KYOBO 교보증권

휠라코리아 081660

Nov 04, 2013

Buy [유지]

TP 98,000원 [상향]

휠라USA 호조로 3Q 어닝 서프라이즈 전망

3Q 매출액 1,637억원(+13.3%yoy), 영업이익 213억원(+32.6%yoy) 전망

휠라코리아의 3Q 실적은 매출액 1,637억원(+13.3%yoy), 영업이익 213억원(+32.6%yoy)을 달성하여, 당사 기존 추정치(매출액 1,527억원, 영업이익 182억원)와 높아진 시장 컨센서스(매출액 1,510억원, 영업이익 186억원)를 크게 상회할 전망이다.

휠라USA, 점유율 상승과 제품 다변화, 미국 연말소비 시즌을 앞두고 오더 급증

1) **국내법인**: 매출액 907억원(+3.5%yoy)와 영업이익 34억원(+9.5%yoy)를 달성하여 5분기만에 턴어라운드할 전망이다. 2) **휠라USA**: 매출액 52.4백만달러(+51.0%yoy), 영업이익 3.1백만달러(+169%yoy)의 어닝서프라이즈가 기대된다. 호실적은 미국 중저가 스포츠신발 시장 내 점유율 상승(경쟁브랜드 케이스위스, AND1의 하락)과 제품 다변화(쿨맥스, 메모리폼을 적용한 신제품 런칭 확대), 그리고 미국 연말소비 시즌을 앞둔 오더 급증에 따른 것이다. 3) **로열티수익**: 전년 동기대비 9.5%의 안정적인 성장세를 이어갈 전망이다. 4) **아큐시네트(지분법손익으로 반영)**: 3Q 비수기 진입으로 전년동기 수준의 매출액과 영업이익이 예상되며, 4Q에는 지난해 낮은 기저(인센티브 충당금 일시 반영)를 바탕으로 영업이익이 턴어라운드할 전망이다. 3Q 누적으로 EBITDA 1.6천만불을 달성하여, 2016년 상장을 위한 2013년 목표 EBITDA 1.8천만불을 무난히 달성할 것으로 예상된다.

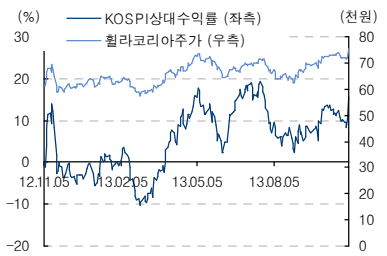
투자의견 Buy 유지, 목표주가 98,000원으로 15% 상향

휠라코리아에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 호실적에 따른 추정치 변경으로 목표주가를 85,000원에서 98,000원으로 상향한다. 2014년 예상되는 국내법인의 순이익에 목표승수 10배와 해외법인 휠라USA와 로열티법인의 순이익에 목표승수 12배, 지분율 33% 기준으로 산출한 아큐시네트의 순이익에 목표승수 12배를 적용하여, 희석감안한 총 주식수를 나누어 목표주가 98,000원을 산출하였다.

Company Data

현재가(11/01)	75,500 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	75,500 원
52 주 최저가(보통주)	57,500 원
KOSPI (11/01)	2,039.42p
KOSDAQ (11/01)	534.74p
자본금	497 억원
시가총액	7,503 억원
발행주식수(보통주)	994 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	2.8 만주
평균거래대금(60 일)	20 억원
외국인지분(보통주)	28.59%
주요주주	
윤윤수 외 5 인	11.54%
Templeton Asset Mngt Ltd 외 6 인	11.27%

Price & Relative Performance



주가수익률	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	4.4%	5.9%	28.6%
상대주가	2.3%	2.0%	19.7%

