

# 힐라코리아(081660)

## 패션 업종 에이스, 내수와 중국 서프라이즈

FILA 실적 호조, 컨센서스 부합

FILA 국내 매출 56%, 중국 95%, 미국 달러 매출 17% 전년 동기 대비 증가

FILA 부문 가치 상향으로 목표주가 상향, 가장 싼 글로벌 스포츠 브랜드

### Facts : 컨센서스 부합, 내용 면에서 국내와 중국 서프라이즈

1분기 매출액은 전년대비 4% 증가한 6,770억원, 영업이익은 74% 증가한 849억원을 기록, 전년 동기 490억원 영업이익에서 크게 개선되면서 컨센서스에 부합했다. 작년 1분기 약 200억원의 일회성 비용을 감안해도 영업이익은 20% 이상 증가, 부문별로 Acushnet 매출액과 영업이익이 원화 강세로 인해 4,740억원(-5.3% YoY)과 670억원(-10% YoY)을 기록했으나 FILA 부문 매출액과 영업이익은 각각 2,030억원(+32% YoY), 180억원(흑자 전환)을 기록해 호조였다. FILA 국내 매출액이 전년대비 56% 급증, 미주 부문 매출액도 달러 기준 17% 증가했고, 중국 Full Prospect 매출액은 원화 기준 95% 급증했다.

### Pros & cons : 내수와 중국 서프라이즈

내수와 중국이 서프라이즈다. 국내는 제품력 강화와 가격 현실화, 유통 구조 변화라는 체질 개선 효과가 매출 호조로 이어지고 있다. 중국은 로컬 1위인 Anta Sports의 자금력과 현지에 적합한 브랜드 전략으로 프리미엄 브랜드로 자리매김하고 있다. 국내 매장수는 작년보다 오히려 감소했으나 내수 사업에서 도매 유통 및 신발 사업 강화에 주력한 'FILA' 브랜드 1분기 매출액은 590억원으로 전년대비 120% 급증, 향후 상가 전략을 FILA KIDS, Golf 등으로 확장할 것으로 예상된다. 중국 사업을 제거한 내수 영업이익이 약 40억원으로 흑자 기조가 정착되고 있다. 중국 또한 서프라이즈 실적을 기록, 매출액이 전년대비 95% 급증, 1분기에만 수수료 수입 약 44억원을 수취한 것으로 추정된다. 연간 중국 사업 관련된 이익은(수수료+지분법) 330억원에 달할 전망이다.

### Action : 목표주가 34,000원으로 상향, 업종 내 Top pick 유지

2018, 2019년 예상 연결 영업이익을 약 3% 상향, FILA 부문 실적 상향이 크며 FILA 부문 목표 PER 배수도 기존 15배에서 16배로 소폭 상향, FILA 영업 가치를 기존 9,600억원에서 1.17조원으로 상향(2018~2019년 평균)한다. 따라서 목표주가를 30,800원에서 34,000원(SOTP, 내재 PER 16배)으로 상향한다. FILA 브랜드 고공 성장과 12MF PER이 13배로 글로벌 스포츠 패션업체 대비 여전한 저평가 구간으로 판단된다. 업종 내 Top pick으로 유지한다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 34,000원(상향)

### Stock Data

KOSPI(5/15)	2,459
주가(5/15)	26,000
시가총액(십억원)	1,589
발행주식수(백만)	61
52주 최고/최저가(원)	26,600/13,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	6,112
유동주식비율/외국인지분율(%)	79.9/36.2
주요주주(%)	에이치엠엔드디홀딩스 외 2인
	20.1
	KB자산운용
	13.9

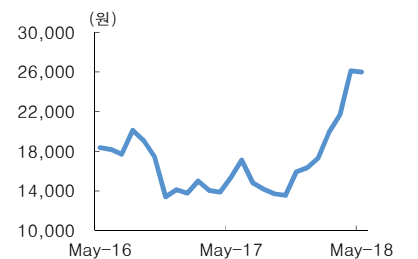
### Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	15.8	13.0	11.7
PBR(x)	1.2	1.7	1.5
ROE(%)	7.5	14.2	13.9
DY(%)	1.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(x)	8.6	8.4	7.7
EPS(원)	1,030	1,996	2,225
BPS(원)	13,074	14,969	17,094

