

# 힐라홀딩스(081660)

## 'FILA'는 살아있다

### 글로벌 브랜드, FILA

힐라홀딩스는 국내 최대 스포츠웨어 브랜드업체인데서 유일하게 글로벌 브랜드 인지도를 확보하고 있다. 국내 시장에서 생산 및 유통 혁신을 통해 구조적 성장을 보였고, 미국과 유럽 등 세계 주요 시장에서 글로벌 브랜드로 지위를 확보하고 있다. 또한 빠르게 성장하고 있는 중국 스포츠 시장에서 기대가 크다. i) 2021년은 미국 경기회복과 중국 시장 고성장에 따른 실적 모멘텀이 예상된다. ii) Acushnet는 코로나19로 높아진 골프 수요 확대 효과가 클 것으로 보인다. iii) 신규 퍼포먼스 슈즈 등 신규 라인이 성공적으로 안착할 경우 중장기 성장 여력을 높일 수 있다.

### 1분기 영업이익 YoY 45% 증가 전망

1분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 1%, 45% 증가한 8,000억원과 976억원을 전망한다. 전사적인 실적 회복에는 다소 시간이 걸릴 것으로 예상된다. ①국내 사업부문 1분기 매출은 YoY 3% 성장할 것으로 전망한다. ②중국 디자인수 수수료는 ANTA의 공격적인 사업확장을 바탕으로 고성장세가 지속될 전망이다. ③미국 사업부문의 경우 백신 접종과 소비 활동이 재개되면서 매출은 점차 회복되고 있는 모습이다. 재고 수준도 안정화 되었고, 공급물량 오더가 진행 중이다. ④로열티 부문은 유럽/일본 등 주요 시장에서 팬데믹 불확실성이 대두되며 여전히 부진한 상황이다. ⑤1분기때는 Acushnet의 실적회조가 돋보일 것으로 보인다. 성수기로 접어들며 매출이 높은 한 자릿수 성장세를 이어나갈 것으로 예상된다.

### 투자 의견 BUY, 목표주가 58,000원 제시

힐라홀딩스에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 58,000원으로 커버리지를 개시한다. i) 중국에서 FILA 브랜드의 높은 브랜드 인지도 기반 고성장세가 지속되고 있고 ii) 국내외 소비회복 효과, iii) 골프 시장 확대는 Acushnet 기업가치 제고에 긍정적이다. iv) 국내외 신규 라인 런칭이 성공할 경우 추가적인 주가 모멘텀이 가능하다. 현재 주가 12MF PER 10.9배로 글로벌 스포츠 브랜드 업체들 대비 여유 있는 밸류에이션이다. 비중확대가 유효하다.

### Initiation

**BUY**

| TP(12M): 58,000원 | CP(4월15일): 42,900원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,194.33
52주 최고/최저(원)	47,700/30,300
시가총액(십억원)	2,606.3
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	60,752.2
60일 평균 거래량(천주)	396.8
60일 평균 거래대금(십억원)	17.2
21년 배당금(예상, 원)	185
21년 배당수익률(예상, %)	0.43
외국인지분율(%)	44.79
주요주주 지분율(%)	
피에몬테 외 2인	21.64
국민연금공단	9.80
주가상승률	1M 6M 12M
절대	1.5 7.9 33.9
상대	(3.2) (20.2) (22.2)

#### Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	3,374.9	3,568.0
영업이익(십억원)	415.1	464.9
순이익(십억원)	306.9	348.9
EPS(원)	4,045	4,705
BPS(원)	26,816	31,311

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	3,450.4	3,128.8	3,315.1	3,470.5	3,611.1
영업이익	십억원	470.7	341.1	394.1	447.7	494.5
세전이익	십억원	471.3	339.9	406.3	471.3	499.4
순이익	십억원	266.8	139.0	222.8	272.7	288.6
EPS	원	4,365	2,286	3,668	4,488	4,750
증감율	%	85.82	(47.63)	60.45	22.36	5.84
PER	배	12.14	19.12	11.70	9.56	9.03
PBR	배	2.56	2.02	1.71	1.46	1.26
EV/EBITDA	배	8.17	8.49	7.14	5.98	5.01
ROE	%	23.81	10.94	15.94	16.68	15.15
BPS	원	20,717	21,602	25,087	29,392	33,959
DPS	원	219	185	185	185	185



