

2021. 1. 18



▲ 화장품/섬유의복

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

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

Buy

적정주가 (12개월) 63,000 원

현재주가 (1.15) 45,950 원

상승여력 37.1%

KOSPI 3,085.90pt

시가총액 27,916억원

발행주식수 6,075만주

유동주식비율 77.28%

외국인비중 48.63%

52주 최고/최저가 49,150원/19,500원

평균거래대금 216.3억원

주요주주(%)

피에몬테 외 2 인 21.64

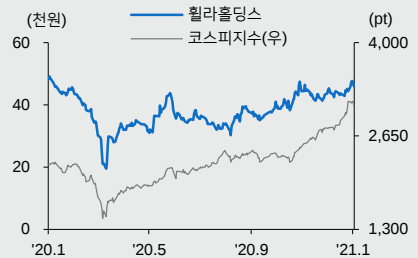
국민연금공단 9.93

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 2.8 25.7 -6.5

상대주가 -8.2 -10.3 -32.4

주가그래프



힐라홀딩스 081660

4Q20 Preview: 미국, 드디어 '+' 성장

- ✓ 4Q20E: 매출액 8,467억원(+7%), 영업이익 1,081억원(+27%), 순이익 608억원(+28%)
- ✓ EAST: ① 중국: 고성장 기조 유지, ② 한국: 고마진 채널 기여 축소
- ✓ WEST: ① 미국: 4개 분기 만에 매출 성장, ② 로열티: 영업 활동 위축 여전
- ✓ 아쿠시네트: 골프 필드 운영 재개 + 이연 수요 확보 = 실적 개선 뚜렷
- ✓ 주가 핵심 변수, '미국' 사업 성장 전환 → 매수 접근 추천

4Q20E 로열티 외 전 사업부 개선세 확인

힐라홀딩스는 2020년 4분기 매출액 8,467억원(+7.2% YoY; 이하 YoY), 영업이익 1,081억원(+27.1%), 순이익 608억원(+28.0%)을 기록할 것으로 예상된다. 로열티 외 전 사업부가 성장 전환할 것으로 본다.

[중국] 내수가 빠르게 회복하면서, 고성장 기조를 유지할 것으로 본다. 예상 수익은 257억원(+28.3%; 자문수수료 및 지분법이익 합산)이다.

[한국] 매출액과 영업이익으로 각각 1,511억원(+1.4%), 142억원(-16.0%)을 추산한다. 고마진 채널의(도매 및 면세) 기여가 줄면서, 원가율이 상승(+1.0%p)할 전망이다.

[미국] 4개 분기 만에 성장 전환하겠다. 매출액 1,661억원(+30.6), 영업이익 71억원(흑전)을 예상한다. 역기지 반영이 완료되는 가운데, 대형마트형 수주와 자사몰 판매가 호조를 보인 것으로 파악된다.

[로열티] 보수적인 접근이 필요하다(-24.5%). 주요 라이선스들의 영업 위축과 대형 거래선의 오프라인 매장 축소 모두 불편한 상황이다.

[아쿠시네트] 매출액 +3.5%(달러 기준 +6.5%), 영업이익 +20.9% 늘어날 전망이다. 골프 필드 운영 재개에 이연 수요 확보가 더해지면서, 실적 개선이 뚜렷하겠다.

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 63,000원(상향) 제시

힐라홀딩스에 대한 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 63,000원으로 +13% 상향한다. 주가 핵심 변수인 '미국'의 성장 전환이 기대되는 바, 매수 관점에서 접근을 추천한다. 2021E 미국 사업의 매출과 영업이익 성장률로 각각 +11.7%, +77.7%를 예상한다. 국내 사업에의 브랜드(Keds) 추가 또한 외형 성장을 돕겠다.