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2011.12	2012.12	2013.12E	2014.12E	2015.12E
매출액 (십억원)	764	670	709	761	823
YoY(%)	24.2	-12.3	5.8	7.3	8.1
영업이익 (십억원)	109	91	99	105	115
OP 마진(%)	14.3	13.6	14.0	13.8	14.0
순이익 (십억원)	1	122	75	85	98
EPS(원)	237	12,424	7,565	8,573	9,806
YoY(%)	-97.9	5,135.5	-39.1	13.3	14.4
PER(배)	327.4	5.2	10.0	8.8	7.7
PCR(배)	6.2	8.4	15.4	13.7	11.6
PBR(배)	2.4	1.5	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	8.8	8.7	9.0	8.5	7.6
ROE(%)	0.7	33.2	16.4	15.9	15.6

| 유통/의류/화장품 |
책임연구원 양지혜
3771-9077
julieyang@iprovest.com

도표 1. 휠라코리아 목표주가 산출

2014 년 기준		단위: 십억원, 배
국내법인	순이익	26.4
	적용 PER	10
국내가치		264.2
휠라 USA	순이익	11.2
	적용 PER	12
로열티	순이익	45.1
	적용 PER	12
아큐시네트(지분법)	순이익	67.1
	지분율	33%
	적용 PER	12
해외가치		941.3
적정가치		1,205.5
적용주식수(희석감안)		12,223,017
적정주가(원)		98,626
목표주가(원)		98,000

자료: 교보증권 리서치센터

도표 2. 휠라코리아 분기별 실적 전망 (단위: 십억원)

	2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	2013F
매출액	764.4	171.8	172.3	144.6	181.5	670.1	170.6	177.4	163.7	197.3	709.0
%,YoY	24.2%	-5.3%	-11.6%	-21.8%	-10.6%	-12.3%	-0.7%	3.0%	13.3%	8.7%	5.8%
%,QoQ		-15.4%	0.3%	-16.1%	25.6%		-6.0%	4.0%	-7.7%	29.2%	
매출원가	378.5	83.0	76.2	73.6	89.3	322.1	85.4	79.7	81.9	96.7	343.7
% of sales	49.5%	48.3%	44.2%	50.9%	49.2%	48.1%	50.1%	44.9%	50.0%	49.0%	48.5%
% YoY	34.1%	-12.3%	-14.2%	-22.2%	-11.2%	-14.9%	2.9%	4.6%	11.2%	8.3%	6.7%
매출총이익	385.9	88.8	96.1	70.9	92.2	348.1	85.1	97.7	81.9	100.6	365.4
% of sales	50.5%	51.7%	55.8%	49.1%	50.8%	51.9%	49.9%	55.1%	50.0%	51.0%	51.5%
% YoY	15.8%	2.4%	-9.5%	-21.5%	-10.0%	-9.8%	-4.1%	1.7%	15.4%	9.1%	5.0%
판관비	276.6	63.9	69.5	54.9	68.9	257.2	63.4	68.3	60.6	74.0	266.3
% of sales	36.2%	37.2%	40.4%	38.0%	38.0%	38.4%	37.2%	38.5%	37.0%	37.5%	37.6%
% YoY	17.5%	-4.8%	-3.2%	-17.6%	-3.1%	-7.0%	-0.7%	-1.8%	10.4%	7.4%	3.5%
영업이익	109.2	24.9	26.6	16.1	23.3	90.9	21.7	29.5	21.3	26.6	99.1
% of sales	14.3%	14.5%	15.4%	11.1%	12.9%	13.6%	12.7%	16.6%	13.0%	13.5%	14.0%
% YoY	11.7%	26.9%	-22.8%	-32.4%	-25.7%	-16.8%	-12.8%	10.9%	32.6%	14.1%	9.0%
세전이익	2.7	54.1	55.2	39.1	-1.3	147.1	15.3	45.4	22.6	9.7	93.0
% of sales	0.4%	31.5%	32.1%	27.0%	-0.7%	21.9%	9.0%	25.6%	13.8%	4.9%	13.1%
% YoY	-97.3%	-233%	2.0%	-29.2%	-103%	5295%	-71.7%	-17.7%	-42.2%	흑전	-36.8%
순이익	0.7	42.7	39.7	32.3	7.0	121.7	13.9	37.5	16.6	7.3	75.3
% of sales	0.1%	24.8%	23.0%	22.4%	3.9%	18.2%	8.1%	21.1%	10.2%	3.7%	10.6%
% YoY	-99.2%	-235%	-7.1%	-18.5%	-78.2%	17881%	-67.5%	-5.4%	-48.6%	4.3%	-38.1%

