



△ 화장품/섬유의복

Analyst **하리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

RA **정은수**
02. 6454-4887
esjung@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	50,000 원
현재주가 (8.14)	34,100 원
상승여력	46.6%
KOSPI	2,407.49pt
시가총액	20,717억원
발행주식수	6,075만주
유동주식비율	77.94%
외국인비중	42.27%
52주 최고/최저가	62,800원/19,500원
평균거래대금	184.8억원
주요주주(%)	
피에몬테 외 2 인	21.10
국민연금공단	13.39
Templeton Asset Management, Ltd.	5.60
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-3.8 -21.6 -43.3
상대주가	-12.8 -26.9 -54.3

주가그래프**호리홀딩스 081660****2Q20 Review: 최악은 지나고 있다**

- ✓ 2Q20 매출액 6,250억원(-34.8% YoY, 이하 YoY), 영업이익 503억원(-65.3%)
- ✓ EAST: ① 중국: 연결 지배순이익 59% 기여, ② 한국: 외국인 관광 상권 부진
- ✓ WEST: ① 미국: 고객사 휴업 및 제품 믹스 혼란, ② 로열티: 영업 활동 중단 영향
- ✓ 아쿠시네트: 골프 코스 중단 영향으로 상장 아래 최저 실적 시현
- ✓ 점진적 실적 개선 기대 및 밸류에이션 매력 감안 매수 접근 추천

2Q20 실적 악화 불가피

호리홀딩스는 2분기 매출액 6,250억원(-34.8% YoY, 이하 YoY), 영업이익 503억원(-65.3%), 순이익 399억원(-41.7%)을 기록했다. 영업이익이 예상치를 벗어났다. 재고자산평가손실(21억원) 및 대손상각비(52억원) 등 잠재 손실 반영에 기인한다.

[중국] 유일하게 성장했다. 중국 수익은 235억원(+20.9%; 자문수수료 및 지분법이익 합산)으로, 연결 지배순이익의 59%를 기여했다. **[한국]** 매출액과 영업이익은 각각 전년동기대비 -13.7%, -24.1% 줄었다. 관광객 기반 매장(면세점 및 관광 상권)의 판매 부진에 따른다. 온라인 매출이 크게 늘었으나(+45.0%, 매출 비중 +7.0%p 추산), 감익을 방어하기에는 역부족이었다.

[미국] 매출액 689억원(-58.3% YoY), 영업손실 61억원(적전)을 실현했다. 고객사 휴업(= 신규 수주 부재)에 제품 믹스 혼란(= 저단가 비중 확대)까지, 어느 하나 쉽지 않았다. **[로열티]** 주요 라이센시들의 휴업으로 역신장이 불가피했다(-41.0%YoY).

[아쿠시네트] 상장 아래 최저 실적을 기록했다(매출액 -35.1%, 영업이익 -63.5%). 골프 코스 중단으로 인한 피해가 막심했던 탓이다.

투자의견 Buy 및 적정주가 50,000원 유지

호리홀딩스에 대한 투자의견 Buy 및 적정주가 50,000원을 유지한다. 전일 기준 12개월 선행 PER은 10.9배에 불과하다. 최악은 지나고 있다. 국내는 온라인을 통한 오프라인 부진 상쇄, 미국은 역기저 반영 완료에 따른 성장 전환이 기대된다. 점진적인 실적 개선을 예상하는 바, 매수 접근을 추천한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	2,954.6	357.1	143.6	2,349	92.6	16,226	22.8	3.3	10.9	16.0	119.3
2019	3,450.4	470.7	266.8	4,365	61.0	20,448	12.1	2.6	8.2	23.8	109.3
2020E	2,899.6	278.7	158.7	2,610	-40.2	23,438	13.1	1.5	8.7	11.9	85.1
2021E	3,194.2	409.3	251.8	4,145	56.1	27,377	8.2	1.2	6.1	16.3	66.4
2022E	3,323.2	446.6	285.5	4,699	13.3	31,842	7.3	1.1	5.4	15.9	51.6

