



머그돈갑 센스기 텍사스 스포츠웨어를 물려오는 유통이류 한상회입니다.

(02)3770-3543 | sanghwa.han@tongyang.co.kr



힐라코리아 (081660)

글로벌 패션업체로 거듭나기

투자의견: BUY (M)
목표주가: 98,000원 (M)

섬유/의복

주가	68,000원
자본금	611억원
시가총액	6,758억원
주당순자산	37,402원
부채비율	145.04%
총발행주식수	9,938,014주
60일 평균 거래대금	59억원
60일 평균 거래량	86,412주
52주 고	90,000원
52주 저	58,700원
외인지분율	18.59%
주요주주	윤윤수 외 5인 11.62%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	0.9	(2.2)	(14.4)
상대	(3.8)	(1.9)	(0.2)
절대 (달러환산)	3.0	1.3	(12.0)



자료: Datastream



Why This Report

국내 소비경기 침체로 인해 의류업종도 크게 영향을 받고 있는 가운데 눈에 띄는 종목이 하나 있습니다. M&A로 글로벌 사업 확장에 성공한 힐라코리아! 국내와 미국 사업을 직접 운영하고 있으며 그 외 지역은 로열티 수입을 취하고 있는 진정한 글로벌 패션회사로 할 수 있습니다. 작년 미국 골프용품 회사인 Acushnet 를 인수하여 그 규모를 더욱 확장하고 있습니다.

Investment Point

FILA USA 턴어라운드 성공하여 안정적 실적 기록

▶ FILA USA 영업실적은 10년 턴어라운드 성공하여 11년 매출액 155백만달러, 영업이익 8백만달러를 기록. 올해에도 외형 성장과 함께 수익성 개선이 이루어지면서 양호한 실적을 나타낼 것으로 예상. 올해 매출액 및 영업이익은 전년 대비 각각 6.6%, 22.4% 증가한 165백만달러, 10백만달러로 예상.

로열티 수입은 확장기에서 안정기로 넘어간 단계

▶ 11년 말 기준 130여개 국가에 31개 라이선스를 보유. 몇 년간 지속되었던 공격적 확장이 지남에 따라 신규 라이선스의 추가 로열티 발생 효과는 작을 것으로 예상. 또한 성장률이 낮은 2~3년차 신규 라이선스 비중이 높아짐에 따라 2~3년간 성장 정체를 겪을 것으로 판단.

Acushnet 12년 지분법평가이익 500억원 예상

▶ 올해 Alexandria Holdings 에 대한 힐라코리아의 지분법평가이익 500억원으로 예상. 이는 Alexandria Holdings 의 부채 평가에 따른 일시적 회계 조정으로 기타 이익이 계상되기 때문

투자의견 BUY, 목표주가 98,000원 유지

- 해외 사업 성장성이 부진한 국내 실적을 상쇄
- Acushnet 인수로 규모를 더욱 확대

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	6,155	7,644	7,063	7,791	8,443
매출액증가율	22.6	24.2	-7.6	10.3	8.4
영업이익	1,018	1,066	1,025	1,100	1,165
조정영업이익	978	1,092	1,033	1,108	1,173
지배주주귀속 순이익	834	22	1,026	1,195	1,284
지배주주 귀속 EPS	11,538	237	10,493	9,779	10,502
증가율	59.6	-97.9	4,327.4	-6.8	7.4
PER	6.7	327.8	6.5	7.0	6.5
PBR	2.2	2.4	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA	7.9	8.8	7.8	6.9	6.2
ROA	13.1	0.3	10.7	10.0	9.0
ROE	34.8	0.7	26.8	23.2	20.2

