휠라코리아(081660)

매수(유지)

목표주가: 86,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(9/2)		1,925
주가(9/2)		64,500
시가총액(십억원)		641
발행주식수(백만)		10
52주 최고/최저가(원)		75,700/57,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)		3,166
유동주식비율/외국인지분율(%)		88.4/26.1
주요주주(%)	윤윤수 외 5인	11.6
	Templeton Asset Management Ltd 외 6인	11.3

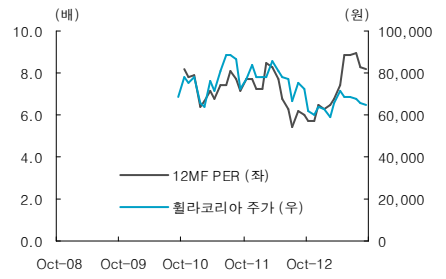
EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2013F	8,465	8,465	–
2014F	8,792	8,792	–
2015F	10,316	10,316	–

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.4)	9.5	(14.8)
상대주가(%p)	(2.5)	14.5	(15.8)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

나은채 3276-6160
ec.na@truefriend.com

나진아 3276-6171
jinah.na@truefriend.com

숨겨진 밸류와 경쟁력을 찾아

제일 싼 글로벌 패션업체, EPS는 금년부터 성장

휠라코리아에 대해 투자의견 '매수'와 목표주가 86,000원(2013F, 2014F 내재 PER 14배, 12배)을 제시한다. 현 주가는 2013F, 2014F PER 10배, 9배로 글로벌 스포츠웨어 평균 20배, 19배보다 현저히 저평가되어 있다. 우리는 휠라 브랜드의 약진과 글로벌 1위 브랜드인 타이틀리스트의 중장기 성장 스토리를 긍정적으로 본다. 2010년 IPO 이후 라이센시 변경, Acushnet 인수 등 다양한 시도에도 주가는 제자리 걸음이었는데 글로벌 소비 경기 둔화로 성장을 위한 시도들이 실제 실적 개선으로 이어지지 못했기 때문이다. 그러나 금년부터는 실질 EPS가 2년 간의 정체를 벗어나 성장으로 전환, 향후 4년간 연평균 19% 증가할 것으로 예상한다.

해외 부문 약진, 휠라 USA와 로열티 호조

내수 부진이 지속되는 현 시점에서 우리는 해외 부문에서의 이익 기여도가 65%에 달하는 휠라코리아에 주목한다. 첫째, 미국 소비경기 회복과 점유율 확대로 휠라 USA 실적이 개선되고 있다. 둘째, 영업이익의 40%, 넓게 보면 50% 이상이 비용 부담 없는 로열티 수익으로 타 패션업체와 차별화된다. 로열티는 금년부터 정상화되고 향후 완만하게 증가할 전망이다. 셋째, Acushnet으로부터의 지분법이익은 실적 개선과 지분율 확대에 힘입어 꾸준히 개선될 것이다.

3분기부터 이익 개선 예상

해외 부문 약진에 힘입어 2분기 영업이익은 전년 수준으로 회복되었다. 3분기 영업이익은 전년대비 20% 증가한 194억원으로 consensus 174억원을 10% 이상 상회할 전망이다. 3분기 영업이익의 50%가 로열티 수익으로 이익 가시성이 높다. 휠라 USA 매출액은 20% 이상 성장을 지속하고 있고, 해외 로열티 수입의 증가세는 지속될 것으로 예상된다. 내수에서도 매출 감소폭이 축소되고 극심한 할인 판매와 유통망 철수 영향에서 벗어나면서 영업이익이 증가세로 전환될 것이다.

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액(십억원)	764	670	697	726	757
영업이익(십억원)	109	91	98	107	116
세전이익(십억원)	3	147	111	116	136
지배주주순이익(십억원)	2	121	84	87	103
EBITDA(십억원)	117	101	107	117	125
순차입금(십억원)	309	251	225	186	131
영업이익률(%)	14.3	13.6	14.0	14.8	15.3
ROE(%)	0.7	33.2	18.2	16.1	16.2
배당수익률(%)	0.3	0.4	0.5	0.8	0.8
EPS(원)	237	12,423	8,465	8,792	10,316
(EPS 증가율, %)	(97.6)	5,141.8	(31.9)	3.9	17.3
BPS(원)	32,607	42,495	50,610	58,902	68,718
DPS(원)	250	250	350	500	500
PER(x)	327.8	5.2	7.7	7.4	6.3
PBR(x)	2.4	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA(x)	8.8	8.7	8.1	7.1	6.2