표1 휠라홀딩스 2Q20 실적 Review

(십억원, %, %p)	2Q20	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	625.0	959.3	-34.8	789.9	-20.9	680.7	-8.2	658.4	-5.1
영업이익	50.3	144.9	-65.3	67.1	-25.1	61.5	-18.2	63.9	-21.3
순이익	39.9	68.5	-41.7	33.6	18.8	36.1	10.6	39.4	1.3
영업이익률	8.0	15.1	-7.1	8.5	-0.5	9.0	-1.0	9.7	-1.7

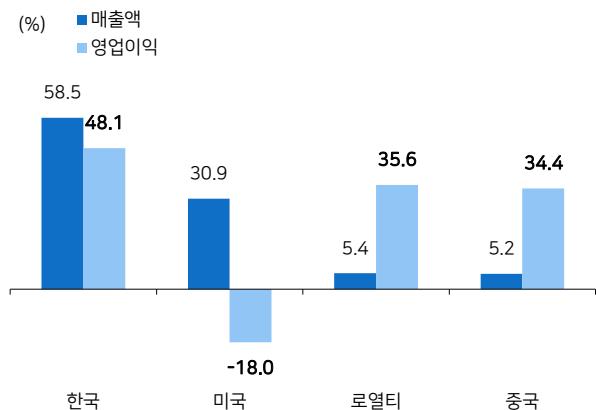
자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

표2 휠라홀딩스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	834.6	959.3	867.0	789.6	789.9	625.0	753.0	731.7	3,450.4	2,899.6	3,194.2
FILA - 한국	131.8	151.2	141.5	149.1	121.2	130.4	123.8	138.5	573.5	513.9	554.2
FILA - 미국	157.6	165.1	175.6	127.1	126.8	68.9	125.0	99.9	625.5	420.6	493.9
FILA - 로열티	18.8	20.5	22.6	22.4	18.8	12.1	15.9	18.4	84.3	65.2	76.6
FILA - 중국	7.2	9.6	8.3	13.5	7.6	11.7	10.3	16.9	38.7	46.4	56.7
아쿠시네트	487.9	538.8	499.3	433.8	487.9	367.6	461.2	452.3	1,959.9	1,769.1	1,920.1
매출총이익	417.7	500.0	417.4	394.6	381.7	326.6	355.0	367.9	1,729.7	1,431.1	1,611.9
매출총이익률	50.1	52.1	48.1	50.0	48.3	52.3	47.1	50.3	50.1	49.4	50.5
영업이익	115.9	144.9	124.9	85.1	67.1	50.3	78.3	82.9	470.7	278.7	409.3
영업이익률	13.9	15.1	14.4	10.8	8.5	8.0	10.4	11.3	13.6	9.6	12.8
FILA - 한국	16.9	21.5	18.1	16.9	13.9	16.3	14.4	12.2	73.5	56.9	56.3
FILA - 미국	10.2	15.7	12.4	-0.5	7.8	-6.1	2.6	4.7	37.7	8.9	23.8
FILA - 로열티	18.8	20.5	22.6	22.4	18.8	12.1	15.9	18.4	84.3	65.2	76.6
FILA - 중국	7.2	9.6	8.3	13.5	7.6	11.7	10.3	16.9	38.7	46.4	56.7
아쿠시네트	58.8	71.3	52.2	34.6	49.0	27.2	36.8	34.5	216.9	147.5	200.5
순이익	70.3	68.5	80.5	47.5	33.6	39.9	46.1	39.1	266.8	158.7	251.8
순이익률	8.4	7.1	9.3	6.0	4.3	6.4	6.1	5.3	7.7	5.5	7.9
중국 수익	13.6	19.5	14.6	25.7	14.5	23.5	18.0	32.1	73.3	88.1	107.8
자문수수료	7.2	9.6	8.3	13.5	7.6	11.7	10.3	16.9	38.7	46.4	56.7
지분법수익	6.3	9.9	6.3	12.1	6.9	11.8	7.7	15.2	34.6	41.7	51.1
지배순이익 내 중국 비중	19.3	28.4	18.1	54.1	43.1	58.9	39.0	82.1	27.5	55.5	42.8
(% YoY)											
매출액	23.3	21.4	19.4	3.7	-5.4	-34.8	-13.1	-7.3	16.8	-16.0	10.2
FILA - 한국	33.0	21.0	10.2	20.0	-8.1	-13.7	-12.5	-7.1	20.3	-10.4	7.8
FILA - 미국	108.5	49.7	42.0	-32.5	-19.5	-58.3	-28.8	-21.4	25.6	-32.7	17.4
FILA - 로열티	62.6	49.7	40.5	28.5	0.1	-41.0	-29.6	-17.7	43.5	-22.6	17.4
FILA - 중국	63.5	69.0	61.1	69.8	5.2	21.6	23.0	24.9	66.5	20.0	22.0
아쿠시네트	3.0	4.5	19.4	11.3	0.0	-31.8	-7.6	4.3	9.0	-9.7	8.5
영업이익	36.4	25.3	69.0	3.0	-42.0	-65.3	-37.3	-2.5	31.8	-40.8	46.9
FILA - 한국	346.3	67.8	85.1	149.4	-17.6	-24.1	-20.8	-27.8	121.4	-22.6	-1.0
FILA - 미국	630.7	113.8	23.5	적전	-24.2	적전	-79.3	흑전	-0.6	-76.4	166.9
FILA - 로열티	62.6	49.7	40.5	28.5	0.1	-41.0	-29.6	-17.7	43.5	-22.6	17.4
FILA - 중국	63.5	69.0	61.1	69.8	5.2	21.6	23.0	24.9	66.5	20.0	22.0
아쿠시네트	-12.0	2.3	79.1	52.0	-16.7	-61.8	-29.5	-0.3	15.1	-32.0	35.9
순이익	84.4	4.2	99.4	흑전	-52.2	-41.7	-42.7	-17.7	85.9	-40.5	58.6