(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	3,179.0	381.1	193.9	3,189	-25.2	23,504	13.7	1.9	8.0	14.5	87.6
2021E	3,454.4	450.9	273.5	4,502	33.1	27,785	10.2	1.7	7.2	17.6	72.0
2022E	3,565.3	487.5	306.5	5,045	11.3	32,586	9.1	1.4	6.6	16.7	57.8

표1 휠라홀딩스 4Q20 실적 Preview

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	846.7	789.6	7.2	917.4	-7.7	785.5	7.8
영업이익	108.1	85.1	27.1	155.6	-30.5	91.4	18.3
지배순이익	60.8	47.5	28.0	59.6	2.0	58.7	3.6
영업이익률(%)	12.8	10.8	2.0	17.0	-4.2	11.6	1.1

자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

표2 휠라홀딩스 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	3,179.0	3,454.4	3,275.5	3,738.0	-2.9	-7.6	3,116.7	3,366.1
영업이익	381.1	450.9	422.6	573.3	-9.8	-21.4	364.1	438.7
순이익	193.9	273.5	213.4	349.5	-9.1	-21.7	192.9	271.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 휠라홀딩스 적정주가 산정

(십억원, 배, 천주, %)	NOPLAT	Target PER	적정가치 비교
영업가치 (A; Fila)	179	17.1	3,064 글로벌 Peer 평균 12개월 선행 P/E에 40% 할인
지분가치 (B; Acushnet)			1,397 지분가치 = 아쿠시넷 12개월 평균 시가총액 * 지분율
순현금 (C)			-619 3Q20 장부가 기준
적정 시가총액 (D)			3,842 (A)+(B)+(C)
주식 수 (E)			60,752
적정주가 (원)		63,243	63,000 (D)/(E), 반내림 적용
현재주가 (원)			45,950
상승여력 (%)			37.1
12개월 선행 Implied PER (연결)			10.2
12개월 선행 Implied PER (휠라, Acushnet 제외)			13.6

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 글로벌 스포츠의류 브랜드 업체 실적 및 Valuation

회사명 (십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E
휠라홀딩스	2,792	3,454	3,565	451	488	274	307	10.2	9.1	1.7	1.4	17.6	16.7	7.2	6.6
Nike	254,697	52,438	57,053	7,889	9,090	6,631	7,655	38.0	32.4	19.7	16.4	58.6	56.3	28.1	24.7
Adidas	78,176	31,192	32,825	3,223	3,843	2,252	2,773	33.7	27.4	7.2	6.4	22.5	24.0	17.9	15.5
Anta Sports	50,252	7,782	9,386	1,976	2,524	1,342	1,694	37.5	29.5	10.0	8.2	29.7	30.6	23.0	19.0
Puma	17,716	8,065	9,040	655	844	389	525	45.1	33.3	6.1	5.5	14.0	17.3	19.2	15.8
Sketchers	6,478	5,964	6,622	556	642	367	444	17.6	14.5	2.0	1.7	12.3	13.0	8.8	7.5
평균(국내사 제외)								34.4	27.4	9.0	7.6	27.4	28.2	19.4	16.5