Analyst 서현정  
02-3771-7552  
hjs0214@hanafn.com

Analyst 박종대  
02-3771-8554  
forsword@hanafn.com

# CONTENTS

<b>1. 투자이견 및 Valuation</b>	<b>3</b>
1) 투자이견 BUY, 목표주가 58,000원 제시	3
2) Valuation	4
<b>2. 실적 전망</b>	<b>5</b>
1) 1분기 영업이익 YoY 45% 성장 전망	5
2) 2021년 연결 기준 매출 YoY 6%, 영업이익 16% 증가 전망	5
<b>3. 휠라홀딩스 기업 개요</b>	<b>7</b>
1) 국내(휠라 KOREA)	8
2) 미국(휠라 USA)	9
3) 중국(Full Prospect, 보통주 지분을 15%)	9
4) 로열티	9
5) Acushnet(매그너스 홀딩스 통해 연결 반영, 휠라홀딩스 지분을 52%)	10
6) 그 외 기타(FILA Sport HK, Integrix 등)	10
<b>4. 투자포인트</b>	<b>11</b>
1) 글로벌 브랜드 인지도 확보	11
2) 성공적인 브랜드 리빌딩	13
3) 든직한 해외 종속/자회사- 해외 실적 호조	15
<b>5. 매출 추정</b>	<b>19</b>
1) 휠라 코리아: 브랜드력 약화로 제한적인 성장	19
2) 중국(Full Prospect): ANTA의 공격적인 사업 확장으로 고성장세 지속	20
3) 미국(휠라 USA): 미국 소비 개선에 기대	21
4) 로열티: 코로나19 영향 실적 부진 지속	22
<b>6. 비용 추정</b>	<b>23</b>
1) 원가율 변동 요인	23
2) 국내 부분: 원가율 하락폭 제한적	24
3) 미국 부분: 채널 믹스 약화로 GPM 개선 제한적	25
<b>7. 리스크 요인</b>	<b>26</b>
1) 코로나19 재확산 여부	26
2) 불안정한 브랜드 소유권	26

## 1. 투자 의견 및 Valuation

### 1) 투자 의견 BUY, 목표주가 58,000원 제시

투자 의견 BUY,  
 목표주가 58,000원으로  
 커버리지 신규 개시

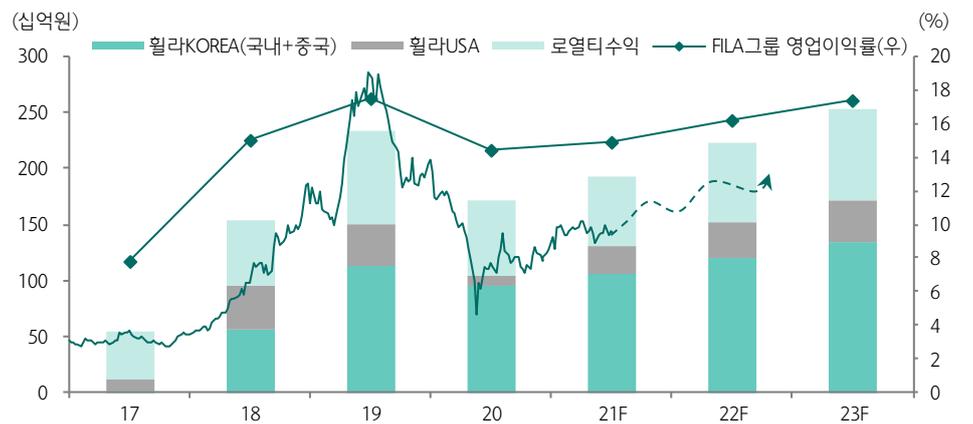
휠라홀딩스에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 58,000원으로 커버리지를 개시한다. 휠라홀딩스는 국내 최대 스포츠웨어 브랜드업체인데서 유일하게 글로벌 브랜드 인지도를 확보하고 있다. 국내 시장에서 생산 및 유통 혁신을 통해 구조적 성장을 보였고, 미국과 유럽 등 세계 주요 시장에서 글로벌 브랜드로 지위를 확보하고 있다. 또한 빠르게 성장하고 있는 중국 스포츠 시장에서 기대가 크다. i) 2021년은 미국 경기회복과 중국 시장 고성장에 따른 실적 모멘텀이 예상된다. ii) Acushnet는 코로나19로 높아진 골프 수요 확대 효과가 클 것으로 보인다. iii) 신규 퍼포먼스 슈즈 등 신규 라인이 성공적으로 안착할 경우 중장기 성장 여력을 높일 수 있다.

