기업분석 | 의류

Analyst
안진아
02 3779 8687
Aja1215@ebestsec.co.kr

2020년 3월 20일

휠라홀딩스(081660)

4분기 Review - 버티는 수 밖에

Buy (maintain)

목표주가	38,000 원
현재주가	21,050 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI(3/19)		1,457.64 pt
시가총액		12,788 억원
발행주식수		60,752 천주
52주 최고가 /최저가		85,800 / 21,050 원
90일 일평균거래대금		263.49 억원
외국인 지분율		41.6%
배당수익률(19.12E)		0.2%
BPS(19.12E)		20,588 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-16.0%
	6 개월	-35.0%
	12 개월	-34.8%
주주구성	에이치엠엔드디홀딩스	20.2%
	국민연금공단 (외 1 인)	13.9%
	KB 자산운용 (외 1 인)	5.2%

Stock Price

4Q19 Review – 버티는 수 밖에

휠라코리아 4분기 연결 매출액 7,896억원(+3.7% yoy), 영업이익 851억원(+3.0% yoy)으로 추정치 및 컨센서스 모두 하회. 1)FILA 그룹 매출액 3,557억원(-4.3% yoy), 영업이익 516억원(-13.7% yoy), 2) Acushnet 매출액 4,338억원(+11.3% yoy), 영업이익 335억원(+70.9% yoy)기록. ①FILA 국내 매출액 1,626억원(+23.0% yoy), 영업이익 305억원(+106.4% yoy)기록. 메인 카테고리 휠라 브랜등와 KIDS 부문이 매출 성장 견인. 비용구조에서 큰 변화는 없었으나, 레버리지 효과로 영업이익 및 당기 순이익 성장률 확대. ② FILA USA 매출액 1,259억원(-36.3% yoy), 영업이익 -7억원(적전 yoy)기록. 동사 히트작인 디스럽터 제품 2Q19 기점으로 매출 하락 지속 가운데 1)차기 히트작 부재, 2)홀세일 매출 비중의 약 80% 차지하는 로우티어 채널의 재고, 3)리테일러들의 주문 취소 및 디스카운트 판매로 역성장 시현. 어퍼티어 매출 포션은 2Q19 20~25%에서 3Q19 10~15% 비중으로 축소 가운데, 4Q19 10%대 초반까지 내려온 상황. ③로열티 매출액 221억원(+22.8%, yoy)으로 매출 절반 비중인 EMEA(+4.7%)지역 부진으로 성장률 둔화

투자의견 Buy(유지), 목표주가 38,000원 하향 조정

동사의 1)차기 히트작 부재, 2)FILA USA 역성장 예상, 3)50% 이상 성장률을 시현했던 로열티 부문 모멘텀 부재로 목표주가 기존 70,000원에서 38,000원으로 -45.7% 하향 조정. 아시아 지역 COVID 19 사태 완화 단계 진입한 반면, 동사의 글로벌 사업부 노출도가 높은 미국(약 65%)과 유럽(약 20% 이상) 지역 COVID 19 확산 시작. 2019년 하반기 기점으로 미국과 유럽향 매출 둔화된 가운데 COVID 19 사태로 인한 상반기 모멘텀 부재

Financial Data

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
매출액	2,530	2,955	3,450	3,456	3,600
영업이익	217	357	471	465	501
세전계속사업손익	182	337	471	473	509
순이익	108	210	338	331	356
EPS (원)	1,032	2,349	4,477	4,850	5,688
증감률 (%)	n/a	127.5	90.6	8.3	17.3
PER (x)	15.8	22.8	4.7	4.3	3.7
PBR (x)	1.2	3.3	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	7.1	9.7	3.5	3.2	2.4
영업이익률 (%)	8.6	12.1	13.6	13.5	13.9
EBITDA 마진 (%)	11.2	14.3	16.2	16.1	16.5
ROE (%)	7.5	16.0	24.3	21.1	20.2
부채비율 (%)	149.4	119.3	106.0	93.2	81.2

