

# 힐라코리아 (081660)

## 2019년, 이젠 미국이다

### 4Q18 세부 실적 발표, 미국 시장 매출기여도 49%로 확대

힐라코리아의 4분기 국가별 세부 실적이 발표되었다. 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 7,617억원(YoY +24.0%), 826억원(YoY +60.5%), 당기순이익은 이연법인세(117억원) 및 연결회사 영업권 상각 비용(96억원) 발생으로 39억원(YoY -74.4%)을 시현했다. 아쿠시네트는 계절적 비수기 및 신제품 출시 효과 부재로 시장예상치 대비 다소 부진한 실적(220억원)을 시현했다. 부문별 매출액은 힐라KOREA(국내+중국)가 전년동기 대비 29.8% 증가(디자인수수료 YoY +79.3%)했다. 미국 달러 매출 83.3%, 로열티 매출 62.8% 증가했으며 지역별로는 EMEA의 성장세가 99.3%로 가장 뚜렷했다.

### 2019년 더욱 기대해볼 만 한 해외 시장

미국 시장 성장세가 단연 고무적이다. 4분기 힐라코리아 미국 달러 매출은 YoY 83.3%, QoQ 53.9% 증가했으며 영업이익률 10.1%(YoY +3.3%p, QoQ 2.0%p)를 시현했다. 순수 국내와 비교 시에도 확연히 더 높은 이익률이다. 실적 기여도 또한 빠르게 상승 중이다. 힐라 본업내 미국 매출 비중 49%, 이익 비중 30%로 확대되었으며 2018년 3분기 각각 40%, 20%이었던 것과 비교 시 성장세가 매우 가파름을 알 수 있다. 풋라커, 피니시라인을 비롯한 중고가 채널 판매가 확대되며 평균 판매단가가 상승, 이익률이 개선되는 효과이다. 힐라코리아 미국시장은 신발 매출비중이 90% 이상이고, 계절적 매출특성이 다소 완만하다는 특성상 이익률의 분기별 개선세는 더욱 뚜렷해질 것으로 예상된다. 미국 흡세일채널은 국내와 달리 재고 부담을 지지 않는 보수적 특성을 보이는데, 그럼에도 불구하고 가파르게 확대되고 있는 주문량은 현지 소비자의 힐라 브랜드 수요가 뚜렷이 증가하고 있음을 방증한다.

### 투자 의견 BUY, 목표주가 8.2만원으로 상향 조정

힐라코리아에 대해 투자 의견 BUY 유지, 목표주가를 8.2만원으로 상향한다. 목표주가 상향은 실적추정치 상향 및 타겟 밸류에이션 조정, 시간가중치 변경에 기인한다. FITLA 영업가치와 Full Prospect 지분가치에 12MF Target PER 18배, 아쿠시네트 지분가치에 20배를 적용했다. 미국 시장 진입 초기 단계로 가파른 외형성장이 나타나고 있고, 미드티어 채널 비중 확대에 따른 ASP 및 Q의 동반 상승, 규모의 경제 기반 이익률개선이 지속될 전망이다. 적극 매수를 권고한다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 82,000원(상향) | CP(3월19일): 65,400원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,177.62
52주 최고/최저(원)	67,200/20,300
시가총액(십억원)	3,996.9
시가총액비중(%)	0.33
발행주식수(천주)	61,115.1
60일 평균 거래량(천주)	563.3
60일 평균 거래대금(십억원)	29.4
18년 배당금(예상, 원)	50
18년 배당수익률(예상, %)	0.09
외국인지분율(%)	53.12
주요주주 지분율(%)	
에이치엠엔드디홀딩스 외 2인	20.11
KB자산운용	7.08
주가상승률	1M 6M 12M
절대	31.5 60.5 222.2
상대	33.1 70.1 266.2

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	2,906.5	3,206.1
영업이익(십억원)	350.5	414.3
순이익(십억원)	252.0	304.7
EPS(원)	2,883	3,553
BPS(원)	16,646	19,081

