

# Company Update



조상훈  
Analyst  
sanghoonpure.cho@samsung.com  
02 2020 7644

## AT A GLANCE

NOT RATED

목표주가	n/a
현재주가	70,200원
시가총액	8,580.6억원
Shares (float)	12,223,014주 (79.9%)
52주 최저/최고	61,600원/99,300원
60일-평균거래대금	39.8억원

## ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
힐라코리아 (%)	-5.5	0.9	-24.9
Kospi 지수 대비 (%pts)	-7.1	-9.5	-36.4

## KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	Not Rated	Not Rated	
목표주가	n/a	n/a	n/a
2017E EPS	n/a	n/a	n/a
2018E EPS	n/a	n/a	n/a

## SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	6
Target price	101,167
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

2017. 9. 14

## 힐라코리아 (081660)

### Global Joint IR Conference 후기

- 기관투자자 및 애널리스트 대상 간담회 개최
- 회사의 장기 전략 및 비전에 대한 확인
- 국내외 사업 회복 시그널 감지되며 향후 실적 개선에 탄력이 붙을 것으로 예상

### WHAT'S THE STORY

**힐라코리아, Fila USA 및 Acushnet 경영진 간담회 개최:** 힐라코리아는 13일, 기관투자자 및 애널리스트를 대상으로 힐라코리아를 비롯한 Fila USA, Acushnet 경영진 간담회를 개최. 간담회는 크게 1) 국내 부문 턴어라운드 가능성 점검과 2) 중국 JV의 성장성, 3) Fila USA의 향후 전략, 4) Acushnet의 산업 경쟁강도 완화에 따른 실적 개선 가능성으로 구성.

**국내부문 턴어라운드 가능성:** 2010년 4,176억원의 매출과 531억원의 영업이익을 기록했던 힐라코리아의 국내부문 실적은 매년 꾸준히 감소하여, 지난 2년간 영업적자 (2015년 영업이익률 -1.2%, 2016년 영업이익률 -10.1%)를 기록하였음. 실적 부진의 원인으로는 1) 전반적인 내수 의류경기 침체와 이로 인한 브랜드 파워 약화, 2) 지방점포, 홈쇼핑, 아울렛 채널 등 저마진 채널 비중의 증가, 3) 아웃도어 브랜드 철수 관련 일회성 비용 계상 때문. 이를 타개하기 위하여 당사는 1) 유통채널 전략 재정립, 2) 소싱경쟁력 강화를 통한 합리적인 가격 정책, 3) 브랜드 인지도 제고 방안을 제시. 특히 유통채널 전략 관련하여 1) 효율성 제고를 위해 비효율 매장을 폐점하고, 아울렛 비중을 줄이고, 백화점 및 로드샵의 비중을 늘렸으며, 2) 메가스토어를 전략적 요충지에 배치하고, 3) B2C 위주의 채널 전략에서 탈피하여 ABC마트, 슈마커 등 도매 채널로의 비중을 높인 점에 주목. 이러한 구조조정 과정을 통하여 올해 영업적자 축소, 내년 흑자 전환에 집중할 계획.

(다음 페이지에 계속)

### SUMMARY FINANCIAL DATA

	2013	2014	2015	2016
매출액 (십억원)	736	797	816	967
순이익 (십억원)	96	58	(133)	311
EPS (adj) (원)	9,730	5,418	(11,996)	28,420
EPS (adj) growth (%)	(22.1)	(44.3)	적전	흑전
EBITDA margin (%)	14.7	12.9	11.1	3.3
ROE (%)	21.3	10.4	(25.2)	48.4
P/E (adj) (배)	7.2	13.0	(5.9)	2.5
P/B (배)	1.4	1.3	1.7	0.9
EV/EBITDA (배)	10.0	10.7	12.6	73.0
Dividend yield (%)	0.4	0.4	0.4	0.4