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.6	78.6	81.8
KOSPI 대비(%p)	3.4	80.9	74.5

### 주가추이



자료: WISEfn

나은채

ec.na@truefriend.com

〈표 1〉 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	653.7	692.9	569.3	614.5	676.9	10.2	3.6	643.8
영업이익	48.9	81.6	35.6	51.5	84.9	65.1	73.8	83.4
영업이익률(%)	7.5	11.8	6.2	8.4	12.5			13.0
세전이익	38.2	77.7	26.5	39.4	80.7	105.1	111.6	74.1
순이익	9.0	29.2	14.6	9.6	38.1	297.8	323.0	32.7

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %)

	변경후		변경률		변경전	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	2,626	2,720	2.5	2.5	2,562	2,653
영업이익	278	301	2.5	3.2	271	292
지배주주순이익	122	133	3.4	1.3	118	131

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 힐라코리아 목표주가 3.4만원으로 상향

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2018F	2019F	Note
<b>FILA 가치</b>	<b>1,023</b>	<b>1,306</b>	세 후 영업이익+지분법이익에 세 후 금융 비용 차감, 목표 PER 16 배 적용
FILA 영업이익	77	89	
중국 수수료+지분법이익	33	40	Full Prospect 2018 년 순이익 1120 억원 가정
차입금	600	500	
<b>Acushnet 가치</b>	<b>927</b>	<b>927</b>	지분율 53%
시가총액	1,944	1,944	
힐라코리아 지분율	53	53	
할인율 (%)	10	10	
<b>Fila Korea 적정 가치</b>	<b>1,951</b>	<b>2,234</b>	
Fila Korea 주식수 *	61,120	61,120	
힐라코리아 주당 가치	31,916	36,544	
<b>힐라코리아 적정 주가</b>	<b>34,230</b>		2018~2019 년 평균

자료: 한국투자증권

&lt;표 4&gt; 휠라코리아 earnings breakdown

(단위: 십억원, %, % YoY)

	연간					2017				2018F			
	2016	2017	2018F	2019F	2020F	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF
매출액	967	2,530	2,626	2,720	2,939	654	693	569	614	677	729	595	625
Acushnet	219	1,767	1,753	1,792	1,933	500	484	393	390	474	494	397	389
FILA	748	763	873	929	1,006	154	209	176	224	203	235	199	236
Fila Korea	306	342	443	480	515	66	95	79	102	104	114	99	127
Fila USA	371	344	352	369	410	69	96	76	103	76	102	78	95
해외 Royalty	39	40	42	43	45	10	10.0	11	10	11	10	11	9
영업이익	12	217	278	301	330	49	82	36	51	85	98	43	52
Acushnet	(18)	159	185	193	208	52	60	21	27	67	72	23	23
FILA	30	58	93	108	121	(3)	22	15	24	18	26	20	28
Fila Korea	(31)	1	33	38	44	(9)	5	0	4	8	9	3	13
휠라 USA	24	11	16	20	26	(4)	4	3	7	1	5	4	5
해외 Royalty	39	40	42	43	45	10	10	11	10	11	10	11	9
매출증감	18.6	161.6	3.8	3.6	8.0	288.6	231.2	224.3	48.4	3.6	5.2	4.6	1.7
Acushnet	0.0	0.0	(0.8)	2.2	7.9	0.0	0.0	0.0	78.4	(5.3)	2.1	0.9	(0.2)
FILA	(8.3)	2.0	14.4	6.3	8.3	(8.6)	(0.1)	0.3	14.8	32.3	12.5	12.8	5.2
Fila Korea	(11.7)	11.9	29.5	8.3	7.3	1.1	10.9	9.2	23.8	56.4	20.0	25.0	24.3
휠라 USA	2.2	(7.4)	2.3	5.0	11.0	(19.5)	(9.0)	(9.7)	7.2	9.5	7.0	3.0	(7.5)
해외 Royalty	(4.5)	3.0	3.0	3.0	4.0	23.3	4.1	2.3	(12.6)	12.4	3.0	5.0	(9.1)
영업이익 증감	(85.3)	1,737.1	27.7	8.5	9.4	675.3	228.8	471.3	NM	73.8	20.3	20.7	0.5
Acushnet	NM	NM	16.2	4.3	7.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	20.1	10.7	(13.6)
FILA	(63.0)	94.9	59.2	16.9	12.0	NM	(13.1)	139.1	NM	NM	21.0	34.6	16.2
Fila Korea	NM	NM	2,250.3	15.5	14.0	NM	2,176.4	NM	NM	NM	75.7	542.9	201.3
휠라 USA	5.3	(54.6)	46.5	23.7	32.0	NM	(45.1)	(46.2)	15.3	NM	15.8	43.1	(25.2)
해외 Royalty	(4.5)	3.0	3.0	3.0	4.0	23.3	4.1	2.3	(12.6)	12.4	3.0	5.0	(9.1)
영업이익률	1.2	8.6	10.6	11.1	11.2	7.5	11.8	6.2	8.4	12.5	13.5	7.2	8.3
Acushnet	0.0	9.0	10.6	10.8	10.6	10.3	12.4	5.3	7.0	14.1	14.6	5.8	6.0
FILA	4.0	7.6	10.6	11.6	12.0	(1.7)	10.3	8.5	10.8	8.9	11.1	10.1	12.0
Fila Korea	(10.1)	0.4	7.5	8.0	8.5	NM	5.5	0.6	4.2	7.9	8.0	3.0	10.2
휠라 USA	6.4	3.1	4.5	5.3	6.3	NM	4.5	3.6	7.1	1.9	4.9	5.0	5.7