자료: 교보증권 리서치센터

도표 3. 국내법인 별도기준 분기별 실적 (단위: 십억원)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012	1Q13	2Q13	3Q13F
매출액	96.2	115.9	87.6	124.1	423.9	89.1	107.6	90.7
%,YoY	0.2%	-5.5%	-17.0%	-7.0%	-7.4%	-7.4%	-7.2%	3.5%
영업이익	6.2	12.1	3.1	11.2	32.7	3.7	9.9	3.4
% YoY	-35.8%	-37.1%	-70.8%	-25.0%	-40.2%	-40.4%	-18.2%	9.5%
% of sales	6.5%	10.4%	3.6%	9.0%	7.7%	4.2%	9.2%	3.8%

자료: 교보증권 리서치센터

도표 4. 미국법인(휠라 USA) 별도기준 분기별 실적 (단위: 천달러)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012	1Q13	2Q13	3Q13F
매출액	49,730	35,443	34,680	35,688	155,541	56,602	45,545	52,367
%,YoY	36.3%	-0.2%	-6.2%	-22.1%	0.5%	13.8%	28.5%	51.0%
영업이익	5,831	-32	1,170	-188	6,781	4,174	4,055	3,142
% YoY	255%	-102%	-55%	-109%	-15%	-28%	흑전	169%
% of sales	*11.7%*	*-0.1%*	*3.4%*	*-0.5%*	***4.4%***	*7.4%*	*8.9%*	***6.0%***

자료: 교보증권 리서치센터

도표 5. 분기별 로열티수익 추이 (단위: 천달러)

	2010	2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012	1Q13	2Q13
Korea	9,732	11,347	1,924	2,271	1,772	2,739	8,706	1,872	2,127
Subsidiary	3,753	10,728	4,536	2,148	2,341	1,777	10,802	4,101	2,803
Asia	13,952	15,561	2,407	2,351	2,423	2,334	9,515	2,200	2,247
Canada & US Subs	3,734	5,183	1,729	1,773	1,453	2,716	7,671	1,917	2,455
Latin America	3,444	4,160	807	870	804	772	3,253	729	724
EMEA	5,788	8,555	2,213	4,076	2,729	3,308	12,326	2,881	4,047
Category	2,203	3,072	260	199	163	135	757	914	292
Total	49,577	65,941	13,876	13,688	11,685	13,781	53,030	14,614	14,695
Total(Int_Adj)	29,120	36,531	7,416	9,269	7,572	9,265	33,522	8,641	9,765
%YoY		*25.4%*	*4.3%*	*-9.0%*	*-22.5%*	*-2.1%*	*-8.2%*	*16.5%*	*5.4%*
Asia		*11.5%*	*-34.4%*	*-39.0%*	*-35.8%*	*-45.2%*	*-38.9%*	*-8.6%*	*-4.4%*
N. America		*38.8%*	*104.9%*	*2.7%*	*17.9%*	*96.8%*	*48.0%*	*10.9%*	*38.5%*
L. America		*20.8%*	*-10.6%*	*-19.4%*	*-27.8%*	*-27.4%*	*-21.8%*	*-9.7%*	*-16.8%*
Europe		*47.8%*	*138.1%*	*52.5%*	*-5.9%*	*61.1%*	*44.1%*	*30.2%*	*-0.7%*
Category		*39.5%*	*-66.0%*	*-76.6%*	*-78.3%*	*-80.9%*	*-75.4%*	*251.5%*	*46.7%*
%비중									
Asia	*47.9%*	*42.6%*	*32.5%*	*25.4%*	*32.0%*	*25.2%*	*28.4%*	*25.5%*	*23.0%*
N. America	*12.8%*	*14.2%*	*23.3%*	*19.1%*	*19.2%*	*29.3%*	*22.9%*	*22.2%*	*25.1%*
L. America	*11.8%*	*11.4%*	*10.9%*	*9.4%*	*10.6%*	*8.3%*	*9.7%*	*8.4%*	*7.4%*
Europe	*19.9%*	*23.4%*	*29.8%*	*44.0%*	*36.0%*	*35.7%*	*36.8%*	*33.3%*	*41.4%*
Category	*7.6%*	*8.4%*	*3.5%*	*2.1%*	*2.2%*	*1.5%*	*2.3%*	*10.6%*	*3.0%*
원/달러환율			1,133	1,145	1,137	1,089		1,085	1,145
TOTAL(원화, 백만원)	-	-	8,403	10,617	8,609	10,093	-	9,375	11,185