자료: 삼성증권 추정

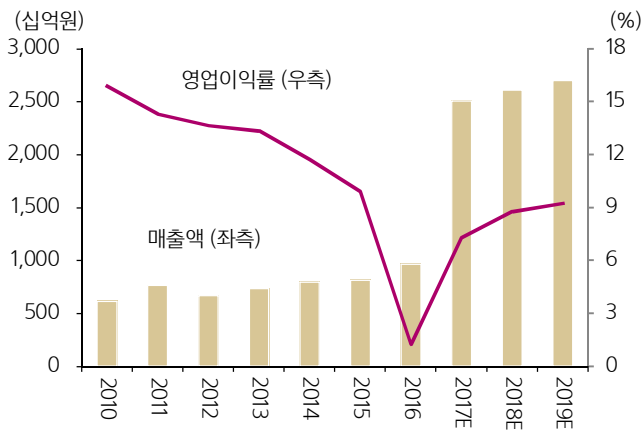
**중국 시장 고성장성에 주목:** 동사는 성장성이 높은 중국 사업을 위해 2009년 중국의 스포츠브랜드 업체인 Anta Sports와 JV (Full prospect, 휠라코리아 지분율 15%) 를 체결. 수익 구조는 1) Full prospect 매출액의 3%를 휠라코리아 별도법인의 수수료 수익으로 인식, 2) 15% 지분에 해당하는 지분법 이익, 3) 배당금으로 구성. 유로모니터에 따르면 중국 스포츠웨어 시장은 지난 5년 동안 연평균 약 6% 성장률을 보였고, 향후 5년 동안 10%의 성장률을 보일 것으로 전망. 시장의 성장에 따라 휠라코리아가 수취하는 수수료 수익 역시 꾸준히 증가하고 있는 추세이고, 지난 8월 휠라코리아의 지분 15%가 우선주에서 보통주로 전환됨에 따라 배당금 규모 역시 2016년 60만 달러에서 올해는 3배가 넘는 180만 달러를 기록할 것으로 예상. Full prospect의 2011년 매출은 364억원이었으나 2016년 2,668억원을 기록하였고, 올해에는 전년 대비 35% 증가한 3,600억원을 기록할 것으로 전망.

**Fila USA, 시간은 걸리겠으나...** 동사는 북미 (미국, 캐나다, 멕시코) 시장에서 Wholesaler향으로 신발 제품을 공급. 신발은 제품 특성상 대중적으로 쉽게 접할 수 있는 아이템이고, 수익성이 높지는 않으나 시장이 워낙 빠르게 증가하고 있어 기회요인이 큰 시장. 최근 미국 오프라인 유통매장 폐점이 가속화되며 매출 성장이 제한되었고 이에 따라 수익성도 악화. 동사 역시 올해 미국 사업에 대해서는 보수적인 시작을 유지하고 있으나, 내년에는 시장 환경과 실적이 모두 개선될 것으로 기대하고 있는데, 1) 중국과 홍콩의 전용 설계 및 개발 센터에서 짧은 리드타임으로 경쟁력이 있는 제품을 생산하는 능력을 갖추고 있고, 2) 파급효과가 큰 인물 및 브랜드와의 콜라보레이션을 통하여 브랜드 영향력을 끌어올리고 있으며, 3) 미국 최대 소비층인 밀레니얼 세대에 초점을 맞춘 브랜드 및 마케팅 전략을 강화해나가고 있기 때문,