주: IFRS 연결 기준
자료: 휠라홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

표1 휠라홀딩스 분기 및 연간 실적 추정

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019P	2020E
매출액	**834.6**	**959.3**	**867.0**	**789.6**	**725.4**	**891.3**	**971.9**	**867.2**	**2,954.6**	**3,450.4**	**3,455.8**
FILA	346.7	420.5	404.3	355.7	295.1	398.1	482.8	405.8	1,157.1	1,490.5	1,581.8
휠라코리아	139.1	160.8	149.8	162.6	146.4	154.2	170.1	184.5	499.9	612.2	655.2
휠라USA	157.6	164.9	170.8	125.9	98.0	147.9	223.6	144.0	497.9	619.2	613.6
로열티	18.8	20.5	22.0	22.1	16.3	14.3	24.4	25.3	58.8	83.4	80.2
아쿠쉬네트	487.9	538.8	462.7	459.3	487.9	538.8	462.7	459.3	1,797.5	1948.7	2127.8
영업이익	**115.8**	**144.9**	**124.9**	**85.1**	**67.3**	**102.4**	**176.3**	**119.5**	**357.1**	**470.7**	**465.5**
FILA	57.1	73.7	74.0	51.6	37.2	53.1	102.9	81.4	168.6	256.4	274.5
휠라코리아	24.2	31.1	26.5	30.5	21.5	36.7	59.0	42.5	56.5	112.2	159.7
휠라USA	10.2	15.7	12.1	(0.7)	(0.4)	2.4	19.9	13.9	37.9	37.3	35.8
로열티	18.8	20.5	22.0	22.1	16.3	14.3	24.4	25.3	58.8	83.4	80.2
아쿠쉬네트	58.8	71.2	50.8	33.5	30.1	49.3	73.4	38.1	172.3	185.7	190.9
세전이익	109.4	139.1	142.7	80.2	63.4	106.3	177.4	126.1	337.1	471.3	473.2
당기순이익	**96.2**	**92.0**	**98.5**	**90.1**	**96.2**	**92.0**	**98.5**	**90.1**	**210.0**	**338**	**331**

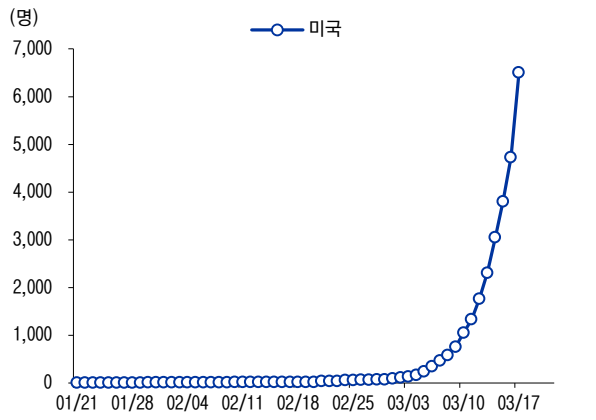
자료: FILA Korea, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 휠라홀딩스 SOTP Valuation

	구분	항목	2020F	비고
	본업	FILA코리아(십억원)	270	
		Target P/E(X)	7.9	FY2020 Global peer P/E 30% 할인
		ⓐFILA 가치(십억원)	**2,133**	
자회사	**지분가치**	Acushnet 순이익(십억원)	122	
		Target P/E(X)	9.1	Acushnet FY2020-FY2021 평균 P/E 40% 할인
		ⓑ Acushnet 가치(십억원)	1,110	
		ⓑ-1 Acushnet 지분가치 적용	**577**	**휠라코리아 Acushnet 지분가치 52% 적용**
자회사	**지분가치**	Full Prospect 순이익(십억원)	44	
		Target P/E(X)	10.0	FY2020 Global peer P/E 적용
		ⓒFull Prospect 가치(십억원)	438	
		ⓒ-1 적정 Full Prospect 가치	**66**	**휠라코리아 Full Prospect 지분가치 15% 적용**
		ⓓTotal 지분가치(ⓑ-1+ⓒ-1)	**643**	
		ⓔ순차입금(십억원)	494	
		ⓕTotal 기업가치(ⓐ+ⓓ-ⓔ)	**2,282**	
		ⓖ총 주식수(천주)	60,752	
		ⓗ주당기업가치(ⓕ/ⓖ)	**37,563**	
		목표주가(원)	**38,000**	
		현재주가(원)	21,050	
		상승여력(%)	80.5	

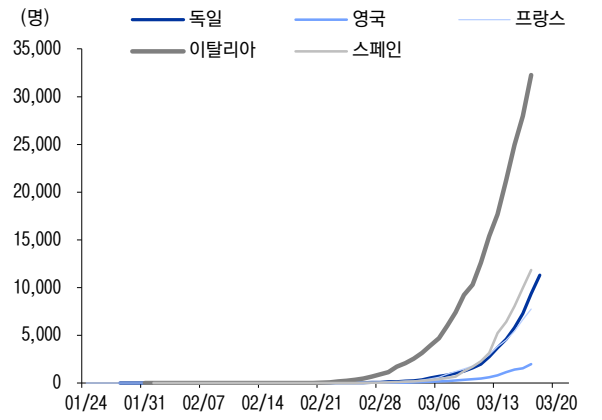
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 미국, 3월 10일 기점으로 확진자 천명 이상 급증