자료: 교보증권 리서치센터

도표 6. 아큐시네트 연간 실적 추정 (단위: 백만달러)

	2011	2012	2013F	2014F	2015F	2016F
매출액	1,334	1,451	1,488	1,593	1,741	1,917
% YoY		8.8%	2.5%	7.1%	9.3%	10.1%
의류(2013 년추가)			25.3	68.5	130.6	210.9
의류 매출비중			1.7%	4.3%	7.5%	11.0%
US/ Canada	760	813	838	879	941	1,007
Europe	205	215	220	231	247	264
Asia	369	423	431	483	554	647
지역비중(%)						
US / Canada	57.0	56.0	56.3	55.2	54.0	52.5
Europe	15.4	14.8	14.8	14.5	14.2	13.8
Asia	27.7	29.1	28.9	30.3	31.8	33.7
영업이익	32.8	79.7	92.0	103.5	117.3	133.8
% YoY			15.5%	12.5%	13.3%	14.1%
% of Sales	2.5%	5.5%	6.2%	6.5%	6.7%	7.0%
원달러환율	1152.5	1100	1100	1080	1080	1080
영업이익(십억원)	37.8	87.7	101.2	111.8	126.7	144.6

자료: 교보증권 리서치센터

도표 7. 알렉산드리아 순이익 추정 (부채평가손익 제외, 환율 1,100 원 기준으로 추정) (단위: 백만달러)

	2011	2012	2013F	2014F	2015F	2016F
RCPS	178	178	178	178	178	178
CB	354	354	354	354	354	354
BW	168	134	101	67	34	0
차입금(KDB)	500	500	500	500	500	500
이자비용						
RCPS	14.7	14.7	14.7	14.7	14.7	14.7
CB	29.2	29.2	29.2	29.2	29.2	29.2
BW	13.9	11.1	8.3	5.5	2.8	0.0
차입금(KDB)	19.3	19.3	19.3	19.3	19.3	19.3
총 이자비용(십억원)	32.1	74.2	71.5	68.7	65.9	36.8
세전이익(십억원)		13.5	29.8	43.2	60.7	107.7
순이익(알렉산드리아홀딩스)		9.4	20.8	30.2	42.5	75.4

자료: 교보증권 리서치센터

[휠라코리아 081660]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	764	670	709	761	823
매출원가	379	322	344	370	399
매출총이익	386	348	366	391	424
매출총이익률 (%)	50.5	51.9	51.5	51.4	51.5
판매비와관리비	277	257	266	286	309
영업이익	109	91	99	105	115
영업이익률 (%)	14.3	13.6	14.0	13.8	14.0
EBITDA	117	101	109	115	125
EBITDA Margin (%)	15.3	15.0	15.3	15.1	15.2
영업외손익	-106	56	-6	4	10
관계기업손익	-79	61	10	20	25
금융수익	39	42	3	3	3
금융비용	-63	-47	-19	-19	-18
기타	-3	-1	0	0	0
법인세비용차감전순손익	3	147	93	109	125
법인세비용	2	25	18	24	28
계속사업순손익	1	122	75	85	98
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1	122	75	85	98
당기순이익률 (%)	0.1	18.2	10.6	11.2	11.9
비지배지분순이익	-1	0	0	0	0
지배지분순이익	2	121	75	85	97
지배순이익률 (%)	0.3	18.1	10.6	11.2	11.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-7	-15	-15	-15	-15
포괄순이익	-6	107	60	70	83
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	-6	107	60	70	83

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

재무상태표

단위: 십억원

12결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	324	292	306	321	343
현금및현금성자산	48	36	37	34	35
매출채권 및 기타채권	123	93	98	104	113
재고자산	131	138	146	157	170
기타유동자산	22	24	25	26	26
비유동자산	515	585	636	696	761
유형자산	43	45	46	46	47
관계기업투자금	24	126	177	237	303
기타금융자산	8	3	3	3	3
기타비유동자산	440	411	410	409	409
자산총계	839	877	941	1,017	1,105
유동부채	243	247	250	255	260
매입채무 및 기타채무	89	83	86	90	95
차입금	126	86	86	86	86
유동성채무	0	53	53	53	53
기타유동부채	28	25	25	25	25
비유동부채	298	215	205	195	185
차입금	158	136	126	116	106
사채	57	0	0	0	0
기타비유동부채	83	79	79	79	79
부채총계	541	463	456	450	445
지배지분	309	422	495	578	673
자본금	47	50	50	50	50
자본잉여금	77	84	84	84	84
이익잉여금	167	285	358	441	536
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	-10	-8	-10	-11	-13
자본총계	299	414	485	566	660
총차입금	359	292	282	272	262