자료: 휠라코리아, 한국투자증권

&lt;표 5&gt; Global peer valuation

(단위: 백만 달러, 배, %, % YoY)

		골프			스포츠 브랜드							
		FILA Korea	Acushnet	Callaway	Nike	Adidas	VFC	Puma	Columbia	Under Armour	Skechers	Lulu
Mkt Cap.		1,523	1,724	1,697	110,293	47,291	30,919	7,532	5,756	1,697	4,647	13,370
PER	2017F	15.8	17.0	25.8	21.1	25.0	24.0	39.9	24.0	25.8	21.4	30.5
	2018F	13.3	14.8	21.9	29.5	23.1	21.9	31.9	24.5	21.9	13.7	31.8
	2019F	12.0	13.8	20.3	25.5	19.8	19.5	24.7	21.9	20.3	11.6	27.9
PBR	2017F	1.2	1.9	2.0	7.0	5.3	8.0	3.3	3.1	2.0	3.2	6.7
	2018F	1.8	1.9	2.5	10.7	5.3	8.3	3.8	3.2	2.5	2.1	6.6
	2019F	1.6	1.7	2.1	11.1	4.7	7.4	3.4	2.9	2.1	1.7	5.4
EV/EBITDA	2017F	8.6	9.7	13.8	15.5	13.1	17.6	16.4	13.3	13.8	11.6	17.2
	2018F	8.5	9.8	13.9	21.1	13.7	16.2	14.9	13.5	13.9	7.5	17.4
	2019F	7.8	9.3	12.7	18.6	12.0	14.9	12.3	12.3	12.7	6.4	15.5
ROE	2017F	7.5	11.9	6.5	34.4	17.0	20.7	8.2	6.6	6.5	10.4	17.5
	2018F	14.2	12.8	11.0	31.7	23.2	39.1	11.9	13.6	11.0	16.9	25.8
	2019F	13.9	12.7	10.7	41.7	24.4	36.3	14.3	13.7	10.7	17.0	20.9
DY	2017F	1.5	2.3	0.3	1.3	1.6	2.3	3.4	1.0	0.3	0.0	0.0
	2018F	0.4	2.3	0.2	1.1	1.6	2.5	0.7	1.1	0.2	0.0	0.0
	2019F	0.4	2.5	0.2	1.3	2.0	2.7	0.9	1.1	0.2	0.0	0.0
EPS	2017F	(81.4)	67.6	(78.7)	15.8	8.9	24.7	118.0	(45.1)	(78.7)	(27.2)	(14.0)
growth	2018F	102.7	25.5	90.9	(9.5)	59.7	85.1	44.0	121.9	90.9	84.3	62.9
	2019F	11.5	7.1	7.8	15.8	17.1	12.4	29.0	11.9	7.8	18.2	14.2
OPM	2017F	8.6	10.7	7.5	13.8	9.8	12.2	5.9	10.7	7.5	9.2	17.2
	2018F	10.6	11.0	9.7	12.1	10.4	13.1	7.1	11.5	9.7	9.7	19.4
	2019F	11.1	11.4	10.0	12.8	11.1	13.8	8.1	11.9	10.0	10.4	19.9
Sales growth	2017F	168.5	(0.8)	20.4	6.1	12.3	4.6	14.0	3.7	20.4	16.9	13.0
	2018F	8.6	3.5	13.0	4.9	11.9	9.7	8.7	8.6	13.0	13.6	14.2
	2019F	3.6	1.5	3.2	7.6	8.6	5.6	10.0	5.8	3.2	11.2	10.7

