



힐라홀딩스 (081660)

당분간 실적 부진 불가피, 시간과의 싸움

▶ Analyst 손효주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610

Buy (유지)

목표주가(유지): 47,000원

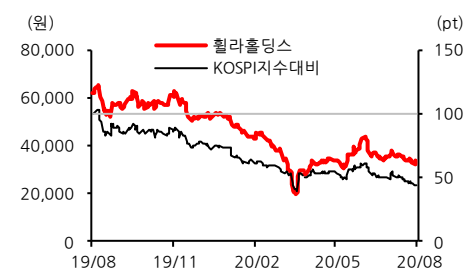
현재 주가(8/5)	33,550원
상승여력	▲40.1%
시가총액	20,382억원
발행주식수	60,752천주
52 주 최고가 / 최저가	65,100 / 19,500원
90 일 일평균 거래대금	197.78억원
외국인 지분율	42.1%
주주 구성	
피에몬테 (외 3 인)	21.1%
국민연금공단 (외 1 인)	13.4%
Templeton Asset Management,	5.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.2	-0.9	-22.5	-47.3
상대수익률(KOSPI)	-12.6	-22.9	-29.3	-66.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,955	3,450	3,052	3,411
영업이익	357	471	297	454
EBITDA	423	564	354	502
지배주주순이익	144	267	157	261
EPS	2,349	4,365	2,575	4,296
순차입금	817	819	817	672
PER	22.8	12.1	13.0	7.8
PBR	3.3	2.6	1.5	1.2
EV/EBITDA	9.7	7.2	8.1	5.4
배당수익률	0.1	0.4	0.1	0.1
ROE	16.0	23.8	11.9	17.3

주가 추이



2Q20 실적도 코로나 19 타격이 글로벌로 확산되면서 부진은 불가피할 것으로 전망합니다. 기업가치의 의미있는 회복을 위해서는 미국, 유럽, 중국의 성장성 회복이 필요해 보입니다.

2Q20 Preview: 코로나19 영향으로 실적 부담 가중 지속

2Q20 연결 기준 매출액 6,539억원(-31.8%, 이하 yoy 성장 기준 동일), 영업이익 530억원(-63.4%), 지배주주순이익 235억원(-65.7%) 예상한다. 코로나19 타격이 글로벌로 확산되면서 부진은 불가피할 것으로 전망한다. 사업부문별로는, 1) 국내 매출액 1,503억원 (-6.5%), 영업이익 271억원(-13.1%)으로 전분기 이어 부진이 지속될 것으로 예상한다. 2) 미국 달러기준 매출액 85백만달러(-40.0%) 예상. 한화기준 매출액 1,037억원(-37.2%), 영업적자 -21억원(적자전환)으로 2분기부터 본격적으로 코로나19 영향권에 들어가면서 실적 악화가 심화될 것으로 예상한다. 3) 로열티 매출액 138억원(-32.5%)으로 글로벌적으로 코로나19 확산으로 부진은 불가피할 것으로 전망한다. 4) Acushnet 골프 매출액 3,362억원(-37.6%), 영업이익 131억원(-81.5%)으로 역시나 코로나19 타격으로 부진한 실적을 기록했다. 5) 중국 사업 실적은 코로나19 영향에서 벗어나면서 파트너인 ANTA의 높은 유통력과 자본력을 바탕으로 견조한 성장을 기록할 것으로 기대한다. 중국 디자인 수수료 매출액 110억원(+15.0%), 중국법인 Fullprospect의 지분법이익은 113억원(+15.0%) 예상한다.