**Acushnet, 미운 오리가 백조로:** 동사는 2011년 미국 최대 골프용품 업체인 Acushnet 지분을 인수하였고, 2016년 10월 주식 시장에 상장. 과거 10년 간 미국의 골프산업은 과잉 공급 상태가 지속된 후 최근 2년 동안 나이키 및 아디다스의 골프 사업 철수로 현재는 시장 경쟁이 완화된 상태. 향후 상위 브랜드사 위주의 재편 과정이 가속화될 것으로 전망. 회사가 타겟으로 하는 고객층은 dedicated golfer로, 이들은 전체 골프 인구의 15%에 불과하지만 라운딩 횟수 비중으로는 40%, 지출 비중으로는 70%를 차지하는 중요한 고객층. 상반기 실적은 비우호적인 기상 상황으로 부진했지만, 하반기 신제품 출시에 따른 적극적인 영업을 통한 실적 개선이 기대됨. 골프 인구가 점차 감소하고 있다는 우려도 존재하지만, 1) 여전히 베이비붐 세대로의 침투율은 남아있고, 2) 밀레니얼 세대의 관심도가 높아지고 있어, 큰 위협은 아닐 것이라 판단. 현재 Acushnet의 시가총액은 1조 4,224억원이고, 지분율 53.1%와 할인율 20%를 적용 시 가치는 6,043억원임. 휠라코리아의 현재 시가총액이 8,580억원이라는 점을 감안하면 Acushnet 지분가치는 강력한 하방 경직성으로 작용할 것.

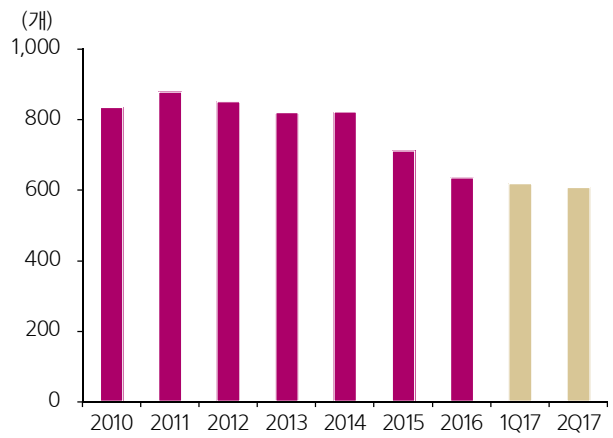
**상대적, 절대적 저평가 영역:** 현재 동사 주가는 12개월 fwd 컨센서스 P/E 기준 10.5배에 거래 중으로, 글로벌 스포츠웨어 업체 대비 50% 이상 할인되어 있을 뿐만 아니라, 역사적으로도 과거 P/E 밴드 하단에 위치하고 있어 상대적, 절대적 저평가 영역 구간이라고 판단. 국내 및 미국 부문 터어라운드와 Acushnet 신제품 출시 및 지분가치, 중국 JV 고성장세 등 국내외 사업에서 실적 개선이 나타날 가능성이 크기 때문에 향후 글로벌 동종업체들과의 밸류에이션 갭이 축소될 수 있을 것으로 기대.