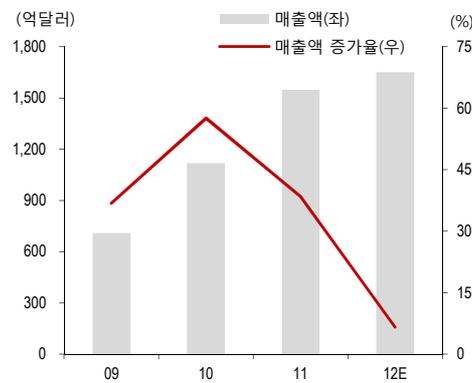
자료: 동양증권

FILA USA 턴어라운드 성공하여 안정적 실적 기록

03년 SBI가 FILA Global을 인수한 이후 미국에서 휠라는 스포츠 브랜드로서 쇠퇴기를 겪게 되었다. 당시 SBI는 명품 브랜드로 인식, 고급 부띠끄 및 일부 고가 백화점, 컨트리 클럽 등 미국내 22개 하이 엔드 채널을 통해서만 제품을 판매했다. 그러나 잘못된 시장예측과 과다채고 보유, 리테일 사업 진출에 대한 홀세일러와의 관계 악화, 광고비 집행의 비효율성 등이 맞물려 적자 누적이 계속되면서 결국 07년 경영권을 휠라코리아에게 넘기게 됐다. 휠라코리아가 FILA Global을 인수한 직후 FILA USA는 1) 인건비 절감, 자산 매각 후 임대방식 등을 통한 고정비 절감 등을 통해 지속적인 비용 절감 2) 브랜드에 대한 리포지셔닝을 수행 3) 리테일 사업을 정리하고 홀세일러와의 관계 회복에 집중 4) 생산법인도 기존의 동관에서 비용이 저렴한 진장으로 이전하는 등 구조조정을 지속하면서 미국 경기 침체기에도 지속적으로 매출액을 증가시키고 수익성을 개선시키고 있다.

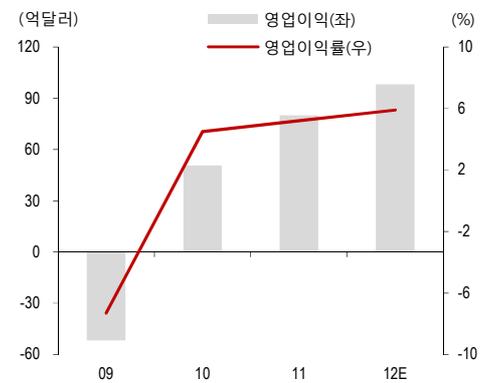
FILA USA 영업실적은 10년 턴어라운드 성공하여 11년 매출액 155백만달러, 영업이익 8백만달러를 기록했다. 올해에도 외형 성장과 함께 수익성 개선이 이루어지면서 양호한 실적을 나타낼 것으로 예상된다. 올해 매출액 및 영업이익은 전년 대비 각각 6.6%, 22.4% 증가한 165백만달러, 10백만달러로 예상된다.

그림 1. 휠라 USA 매출액 및 매출액 증가율



자료: 휠라코리아, 동양증권 리서치센터

그림 2. 휠라 USA 영업이익 및 영업이익률



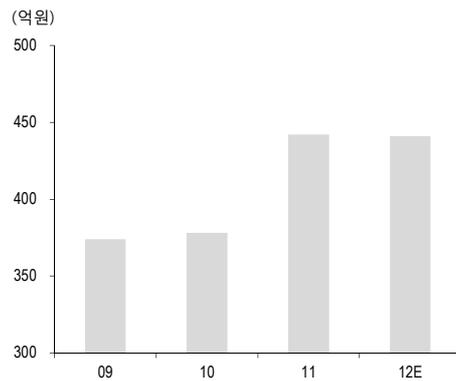
자료: 휠라코리아, 동양증권 리서치센터

로열티 수입은 확장기에서 안정기로 넘어간 단계

비용 없는 매출인 로열티 수입은 동사의 이익 기여도가 매우 높은 편이다. 과거 6개 라이선스로 시작하여 매년 5개씩 신규 라이선스가 추가되어 11년 말 기준 130여개 국가에 31개 라이선스를 보유하고 있다. 몇 년간 지속되었던 공격적 확장이 지남에 따라 신규 라이선스의 추가 로열티 발생 효과는 작을 것으로 보인다. 또한 성장율이 낮은 2~3년차 신규 라이선스 비중이 높아짐에 따라 2~3년간 성장 정체를 겪을 것으로 판단된다.

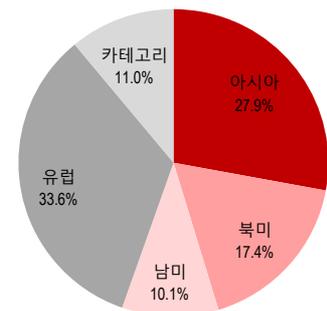
올해 들어 아시아지역 로열티가 감소(12년 상반기 기준 y/y-38.1%)하고 있는데 이는 일본 이토츠와의 라이선스 계약 연장 시 목표 매출액을 재조정 했기 때문이다. 당초 라이선스 계약 시 목표 매출액을 이토츠가 공격적으로 제시했으나 실제로 달성하지 못했기 때문에 올해 MGR 을 하향 조정한 것이다. 일본을 제외한 지역의 로열티 수입은 안정적으로 유입되고 있다.