리포트 작성 목적

- 복잡해서 투자를 고려하기 싫어하는 휠라코리아에 대한 이해도 제고
- 성장기에 진입하는 휠라코리아 재조명
- 휠라 USA, 로열티, Acushnet – 해외 경쟁력과 지속 가능성 점검

휠라코리아, 국내 유일의 글로벌 패션 브랜드

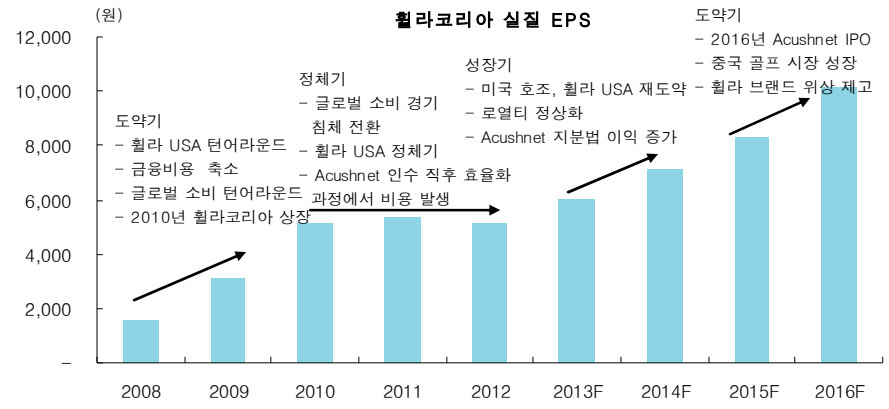
EPS, 2년간의 정체기를 지나 성장기로, 향후 4년간 연평균 19% 증가

휠라코리아는 어렵다. 자회사, 라이센시, 서브라이센시, 카테고리 라이센시, 36개의 라이센스 파트너... 듣기만 해도 복잡하다. 재무구조도 복잡하고 BW, CB, RCPS 등 고려해야 할 사항이 많다. 해외 사업이 많아 영업 외에서도 외화나 부채 관련 이슈가 발생하기 일쑤여서 어떤 숫자를 봐야 할지 혼돈스럽다.

현재 의류 업종에서 강력한 모멘텀을 가진 업체는 없다. '소비 회복'이라는 가장 강한 투자 포인트가 실종되었기 때문이다. 현 시점에서 우리는 해외이익 기여도가 65%에 달하는 휠라코리아에 주목한다. 2013년은 EPS가 2년 간의 정체 이후 처음으로 증가세로 전환되는 시기로, 우리는 휠라코리아의 EPS가 2016년까지 연평균 19% 증가할 것으로 예상한다. 첫째, 미국 소비경기 회복과 점유율 확대로 휠라 USA 실적이 개선되고 있다. 둘째, 영업이익의 40%가 비용 부담 없는 해외 로열티 수입으로 타 패션업체와 차별화된다. 로열티는 금년부터 정상화되고 향후 완만하게 증가할 전망이다. 셋째, Acushnet으로부터의 지분법이익은 실적 개선과 지분율 확대에 힘입어 꾸준히 개선될 것이다.

휠라코리아의 도약과 기업 가치 re-rating의 최고점은 IPO가 이루어졌던 2010년이었다. 이후 동사는 휠라 브랜드 가치 제고를 위한 라이센시 변경, 그리고 결정적으로 2011년 Acushnet 인수를 통해 제 2의 도약을 모색했다. 그러나 글로벌 소비 경기가 침체되고 2012년 휠라 USA가 제품 전략 착오로 인한 시행착오를 거치면서 정체기를 보냈으며 Acushnet 인수 직후에는 관련된 손실과 스탁옵션 충당금 이슈까지 불거져 실적이 정체되었다.

[그림 1] 휠라코리아 2012~2016년 4YR EPS CAGR은 19%



자료: 한국투자증권

<표 1> 휠라코리아 순이익과 밸류에이션 가정, EPS는 2013년부터 재차 성장국면에 진입

(단위: 십억원, 천주, 원)

		2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F	2016F
순이익 가정	휠라코리아 순이익	7.5	38	83	1	122	84	87	101	124
	밸류에이션 순이익	18	38	63	66	63	74	87	101	124
지분법이익 가정	Acushnet 회계상 지분법이익				(79)	61	27	21	33	70
	Acushnet 희석 기준 지분법이익				(10)	7	13	19	27	49
주식수 가정	휠라코리아 총주식수	8,181	8,181	8,431	9,210	9,938	9,938	9,938	9,938	9,938
	희석 주식수	12,223	12,223	12,223	12,223	12,223	12,223	12,223	12,223	12,223
EPS 가정	재무제표 순이익/총주식수	917	4,698	9,898	73	12,245	8,461	8,789	10,203	12,472
	재무제표 순이익/희석 주식수	614	3,144	6,827	55	9,956	6,879	7,146	8,295	10,140
	밸류에이션 순이익/총주식수	2,259	4,589	7,476	7,169	6,329	7,416	8,781	10,195	12,464
	밸류에이션 순이익/ 희석 주식수	1,512	3,071	5,157	5,402	5,146	6,030	7,140	8,289	10,134