FILA 본업의 브랜드경쟁력 강화가  
 실적 개선의 핵심

중장기적으로 여전히 휠라홀딩스에 대한 우려는 존재하고 있다. 가장 큰 이유는 'FILA' 브랜드 경쟁력에 대한 의구심이다. 과거 2017~18년 시장 트렌드를 주도하던 브랜드 경쟁력을 다시 제고시킬 수 있을지가 관건이다. 휠라홀딩스는 '디스럽터 2' 이후 별다른 히트아이템이 없는 상황이며, 브랜드력이 약화되는 경우에는 급격한 실적 악화의 원인으로 작용할 수 있다. 글로벌 사업에서 브랜드 인지도 재확보는 향후 관전 포인트가 될 것이다. 현재 신규 상품 라인업과 판매채널 확장을 통해 브랜드력 제고를 도모하고 있다. 향후 휠라 본업의 브랜드 경쟁력 강화가 실적 개선의 핵심이 될 것이다.

그림 1. 휠라 부문별 영업이익 및 주가 추이 및 전망

'FILA' 브랜드 본업(국내+미국) 부문의  
 이익 개선이 의미 있게 가시화 될 경우  
 실적 추정 상향 및 리레이팅 가능



자료: 휠라홀딩스, 하나금융투자

## 2) Valuation

힐라홀딩스는 전세계를 무대로 다양한 사업부를 영위하고 있기에, SOTP 방법을 사용하여 목표주가를 추정하였다. 목표주가 58,000원은 각 사업부문별 적정 PER를 통해 나온 부문별 적정시가총액을 통해 산출하였다. 국내 사업 목표 PER은 내수 의류 업종 평균 대비 20% 할인 PER 8배를, 해외는 스포츠 브랜드 업체 평균 대비 50% 할인을 적용하였다. 이는 글로벌 스포츠 브랜드 경쟁이 가장 치열한 미국 시장에서의 매출이 부진하기 때문이다. Full Prospect 지분가치는 힐라홀딩스가 수취하는 디자인 수수료, 지분법 이익, 배당 수익 등 모든 실질적 이익에 안타스포츠의 12MF PER 38배에 50%를 할인한 PER 18배를 적용하였다. Acushnet는 상장사이기 때문에 지분가치에 50% 할인 적용하여 기업가치를 산출하였다. 이를 통해 합산한 적정 기업가치에서 홀딩스 자체 순차입금을 제외하였다. 현재 주가 12MF PER 10.9배로 주가 상승 여력은 35%이다.

표 1. 힐라홀딩스 SoTP Valuation

(단위: 십억원)

구분	2021F	2022F	비고
<b>FILA KOREA 영업가치(A)</b>	<b>283</b>	<b>354</b>	
KOREA 순이익	35	44	
적정PER(배)	8	8	힐라 단일 브랜드라는 점에서 국내 의류 평균 대비 20% 할인
<b>FILA USA+Royalty 영업가치(B)</b>	<b>490</b>	<b>569</b>	
USA 순이익	15	17	
ROYALTY 순이익	47	54	
적정PER(배)	8	8	해외 스포츠 브랜드 업체 평균 대비 50% 할인
<b>Full Prospect 지분가치(C)</b>	<b>1,903</b>	<b>2,272</b>	
디자인 수수료	59	71	
지분법 이익	40	48	보통주 지분을 15%
배당 수익	6	7	
적정PER(배)	18	18	안타스포츠 12MF PER 50% 할인 적용
<b>Acushnet 기업가치(D)</b>	<b>812</b>	<b>875</b>	상장사: 시가총액*지분율* 50%
당기순이익	125	135	
적정PER(배)	25	25	현재 Acushnet 12MF PER 대입
<b>홀딩스 순차입금(E)</b>	<b>122</b>	<b>122</b>	힐라홀딩스 자체 순차입금
<b>적정 시가총액(A+B+C+D-E)</b>	<b>3,366</b>	<b>3,949</b>	
발행주식수(천주)	60,752	60,752	
<b>적정주가 I(원)</b>	<b>55,405</b>	<b>65,000</b>	
<b>적정주가 II(원)</b>	<b>58,603</b>		연도별 시간 가중치 적용
목표주가(원)	58,000		
현재주가(원)	42,900		4월 15일 주가
상승여력(%)	35.2		