#### Stock Price



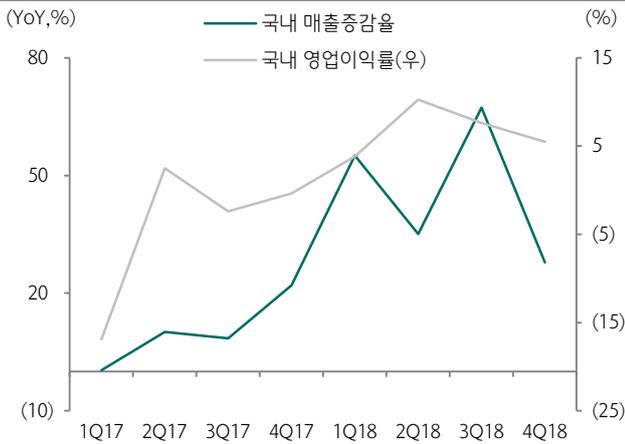
#### Financial Data (K-IFRS 연결)

투자지표	단위	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	십억원	967.1	2,530.3	2,954.6	3,359.4	3,571.5
영업이익	십억원	11.8	217.5	357.1	459.7	514.8
세전이익	십억원	431.1	181.8	337.1	432.1	492.3
순이익	십억원	323.3	62.4	143.5	277.1	320.6
EPS	원	5,684	1,030	2,417	4,534	5,245
증감률	%	흑전	(81.9)	134.7	87.6	15.7
PER	배	2.48	15.85	22.14	14.43	12.47
PBR	배	0.94	1.25	3.32	3.67	3.27
EV/EBITDA	배	71.29	8.64	12.96	11.79	10.61
ROE	%	48.35	7.53	16.56	26.72	27.75
BPS	원	15,035	13,074	16,111	17,824	19,974
DPS	원	50	50	50	50	50



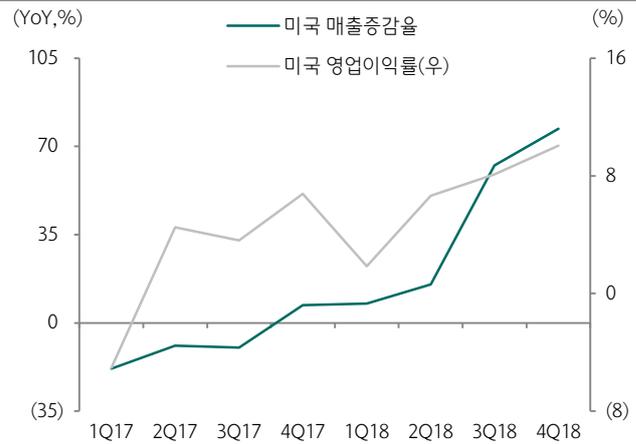
Analyst 허제나  
02-3771-7375  
jn.huh@hanafn.com