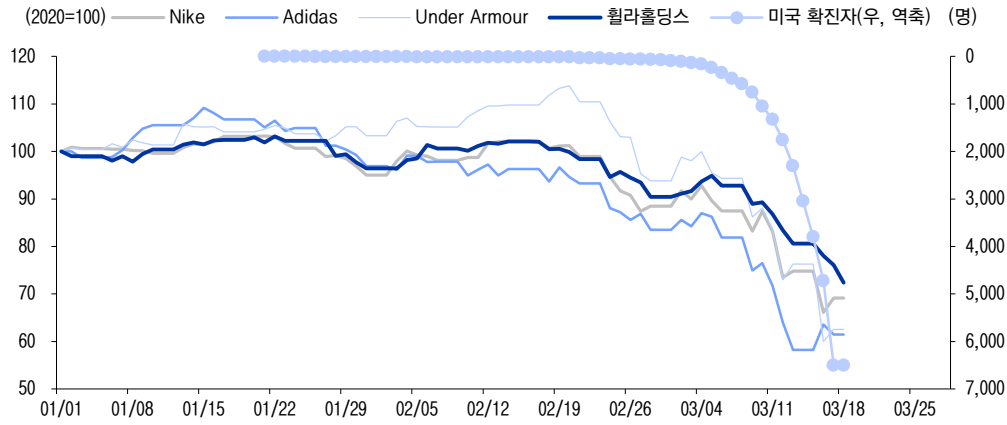
자료: WIND, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 이탈리아 시작으로 유럽 내 COVID 19 확산



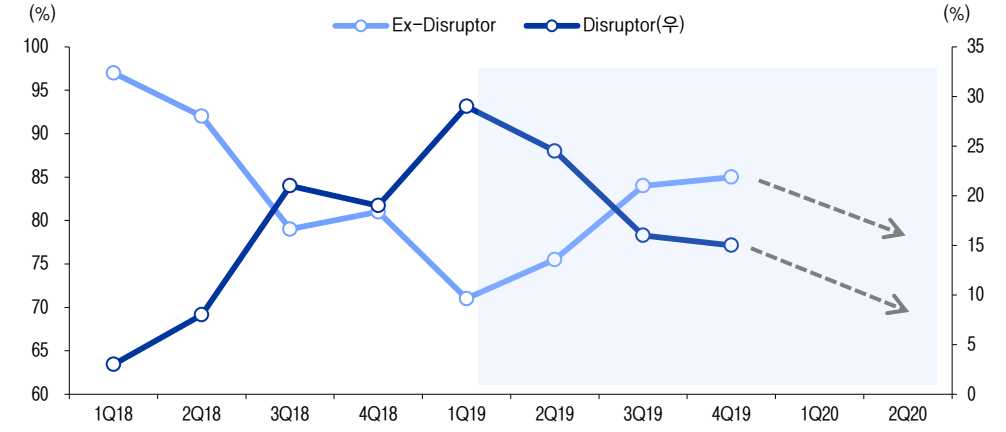
자료: WIND, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 미국 COVID 19 확진자 및 글로벌 스포츠, 아웃도어 브랜드 주가지수 추이



자료: WIND, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 FILA USA Sales Breakdown – COVID 19로 인한 미국 매출 둔화 예상