주: 1. 밸류에이션 순이익 = (영업이익+지분법이익-금융비용)*(1-법인세율)
2. Acushnet 희석 기준 지분법이익: Acushnet 지분율을 BW, CB, RCPS 전량 희석으로 가정
3. 희석 주식수: 현재 휠라코리아 신주인수권 228만주 보유
자료: 한국투자증권

2분기 터닝 포인트, 3분기부터 증익

해외 부문 약진에 힘입어 2분기 영업이익은 전년 수준으로 회복되었다. 3분기 영업이익은 전년대비 20% 증가한 194억원으로 consensus 174억원을 10% 이상 상회할 것으로 예상된다. 특히, 완제품 패션업체에게 3분기는 비수기여서 손익 예측력이 낮은 반면 동사는 3분기 영업이익의 50%가 로열티 수익으로 규모나 안정성 면에서 타사 대비 뛰어나다. 휠라 USA 매출액이 20% 이상 성장을 지속하고 있고 해외 로열티 수입의 증가세는 지속될 것으로 예상된다. 내수에서도 매출 감소폭이 축소되고 극심한 할인 판매와 유통망 축소 영향에서 벗어나 영업이익이 증가세로 전환될 것이다.

<표 2> 분기별로도 2분기가 터닝 포인트, 3분기부터 증익 예상

(단위: 십억원, %YoY)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F
매출액	181	195	185	203	172	172	145	182	171	177	149	199
Fila Korea	96	123	106	133	96	116	88	124	89	108	90	134
Fila USA	41	38	40	52	56	41	39	39	61	51	41	46
해외 Royalty	8	11	11	11	8	11	9	10	10	11	9	11
매출증감	41.9	20.8	26.4	12.8	(5.3)	(11.6)	(21.8)	(10.5)	(0.7)	3.0	3.4	9.4
Fila Korea	6.7	10.2	15.8	6.6	0.2	(5.5)	(17.0)	(7.0)	(7.4)	(7.2)	3.0	7.9
Fila USA	98.1	24.0	(1.6)	41.5	37.7	6.2	(2.1)	(25.8)	9.2	25.2	5.0	17.8
해외 Royalty	14.0	34.5	37.1	4.6	5.0	(3.2)	(19.1)	(8.7)	20.7	2.7	3.0	6.3
영업이익	20	34	24	31	25	27	16	24	22	29	19	27
Fila Korea	10	19	11	15	6	12	3	11	4	10	6	13
Fila USA	2	2	3	3	7	(0)	1	(0)	5	5	2	2
해외 Royalty	8	11	11	11	8	11	9	10	10	11	9	11
영업이익 증감	**46.4**	**(4.6)**	**0.1**	**27.6**	**26.4**	**(22.8)**	**(32.4)**	**(23.6)**	**(12.5)**	**10.9**	**20.6**	**12.8**
Fila Korea	15.4	5.5	(0.6)	(3.5)	(36.1)	(36.8)	(71.6)	(24.8)	(40.4)	(18.2)	86.3	15.7
Fila USA	NA	(51.4)	(1.8)	140.8	258.2	NA	(53.5)	NA	(31.3)	NA	24.5	NA
해외 Royalty	14.0	34.5	37.1	4.6	5.0	(3.2)	(19.1)	(8.7)	20.7	2.7	3.0	6.3

자료: 휠라코리아, 한국투자증권

가장 싼 글로벌 스포츠 패션업체

목표주가 86,000원은 2013년 내재 PER 14배, 2014년 내재 PER 12배이다. 국내 부문과 해외 부문으로 나누고 해외 부문 EPS에는 해외 글로벌 스포츠업체 평균 PER을 20% 할인 적용했다. 브랜드 인지도나 매출 규모가 Nike, Adidas에 비해 절대 열위이나 Puma나 Columbia와는 충분히 비교할 만하다. 특히 동사가 지분 21%를 보유한 Acushnet은 글로벌 1위 골프 용품 브랜드 Titlelist를 보유해 Callaway Golf보다 매출이나 이익률에서 우위에 있어 글로벌 스포츠웨어 업체 중 주목할 가치가 있다고 판단한다.