당분간 실적 부진 불가피, 시간과의 싸움

올해 초부터 전세계적으로 확산된 코로나19 영향이 예상보다도 장기화되고 있는 모습이다. 이에 전년 높은 베이스에 대한 부담이 더해져 당분간은 글로벌 사업을 영위하는 동사 본업에서의 실적 타격은 불가피할 것으로 전망한다. 여전히 코로나19가 불안정한 상황이지만, 실적 회복은 베이스가 낮아지는 4분기 또는 내년에는 기대해야 할 것으로 전망한다. 하반기에 중국 및 골프 사업의 회복이 기대되는 점은 긍정적이거나 기업가치의 의미있는 상승을 위해서는 본업에서의 미국, 유럽, 중국 등 해외 성장성 회복에 대한 가시화가 필요해 보인다.

투자의견 Buy, 목표주가 4.7만원 유지

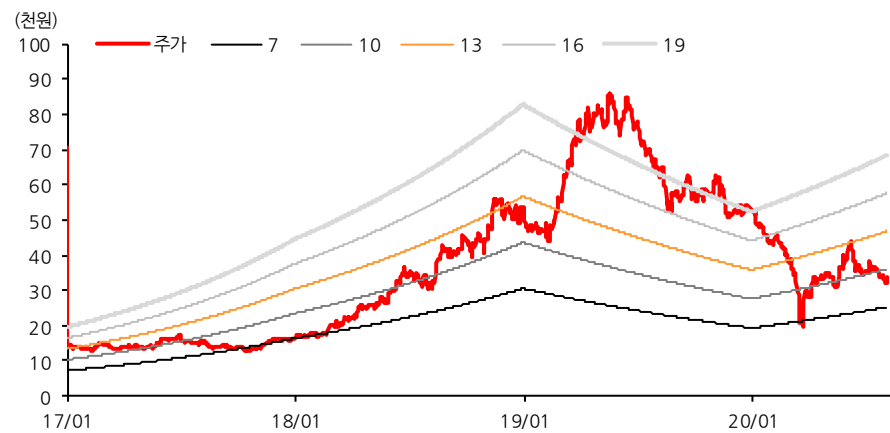
[표1] 힐라홀딩스 2Q20 실적 당사 추정치 및 컨센서스 비교

(단위: 십억 원)

	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E (a)	y-y	q-q	컨센서스(b)	차이(a/b-1)
매출액	834.6	959.3	867.0	789.9	653.9	-31.8	-17.2	695.0	-5.9
영업이익	115.8	144.9	124.9	67.1	53.0	-63.4	-21.1	63.9	-17.0
지배주주순이익	70.3	68.5	80.5	33.6	23.5	-65.7	-30.2	37.8	-37.8
영업이익률(%)	13.9	15.1	14.4	8.5	8.1			9.2	
순이익률(%)	8.4	7.1	9.3	4.3	3.6			5.4	

자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 힐라홀딩스 12M FWD PER 밴드 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 힐라홀딩스 미국 법인 기준 Disruptor 매출 비중 추이

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
Disruptor	2-4%	7-9%	20-22%	18-20%	28-30%	23-26%	15-17%	14-16%	16-18%
Ex-Disruptor	96-98%	91-93%	78-80%	80-82%	70-72%	74-77%	83-85%	84-86%	82-84%