자료: 힐라홀딩스, 하나금융투자

## 2. 실적 전망

### 1) 1분기 영업이익 YoY 45% 성장 전망

1분기 영업이익  
976억원(YoY 45%) 전망

1분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 1%, 45% 증가한 8,000억원과 976억원을 전망한다. 코로나19 영향에서 점차 완화되고 있는 모습이나, 전사적인 실적 회복에는 다소 시간이 걸릴 것으로 예상된다. ①국내 사업부문은 3월부터 주 타겟 층인 학생들의 개학이 시작되면서 매출 감소폭이 둔화된 것으로 추정되며, 1분기 매출은 YoY 3% 성장할 것으로 전망한다. ②중국 디자인수수료는 ANTA의 공격적인 사업확장을 바탕으로 고성장이 지속될 것으로 전망한다. ③미국 사업부문의 경우 백신 접종과 소비 활동이 재개되면서 매출은 점차 회복되고 있는 모습이다. 재고 수준도 안정화 되었고, 공급물량 오더가 진행 중이다. 다만, 아직까지 대형마트와 같은 저가 채널에서만 판매가 주로 이루어지고 있고(채널 믹스 악화) 이커머스 인프라 투자가 진행되고 있어(비용증가) 마진 훼손은 불가피하다. ④로열티 부문은 유럽/일본 등 주요 시장에서 팬데믹 불확실성이 대두되며 여전히 부진한 상황이다. ⑤1분기에는 Acushnet의 실적회조가 돋보일 것으로 보인다. 성수기로 접어들며 매출이 높은 한자릿수 성장세를 이어나갈 것으로 예상된다. 미국과 Acushnet 부문 매출은 원/달러 하락 효과로 인해 원화환산 매출에 비우호적일 것으로 판단한다.

### 2) 2021년 연결 기준 매출 YoY 6%, 영업이익 16% 증가 전망

중국을 제외한 전 지역에서 회복의  
속도가 느려지며 실적 불확실성 지속

2021년 힐라 브랜드는 국내 신규 퍼포먼스 라인업 출시, 미국 이커머스 조직 확대 등 신규 성장동력을 모색하는데 초점을 두고 있다. 단기적으로 사업을 다각화하는 과정에서 투자 확대로 손익이 악화될 수는 있지만, 브랜드 가치 제고를 위한 투자라는 점에서 긍정적이다. 다만, 중국을 제외한 전 지역에서 회복 속도가 느려지고 있어 실적에 대한 불확실성은 지속될 전망이다.

순수 국내 매출은 5% 증가한 5,000억원 수준에 그칠 전망이다. 전반적인 의류 소비경기는 회복세에 있지만, 어글리슈즈와 같은 경쟁력을 갖춘 신규 아이템이 나오지 않는 이상 매출 성장률은 제한적일 것으로 예상된다. 향후 신규 퍼포먼스 슈즈 라인업의 의미 있는 실적 성장세가 가시화 될 경우 추가적인 외형성장이 기대된다.

중국 스포츠웨어 고성장 및 중국 내 FILA 브랜드 인지도 개선, ANTA의 공격적인 사업 확장으로 Full Prospect로부터 수취하는 디자인 수수료는 큰 폭 증가할 전망이다. 2021년 디자인수수료는 590억원으로 아쿠쉬네트 제외 전체 영업이익의 29%까지 상승할 것으로 보인다.

미국은 백신 접종률 상승, 코로나19 불확실성 완화로 소비 활동이 재개되면서 매출은 점차 회복될 것으로 전망한다. 2분기부터 기저효과가 본격화되며 2021년 연간 매출은 YoY 15% 성장할 것으로 전망한다.

로열티 부문은 유럽 시장 비중이 가장 큰데, 코로나19 영향 불확실성이 지속되는 만큼 역성장도 지속될 것으로 예상된다. 올해, Acushnet는 구조적인 골프 시장 확대에 매출과 영업이익 모두 큰 폭의 성장이 예상되며, 이에 전체 연결 매출과 영업이익에 미치는 기여도가 높아질 것으로 전망한다.

표 2. 힐라코리아 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020년	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2021년F
매출	790	625	917	796	3,129	800	860	829	827	3,315
FILA	302	257	342	325	1,226	309	327	350	356	1,342
국내	129	142	122	136	529	134	152	131	148	565
미국	127	69	160	155	510	130	128	156	174	588
로열티	19	12	17	18	67	16	11	17	19	62
Acushnet	488	368	575	472	1,902	490	533	479	471	1,973
영업이익	67	50	156	68	341	98	109	98	90	394
FILA	44	38	58	36	177	42	47	52	60	201
국내	22	28	22	22	94	21	30	23	32	105
미국	8	-6	11	-2	10	4	4	11	8	26
로열티	19	12	17	18	67	16	11	17	19	62
Acushnet	23	12	97	32	164	56	62	46	30	194
세전이익	58	53	159	70	340	96	112	91	107	406
지배순익	34	40	60	6	139	46	67	48	61	223
영업이익률(%)	8.5	8.0	17.0	8.5	10.9	12.2	12.7	11.8	10.8	11.9
FILA	14.7	14.7	17.1	11.1	14.4	13.5	14.3	15.0	16.8	14.9
국내	16.7	19.7	18.4	16.4	17.8	15.4	19.6	17.3	21.5	18.6
미국	6.1	-8.9	6.7	-1.6	1.9	3.0	3.0	7.0	4.5	4.5
로열티	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Acushnet	4.6	3.4	16.9	6.8	8.6	11.4	11.7	9.5	6.3	9.8
세전이익률(%)	7.3	8.5	17.4	8.8	10.9	12.0	13.0	11.0	13.0	12.3
순이익률(%)	4.3	6.4	6.5	0.7	4.4	5.8	7.8	5.9	7.4	6.7