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출

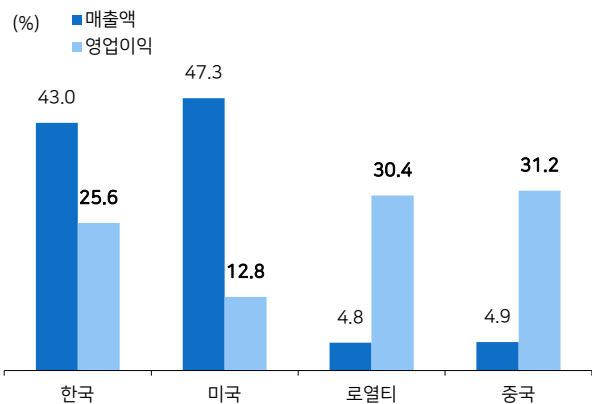
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 휠라홀딩스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
매출액	789.9	625.0	917.4	846.7	824.9	790.7	941.7	897.2	3,179.0	3,454.4	3,565.3
FILA - 한국	121.2	130.4	111.2	151.1	126.6	142.4	132.9	157.3	513.9	559.2	587.5
FILA - 미국	126.8	68.9	159.6	166.1	131.1	103.2	169.2	178.9	521.4	582.4	604.5
FILA - 로열티	18.8	12.1	17.2	16.9	16.1	15.8	18.7	19.0	65.0	69.5	74.2
FILA - 중국	7.6	11.7	10.6	17.4	10.1	14.0	12.7	19.8	47.2	56.7	65.2
아쿠시네트	487.9	367.6	575.4	448.9	506.6	472.4	553.8	441.4	1,879.7	1,974.2	2,010.8
매출총이익	381.7	326.6	446.3	427.4	411.0	413.1	453.4	452.9	1,582.0	1,730.4	1,808.4
매출총이익률	48.3	52.3	48.6	50.5	49.8	52.3	48.1	50.5	49.8	50.1	50.7
영업이익	67.1	50.3	155.6	108.1	103.1	111.0	136.2	100.6	381.1	450.9	487.5
영업이익률	8.5	8.0	17.0	12.8	12.5	14.0	14.5	11.2	12.0	13.1	13.7
FILA - 한국	13.9	16.3	11.8	14.2	14.3	17.3	14.5	13.9	56.3	60.0	63.7
FILA - 미국	7.8	-6.1	10.7	7.1	8.7	6.6	11.3	7.9	19.4	34.5	38.2
FILA - 로열티	18.8	12.1	17.2	16.9	16.1	15.8	18.7	19.0	65.0	69.5	74.2
FILA - 중국	7.6	11.7	10.6	17.4	10.1	14.0	12.7	19.8	47.2	56.7	65.2
아쿠시네트	25.6	14.3	101.2	41.8	46.8	53.9	71.1	30.5	182.9	202.2	214.0
순이익	33.6	39.9	59.6	60.8	58.1	66.6	78.7	70.1	193.9	273.5	306.5
순이익률	4.3	6.4	6.5	7.2	7.0	8.4	8.4	7.8	6.1	7.9	8.6
중국 수익	13.6	19.5	14.6	25.7	14.5	23.5	19.2	32.3	73.3	89.6	107.8
자문수수료	7.2	9.6	8.3	13.5	7.6	11.7	10.6	17.4	38.7	47.2	56.7
지분법수익	6.3	9.9	6.3	12.1	6.9	11.8	8.6	15.0	34.6	42.4	51.1
지배순이익 내 중국 비중	40.4	48.8	24.5	42.2	25.0	35.3	24.4	46.2	37.8	32.8	35.2
(% YoY)											
매출액	-5.4	-34.8	5.8	7.2	4.4	26.5	2.6	6.0	-7.9	8.7	3.2
FILA - 한국	-8.1	-13.7	-21.4	1.4	4.4	9.2	19.6	4.1	-10.4	8.8	5.1
FILA - 미국	-19.5	-58.3	-9.1	30.6	3.4	49.8	6.0	7.7	-16.6	11.7	3.8
FILA - 로열티	0.1	-41.0	-24.1	-24.5	-14.5	30.3	8.7	12.7	-22.9	7.0	6.7
FILA - 중국	5.2	21.6	26.8	28.3	33.0	20.0	20.0	14.3	22.0	20.0	15.0
아쿠시네트	0.0	-31.8	15.2	3.5	3.8	28.5	-3.8	-1.7	-4.1	5.0	1.9
영업이익	-42.0	-65.3	24.6	27.1	53.6	120.9	-12.5	-7.0	-19.0	18.3	8.1
FILA - 한국	-17.6	-24.1	-34.8	-16.0	2.3	5.8	22.7	-2.3	-23.4	6.4	6.3
FILA - 미국	-24.2	적전	-13.7	흑전	11.8	흑전	6.0	11.7	-48.6	77.7	10.8
FILA - 로열티	0.1	-41.0	-24.1	-24.5	-14.5	30.3	8.7	12.7	-22.9	7.0	6.7
FILA - 중국	5.2	21.6	26.8	28.3	33.0	20.0	20.0	14.3	22.0	20.0	15.0
아쿠시네트	-56.5	-80.0	93.8	20.9	83.0	277.2	-29.7	-27.1	-15.7	10.6	5.8
순이익	-52.2	-41.7	-26.0	28.0	72.9	66.9	32.0	15.3	-27.3	41.1	12.1

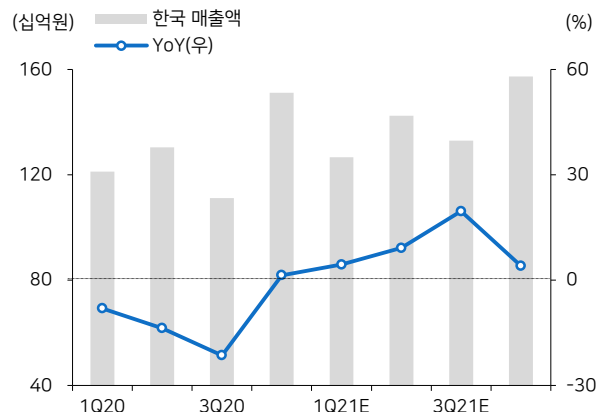
자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 FILA 권역별 실적 기여도 (4Q20E)