자료: 힐라홀딩스, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 힐라홀딩스 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	834.6	959.3	867.0	789.6	789.9	653.9	804.0	804.5	3,450.4	3,052.3	3,411.5
국내부문	139.1	160.8	149.8	162.6	128.8	150.3	154.3	164.1	612.2	597.4	646.4
중국디자인수수료	7.2	9.6	8.3	13.5	7.6	11.0	10.4	16.2	38.7	45.3	55.1
미국	157.6	165.1	175.4	127.0	126.7	103.7	121.4	121.0	625.1	472.9	563.4
미국(백만\$)	140.0	141.6	147.0	108.0	106.1	84.9	102.9	102.6	536.6	396.6	472.0
평균 원/달러(원)	1,125.3	1,166.8	1,193.0	1,175.8	1,193.6	1,220.8	1,180.0	1,180.0	1,165.2	1,193.6	1,193.6
로열티	18.8	20.5	22.6	22.3	18.8	13.8	17.8	19.7	84.1	70.1	82.0
아류시네트	487.9	538.8	499.3	433.1	487.8	336.2	492.1	447.6	1,959.1	1,763.8	1,939.7
성장률 yy%											
매출액	23.3	21.4	19.4	3.7	-5.4	-31.8	-7.3	1.9	16.8	-11.5	11.8
국내부문	34.3	23.1	12.2	23.0	-7.4	-6.5	3.0	0.9	22.5	-2.4	8.2
중국디자인수수료	63.5	69.0	61.1	69.8	5.2	15.0	25.0	20.0	66.5	17.1	21.6
미국	108.4	49.9	42.7	-33.6	-19.6	-37.2	-30.8	-4.7	25.0	-24.3	19.1
미국(백만\$)	98.6	38.5	33.4	-36.3	-24.2	-40.0	-30.0	-5.0	18.6	-26.1	19.0
평균 원/달러(원)	4.9	8.1	6.4	4.3	6.1	4.6	-1.1	0.4	5.9	2.4	0.0
로열티	62.8	49.4	40.3	28.1	0.0	-32.5	-21.3	-11.6	43.2	-16.7	17.0
아류시네트	3.0	4.5	19.4	11.1	0.0	-37.6	-1.5	3.4	352.4	-10.0	10.0
비중 (of sales %)											
매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
국내부문	16.7	16.8	17.3	20.6	16.3	23.0	19.2	20.4	17.7	19.6	18.9
중국디자인수수료	0.9	1.0	1.0	1.7	1.0	1.7	1.3	2.0	1.1	1.5	1.6
미국	18.9	17.2	20.2	16.1	16.0	15.9	15.1	15.0	18.1	15.5	16.5
로열티	2.3	2.1	2.6	2.8	2.4	2.1	2.2	2.4	2.4	2.3	2.4
아류시네트	58.5	56.2	57.6	54.8	61.8	51.4	61.2	55.6	56.8	57.8	56.9
영업이익	115.8	144.9	124.9	85.1	67.1	53.0	91.6	85.0	470.7	296.7	453.8
국내부문	24.2	31.1	26.5	30.5	21.6	27.1	26.2	30.4	112.2	105.2	120.4
중국디자인수수료	7.2	9.6	8.3	13.5	7.6	11.0	10.4	16.2	38.7	45.3	55.1
미국	10.2	15.7	12.4	-0.7	7.7	-2.1	0.0	0.6	37.6	6.3	16.0
미국(백만\$)	9.1	13.5	10.4	-0.6	6.5	-1.7	0.0	0.5	32.3	5.3	13.4
로열티	18.8	20.5	22.6	22.3	18.8	13.8	17.8	19.7	84.1	70.1	82.0
아류시네트	58.5	71.2	52.5	33.5	25.5	13.1	47.2	32.1	216.2	117.2	199.2
성장률 yy%											
영업이익	36.4	25.3	69.0	3.0	-42.0	-63.4	-26.6	-0.1	31.8	-37.0	52.9
국내부문	194.1	68.2	76.8	106.4	-10.8	-13.1	-0.9	-0.4	98.8	-6.3	14.4
중국디자인수수료	63.5	69.0	61.1	69.8	5.2	15.0	25.0	20.0	66.5	17.1	21.6
미국	630.4	113.8	23.4	-103.6	-24.2	측전	-100.0	-188.4	-1.0	-83.3	155.0
미국(백만\$)	595.9	97.8	16.0	-103.4	-28.6	측전	-100.0	-188.1	-5.2	-83.6	152.9
로열티	62.8	49.4	40.3	28.1	0.0	-32.5	-21.3	-11.6	43.2	-16.7	17.0
아류시네트	-12.0	1.4	80.0	54.6	-56.3	-81.5	-10.1	-4.2	545.1	-45.8	69.9
수익성 margin % (of sales)											
영업이익	13.9	15.1	14.4	10.8	8.5	8.1	11.4	10.6	13.6	9.7	13.3
국내부문	17.4	19.4	17.7	18.7	16.7	18.0	17.0	18.5	18.3	17.6	18.6
중국디자인수수료	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
미국	6.5	9.5	7.0	-0.5	6.1	-2.0	0.0	0.5	6.0	1.3	2.8
로열티	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
아류시네트	12.0	13.2	10.5	7.7	5.2	3.9	9.6	7.2	11.0	6.6	10.3
영업외손익	-6.5	-5.8	17.8	-4.9	-3.5	1.3	-1.9	4.9	0.6	-5.3	12.0
이자손익	0.4	-13.8	-12.4	-27.9	-10.3	-10.0	-9.7	-9.7	-53.7	-39.6	-37.4
자분법이익_Fullprospect	6.3	9.9	6.3	12.1	6.8	11.3	7.8	14.6	34.6	40.6	49.3
지배주주순이익	70.3	68.5	80.5	47.5	33.6	23.5	45.1	54.9	266.8	157.1	261.0
growth %	84.4	4.2	99.4	측전	-52.2	-65.7	-44.0	15.6	85.8	-41.1	66.1
margin %	8.4	7.1	9.3	6.0	4.3	3.6	5.6	6.8	7.7	5.1	7.7