자료: 힐라홀딩스, 하나금융투자

표 3. 힐라코리아 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출	3,450	3,129	3,315	3,470	3,611
FILA	1,491	1,226	1,342	1,427	1,507
국내	612	529	565	592	618
미국	620	510	588	627	658
로열티	83	67	62	72	82
Acushnet	1,960	1,902	1,973	2,043	2,104
영업이익	471	341	394	448	495
FILA	261	177	201	232	262
국내	112	94	105	121	134
미국	37	10	26	31	36
로열티	83	67	62	72	82
Acushnet	209	164	194	216	232
세전이익	471	340	406	471	499
지배순익	267	139	223	273	289
적정시가총액	2,759	3,035	3,339	3,673	4,040
주식수(천주)	60,752	60,752	60,752	60,752	60,752
적정주가(원)	45,419	49,961	54,957	60,453	66,498
적정PER(배)	10.3	21.8	15.0	13.5	14.0
EPS(원)	4,391	2,288	3,668	4,488	4,750
매출 (YoY,%)	16.8	-9.3	6.0	4.7	4.1
FILA	28.8	-17.7	9.4	6.4	5.6
국내	22.5	-13.6	6.8	4.8	4.4
미국	23.4	-17.8	15.3	6.6	5.0
로열티	41.0	-20.2	-6.8	15.6	15.0
Acushnet	9.0	-2.9	3.7	3.5	3.0
영업이익 (YoY,%)	31.8	-27.5	15.6	13.6	10.5
FILA	49.9	-32.3	13.3	15.6	13.0
국내	98.8	-16.0	11.2	15.1	11.4
미국	-1.4	-73.6	168.6	18.4	15.5
로열티	41.0	-20.2	-6.8	15.6	15.0
Acushnet	14.6	-21.6	17.9	11.5	7.7
순이익 (YoY,%)	85.8	-47.9	60.3	22.4	5.8