주: 5월 11일 종가 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

## 기업개요 및 용어해설

휠라코리아는 1991년 설립된 회사로서 1992년 'FILA'로 내수 영업을 개시하였다. 2005년 MBO(Management Buyout) 방식을 통해 Fila Global Group으로부터 분리되어 Fila 브랜드를 사용할 수 있는 라이선시(Licensee)로 독립한 후, 2007년 M&A를 통해 Fila 상표권 및 사업권을 인수하여 전세계의 라이선시를 통해 영업을 전개하고 로열티를 수취하고 있다. 2011년 글로벌 골프용품 1위 업체인 Acushnet을 미래에셋 PEF와 공동 인수했다. 또한 종속회사인 매그너스홀딩스를 통해 Acushnet의 지분 53.1%를 보유하고 있으며, Acushnet은 2016년 10월 28일 NYSE에 상장되었다.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,241	1,154	1,423	1,480	1,519
현금성자산	149	108	341	386	367
매출채권및기타채권	401	387	394	381	382
재고자산	609	578	604	626	676
비유동자산	2,144	1,925	1,972	2,067	2,128
투자자산	40	47	49	51	55
유형자산	344	324	361	398	413
무형자산	1,627	1,440	1,444	1,496	1,528
자산총계	3,385	3,079	3,395	3,547	3,647
유동부채	1,193	695	696	702	705
매입채무및기타채무	535	348	341	354	353
단기차입금및단기사채	584	283	283	283	283
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	890	1,150	1,297	1,254	1,139
사채	78	70	61	53	0
장기차입금및금융부채	524	792	792	742	642
부채총계	2,083	1,845	1,993	1,956	1,844
지배주주지분	858	799	915	1,045	1,192
자본금	57	61	61	61	61
자본잉여금	106	118	118	118	118
기타자본	(9)	(13)	(13)	(13)	(13)
이익잉여금	665	680	796	925	1,073
비지배주주지분	445	435	488	546	612
자본총계	1,302	1,234	1,402	1,591	1,803

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	(4)	30	372	320	318
당기순이익	311	108	174	194	219
유형자산감가상각비	15	40	37	37	37
무형자산상각비	5	26	24	25	26
자산부채변동	(40)	(203)	78	(1)	(45)
기타	(295)	59	59	65	81
투자활동현금흐름	(269)	(52)	(72)	(152)	(112)
유형자산투자	(23)	(39)	(74)	(74)	(52)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(238)	(9)	(2)	(2)	(4)
무형자산순증	(8)	(2)	(28)	(77)	(57)
기타	0	(2)	32	1	1
재무활동현금흐름	370	22	(67)	(123)	(224)
자본의증가	2	16	0	0	0
차입금의순증	374	32	(9)	(59)	(153)
배당금지급	(3)	(22)	(3)	(6)	(6)
기타	(3)	(4)	(55)	(58)	(65)
기타현금흐름	5	(42)	0	0	0
현금의증가	102	(42)	234	45	(19)