자료: FILA Korea, 이베스트투자증권 리서치센터

휠라홀딩스 (081660)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
유동자산	1,154	1,338	1,562	1,881	2,234
현금 및 현금성자산	108	149	427	638	970
매출채권 및 기타채권	387	474	532	584	593
재고자산	578	632	534	587	596
기타유동자산	81	83	69	72	74
비유동자산	1,925	1,966	2,163	2,181	2,200
관계기업투자등	30	46	62	65	67
유형자산	324	311	465	498	531
무형자산	1,440	1,492	1,519	1,497	1,475
자산총계	**3,079**	**3,304**	**3,725**	**4,062**	**4,433**
유동부채	695	672	812	842	855
매입채무 및 기타재무	200	249	219	240	244
단기금융부채	292	176	390	390	390
기타유동부채	203	246	203	212	220
비유동부채	1,150	1,126	1,104	1,118	1,132
장기금융부채	862	810	761	761	761
기타비유동부채	288	316	343	357	371
부채총계	**1,845**	**1,798**	**1,916**	**1,960**	**1,987**
지배주주지분	799	992	1,258	1,552	1,896
자본금	61	61	61	61	61
자본잉여금	118	118	118	118	118
이익잉여금	680	822	1,095	1,388	1,733
비지배주주지분(연결)	435	515	550	550	550
자본총계	**1,234**	**1,506**	**1,809**	**2,102**	**2,447**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
매출액	**2,530**	**2,955**	**3,450**	**3,456**	**3,600**
매출원가	1,290	1,487	1,723	1,786	1,845
매출총이익	**1,241**	**1,468**	**1,727**	**1,670**	**1,755**
판매비 및 관리비	1,023	1,110	1,256	1,205	1,254
영업이익	**217**	**357**	**471**	**465**	**501**
(EBITDA)	284	423	560	555	595
금융손익	-40	-56	-38	-14	-19
이자비용	53	54	46	33	39
관계기업등 투자손익	12	20	16	0	0
기타영업외손익	-8	16	23	21	28
세전계속사업이익	**182**	**337**	**471**	**473**	**509**
계속사업법인세비용	74	127	133	142	153
계속사업이익	108	210	338	331	356
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**108**	**210**	**338**	**331**	**356**
지배주주	62	144	274	296	348
총포괄이익	**23**	**256**	**338**	**331**	**356**
매출총이익률 (%)	49.0	49.7	50.1	48.3	48.7
영업이익률 (%)	8.6	12.1	13.6	13.5	13.9
EBITDA마진률 (%)	11.2	14.3	16.2	16.1	16.5
당기순이익률 (%)	4.3	7.1	9.8	9.6	9.9
ROA (%)	1.9	4.5	7.8	7.6	8.2
ROE (%)	7.5	16.0	24.3	21.1	20.2
ROIC (%)	5.7	9.9	14.3	13.1	13.8

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**30**	**275**	**378**	**323**	**448**
당기순이익(손실)	182	337	398	331	356
비현금수익비용가감	138	120	46	69	100
유형자산감가상각비	40	42	65	66	71
무형자산상각비	26	24	24	24	24
기타현금수익비용	-18	-41	-43	-21	6
영업활동 자산부채변동	-202	-107	-4	-77	-8
매출채권 감소(증가)	0	-91	-57	-52	-9
재고자산 감소(증가)	-4	-43	112	-53	-9
매입채무 증가(감소)	15	61	-31	21	4
기타자산, 부채변동	-213	-33	-28	6	6
투자활동 현금	**-52**	**-25**	**-68**	**-109**	**-113**
유형자산처분(취득)	-39	-18	-66	-99	-103
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-2	-2	-2
투자자산 감소(증가)	-8	-10	-2	-3	-3
기타투자활동	-2	6	1	-5	-5
재무활동 현금	**22**	**-214**	**-37**	**-3**	**-3**
차입금의 증가(감소)	28	-190	-14	0	0
자본의 증가(감소)	-6	-24	-3	-3	-3
배당금의 지급	22	24	3	3	3
기타재무활동	0	0	-19	0	0
현금의 증가	**-42**	**41**	**278**	**211**	**331**
기초현금	149	108	149	427	638
기말현금	108	149	427	638	970

주요 투자지표

	2017	2018	2019P	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	15.8	22.8	4.7	4.3	3.7
P/B	1.2	3.3	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	7.1	9.7	3.5	3.2	2.4
P/CF	3.1	7.2	2.9	3.2	2.8
배당수익률 (%)	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
성장성 (%)					
매출액	161.6	16.8	16.8	0.2	4.2
영업이익	1,737.1	64.2	31.8	-1.1	7.6
세전이익	-57.8	85.5	39.8	0.4	7.6
당기순이익	-65.3	94.3	60.9	-2.0	7.6
EPS	-81.8	127.5	90.6	8.3	17.3
안정성 (%)					
부채비율	149.4	119.3	106.0	93.2	81.2
유동비율	166.2	199.0	192.2	223.3	261.4
순차입금/자기자본(x)	82.4	54.2	39.0	23.5	6.6
영업이익/금융비용(x)	4.1	6.6	10.3	14.1	13.0
총차입금 (십억원)	1,154	986	1,152	1,152	1,152
순차입금 (십억원)	1,017	817	706	494	162
주당지표(원)					
EPS	1,032	2,349	4,477	4,850	5,688
BPS	13,074	16,226	20,588	25,388	31,026
CFPS	5,285	7,476	7,274	6,550	7,465
DPS	50	50	50	50	50

자료: 휠라홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터

휠라홀딩스 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.09.16	신규	안진아									
2019.09.16	Buy	80,000	-21.5		-30.3						
2020.01.14	Buy	70,000	-29.8		-42.0						
2020.03.20	Buy	38,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 안진아)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	95.0% 5.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2019. 1. 1 ~ 2019. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)