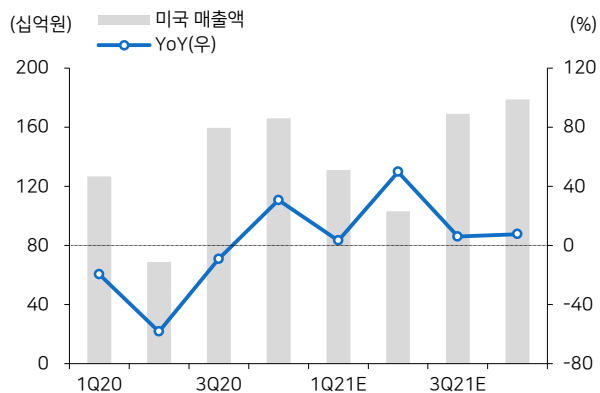
자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 FILA 한국 매출액 추이



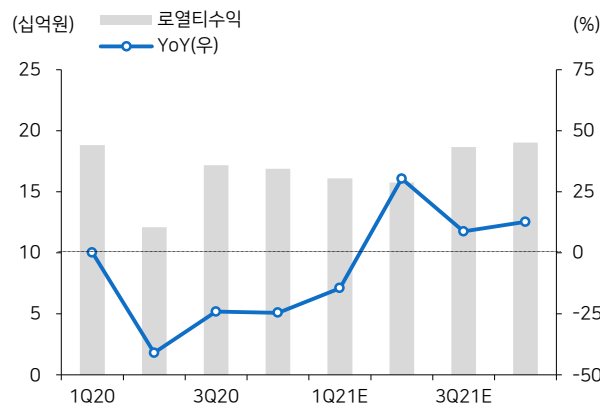
자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 FILA 미국 매출액 추이



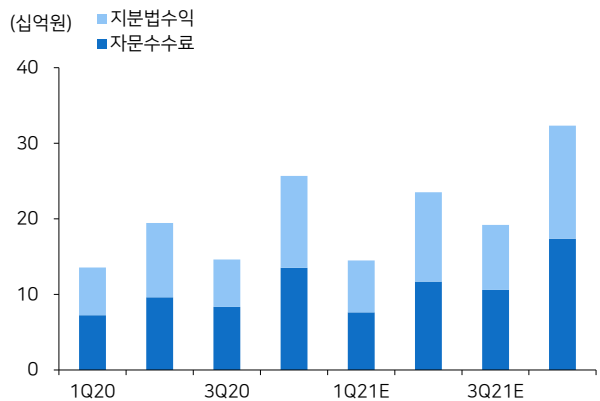
자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 FILA 로열티수익 추이



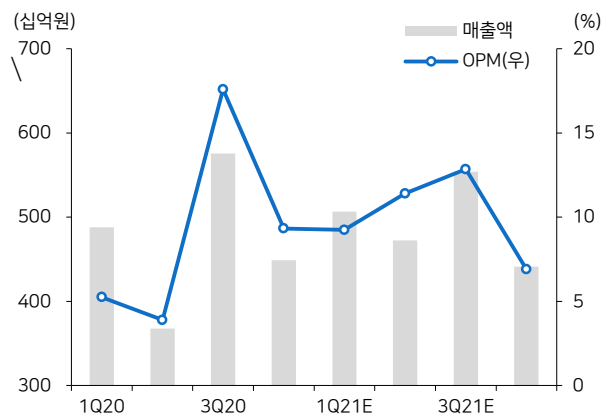
자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