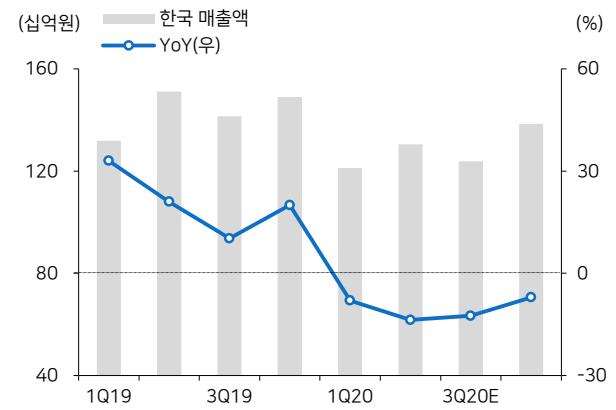
자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 FILA 권역별 실적 기여도 (2Q20)



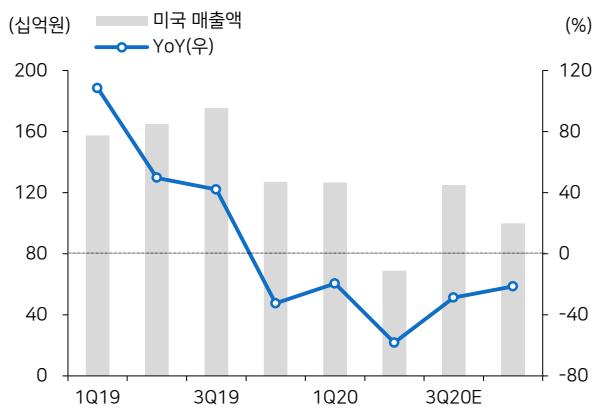
자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 FILA 한국 매출액 추이