그림 1. 국내 매출증감율(Full prospect 제외) 및 영업이익률 추이



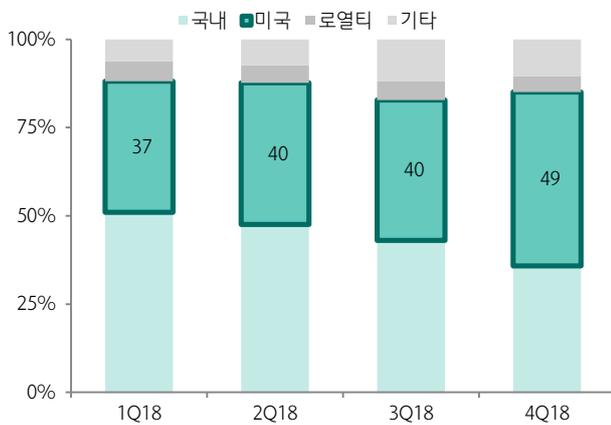
자료: 필라코리아, 하나금융투자

그림 2. 미국 매출증감율 및 영업이익률 추이



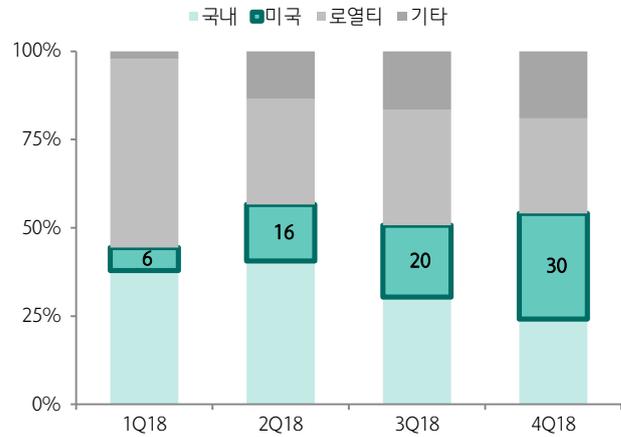
자료: 필라코리아, 하나금융투자

그림 3. 필라코리아 매출액 국가별 기여도 추이



주: 연결회사 아쿠시넷 실적 제외  
자료: 필라코리아, 하나금융투자

그림 4. 필라코리아 영업이익 국가별 기여도 추이



주: 연결회사 아쿠시넷 실적 제외  
자료: 필라코리아, 하나금융투자

표 1. 필라코리아 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018년P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2019년F
매출	677	790	726	762	2,955	808	905	829	818	3,359
FILA	203	275	310	369	1,157	306	358	392	412	1,467
국내	104	131	134	132	500	125	154	159	163	601
미국	76	110	124	189	491	149	161	171	190	670
로열티	12	14	16	17	58	19	20	21	21	81
Acushnet	474	516	415	393	1,798	502	547	437	406	1,892
영업이익	85	116	74	83	357	107	131	110	111	460
FILA	22	46	49	58	178	46	67	68	72	253
국내	8	19	15	15	56	13	24	19	19	76
미국	1	7	10	19	37	11	14	16	21	62
로열티	12	14	16	17	58	19	20	21	21	81
Acushnet	63	70	25	24	180	62	64	41	40	206
세전이익	81	103	80	74	337	102	126	102	102	432
지배순익	38	66	40	(1)	144	55	74	70	78	277
영업이익률(%)	12.5	14.6	10.2	10.8	12.1	13.3	14.5	13.2	13.6	13.7
FILA	10.7	16.6	15.9	15.8	15.3	15.0	18.8	17.5	17.4	17.3
국내	7.9	14.2	11.2	11.2	11.3	10.7	15.5	12.2	11.7	12.6
미국	1.9	6.7	8.1	10.1	7.5	7.7	8.6	9.5	11.0	9.3
로열티	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Acushnet	13.4	13.6	5.9	6.2	10.0	12.3	11.7	9.4	9.7	10.9
세전이익률(%)	11.9	13.0	11.0	9.7	11.4	12.6	13.9	12.3	12.5	12.9
순이익률(%)	5.6	8.3	5.6	(0.1)	4.9	6.8	8.2	8.4	9.6	8.2

자료: 필라코리아, 하나금융투자

표 2. 필라코리아 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출	967	2,530	2,955	3,348	3,558
FILA	748	763	1,157	1,456	1,639
국내	306	342	500	610	665
미국	371	345	498	649	759
로열티	40	42	59	81	93
Acushnet	219	1,767	1,798	1,892	1,919
영업이익	12	217	357	458	513
FILA	41	59	175	252	300
국내	(31)	1	56	77	86
미국	25	10	38	60	76
로열티	40	42	59	81	93
Acushnet	(30)	158	182	206	213
세전이익	431	182	337	431	491
지배순익	323	62	144	276	319
적정시가총액	5,659	1,092	2,512	4,832	5,588
주식수(천주)	61,115	61,115	61,115	61,115	61,115
적정주가(원)	92,588	17,864	41,104	79,068	91,426
적정PER(배)	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5
EPS(원)	5,291	1,021	2,349	4,518	5,224
영업이익률(%)	1.2	8.6	12.1	13.7	14.4
FILA	5.5	7.8	15.1	17.3	18.3
국내	(10.1)	0.4	11.3	12.5	13.0
미국	6.7	3.0	7.5	9.3	10.0
로열티	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Acushnet	(13.5)	9.0	10.1	10.9	11.1
매출 (YoY,%)	18.6	161.6	16.8	13.3	6.3
FILA	(8.3)	2.0	51.6	25.9	12.5
국내	(11.7)	11.9	46.0	22.0	9.1
미국	2.4	(7.2)	44.6	30.3	16.8
로열티	(4.5)	5.2	40.3	38.6	14.9
Acushnet	-	707.3	1.7	5.3	1.4
영업이익 (YoY,%)	(85.3)	1,737.1	64.2	28.4	11.9
FILA	(48.6)	43.0	195.2	44.1	19.0
국내	적지	흑전	3,889.8	35.5	13.0
미국	10.5	(57.7)	259.0	60.9	25.6
로열티	(4.5)	5.2	40.3	38.6	14.9
Acushnet	-	흑전	15.1	13.3	3.2
순이익 (YoY,%)	흑전	(80.7)	130.1	92.4	15.6