그림 3. 로열티 매출액 추이



자료: 헬라코리아, 동양증권 리서치센터

그림 4. 국가별 로열티 비중(12년 상반기 기준)



자료: 헬라코리아, 동양증권 리서치센터

Acushnet 12년 지분법평가이익 500억원 예상

Acushnet의 실적은 모든 지분을 보유하고 있는 Alexandria Holdings의 실적을 통해 휠라코리아의 지분법평가이익으로 계상된다. Acushnet의 실적은 계절성이 있어 상반기 흑자, 하반기 적자 구조를 가지고 있다. 즉 올해 상반기 누적 순이익은 63백만달러를 기록했는데 하반기 적자 발생을 반영하면 연간 예상 순이익은 58백만달러이다. 여기에 Alexandria Holdings의 금융비용(54백만달러)을 제외한 금액이 휠라코리아에게 계상되는 지분법평가이익이다.

그러나 올해 Alexandria Holdings에 대한 휠라코리아의 지분법평가이익이 500억원으로 예상되는데, 이는 Alexandria Holdings의 부채 평가에 따른 일시적 회계 조정으로 기타 이익이 계상되기 때문이다. Alexandria Holdings가 보유하고 있는 부채의 평가금액(보통주로 전환되는 차입금의 가치)이 감소하면서 대차 조정을 위해 자본항목에 그것에 상응하는 금액을 기타이익으로 계상하기 때문이다. 올해 Alexandria Holdings의 이러한 기타이익 금액이 연간 금융비용 수준으로 계상될 것으로 예상됨에 따라 Acushnet의 실적이 그대로 휠라코리아 실적에 반영되는 효과가 발생하게 된다. Alexandria Holdings의 회계상 실적과 실제 실적과의 차이는 Alexandria Holdings 상장 시점에 부채가 모두 보통주로 전환 완료되면 없어지게 된다.

힐라코리아 (081660) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
(단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	6,155	7,644	7,063	7,791	8,443
매출원가	2,823	3,785	3,270	3,580	3,934
매출총이익	3,332	3,859	3,793	4,211	4,508
판매비	2,354	2,766	2,760	3,103	3,335
조정영업이익	978	1,092	1,033	1,108	1,173
기타영업손익	40	-26	-8	-8	-8
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타	40	-26	-8	-8	-8
영업이익	1,018	1,066	1,025	1,100	1,165
EBITDA	1,075	1,144	1,113	1,187	1,251
영업외손익	-6	-1,039	307	452	502
외환관련손익	65	-113	0	0	0
이자손익	-147	-125	0	0	0
관계기업관련손익	25	-789	480	530	580
기타	51	-12	-173	-78	-78
법인세비용차감전순손익	1,012	27	1,332	1,552	1,667
법인세비용	177	20	306	357	383
계속사업순손익	834	7	1,026	1,195	1,284
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	834	7	1,026	1,195	1,284
지배지분순이익	834	22	1,026	1,195	1,284
포괄순이익	708	-59	1,026	1,195	1,284
지배지분포괄이익	708	-59	1,024	1,193	1,281

주: 1. 조정영업이익은 매출총이익에서 판매비를 차감한 금액임
2. EBITDA는 조정영업이익 기준임

현금흐름표					
(단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	266	446	1,932	1,718	1,786
당기순이익	834	7	1,026	1,195	1,284
감가상각비	56	76	86	85	84
외환손익	0	0	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	-480	-530	-580
자산부채의 증감	-480	-415	239	-94	-64
기타현금흐름	-145	779	1,062	1,062	1,062
투자활동 현금흐름	-212	-1,175	-150	-80	-80
투자자산	-22	-1,160	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-77	-111	-150	-80	-80
유형자산 감소	1	0	0	0	0
기타현금흐름	-113	95	0	0	0
재무활동 현금흐름	91	966	1,468	981	981
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-190	1,060	1,060	1,060	1,060
자본	340	1	480	0	0
현금배당	-13	-45	-23	-30	-30
기타현금흐름	-46	-49	-49	-49	-49
연결범위변동 등 기타	-27	5	-1,170	-1,160	-1,163
현금의 증감	118	242	2,080	1,460	1,524
기초 현금	124	241	483	2,564	4,024
기말 현금	241	483	2,564	4,024	5,548
NOPLAT	1,018	1,066	1,025	1,100	1,165
FCF	340	-184	966	761	839