매출액 및 영업이익률 추이



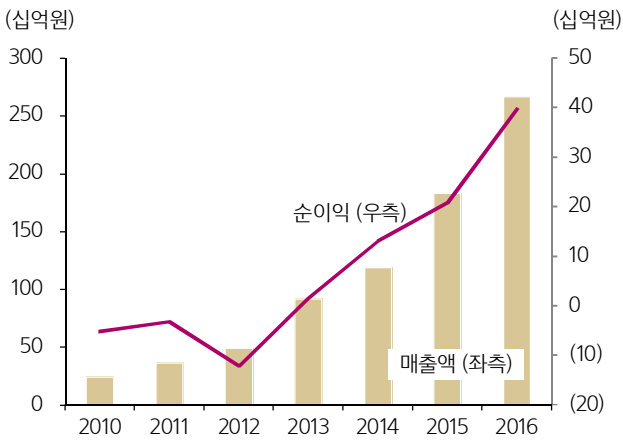
자료: 회사자료, Bloomberg 컨센서스

매장 수 추이



자료: 회사자료

Full prospect 매출액 및 순이익 추이



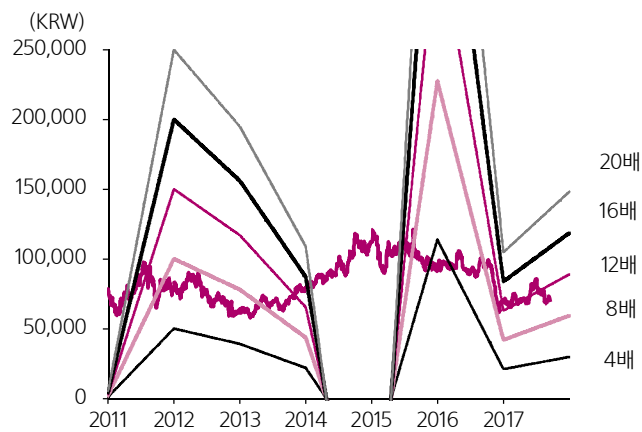
자료: 회사자료

Acushnet 주가 추이



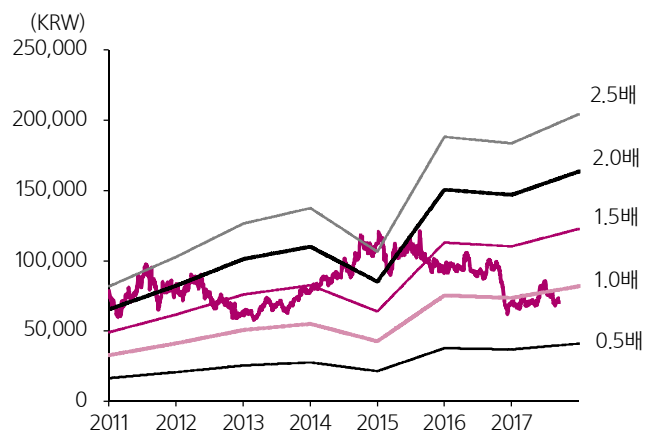
자료: Bloomberg

P/E Band



자료: 회사자료

P/B Band



자료: 회사자료

Peer valuation

(백만달러)	매출 (2017E)	영업이익 (2017E)	순이익 (2017E)	P/E (2017, 배)	P/E (2018, 배)	EPS 증가율 (%)	P/B (2017, 배)	P/B (2018, 배)	ROE (2017, %)	ROE (2018, %)	EV/ EBITDA (2017, 배)	EV/ EBITDA (2018, 배)
힐라코리아	2,218	162	56	13.5	9.5	41.4	1.0	0.9	7.2	9.6	8.7	6.7
NIKE	36,026	4,826	3,974	22.0	19.1	15.3	7.0	5.9	31.4	34.1	15.2	13.5
ADIDAS	1,028	87	53	21.2	17.1	23.6	5.5	4.2	21.3	22.6	10.6	9.4
VF Corp	11,840	1,617	1,199	21.2	19.1	11.4	6.5	6.4	26.3	32.2	14.1	13.3
UNDER ARMOUR	5,241	272	166	47.1	39.7	18.8	3.6	3.3	7.4	8.2	18.3	16.1
PUMA	4,955	252	151	40.5	29.9	35.7	2.8	2.6	7.2	9.6	16.7	13.1
ANTA SPORTS	2,462	605	461	23.2	19.7	17.7	5.2	4.7	26.5	25.9	14.9	12.3
ACUSHNET	1,546	161	89	14.1	13.8	2.1	1.6	1.5	11.8	11.5	7.5	6.8
CALLAWAY	999	68	39	32.5	27.9	16.5	2.1	1.9	8.3	8.7	14.5	11.9
<b>Average</b>				<b>26.2</b>	<b>21.8</b>	<b>20.3</b>	<b>3.9</b>	<b>3.5</b>	<b>16.4</b>	<b>18.0</b>	<b>13.4</b>	<b>11.5</b>