<표 3> 휠라코리아 목표주가 86,000원 산정 (단위: 원, 배)

	2013F	2014F	비고
완전 희석 EPS	6,030	7,140	
국내 부문 EPS	2,438	2,926	
해외 부문 EPS	3,591	4,231	
목표 PER	13.6	12.6	
국내 부문 목표 PER	10.0	9.2	국내 패션 평균 PER 적용
해외 부문 목표 PER	16.0	15.0	글로벌 스포츠업체 평균 대비 20% 할인 적용
적정 주가	81,842	89,954	
목표 주가	85,898		2013~2014 년 적정주가 평균

자료: 한국투자증권

<표 4> 글로벌 스포츠웨어 2013년, 2014년 평균 PER은 각각 20배, 19배 (단위: USDmn, EUROmn, 배, %)

		NIKE	ADIDAS	PUMA	COLUMBIA SPORTSWEAR	QUIKSILVER	DECKERS OUTDOOR	CALLAWAY GOLF
통화		USD	EUR	EUR	USD	USD	USD	USD
시가총액		58,594	17,788	3,391	2,109	937	1,991	522
PER	2012	22.9	26.7	47.9	17.7	45.7	11.8	N/A
	2013F	21.8	19.2	20.6	23.8	N/A	15.4	N/A
	2014F	19.0	16.1	18.5	19.6	25.6	13.2	45.6
PBR	2012	4.9	2.7	2.1	1.6	0.9	1.9	1.7
	2013F	4.5	3.0	1.9	1.7	1.7	2.1	1.7
	2014F	4.0	2.7	1.8	1.6	1.5	1.9	1.7
영업이익률	2012	12.9	8.0	3.4	8.0	3.2	13.2	n/a
	2013F	13.1	9.0	8.4	7.2	3.0	12.7	n/a
	2014F	13.7	10.0	9.1	8.2	6.3	13.5	3.1
EPS 성장률	2012	14.5	(14.0)	(69.5)	(3.6)	n/a	(32.4)	n/a
	2013F	9.1	75.3	132.4	(12.8)	n/a	7.1	n/a
	2014F	14.4	19.6	11.5	21.7	n/a	16.6	n/a
매출액	2012	25,313	14,883	3,271	1,670	2,013	1,414	834
	2013F	27,559	15,076	3,098	1,635	1,953	1,521	814
	2014F	29,686	16,090	3,223	1,791	2,016	1,645	871

자료: Bloomberg, 한국투자증권

휠라 USA 고성장, 소비 턴어라운드와 시장 점유율 확대

휠라 USA, 중가 스포츠 신발 시장에서 돌풍. 과거 4년 연평균 32% 외형 성장

휠라 USA는 휠라코리아가 휠라글로벌 사업을 인수한 2007년 이전에는 매출이 6억 달러에 달하는 미국 내 4대 스포츠브랜드 업체였다. 무리한 확장으로 손실 규모가 4,000만 달러에 달하면서 브랜드가 휠라코리아에 인수된 이후 매장 철수와 구조조정을 단행했고 재고 부담이 없는 wholesale 방식으로 전환했다. 제품 가격대는 약 USD40~50로 Nike, Adidas의 평균 USD100~110에 비해 중가 수준이고 Khol's, Sears, JC Penny 등 대형 할인점 및 대형 마트 위주로 진입했다. 리테일러 입장에서는 FILA에 대한 선호도가 높을 수밖에 없는데, 이전 4대 브랜드 중 하나였고 브랜드가 어려움을 겪었다고 하나 제품 기획력, 품질, 인지도에서 다른 중저가 브랜드보다 우위이기 때문이다.

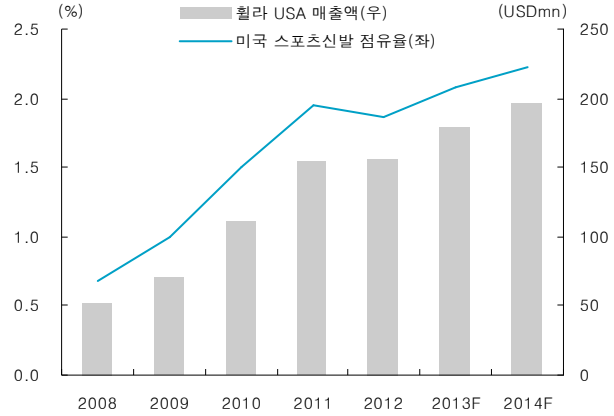
금년 매출 목표는 보수적으로 1.8억 달러. 낙관적으로는 2억 달러 가능, 중장기적으로 3억 달러 목표