자료: 힐라코리아, 하나금융투자

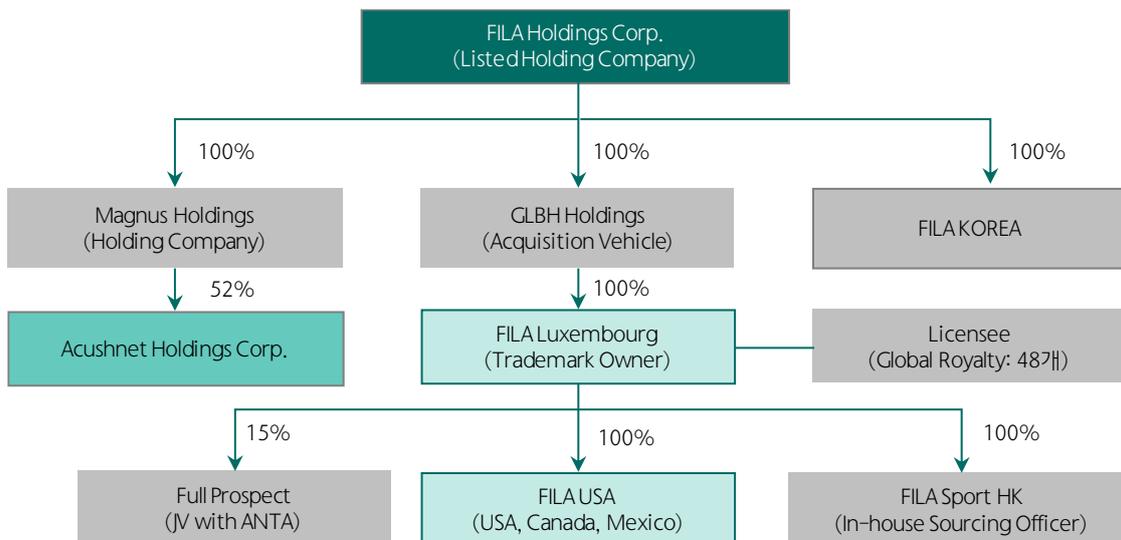
### 3. 휠라홀딩스 기업 개요

**휠라홀딩스는 Branch 사업을 시작해 본사를 인수한 업체**

휠라홀딩스는 Branch 사업을 시작해, 본사를 인수한 업체이다. 2005년 MBO(경영자매수방법) 방식을 통해 Fila Global 로부터 분리되어 FILA 브랜드를 사용할 수 있는 라이선스로 독립한 후, 2007년 LBO(차입매수방법) 방식으로 FILA 상표권 및 사업권을 인수하여 전세계의 라이선스를 통해 영업을 전개하고 로열티를 수취하고 있다. 2011년 글로벌 골프용품 1위 업체인 Acushnet을 미래에셋 PEF와 공동 인수하였고, 2016년 Acushnet가 뉴욕증권거래소에 상장한 이후 경영권 20%를 추가 획득하였다. 종속회사인 매그너스홀딩스를 통해 Acushnet 지분 52%를 보유하고 있다. 2020년 1월 1일 분할기일로 하여 물적분할을 진행하였고, 존속회사 휠라홀딩스(지주회사)와 신설회사 휠라코리아로 분할되었다. 기존 상장 법인이었던 휠라코리아 내 국내 사업 부문을 100% 자회사로 분리하였고, 단순 물적 분할로 사업 구조 변화는 없다.

휠라홀딩스의 주요 종속회사는 총 14개사가 있다. FILA 브랜드 사업을 운영하는 'FILA 부문'과 미국의 Acushnet Holding Corp. 산하 해외 자회사를 운영하고 있는 골프 관련 브랜드 'Acushnet 부문' 두 가지로 나누어진다. 매그너스홀딩스와 GLBH Holdings는 각각 Acushnet holdings Corp. 과 FILA Luxembourg의 지주회사로 경영자문 및 관리 외 다른 사업목적은 없다. FILA Luxembourg(상표권자)는 전 세계 위치한 휠라 브랜드 상표권을 소유한 회사로, 상표권 사용에 대한 로열티 수입이 주 매출이다.

그림 2. 휠라홀딩스 지배구조도



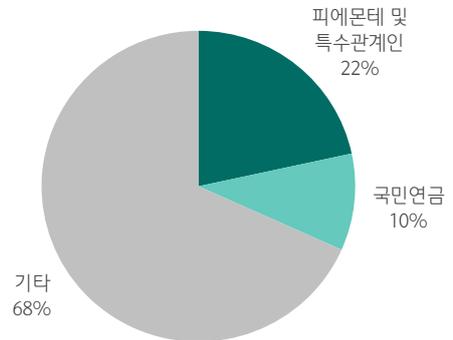
자료: 휠라홀딩스, 하나금융투자

표 4. 힐라홀딩스: 주요 연혁

연혁	내용
1991	힐라코리아(주) 설립
2005	힐라코리아 MBO
2007	힐라 글로벌 상표권 및 사업권 잇수
2010	힐라 유럽 사업권 재인수
2011	Acushnet Holdings Corp. 지분투자
2016	Acushnet Holding Corp. 자회사 편입
2020	물적분할 통해 지주회사로 전환. 힐라홀딩스 사명 변경

자료: 힐라홀딩스, 하나금융투자

그림 3. 힐라홀딩스: 주주 현황(2020년 말 기준)



주: 피에몬테(구, 힐라홀딩스)는 윤윤수 회장이 현물출자하여 세우 '지주회사'  
 자료: 힐라홀딩스, 하나금융투자

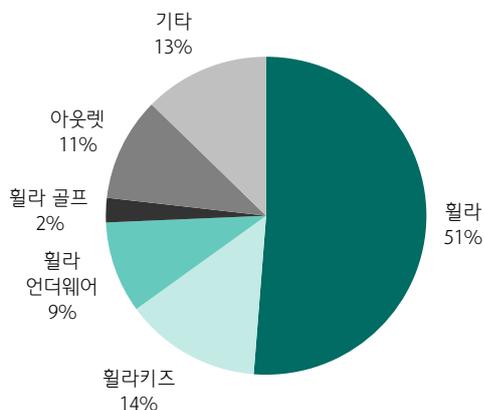
### 1) 국내(힐라 KOREA)

대부분 백화점 등  
 대형 유통사 통해서 판매,  
 홈세일 매출 비중 30%

힐라홀딩스의 매출구성은 크게 국내부문, 미국법인부문, 글로벌 로열티부문, Acushnet부문으로 나뉜다.