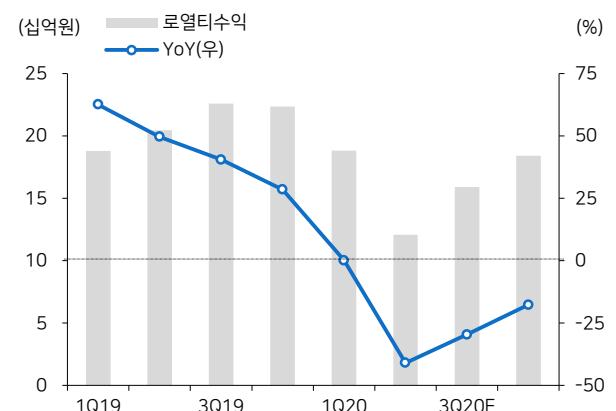
자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 FILA 미국 매출액 추이



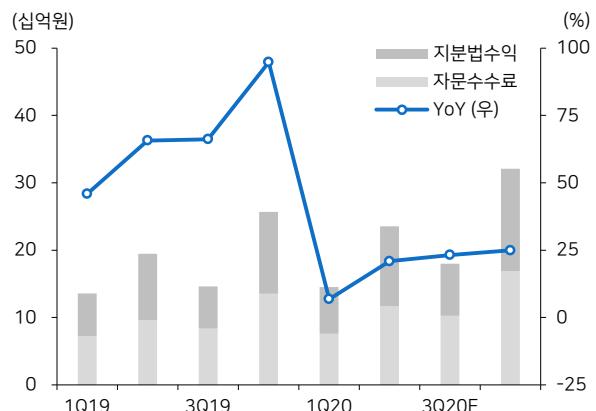
자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 FILA 로열티수익 추이



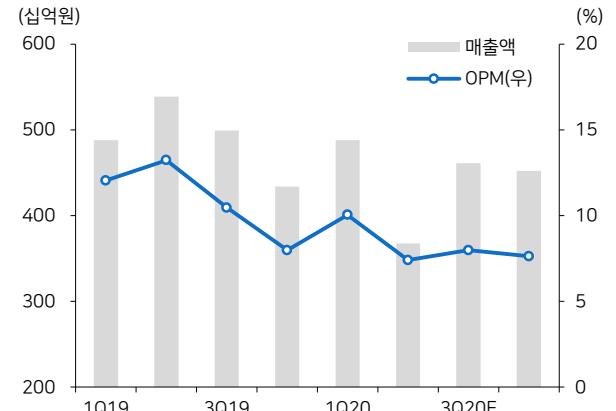
자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

그림5 FILA 중국 수익 추이



자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

그림6 아쿠시네트 실적 추이



자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

휠라홀딩스 (081660)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,954.6	3,450.4	2,899.6	3,194.2	3,323.2
매출액증가율 (%)	16.8	16.8	-16.0	10.2	4.0
매출원가	1,487.1	1,720.7	1,468.5	1,582.3	1,629.7
매출총이익	1,467.5	1,729.7	1,431.2	1,611.9	1,693.6
판매관리비	1,110.4	1,259.0	1,152.5	1,202.5	1,247.0
영업이익	357.1	470.7	278.7	409.3	446.6
영업이익률	12.1	13.6	9.6	12.8	13.4
금융손익	-55.7	-57.0	-42.3	-38.1	-31.5
종속/관계기업손익	19.8	34.6	41.7	51.1	61.5
기타영업외손익	16.0	22.9	-5.0	-4.0	-2.9
세전계속사업이익	337.1	471.3	273.0	418.3	473.8
법인세비용	127.1	133.1	71.8	104.6	118.5
당기순이익	210.1	338.1	201.2	313.7	355.4
지배주주지분 순이익	143.6	266.8	158.7	251.8	285.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	274.6	319.1	318.1	330.8	342.6
당기순이익(손실)	210.1	338.1	201.2	313.7	355.4
유형자산상각비	41.8	69.3	73.6	71.9	73.9
무형자산상각비	23.6	24.0	26.6	26.5	26.1
운전자본의 증감	-106.5	-173.6	-5.5	-81.2	-112.6
투자활동 현금흐름	-24.6	-35.9	-108.7	-84.1	-97.5
유형자산의증가(CAPEX)	-84.7	-46.7	-59.0	-80.0	-90.0
투자자산의감소(증가)	-6.4	5.9	-11.9	-3.8	-6.6
재무활동 현금흐름	-214.5	-190.2	-244.3	-189.0	-180.2
차입금의 증감	-167.6	84.2	-175.2	-180.9	-167.6
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	41.3	83.0	-15.9	57.7	65.0
기초현금	107.7	149.0	232.0	216.2	273.9
기말현금	149.0	232.0	216.2	273.9	338.9