인수 직후 매출액은 3,500만 달러 수준으로 미국 내 스포츠신발 점유율이 0.6% 내외에 불과했으나 중저가 시장을 공략하면서 휠라 USA 매출은 2008년부터 연평균 30% 성장, 2012년 매출액은 1.56억 달러에 달했다. 고성장에도 불구하고 미국 신발 시장 전체가 50조원 이상, 스포츠 신발 시장만도 20조원에 육박해 시장 점유율은 전체 신발 시장의 1% 미만, 스포츠 신발의 2%에도 미치지 못한다(도매 매출, 실제 ASP는 도매가 2배 가정). 2012년 매출은 전년대비 보합 수준에 그쳤는데, 소비 경기 급랭과 더불어 전략 상품의 대거 반품 및 할인 매출 집중으로 하반기로 가면서 실적이 급격히 악화되었기 때문이다. 2013년 상반기에는 높은 베이스에도 불구하고 달러 기준 매출액이 20% 증가했다. 2013년 매출 목표는 보수적으로 전년대비 15% 증가한 1.8억 달러로 현재 오더 증가율은 20% 이상이다. 낙관적으로는 금년 매출 2억 달러 달성도 가능하다. 중장기적으로는 매출 3억 달러 달성이 목표이며 이를 달성할 경우 전체 신발 시장 점유율은 1%, 스포츠 신발 점유율은 3% 내외이다.

경쟁 브랜드 매각 등 경쟁력 약화에 따른 반사이익도 일부 있어

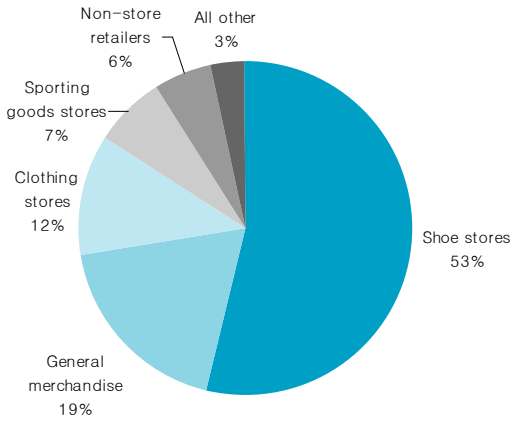
휠라 USA의 최근 선전에는 글로벌 경기 침체로 인한 경쟁 브랜드의 매각 수혜도 작용했다. 리테일러들은 일반적으로 10~20개의 vendor로부터 제품을 공급받는데 K-SWISS, Avia, And 1 등 신발 매출이 2~3억 달러 내외였던 경쟁업체들이 금년 차례로 매각되면서 경쟁도 완화되었다.

[그림 2] 휠라 USA 과거 4년간 매출 연평균 30% 성장



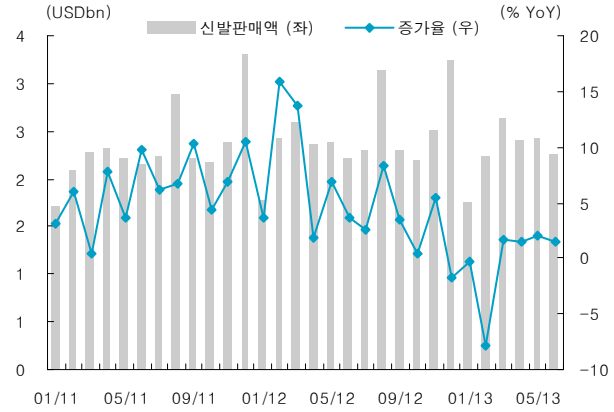
자료: 휠라코리아, 한국투자증권

[그림 3] 미국 신발 채널별 매출, 휠라코리아는 대형 할인점 위주



자료: 업계자료, 한국투자증권

[그림 4] 미국 신발 소비는 바닥 찍고 턴



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 5] 미국 스포츠 시장 브랜드 침투율, 과거 일부 경쟁업체는 매각

(단위: %)

Brands	Men	Women	Total	Note
Nike	19	20	19	
New Balance	13	14	14	
Adidas	9	8	8	
Reebok	8	9	8	
Skechers	4	9	7	
Asics	2	3	3	
Converse	3	4	3	
K-Swiss	2	3	3	2013 년 매각
Puma	3	3	3	
Vans	2	3	3	
Avia	1	2	2	2013 년 매각
Airwalk	2	1	1	
Brooks	1	1	1	
Fila	1	1	1	
Keds		2	1	
L.A. Gear	1	1	1	
Rockport	2	1	1	
Saucony	1	1	1	
Other Brands 17 19 18	26	14	20	
Total	100	100	100	

