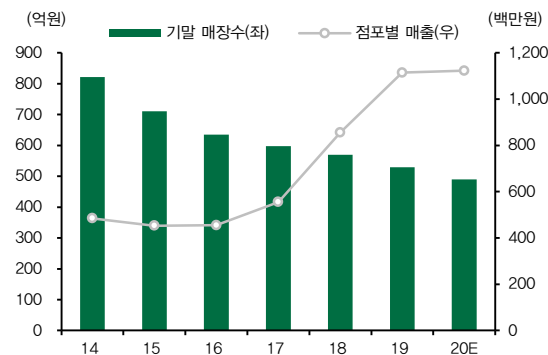
자료: 힐라홀딩스, DB금융투자

도표 7. 국내법인 매출과 영업이익률 추이



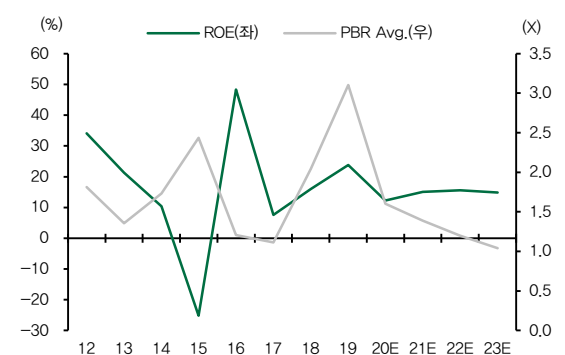
자료: 힐라홀딩스, DB금융투자

도표 8. 국내 매장수 추이와 점포별 매출



자료: 힐라홀딩스, DB금융투자

도표 9. 중장기 ROE와 P/B 추세 비교



자료: 힐라홀딩스, DB금융투자

도표 10. 국내외 패션 기업 실적 컨센서스 및 밸류에이션

(단위: m\$, %, x)

		ADIDAS	NIKE	UNDER ARMOUR	LULU- LEMON	PUMA	힐라홀딩스	한섬	F&F
	시가총액	65,375	198,277	4,839	41,279	13,700	1,834	587	1,103
19	매출액	26,465	37,403	5,267	3,979	6,160	2,962	1,081	781
20E		23,505	41,773	3,884	4,196	6,030	2,548	1,048	738
21E		27,404	46,537	4,745	5,305	7,094	2,812	1,095	920
19	영업이익	2,978	3,115	237	889	493	404	91	129
20E		851	5,305	-305	750	194	253	91	111
21E		2,773	6,705	111	1,149	560	352	101	153
19	순이익	2,212	2,539	92	646	294	229	73	95
20E		539	4,476	-403	545	76	162	72	83
21E		1,987	5,638	52	838	329	233	81	113
19	EBITDA	4,346	4,405	577	1,227	769	484	138	155
20E		2,226	6,168	-142	937	481	334	134	142
21E		3,873	7,585	297	1,342	844	427	149	185
19	EPS 성장률	14.7	-36.1	N/A	36.4	40.4	86.5	14.7	1.0
20E		-74.0	55.1	-329.7	-9.9	-74.2	-32.4	-7.5	-11.6
21E		255.9	29.3	114.2	45.6	332.6	42.6	13.7	35.4
19	P/E	21.6	21.1	71.8	31.2	39.9	15.8	12.8	8.6
20E		115.9	45.1	N/A	71.3	175.5	11.9	7.8	13.3
21E		32.5	34.9	103.0	49.0	40.5	8.3	6.9	9.8
19	P/B	5.7	7.0	3.2	6.7	3.3	1.2	0.7	2.2
20E		7.7	21.1	3.6	17.5	6.0	1.5	0.6	2.3
21E		6.8	17.4	3.6	15.4	5.5	1.3	0.6	1.9
19	ROE	27.4	34.4	-2.4	25.4	8.2	7.5	6.0	28.7
20E		8.7	49.1	-15.7	27.1	3.3	13.4	7.8	18.6
21E		22.4	60.9	2.5	34.8	13.7	16.8	8.3	21.3