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,337.9	1,586.8	1,490.4	1,626.3	1,802.9
현금및현금성자산	149.0	232.0	216.2	273.9	338.9
매출채권	459.5	505.0	479.7	503.7	544.0
재고자산	632.2	735.5	625.2	675.2	738.6
비유동자산	1,966.5	2,183.4	2,264.8	2,250.2	2,246.8
유형자산	310.7	439.1	441.9	450.0	466.1
무형자산	1,492.0	1,547.9	1,605.6	1,579.1	1,553.0
투자자산	73.6	102.3	121.0	124.8	131.4
자산총계	3,304.3	3,770.3	3,755.2	3,876.5	4,049.7
유동부채	672.3	867.4	687.8	600.0	545.5
매입채무	221.7	212.2	195.2	202.9	211.4
단기차입금	174.4	193.0	125.8	80.8	35.8
유동성장기부채	0.0	43.4	37.2	0.0	0.0
비유동부채	1,125.5	1,102.0	1,039.0	946.9	833.6
사채	61.2	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	747.0	611.7	577.7	477.7	353.7
부채총계	1,797.9	1,969.3	1,726.8	1,546.9	1,379.0
자본금	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1
자본잉여금	117.8	117.8	117.8	117.8	117.8
기타포괄이익누계액	-0.6	25.1	75.4	75.4	75.4
이익잉여금	822.4	1,080.0	1,198.2	1,437.5	1,708.8
비지배주주지분	514.8	551.3	604.5	666.4	736.2
자본총계	1,506.5	1,800.9	2,028.4	2,329.6	2,670.7

Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
SPS	48,346	56,458	47,683	52,577	54,702
EPS(지배주주)	2,349	4,365	2,610	4,145	4,699
CFPS	5,397	7,649	6,666	8,972	9,802
EBITDAPS	6,914	9,229	6,231	8,358	8,997
BPS	16,226	20,448	23,438	27,377	31,842
DPS	50	219	134	209	236
배당수익률(%)	0.1	0.4	0.4	0.6	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	22.8	12.1	13.1	8.2	7.3
PCR	9.9	6.9	5.1	3.8	3.5
PSR	1.1	0.9	0.7	0.6	0.6
PBR	3.3	2.6	1.5	1.2	1.1
EBITDA	422.6	564.0	378.9	507.7	546.6
EV/EBITDA	10.9	8.2	8.7	6.1	5.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.0	23.8	11.9	16.3	15.9
EBITDA 이익률	14.3	16.3	13.1	15.9	16.4
부채비율	119.3	109.3	85.1	66.4	51.6
금융비용부담률	1.8	1.6	1.5	1.0	0.7
이자보상배율(X)	6.6	8.4	6.3	13.4	18.1
매출채권회전율(X)	7.1	7.2	5.9	6.5	6.3
재고자산회전율(X)	4.9	5.0	4.3	4.9	4.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	Neutral (중립)
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

휠라홀딩스 (081660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.04.22	산업분석	Buy	50,000	하누리	-33.5	-29.9	
2020.05.18	기업브리프	Buy	46,000	하누리	-18.7	-4.8	(원)
2020.07.07	기업브리프	Buy	50,000	하누리	-	-	135,000