주: 2009년 Survey 기준. K-Swiss와 Avia는 금년 매각
자료: 업계자료

해외 로열티 정상화, 어려운 시기에 확정 로열티 수입 부각

해외 로열티 85% 이상이 확정 로열티, 매년 7% 성장, 재계약은 대부분 2017년 이후

영업이익에서 해외 로열티 비중은 40%에 달한다. 자회사인 휠라코리아와 휠라 USA 로열티까지 가산하면 로열티 비중만 50% 이상이다. 해외 라이센시는 비딩 방식으로 선정되며 이후 라이센시는 매년 목표 매출액에 근거한 최소 로열티(Minimum guarantee rate: MGR)와 이를 초과 달성할 경우의 러닝로열티를 지급한다. 현재 동사의 로열티 중 85% 이상이 최소 로열티로 확정 금액이다. 2012년 로열티 재계약에 따라 일본 지역 로열티 수입이 급감한 것이 전체 로열티 수입 감소로 이어졌으나 2012년 재계약 이후에는 일본 지역 로열티도 매년 최소 6~8% 증가한다.

상반기 해외 로열티 수입은 10% 증가했다. 일본 지역 정상화와 다른 라이센시들의 MGR 상승, 일부 러닝로열티 발생에 힘입어 2013년부터 연간 7%의 성장이 지속될 것으로 예상한다.

일본 지역의 로열티 재계약으로 다른 account들의 로열티 안정성에 대한 이슈가 제기되고 있다. 그러나 전체 로열티에서 한국과 미국은 자회사로 영구 계약이고 아시아 로열티의 75% 이상을 차지하는 일본은 만기가 2016년 말이다. EMEA 지역은 2021년까지 10년 계약이다.

<표 5> 휠라코리아 지역별 로열티, 대부분 재계약은 2017년 이후 (단위: USDmn, %)

지역	2012	2013F	매출액 대비	Note
Korea	9	9	3%	자회사, 영구계약
Subsidiary	11	12	4~5%	자회사, 영구계약
Asia	10	10	6~8%	일본이 75% 이상, 2016 년 만기
Canada& US	8	7	6%	2021 년 만기
Latin America	3	3	3%	선수금 5000 만 달러, 2021 년 만기
EMEA	12	13	5%	유럽이 90% 이상. 2021 년 만기
Category	1	4	6~8%	
Total	53	59		
자회사 제외	34	37		

자료: 휠라코리아, 한국투자증권

유럽은 + α

상반기 로열티 성장률이 가장 높았던 지역은 EMEA(유럽, 중동, 아프리카 지역)이다. 상반기 EMEA 지역 로열티는 전년대비 17% 증가해 금년에 우리 예상을 초과 달성할 가능성이 높다. 이중 유럽이 90% 이상을 차지하는데 휠라코리아는 2011년에 2010년 이전 유럽 지역에서의 부진을 만회하기 위해 대형 스포츠 유통업체 위주로 라이센스를 교체한 바 있다. 영국은 JD Sports, 그 외 유럽 지역은 Deichmann이라는 대형 유통업체로 교체했는데, Deichmann은 2년 만에 MGR을 넘어 러닝로열티를 지급하는 것으로 파악된다. Deichmann에서만 수취되는 로열티가 2012년 약 700만 달러에서 2013년 1,000만 달러 이상으로 예상된다.

Acushnet, 시간이 갈수록 구체화되는 비전

Acushnet, 2016년 IPO 목표 기업 가치는 3조원

동사의 중장기 성장 동력은 Acushnet이다. 2011년 인수 당시에는 희석 지분율이 12%에 불과했으나 금년 8월을 기점으로 20.6%를 확보했다. 지분율을 매년 4.2%p씩 확대하면서 2016년에는 33%를 확보, IPO와 함께 경영권을 가져올 것이다. 지분법이익은 2012년 72억원에서 2016년 500억원으로 늘어날 것으로 예상된다.

현재 Acushnet의 영업이익이나 Alexandria Holdings(Acushnet 지분 100% 보유) 순이익은 본질 가치보다 낮게 형성된다. 이유는 현재 Acushnet의 영업이익에서 IPO를 대비한 스탁옵션 충당금으로 2015년까지 연 4,000만 달러를 쌓아야 하고, 공동 투자한 PEF에 대한 이자 및 배당금 등 금융비용만 대략 5,400만 달러에 달하기 때문이다. 즉 2013년의 경우 충당금 반영 전 영업이익은 1.5억 달러로 예상하는데 이중 9,400만 달러가 스탁옵션 충당금과 금융비용이다. 2016년 동사가 목표로 하는 IPO를 성공적으로 달성할 경우 Acushnet의 영업이익과 Alexandria Holdings의 순이익은 드라마틱하게 좋아지는 구조다.