국내 매출은 힐라, 힐라키즈, 언더웨어, 골프 4가지의 FILA 브랜드 사업 및 기타 사업을 영위하고 있다. 브랜드별 매출 비중은 2020년 기준 힐라 51%/힐라키즈 14%/힐라언더웨어 9%/힐라골프 2% 이다. 2020년 기준 503개의 매장을 영업 중이다. 힐라홀딩스는 2016년부터 본격적으로 홈세일(도매판매)을 시작하였다. 전용매장이나 백화점에 입점해 있던 힐라 상품을 ABC나 슈마커 등에서 구매할 수 있도록 전환하였다. 홈세일 중심 유통구조 개편으로 재고 부담과 수수료율을 덜며 이익개선에 기여하였다. 통상적으로 홈세일과 리테일 비중은 3:7 수준이다.

그림 4. 힐라홀딩스 브랜드별 매출 비중



자료: 힐라홀딩스, 하나금융투자

그림 5. FILA: 브랜드 화보



자료: 힐라홀딩스, 하나금융투자

미국, 홀세일 매출비중 95%,  
신발 매출 비중 90% 압도적

### 2) 미국(휠라 USA)

미국법인인 북미(미국, 캐나다, 멕시코) 지역 의류 및 신발 도소매 사업을 담당한다. 글로벌 스포츠브랜드와 가장 경쟁이 치열한 시장으로, 홀세일 매출비중이 95%, 카테고리별로는 신발 매출 비중이 90%이상이다. 제품 가격군에 따라서 65달러 이상 제품은 하이티어 채널(풋라커, 슈카니발 등)에서 판매, 그 이하 가격대 제품은 로우티어 채널(코스트코, 로우스 등 마트바이어)에서 판매되고 있다. 현재는 휠라 USA 매출의 80% 이상이 로우티어매출(마트바이어) 매출로부터 발생하고 있다.

안타스포츠와의 JV Full Prospect를  
통해 디자인수수료, 지분법이익,  
배당수익 인식

### 3) 중국(Full Prospect, 보통주 지분율 15%)

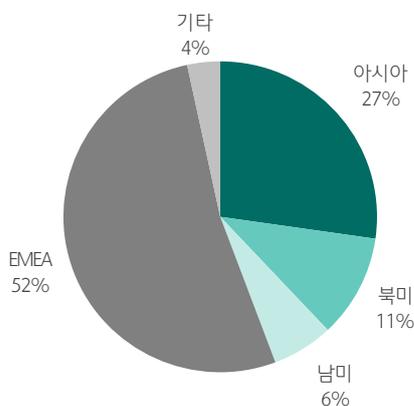
중국에서는 휠라코리아 자체적인 역량에만 의존하기 보다 안타그룹을 통한 빠른 시장 침투 전략을 세웠다. 2009년 FILA Luxembourg을 통해 지분 15%를 투자해 안타스포츠와 합작회사(JV) Full Prospect를 세웠다. Full Prospect를 통해 세 부문에서 수익을 인식한다. 1) Full Prospect 매출의 3%를 디자인수수료로 수취한다. 2) 보통주 지분율 15%에 대한 지분법이익과 3) 연 60~70억 규모 배당수익을 인식한다(9월 결산법인, 이익잉여금 배당). 현재 안타스포츠의 휠라 매장은 중국, 홍콩, 마카오, 싱가포르에 걸쳐 2020년 기준 2,000개까지 확대되었다.

### 4) 로열티

로열티 수입은 수익성 개선에도 유리

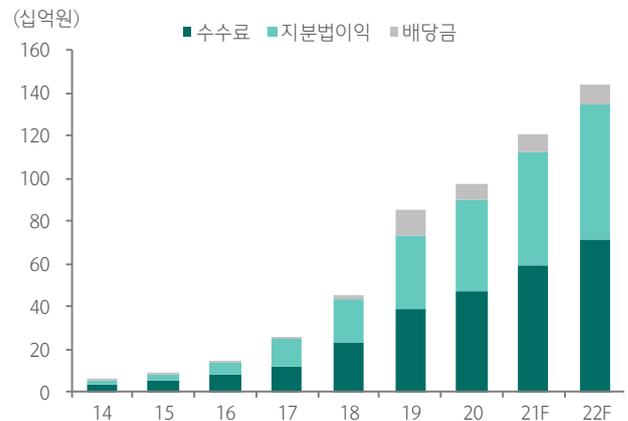
로열티 부문은 글로벌 라이선서로부터 수취하는 로열티 매출이다. 휠라 브랜드가 글로벌로 확대되며 견조한 매출성장률을 보이고 있다. JV로 진출해 있는 중국을 제외하고 유럽, 아시아, 북미(미국/캐나다), 남미, 그리고 일본과 같은 주요 시장에서 로열티 수입을 얻고 있다. 각 지역별 대형 유통업체 위주로 계약을 체결하고 있으며, 도매가격의 6~7%를 받고 있다. 로열티 수입은 비용이 발생하지 않고 그대로 수익으로 인식되기 때문에 수익성 개선에도 유리하다.