참고: 2017년 9월 13일 기준

자료: Bloomberg

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	670	736	797	816	967
매출원가	322	367	420	447	548
매출총이익	348	369	377	369	419
(매출총이익률, %)	51.9	50.1	47.3	45.2	43.3
판매 및 일반관리비	257	271	283	288	407
영업이익	91	98	94	81	12
(영업이익률, %)	13.6	13.3	11.7	9.9	1.2
영업외손익	56	(24)	(22)	(256)	419
금융수익	42	13	13	14	56
금융비용	47	22	40	41	42
지분법손익	62	(7)	10	(222)	(62)
기타	(1)	(8)	(5)	(8)	467
세전이익	148	74	71	(176)	431
법인세	26	(22)	14	(42)	120
(법인세율, %)	17.3	(30.3)	19.2	24.1	27.8
계속사업이익	122	96	58	(133)	311
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	122	96	58	(133)	311
(순이익률, %)	18.2	13.1	7.2	(16.3)	32.2
지배주주순이익	122	97	56	(133)	323
비지배주주순이익	0	(1)	2	(1)	(12)
EBITDA	101	108	103	90	32
(EBITDA 이익률, %)	15.0	14.7	12.9	11.1	3.3
EPS (지배주주)	12,485	9,730	5,418	(11,996)	28,420
EPS (연결기준)	12,510	9,675	5,584	(12,042)	27,346
수정 EPS (원)*	12,485	9,730	5,418	(11,996)	28,420

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2012	2013	2014	2015	2016
영업활동에서의 현금흐름	84	66	39	27	(4)
당기순이익	122	96	58	(133)	311
현금유출입이없는 비용 및 수익	(48)	33	30	266	(355)
유형자산 감가상각비	9	10	9	10	15
무형자산 상각비	0	0	0	0	5
기타	(57)	23	21	257	(375)
영업활동 자산부채 변동	22	(14)	(45)	(49)	(40)
투자활동에서의 현금흐름	(48)	(43)	(47)	(61)	(269)
유형자산 증감	(11)	(8)	(6)	(13)	(23)
장단기금융자산의 증감	2	6	1	(1)	(45)
기타	(40)	(41)	(41)	(47)	(201)
재무활동에서의 현금흐름	(49)	3	8	17	370
차입금의 증가(감소)	(68)	4	10	19	865
자본금의 증가(감소)	9	0	10	17	2
배당금	(2)	(2)	(2)	(3)	(3)
기타	13	1	(10)	(16)	(494)
현금증감	(12)	25	(1)	(13)	102
기초현금	48	36	61	60	47
기말현금	36	61	60	47	149
Gross cash flow	75	129	88	133	(44)
Free cash flow	73	58	33	14	(27)

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외, \*\* 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

\*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 힐라코리아, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2012	2013	2014	2015	2016
유동자산	292	342	372	414	1,241
현금 및 현금등가물	36	61	60	47	149
매출채권	92	86	107	127	386
재고자산	138	171	186	222	609
기타	26	24	19	18	97
비유동자산	570	629	672	565	2,144
투자자산	110	149	189	16	40
유형자산	45	42	40	45	344
무형자산	379	378	381	397	1,627
기타	36	60	62	108	132
자산총계	862	971	1,043	979	3,385
유동부채	244	210	197	272	1,193
매입채무	54	72	66	74	149
단기차입금	86	92	86	146	584
기타 유동부채	104	46	45	52	459
비유동부채	218	270	278	228	890
사채 및 장기차입금	136	190	207	168	593
기타 비유동부채	82	80	71	60	297
부채총계	463	479	475	500	2,083
지배주주지분	408	502	574	480	858
자본금	50	50	52	57	57
자본잉여금	84	84	91	104	106
이익잉여금	277	371	432	296	665
기타	(2)	(3)	(2)	23	30
비지배주주지분	(8)	(10)	(5)	(1)	445
자본총계	399	492	568	479	1,302
순부채	251	236	248	280	1,017