따라서 Acushnet의 EBITDA 달성 여부가 가장 중요하다. Acushnet은 EBITDA가 2011년 1.2억 달러에서 2015년 2.4억 달러로 두 배 증가하는 것을 목표로 하고 있으며 금년에는 1.8억 달러 달성이 무난해 보인다. 아시아 지역 고성장과 제품력 강화, 원가 절감 등으로 금년 상반기에만 1.3억 달러 이상의 EBITDA를 달성한 것으로 파악된다.

최근 성장률은 다소 둔화, 향후 관전 포인트

2분기 Acushnet의 매출액은 인수 이후 최초로 3% 감소했다. 매출의 13%를 차지하는 일본 지역 매출이 엔/달러 환율 급등(+23% YoY)으로 부진했고 미국과 유럽도 날씨 요인이 우호적이지 않았던 것으로 파악된다. 수익성 개선으로 EBITDA 기준 성장은 지속되었으나 외형 성장 회복 여부는 하반기의 중요한 관전 포인트가 될 것이다.

<표 6> Acushnet 2016년 목표 EBITDA는 인수 이후 2배, 목표 기업 가치는 3조원 (단위: USDmn, %)

	2011 인수	2012	2013F	2014F	2015F	2016F IPO
Acushnet EBITDA	120	145	174	200	240	240
목표 EV/EBITDA	10	11	11	11	12	12
기업가치	1,240	1,546	1,912	2,265	2,796	2,880
Acushnet 차입금	500	500	500	500	500	500
휠라코리아 지분율	12.2	16.4	20.6	24.8	29.1	33.3
휠라코리아 지분 가치	**90**	**171**	**291**	**438**	**668**	**793**

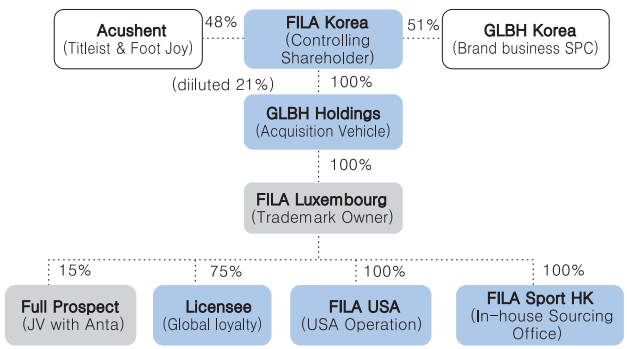
자료: 휠라코리아, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

■ 기업개요

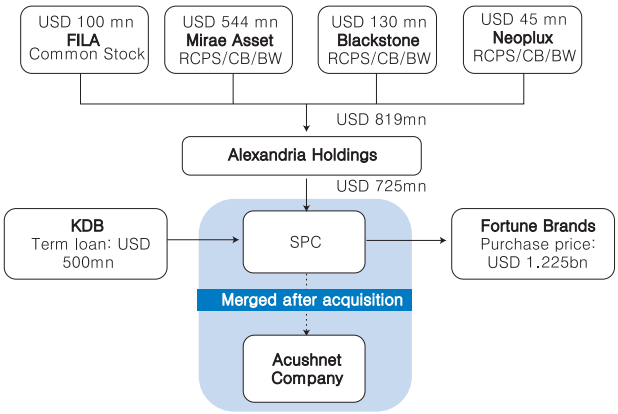
휠라코리아는 1991년 설립된 회사로서 1992년 'FILA'로 내수 영업을 개시했다. 2005년 MBO(Management Buyout) 방식을 통해 Fila Global Group으로부터 분리되어 Fila 브랜드를 사용할 수 있는 라이센시(Licensee)로 독립한 후, 2007년 M&A를 통해 Fila 상표권 및 사업권을 인수해 전세계의 라이센시를 통해 영업을 전개하고 로열티를 수취하고 있다. 2011년 글로벌 골프용품 1위 업체인 Acushnet을 미래에셋 PEF와 공동 인수했다.

[그림 6] 휠라코리아 그룹 구조



자료: 휠라코리아, 한국투자증권

[그림 7] Acushnet 인수 구도



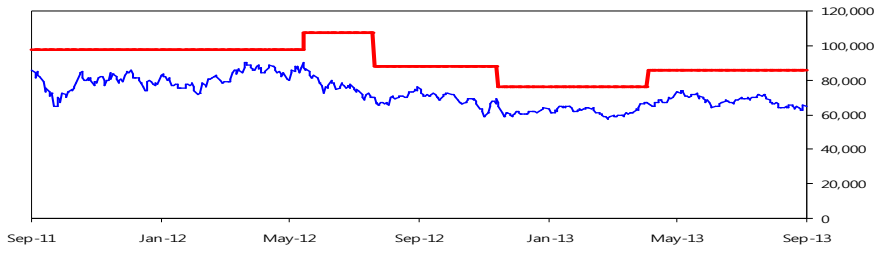
자료: 휠라코리아, 한국투자증권

■ 용어해설

- 라이센시(Licensee): 라이센스 계약에 있어서 허락자(Licensor)에 대응하는 한쪽의 당사자. 특허권, 상표권, 저작권 등을 실시하는 권한을 부여받고 로열티를 지급함