자료: 필라코리아, 하나금융투자

표 3. 필라코리아 SoTP Valuation

(단위: 십억원)

구분	2019F	2020F	비 고
FILA 영업가치(A)	2,854	3,343	
KOREA 순이익	34	38	Full Prospect 디자인 수수료 제외 순수 국내
USA 순이익	44	55	
Royalty	81	93	
적정PER(배)	18.0	18.0	미국 시장 진입 초기 단계 성장성+로열티 확대 프리미엄 부여
Full Prospect 지분가치(B)	1,120	1,282	
디자인 수수료	31	36	
지분법 이익	30	34	보통주 지분율 15%
배당 수익	2	2	연간 배당수익 240만원
적정PER(배)	18.0	18.0	Anta Sports 12MF PER 22배에 20% 할인
Acushnet 기업가치(C)	1,407	1,460	
당기순이익	133	137	지분 53.1%에 대한 기업 가치
적정PER(배)	20.0	20.0	글로벌 스포츠 브랜드 평균 PER 25배에 20% 할인
순차입금(D)	600	600	FILA Group 차입금(Acushnet 차입금 4천억원 제외)
적정 시가총액(A+B+C-D)	4,921	5,644	
발행주식수(천주)	61,115	61,115	
적정주가 I (원)	78,230	89,730	
적정주가 II (원)	82,063		