자료: 동양증권

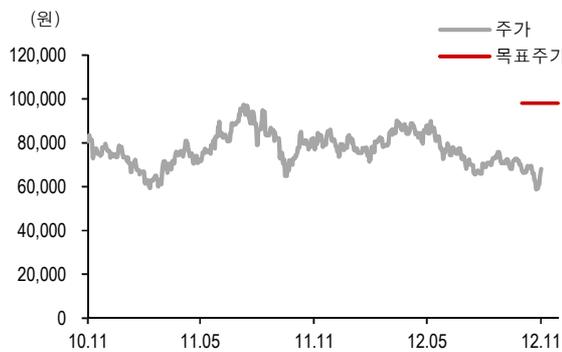
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함
4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

재무상태표					
(단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	2,560	3,243	5,133	6,831	8,569
현금및현금성자산	241	483	2,564	4,024	5,548
매출채권 및 기타채권	886	1,227	1,137	1,250	1,352
재고자산	1,080	1,310	1,211	1,335	1,447
비유동자산	4,246	5,151	5,693	6,217	6,791
유형자산	400	433	497	492	488
관계기업등 지분관련자산	120	241	721	1,251	1,831
기타투자자산	20	77	77	77	77
자산총계	6,807	8,394	10,826	13,048	15,360
유동부채	1,879	2,425	2,365	2,401	2,442
매입채무 및 기타채무	742	873	813	849	890
단기차입금	861	1,143	1,143	1,143	1,143
유동성장기부채	0	115	115	115	115
비유동부채	1,767	2,983	4,043	5,103	6,162
장기차입금	489	1,576	2,635	3,695	4,755
사채	563	573	573	573	573
부채총계	3,645	5,408	6,408	7,504	8,605
자본지분	3,161	3,090	4,572	5,736	6,989
자본금	453	474	611	611	611
자본잉여금	749	767	1,110	1,110	1,110
이익잉여금	1,695	1,666	2,668	3,833	5,086
비지배지분	0	-104	-153	-193	-235
자본총계	3,161	2,986	4,418	5,544	6,755
순차입금	1,715	3,061	2,041	1,641	1,176
총차입금	2,145	3,592	4,652	5,712	6,771

Valuation 지표					
(단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	11,538	237	10,493	9,779	10,502
BPS	34,646	32,607	37,402	46,931	57,183
EBITDAPS	12,754	12,421	11,386	9,712	10,234
SPS	73,010	83,001	72,261	63,738	69,071
DPS	500	250	250	250	250
PER	6.7	327.8	6.5	7.0	6.5
PBR	2.2	2.4	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA	7.9	8.8	7.8	6.9	6.2
PSR	1.1	0.9	0.9	1.1	1.0

재무비율					
(단위: 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액 증가율 (%)	22.6	24.2	-7.6	10.3	8.4
영업이익 증가율 (%)	19.7	4.7	-3.9	7.4	5.9
조정영업이익 증가율 (%)	25.5	11.7	-5.4	7.3	5.8
지배순이익 증가율 (%)	117.1	-97.4	4,613.2	16.6	7.4
매출총이익률 (%)	54.1	50.5	53.7	54.1	53.4
영업이익률 (%)	16.5	13.9	14.5	14.1	13.8
조정영업이익률 (%)	15.9	14.3	14.6	14.2	13.9
지배순이익률 (%)	13.6	0.3	14.5	15.3	15.2
EBITDA 마진 (%)	17.5	15.0	15.8	15.2	14.8
ROIC	17.2	4.7	13.1	13.9	14.3
ROA	13.1	0.3	10.7	10.0	9.0
ROE	34.8	0.7	26.8	23.2	20.2
부채비율 (%)	115.3	181.1	145.0	135.4	127.4
순차입금/자기자본 (%)	54.3	99.1	44.6	28.6	16.8
영업이익/금융비용 (배)	6.7	8.1	0.0	0.0	0.0

힐라코리아 (081660) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2012-11-12	BUY	98,000
2012-10-09	BUY	98,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 한상화)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.