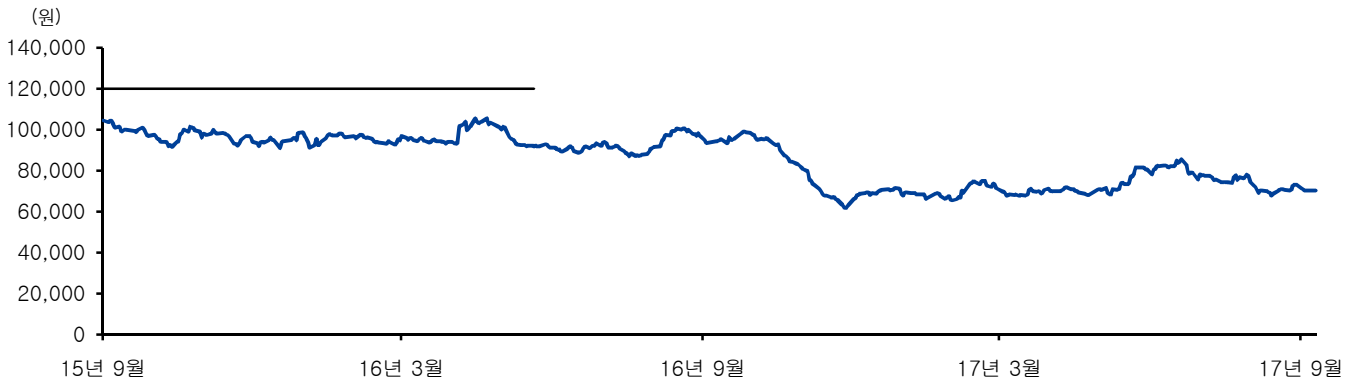
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2012	2013	2014	2015	2016
증감률 (%)					
매출액	(12.3)	9.8	8.3	2.3	18.6
영업이익	(16.3)	7.3	(4.7)	(13.9)	(85.3)
순이익	17,968.6	(21.4)	(40.1)	적전	흑전
수정 EPS**	5,184.2	(22.1)	(44.3)	적전	흑전
주당지표					
EPS (지배주주)	12,485	9,730	5,418	(11,996)	28,420
EPS (연결기준)	12,510	9,675	5,584	(12,042)	27,346
수정 EPS**	12,485	9,730	5,418	(11,996)	28,420
BPS	41,006	50,489	54,898	42,440	75,175
DPS (보통주)	250	250	250	250	250
Valuations (배)					
P/E***	5.6	7.2	13.0	n/a	2.5
P/B***	1.7	1.4	1.3	1.7	0.9
EV/EBITDA	10.9	10.0	10.7	12.6	73.0
비율					
ROE (%)	34.1	21.3	10.4	(25.2)	48.4
ROA (%)	14.4	10.5	5.7	(13.2)	14.3
ROIC (%)	12.8	22.1	12.5	9.3	0.5
배당성향 (%)	2.0	2.6	4.7	(2.1)	0.9
배당수익률 (보통주, %)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
순부채비율 (%)	62.9	48.0	43.7	58.5	78.1
이자보상배율 (배)	5.7	7.4	7.3	7.6	0.6

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 9월 13일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 9월 13일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2014/11/14	2015/11/14	2017/9/13
투자의견	BUY	BUY	Not Rated
TP (원)	120,000	120,000	n/a
과리율 (평균)	(12.53)	(19.90)	
과리율 (최대/최소)	0.83	(12.08)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업	산업
<b>BUY (매수)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	<b>OVERWEIGHT(비중확대)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
<b>HOLD (중립)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ 10% 내외	<b>NEUTRAL(중립)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
<b>SELL (매도)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	<b>UNDERWEIGHT(비중축소)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2017년 6월 30일 기준

매수 (81.5%) | 중립 (18.5%) | 매도 (0%)