그림5 FILA 중국 수익 추이



자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

그림6 아쿠시네트 실적 추이



자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

힐라홀딩스 (081660)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,954.6	3,450.4	3,179.0	3,454.4	3,565.3
매출액증가율 (%)	16.8	16.8	-7.9	8.7	3.2
매출원가	1,487.1	1,720.7	1,597.0	1,724.0	1,756.9
매출총이익	1,467.5	1,729.7	1,582.0	1,730.4	1,808.4
판매관리비	1,110.4	1,259.0	1,200.9	1,279.5	1,320.9
영업이익	357.1	470.7	381.1	450.9	487.5
영업이익률	12.1	13.6	12.0	13.1	13.7
금융손익	-55.7	-57.0	-39.4	-35.5	-28.8
종속/관계기업손익	19.8	34.6	42.4	51.1	58.9
기타영업외손익	16.0	22.9	-2.7	-1.7	-0.5
세전계속사업이익	337.1	471.3	381.3	464.8	517.2
법인세비용	127.1	133.1	129.7	130.2	144.8
당기순이익	210.1	338.1	251.7	334.7	372.4
지배주주지분 순이익	143.6	266.8	193.9	273.5	306.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	274.6	319.1	345.3	266.8	303.6
당기순이익(손실)	210.1	338.1	251.7	334.7	372.4
유형자산상각비	41.8	69.3	75.4	72.9	68.7
무형자산상각비	23.6	24.0	27.3	27.9	29.0
운전자본의 증감	-106.5	-173.6	-30.0	-168.7	-166.5
투자활동 현금흐름	-24.6	-35.9	-43.5	-156.0	-129.5
유형자산의증가(CAPEX)	-84.7	-46.7	-45.8	-50.0	-55.0
투자자산의감소(증가)	-6.4	5.9	20.9	-5.6	-7.5
재무활동 현금흐름	-214.5	-190.2	-345.9	-91.9	-126.2
차입금의 증감	-167.6	84.2	-249.8	-81.9	-112.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	41.3	83.0	-34.8	18.9	47.9
기초현금	107.7	149.0	232.0	197.3	216.1
기말현금	149.0	232.0	197.3	216.1	264.0

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,337.9	1,586.8	1,633.0	1,812.9	2,012.6
현금및현금성자산	149.0	232.0	197.3	216.1	264.0
매출채권	459.5	505.0	520.1	587.7	640.6
재고자산	632.2	735.5	794.3	881.7	964.6
비유동자산	1,966.5	2,183.4	2,178.0	2,232.8	2,263.6
유형자산	310.7	439.1	423.4	400.5	386.8
무형자산	1,492.0	1,547.9	1,554.2	1,626.3	1,663.3
투자자산	73.6	102.3	108.7	114.3	121.8
자산총계	3,304.3	3,770.3	3,811.1	4,045.7	4,276.3
유동부채	672.3	867.4	797.8	732.3	628.3
매입채무	221.7	212.2	227.1	220.3	211.4
단기차입금	174.4	193.0	196.4	156.4	86.4
유동성장기부채	0.0	43.4	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1,125.5	1,102.0	981.8	960.7	937.8
사채	61.2	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	747.0	611.7	480.4	440.4	400.4
부채총계	1,797.9	1,969.3	1,779.6	1,693.0	1,566.0
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	54.8	54.8	54.8
이익잉여금	822.4	1,080.0	1,232.1	1,492.2	1,783.9
비지배주주지분	514.8	551.3	603.6	664.7	730.6
자본총계	1,506.5	1,800.9	2,031.5	2,352.7	2,710.2

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	48,346	56,458	52,278	56,861	58,686
EPS(지배주주)	2,349	4,365	3,189	4,502	5,045
CFPS	5,397	7,649	7,183	9,631	10,391
EBITDAPS	6,914	9,229	7,956	9,082	9,633
BPS	16,226	20,448	23,504	27,785	32,586
DPS	50	219	168	223	248
배당수익률(%)	0.1	0.4	0.4	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	22.8	12.1	13.7	10.2	9.1
PCR	9.9	6.9	6.1	4.8	4.4
PSR	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8
PBR	3.3	2.6	1.9	1.7	1.4
EBITDA	422.6	564.0	483.8	551.7	585.2
EV/EBITDA	10.9	8.2	8.0	7.2	6.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.0	23.8	14.5	17.6	16.7
EBITDA 이익률	14.3	16.3	15.2	16.0	16.4
부채비율	119.3	109.3	87.6	72.0	57.8
금융비용부담률	1.8	1.6	1.1	0.6	0.5
이자보상배율(x)	6.6	8.4	10.8	21.0	25.3
매출채권회전율(x)	7.1	7.2	6.2	6.2	5.8
재고자산회전율(x)	4.9	5.0	4.2	4.1	3.9

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	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

휠라홀딩스 (081660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