자료: 힐라홀딩스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,530	2,955	3,450	3,052	3,411
매출총이익	1,241	1,468	1,730	1,512	1,693
영업이익	217	357	471	297	454
EBITDA	284	423	564	354	502
순이자손익	-50	-52	-54	-40	-37
외화관련손익	11	-4	-2	-5	0
지분법손익	12	20	35	7	0
세전계속사업손익	182	337	471	291	466
당기순이익	108	210	338	199	331
지배주주순이익	62	144	267	157	261
증가율(%)					
매출액	161.6	16.8	16.8	-11.5	11.8
영업이익	1,737.1	64.2	31.8	-37.0	52.9
EBITDA	792.2	49.0	33.5	-37.2	41.9
순이익	-65.3	94.3	61.0	-41.2	66.7
이익률(%)					
매출총이익률	49.0	49.7	50.1	49.5	49.6
영업이익률	8.6	12.1	13.6	9.7	13.3
EBITDA 이익률	11.2	14.3	16.3	11.6	14.7
세전이익률	7.2	11.4	13.7	9.5	13.7
순이익률	4.3	7.1	9.8	6.5	9.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	30	275	319	96	211
당기순이익	182	337	471	217	331
자산상각비	66	65	93	57	49
운전자본증감	-202	-107	-174	-50	-75
매출채권 감소(증가)	-10	-82	-39	-15	-37
재고자산 감소(증가)	-4	-39	-72	-14	-53
매입채무 증가(감소)	20	58	-20	-4	7
투자현금흐름	-52	-25	-36	-100	-63
유형자산처분(취득)	-39	-18	-3	-40	-46
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-12	-8	-8
투자자산 감소(증가)	-11	-10	-16	-46	0
재무현금흐름	22	-214	-190	119	-63
차입금의 증가(감소)	28	-190	-126	145	-60
자본의 증가(감소)	-6	-24	-31	-13	-3
배당금의 지급	22	24	31	13	3
총현금흐름	319	457	601	161	287
(-)운전자본증감(감소)	152	58	136	50	75
(-)설비투자	39	85	47	40	46
(+)자산매각	-2	64	32	-7	-8
Free Cash Flow	126	378	450	64	157
(-)기타투자	49	42	42	8	9
잉여현금	77	336	407	56	148
NOPLAT	129	222	338	202	323
(+) Dep	66	65	93	57	49
(-)운전자본투자	152	58	136	50	75
(-)Capex	39	85	47	40	46
OpFCF	4	145	248	170	250