자료: 필라코리아, 하나금융투자

추정 재무제표

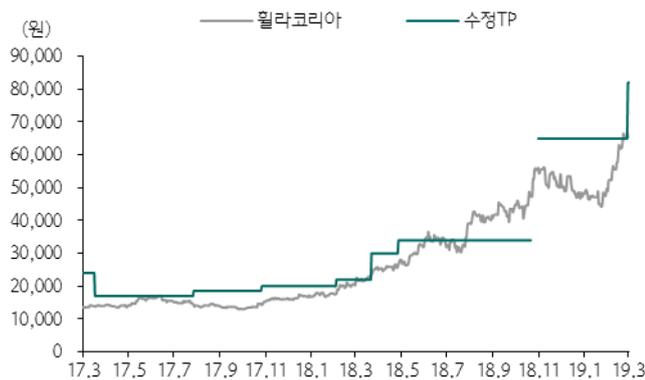
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>967.1</b>	<b>2,530.3</b>	<b>2,954.6</b>	<b>3,359.4</b>	<b>3,571.5</b>
매출원가	548.2	1,289.8	1,487.1	1,664.7	1,756.4
매출총이익	418.9	1,240.5	1,467.5	1,694.8	1,815.1
판관비	407.1	1,023.1	1,110.4	1,235.1	1,300.3
<b>영업이익</b>	<b>11.8</b>	<b>217.5</b>	<b>357.1</b>	<b>459.7</b>	<b>514.8</b>
금융손익	14.1	(43.7)	(55.7)	(55.0)	(54.1)
종속/관계기업손익	(61.8)	12.5	19.8	29.8	34.3
기타영업외손익	466.9	(4.5)	16.0	(2.4)	(2.7)
<b>세전이익</b>	<b>431.1</b>	<b>181.8</b>	<b>337.1</b>	<b>432.1</b>	<b>492.3</b>
법인세	119.9	73.7	127.1	105.9	120.6
계속사업이익	311.1	108.1	210.0	326.2	371.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>311.1</b>	<b>108.1</b>	<b>210.0</b>	<b>326.2</b>	<b>371.7</b>
비지배주주지분 손이익	(12.2)	45.7	62.3	218.5	237.2
<b>지배주주순이익</b>	<b>323.3</b>	<b>62.4</b>	<b>143.5</b>	<b>277.1</b>	<b>320.6</b>
지배주주지분포괄이익	378.5	(68.1)	207.5	245.0	279.1
NOPAT	8.5	129.3	222.5	347.1	388.7
EBITDA	31.8	283.6	357.1	459.7	514.8
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	18.6	161.6	16.8	13.7	6.3
NOPAT증가율	(86.1)	1,421.2	72.1	56.0	12.0
EBITDA증가율	(64.8)	791.8	25.9	28.7	12.0
영업이익증가율	(85.4)	1,743.2	64.2	28.7	12.0
(지배주주)순이익증가율	흑전	(80.7)	136.7	87.6	15.7
EPS증가율	흑전	(81.9)	134.7	87.6	15.7
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	43.3	49.0	49.7	50.4	50.8
EBITDA이익률	3.3	11.2	12.1	13.7	14.4
영업이익률	1.2	8.6	12.1	13.7	14.4
계속사업이익률	32.2	4.3	7.1	9.7	10.4
<b>투자지표</b>					
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	5,684	1,030	2,417	4,534	5,245
BPS	15,035	13,074	16,111	17,824	19,974
CFPS	(777)	4,075	6,046	7,755	8,693
EBITDAPS	559	4,682	5,843	7,522	8,424
SPS	17,001	41,773	48,346	54,970	58,439
DPS	50	50	50	50	50
<b>주가지표(배)</b>					
PER	2.5	15.8	22.1	14.4	12.5
PBR	0.9	1.2	3.3	3.7	3.3
PCFR	N/A	4.0	8.8	8.4	7.5
EV/EBITDA	71.3	8.6	13.0	11.8	10.6
PSR	0.8	0.4	1.1	1.2	1.1
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	48.4	7.5	16.6	26.7	27.8
ROA	14.8	1.9	4.6	7.9	8.4
ROIC	0.5	5.2	8.8	12.8	13.3
부채비율	159.9	149.4	125.1	105.0	86.1
순부채비율	78.1	82.4	58.6	40.9	25.7
이자보상배율(배)	0.6	4.1	6.5	9.2	10.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>1,241.0</b>	<b>1,154.1</b>	<b>1,382.7</b>	<b>1,687.6</b>	<b>1,989.6</b>
금융자산	175.3	137.3	121.1	217.9	360.3
현금성자산	149.4	107.7	84.4	176.2	316.0
매출채권 등	400.5	387.3	480.1	537.7	564.6
재고자산	608.9	578.4	716.9	860.3	989.3
기타유동자산	56.3	51.1	64.6	71.7	75.4
<b>비유동자산</b>	<b>2,143.9</b>	<b>1,924.8</b>	<b>1,939.9</b>	<b>1,968.0</b>	<b>1,986.2</b>
투자자산	40.2	47.5	58.8	66.9	71.1
금융자산	22.9	20.9	25.9	29.4	31.3
유형자산	344.5	323.5	301.1	321.1	335.1
무형자산	<b>1,626.9</b>	<b>1,440.4</b>	<b>1,474.7</b>	<b>1,474.7</b>	<b>1,474.7</b>
기타비유동자산	<b>132.3</b>	<b>113.4</b>	<b>105.3</b>	<b>105.3</b>	<b>105.3</b>
<b>자산총계</b>	<b>3,384.9</b>	<b>3,078.9</b>	<b>3,322.6</b>	<b>3,655.5</b>	<b>3,975.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,193.0</b>	<b>694.6</b>	<b>671.6</b>	<b>703.2</b>	<b>699.9</b>