자료: Bloomberg, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,338	1,587	1,686	2,090	2,454
현금및현금성자산	149	232	458	718	984
매출채권및기타채권	474	519	456	500	528
재고자산	632	735	645	693	731
비유동자산	1,966	2,183	2,103	2,029	1,978
유형자산	311	439	373	316	284
무형자산	1,492	1,548	1,524	1,500	1,477
투자자산	74	102	112	118	122
자산총계	3,304	3,770	3,888	4,198	4,510
유동부채	672	867	824	854	857
매입채무및기타채무	426	433	399	429	432
단기차입금및단기차	174	257	247	247	247
유동상장기부채	0	43	43	43	43
비유동부채	1,126	1,102	1,049	1,074	1,053
차입금및차입금	808	612	562	592	572
부채총계	1,798	1,969	1,873	1,929	1,911
자본금	61	61	61	61	61
자본잉여금	118	118	118	118	118
이익잉여금	822	1,080	1,231	1,444	1,702
비지배주주지분	515	551	595	656	728
자본총계	1,506	1,801	1,995	2,269	2,600

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	275	319	505	342	408
당기순이익	210	338	207	288	345
현금유출이없는비용및수익	120	129	299	314	316
유형및무형자산상각비	65	93	147	125	112
영업관련자산부채변동	-107	-174	101	-118	-96
매출채권및기타채권의감소	-91	-41	64	-44	-29
재고자산의감소	-39	-72	91	-48	-37
매입채무및기타채무의증가	61	-15	-34	30	3
투자활동현금흐름	-25	-36	-60	-40	-51
CAPEX	-85	-47	-56	-45	-57
투자자산의순증	-6	6	-10	-6	-4
재무활동현금흐름	-214	-190	-133	-42	-91
차입금및차입금의 증가	-168	78	-63	26	-21
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-24	-31	-13	-12	-14
기타현금흐름	6	-10	-86	0	0
현금의증가	41	83	226	260	266
기초현금	108	149	232	458	718
기말현금	149	232	458	718	984

자료: 할라홀딩스 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,955	3,450	3,050	3,387	3,571
매출원가	1,487	1,721	1,567	1,646	1,728
매출총이익	1,468	1,730	1,484	1,741	1,842
판매비	1,110	1,259	1,182	1,319	1,348
영업이익	357	471	302	422	495
EBITDA	423	564	448	547	607
영업외손익	-20	1	7	8	9
금융손익	-56	-57	-41	-42	-41
투자손익	20	35	18	15	15
기타영업외손익	16	23	30	35	35
세전이익	337	471	308	429	503
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	210	338	207	288	345
지배주주지분순이익	144	267	163	227	272
비지배주주지분순이익	67	71	44	61	73
총포괄이익	280	356	207	288	345
총감률(%YoY)					
매출액	16.8	16.8	-11.6	11.1	5.4
영업이익	64.2	31.8	-35.9	39.7	17.3
EPS	128.0	85.8	-38.6	39.1	20.1

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

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당주요지표(원)					
EPS	2,349	4,365	2,681	3,731	4,480
BPS	16,226	20,448	23,049	26,556	30,802
DPS	50	219	200	230	240
Multiple(배)					
P/E	22.8	12.1	13.7	9.8	8.2
P/B	3.3	2.6	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	10.9	8.2	7.5	5.8	4.9
수익성(%)					
영업이익률	12.1	13.6	9.9	12.5	13.9
EBITDA마진	14.3	16.3	14.7	16.1	17.0
순이익률	7.1	9.8	6.8	8.5	9.7
ROE	16.0	23.8	12.3	15.1	15.6
ROA	6.6	9.6	5.4	7.1	7.9
ROIC	9.1	12.7	7.4	10.7	12.6
안정성및기타					
부채비율(%)	119.3	109.3	93.9	85.0	73.5
이자보상배율(배)	6.6	8.4	5.3	7.6	8.9
배당성향(배)	1.5	3.9	5.8	4.8	4.2

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 대외주관업무 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 기재된 내용들은 본인의 의견을 정중하게 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 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

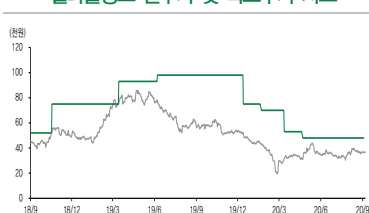
■ 기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- 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

할라홀딩스 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
18/09/12	Buy	52,000	-15.8 1.3	20/05/18	Buy	48,000	- -
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	-39.0 -34.5				
20/02/17	Buy	70,000	-53.1 -38.8				
20/04/07	Buy	53,000	-37.5 -33.9				

주: *표는 담당자 변경