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	1,154	1,338	1,587	1,796	1,974
현금성자산	137	170	251	442	527
매출채권	387	474	519	535	572
재고자산	578	632	735	758	811
비유동자산	1,925	1,966	2,183	2,326	2,380
투자자산	161	164	194	219	228
유형자산	324	311	439	475	513
무형자산	1,440	1,492	1,548	1,631	1,639
자산총계	3,079	3,304	3,770	4,122	4,354
유동부채	695	672	867	1,020	1,007
매입채무	200	249	242	249	256
유동성이자부채	292	176	340	525	495
비유동부채	1,150	1,126	1,102	1,154	1,141
비유동이자부채	862	810	730	734	704
부채총계	1,845	1,798	1,969	2,174	2,148
자본금	61	61	61	61	61
자본잉여금	118	118	118	118	118
이익잉여금	680	822	1,080	1,205	1,463
자본조정	-60	-10	-9	-4	-4
자기주식	0	0	0	-26	-26
자본총계	1,234	1,506	1,801	1,948	2,206

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	1,032	2,349	4,365	2,575	4,296
BPS	13,074	16,226	20,448	22,715	26,961
DPS	50	50	219	50	50
CFPS	5,285	7,476	9,827	2,634	4,718
ROA(%)	1.9	4.5	7.5	4.0	6.2
ROE(%)	7.5	16.0	23.8	11.9	17.3
ROIC(%)	5.7	9.9	14.0	7.8	11.9
Multiples(x, %)					
PER	15.8	22.8	12.1	13.0	7.8
PBR	1.2	3.3	2.6	1.5	1.2
PSR	0.4	1.1	0.9	0.7	0.6
PCR	3.1	7.2	5.4	12.7	7.1
EV/EBITDA	7.1	9.7	7.2	8.1	5.4
배당수익률	0.3	0.1	0.4	0.1	0.1
안정성(%)					
부채비율	149.4	119.3	109.3	111.6	97.4
Net debt/Equity	82.4	54.2	45.5	41.9	30.4
Net debt/EBITDA	358.5	193.2	145.2	230.8	133.7
유동비율	166.2	199.0	182.9	176.1	195.9
이자보상배율(배)	4.1	6.6	8.4	7.1	11.4
자산구조(%)					
투하자본	88.2	87.2	85.1	80.1	78.6
현금+투자자산	11.8	12.8	14.9	19.9	21.4
자본구조(%)					
차입금	48.3	39.6	37.3	39.3	35.2
자기자본	51.7	60.4	62.7	60.7	64.8

[Compliance Notice]

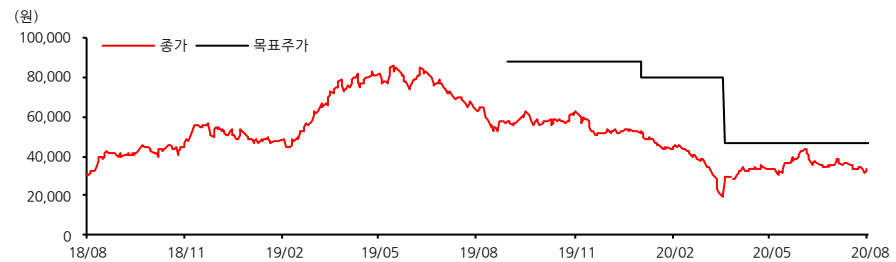
(공표일: 2020년 8월 6일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (손호주)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[힐라홀딩스 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2019.09.04	2019.09.04	2019.10.14	2019.11.12	2019.11.22
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		손호주	88,000	88,000	88,000	88,000
일 시	2020.01.07	2020.03.25	2020.05.18	2020.08.06		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	80,000	47,000	47,000	47,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.09.04	Buy	88,000	-36.03	-28.64
2020.01.06	Buy	80,000	-49.28	-34.50
2020.03.25	Buy	47,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%