현금흐름표

단위: 십억원

12결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	45	84	1	-3	2
당기순이익	0	0	75	85	98
비현금항목의 가감	113	-47	-27	-31	-32
감가상각비	8	9	9	9	10
외환손익	11	-13	1	1	1
지분법평가손익	0	0	-10	-20	-25
기타	94	-43	-27	-21	-18
자산부채의 증감	-40	22	-15	-19	-21
기타현금흐름	-29	109	-33	-39	-41
투자활동 현금흐름	-118	-48	-51	-51	-51
투자자산	-116	-38	-40	-40	-40
유형자산	-11	-11	-10	-10	-10
기타	10	1	0	0	0
재무활동 현금흐름	97	-49	-16	-16	-16
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	106	-52	-10	-10	-10
유상증자	0	9	0	0	0
현금배당	-5	-2	-2	-2	-2
기타	-5	-4	-4	-4	-4
현금의 증감	24	-12	1	-3	1
기초 현금	24	48	36	37	34
기말 현금	48	36	37	34	35
NOPLAT	27	76	80	82	90
FCF	-16	96	64	63	68

자료: 휠라코리아, 교보증권 리서치센터

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

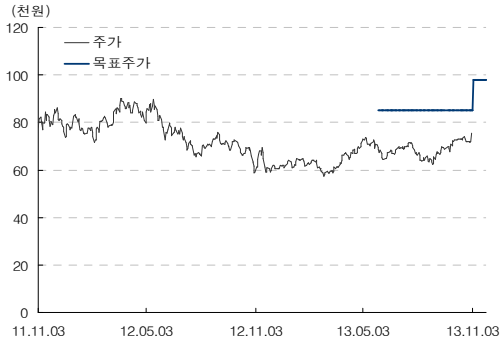
12결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	237	12,424	7,565	8,573	9,806
PER	327.4	5.2	10.0	8.8	7.7
BPS	32,607	42,495	49,810	58,132	67,688
PBR	2.4	1.5	1.5	1.3	1.1
EBITDAPS	12,705	10,294	10,924	11,536	12,572
EV/EBITDA	8.8	8.7	9.0	8.5	7.6
SPS	83,397	68,593	71,376	76,586	82,789
PSR	0.9	0.9	1.1	1.0	0.9
CFPS	-1,727	9,822	6,472	6,316	6,867
DPS	250	250	250	250	250

재무비율

단위: 원, 배, %

12결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	24.2	-12.3	5.8	7.3	8.1
영업이익 증가율	11.7	-16.3	8.4	6.0	9.7
순이익 증가율	-99.2	17,881.2	-38.1	13.3	14.4
수익성					
ROIC	4.8	12.9	14.0	14.0	15.0
ROA	0.3	14.2	8.3	8.7	9.2
ROE	0.7	33.2	16.4	15.9	15.6
안정성					
부채비율	181.1	111.7	93.9	79.4	67.5
순차입금비율	42.8	33.3	30.0	26.8	23.7
이자보상배율	8.3	5.7	6.4	7.1	8.1

휠라코리아 최근 2 년간 목표주가 변동추이



최근 2 년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2013.05.29	매수	85,000			
2013.07.05	매수	85,000			
2013.08.16	매수	85,000			
2013.09.30	매수	85,000			
2013.11.04	매수	98,000			

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice

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

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

▶ **투자기간 및 투자등급** _향후 6개월 기준, 2008.7.1일 Trading Buy 등급 추가
적극매수(Strong Buy): KOSPI 대비 기대수익률 30% 이상
Trading Buy: KOSPI 대비 10% 이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
매도(Sell): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하
매수(Buy): KOSPI 대비 기대수익률 10~30% 이내
보유(Hold): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%