금융부채	589.7	292.0	168.6	185.3	201.2
매입채무 등	534.8	347.7	430.9	440.0	417.8
기타유동부채	68.5	54.9	72.1	77.9	80.9
<b>비유동부채</b>	<b>889.7</b>	<b>1,150.0</b>	<b>1,175.1</b>	<b>1,169.0</b>	<b>1,139.6</b>
금융부채	<b>602.5</b>	<b>861.8</b>	<b>817.8</b>	<b>762.8</b>	<b>707.8</b>
기타비유동부채	287.2	288.2	357.3	406.2	431.8
<b>부채총계</b>	<b>2,082.8</b>	<b>1,844.6</b>	<b>1,846.7</b>	<b>1,872.2</b>	<b>1,839.6</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>857.6</b>	<b>799.0</b>	<b>984.6</b>	<b>1,089.3</b>	<b>1,220.7</b>
자본금	57.0	61.1	61.1	61.1	61.1
자본잉여금	105.6	117.8	117.8	117.8	117.8
자본조정	(8.7)	(13.1)	(16.2)	(16.2)	(16.2)
기타포괄이익누계액	38.5	(46.5)	(4.2)	(4.2)	(4.2)
이익잉여금	665.1	679.7	826.2	930.9	1,062.3
<b>비지배주주지분</b>	<b>444.6</b>	<b>435.3</b>	<b>491.3</b>	<b>694.0</b>	<b>915.5</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,302.2</b>	<b>1,234.3</b>	<b>1,475.9</b>	<b>1,783.3</b>	<b>2,136.2</b>
순금융부채	1,016.9	1,016.5	865.4	730.2	548.6
<b>현금흐름표</b>					
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>(3.5)</b>	<b>30.0</b>	<b>240.6</b>	<b>177.3</b>	<b>215.3</b>
당기순이익	311.1	108.1	210.0	326.2	371.7
조정	(274.9)	125.1	15.2	(4.8)	(3.3)
감가상각비	19.9	66.1	0.0	0.0	0.0
외환거래손익	4.7	(7.6)	0.0	(4.8)	(3.3)
지분법손익	(411.0)	(12.5)	0.0	0.0	0.0
기타	111.5	79.1	15.2	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(39.7)	(203.2)	15.4	(144.1)	(153.1)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(269.1)</b>	<b>(51.6)</b>	<b>(15.3)</b>	<b>(44.0)</b>	<b>(33.3)</b>
투자자산감소(증가)	37.4	5.3	3.2	(23.8)	(20.0)
유형자산감소(증가)	(23.1)	(39.2)	15.6	(20.0)	(14.0)
기타	(283.4)	(17.7)	(34.1)	(0.2)	0.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>370.1</b>	<b>22.2</b>	<b>(232.0)</b>	<b>(41.4)</b>	<b>(42.2)</b>
금융부채증가(감소)	864.8	(38.4)	(167.4)	(38.3)	(39.1)
자본증가(감소)	2.0	16.3	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(493.9)	66.1	(45.8)	(0.0)	(0.0)
배당지급	(2.8)	(21.8)	(18.8)	(3.1)	(3.1)
<b>현금의 증감</b>	<b>102.5</b>	<b>(41.7)</b>	<b>(23.3)</b>	<b>91.9</b>	<b>139.8</b>
Unlevered CFO	(44.2)	246.8	369.5	473.9	531.3
Free Cash Flow	(26.8)	(9.4)	175.3	157.3	201.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

힐라코리아



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.3.20	BUY	82,000		
18.11.20	BUY	65,000	-19.74%	3.38%
18.11.20	담당자변경	65,000	-	-
18.11.11	담당자변경			
18.5.17	BUY	34,000	8.93%	43.38%
18.4.11	BUY	30,000	-15.22%	-11.33%
18.2.23	BUY	22,000	-4.06%	4.55%
17.11.15	BUY	20,000	-16.83%	-10.00%
17.8.16	BUY	18,600	-25.90%	-20.97%
17.4.6	BUY	17,000	-11.13%	0.59%
16.11.23	BUY	24,000	-42.62%	-37.50%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.1%	7.4%	0.6%	100.1%

\* 기준일: 2019년 3월 18일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(허제나)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 03월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(허제나)는 2019년 03월 21일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.