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

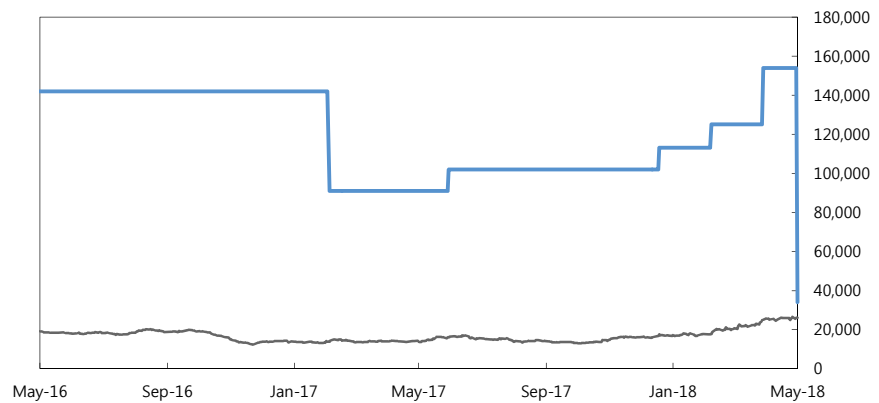
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	967	2,530	2,626	2,720	2,939
매출원가	548	1,290	1,303	1,326	1,434
매출총이익	419	1,241	1,323	1,394	1,505
판매관리비	407	1,023	1,045	1,093	1,175
영업이익	12	217	278	301	330
금융수익	56	45	6	8	8
이자수익	1	2	3	4	4
금융비용	42	89	52	50	46
이자비용	19	53	52	50	46
기타영업외손익	467	(4)	0	0	0
관계기업관련손익	(62)	12	0	0	0
세전계속사업이익	431	182	232	259	292
법인세비용	120	74	58	65	73
연결당기순이익	311	108	174	194	219
지배주주지분순이익	323	62	122	136	153
기타포괄이익	85	(183)	0	0	0
총포괄이익	396	(75)	174	194	219
지배주주지분포괄이익	379	(68)	122	136	153
EBITDA	32	284	339	363	392

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,137	1,030	1,996	2,225	2,509
BPS	3,007	13,074	14,969	17,094	19,503
DPS	250	250	100	100	100
성장성(%, YoY)					
매출증가율	18.6	161.6	3.8	3.6	8.0
영업이익증가율	(85.3)	1,737.1	27.7	8.5	9.4
순이익증가율	NM	(80.7)	95.5	11.5	12.8
EPS증가율	NM	(9.4)	93.7	11.5	12.8
EBITDA증가율	(64.8)	792.2	19.5	7.2	7.9
수익성(%)					
영업이익률	1.2	8.6	10.6	11.1	11.2
순이익률	33.4	2.5	4.6	5.0	5.2
EBITDA Margin	3.3	11.2	12.9	13.4	13.3
ROA	14.3	3.3	5.4	5.6	6.1
ROE	48.4	7.5	14.2	13.9	13.7
배당수익률	1.8	1.5	0.4	0.4	0.4
배당성향	0.9	4.9	5.0	4.5	4.0
안정성					
순차입금(십억원)	1,017	1,017	757	653	517
차입금/자본총계비율(%)	91.6	93.5	80.5	67.3	50.9
Valuation(X)					
PER	12.4	15.8	13.0	11.7	10.4
PBR	4.7	1.2	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	70.8	8.6	8.4	7.7	6.9

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
휠라코리아(081660)	2016.04.17	매수	142,000원	-87.9	-85.1
	2017.02.19	매수	91,000원	-84.2	-82.1
	2017.06.14	매수	102,000원	-85.4	-83.2
	2018.01.03	매수	113,000원	-84.7	-84.1
	2018.02.22	매수	125,000원	-82.9	-80.1
	2018.04.13	매수	154,000원	-83.4	-82.7
	2018.05.16	매수	34,000원	-	-



### Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 16일 현재 휠라코리아 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

### 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

### 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

### 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.