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
휠라코리아(081660)	2011.11.17	매수	98,000 원
	2012.05.16	매수	107,000 원
	2012.07.22	매수	88,000 원
	2012.11.15	매수	76,000 원
	2013.04.05	매수	86,000 원



재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	324	292	308	328	365
현금성자산	48	36	42	51	76
매출채권및기타채권	123	93	97	101	105
재고자산	131	138	144	150	156
비유동자산	515	585	641	687	727
투자자산	32	130	169	209	246
유형자산	43	45	45	45	45
무형자산	405	379	395	399	401
자산총계	839	877	949	1,014	1,092
유동부채	243	247	236	216	193
매입채무및기타채무	89	83	86	90	94
단기차입금및단기사채	126	86	66	46	26
유동성장기부채	0	53	53	43	33
비유동부채	298	215	218	221	224
사채	57	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	176	152	152	152	152
부채총계	541	463	454	437	417
지배주주지분	309	422	503	585	683
자본금	47	50	50	50	50
자본잉여금	77	84	84	84	84
자본조정	0	0	0	0	0
이익잉여금	167	285	366	448	546
비지배주주지분	(10)	(8)	(8)	(8)	(8)
자본총계	299	414	495	578	675

손익계산서

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	764	670	697	726	757
매출원가	379	322	339	351	363
매출총이익	386	348	358	375	395
판매관리비	277	257	260	267	279
영업이익	109	91	98	107	116
금융수익	39	42	1	1	1
이자수익	1	0	0	0	1
금융비용	63	47	14	12	11
이자비용	13	16	14	12	10
기타영업외손익	(3)	(1)	0	0	0
관계기업관련손익	(79)	61	27	19	29
세전계속사업이익	3	147	111	116	136
법인세비용	2	25	27	28	33
연결당기순이익	1	122	84	88	103
지배주주지분순이익	2	121	84	87	103
기타포괄이익	(7)	(15)	0	0	0
총포괄이익	(6)	107	84	88	103
지배주주지분포괄이익	(6)	107	84	87	103
EBITDA	117	101	107	117	125

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	45	84	64	75	78
당기순이익	1	122	84	88	103
유형자산감가상각비	8	9	9	9	9
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(40)	22	(3)	(2)	(5)
기타	76	(69)	(26)	(20)	(29)
투자활동현금흐름	(118)	(48)	(36)	(33)	(18)
유형자산투자	(11)	(11)	(9)	(9)	(9)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(106)	(38)	(13)	(20)	(8)
무형자산순증	(1)	(0)	(15)	(5)	(2)
기타	0	1	1	1	1
재무활동현금흐름	97	(49)	(22)	(33)	(35)
자본의증가	0	9	0	0	0
차입금의순증	106	(52)	(20)	(30)	(30)
배당금지급	(5)	(2)	(2)	(3)	(5)
기타	(4)	(4)	0	0	0
기타현금흐름	1	0	0	0	0
현금의증가	24	(12)	6	9	25

주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	237	12,423	8,465	8,792	10,316
BPS	32,607	42,495	50,610	58,902	68,718
DPS	250	250	350	500	500
성장성(%, YoY)					
매출증가율	24.2	(12.3)	4.0	4.1	4.3
영업이익증가율	11.7	(16.3)	6.9	9.7	8.3
순이익증가율	(97.4)	5,481.0	(30.7)	3.9	17.3
EPS증가율	(97.6)	5,141.8	(31.9)	3.9	17.3
EBITDA증가율	13.0	(14.0)	6.4	8.8	7.7
수익성(%)					
영업이익률	14.3	13.6	14.0	14.8	15.3
순이익률	0.3	18.1	12.1	12.0	13.5
EBITDA Margin	15.3	15.0	15.4	16.1	16.6
ROA	0.1	14.2	9.2	8.9	9.8
ROE	0.7	33.2	18.2	16.1	16.2
배당수익률	0.3	0.4	0.5	0.8	0.8
안정성					
순차입금(십억원)	309	251	225	186	131
차입금/자본총계비율(%)	121.4	71.0	55.4	42.3	31.7
Valuation(X)					
PER	327.8	5.2	7.7	7.4	6.3
PBR	2.4	1.5	1.3	1.1	1.0
PSR	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	8.8	8.7	8.1	7.1	6.2

■ Compliance notice

- 당사는 2013년 9월 2일 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 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 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
- 중 립 : 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.