그림 6. 글로벌 로열티 지역별 비중 (2020년 기준)



자료: 휠라홀딩스, 하나금융투자

그림 7. 휠라가 인식하는 중국 관련 이익



자료: 휠라홀딩스, 하나금융투자

글로벌 1등 골프 브랜드 업체  
Acushnet 지분 52% 보유

**5) Acushnet(매그너스 홀딩스 통해 연결 반영, 힐라홀딩스 지분율 52%)**

전사 매출의 약 60% 비중을 차지하고 있는 Acushnet는 힐라홀딩스가 52% 지분을 보유하고 있는 글로벌 1등 골프 브랜드 업체이다. Titleist를 비롯하여 골프 의류 및 장갑, 골프화로 잘 알려진 Footjoy 브랜드를 보유하고 있다. 매 짝수년도 신제품을 출시하며 골프공, 골프클럽의 높은 마진에 기인해 이익률이 상승한다. 힐라홀딩스는 Acushnet로부터 연 2백억 원 정도의 고정배당금 또한 수취한다.

**6) 그 외 기타(FILA Sport HK, Integrix 등)**

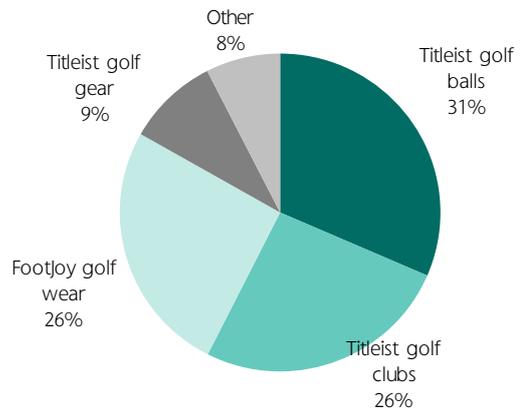
그 외 기타 매출에는 힐라 스포츠 홍콩, Integrix 등 소속 자회사들이 있다. 힐라 스포츠 홍콩은 힐라 브랜드의 주요 상품의 개발 및 생산처 계약 등을 담당하는 회사로, 힐라 그룹 내 유통 및 판매되는 제품의 소싱을 담당하는 회사다. Integrix는 힐라 상표권 관리 법인이다.

그림 8. Acushnet 전개 골프브랜드



자료: Acushnet, 하나금융투자

그림 9. Acushnet 상품별 매출비중(2020년 기준)



자료: Acushnet, 하나금융투자

## 4. 투자포인트

### 1) 글로벌 브랜드 인지도 확보

휠라홀딩스의 'FILA'는 글로벌 브랜드로서 높은 성장 잠재력을 갖고 있다고 판단한다. 중국, 북미 등 주요 시장에서 선전하고 있고, 이에 해외 매출 비중은 60%에 달한다.

글로벌 스포츠웨어 규모 2위인 중국에서 프리미엄 스포츠 브랜드 중 가장 빠르게 성장하고 있고, 미국에서는 신발 주요 유통채널에 진입하여 고성장이었다. 유럽/일본/동남아시아 등에서 브랜드 인지도 기반 로열티 수취를 통해 해외 노출도를 높이고 있다.

이미 글로벌 히트 제품 '디스럽터2' 제품 출시를 통해 브랜드 인지도를 확보한 경험 등을 감안할 때 해외에서의 높은 성장 잠재력은 아직 충분하다고 판단한다.

#### 1-1) 높은 해외 사업 기여도

해외 비중이 가장 높은  
국내 최대 스포츠웨어 브랜드 업체

대부분 국내 상장 의류업체는 해외 브랜드를 단순 수입 유통하거나 로열티를 내고 라이선스 브랜드를 재창출하는 경우가 대부분인데, 휠라홀딩스는 브랜드를 직접 보유한 채 고른 글로벌 매출 성장을 이루고 있다. 이는 휠라홀딩스가 글로벌 기업과 비교 가능한 국내 유일한 패션 브랜드 업체라는 의미이다.

중국 로컬 1위 스포츠 브랜드 업체인 안타스포츠를 통해 프리미엄 스포츠화 브랜드 시장에 빠르게 침투하고 있으며, 진입장벽이 높은 미국 시장에서의 매출 비중은 40% 이상을 차지한다. 또한 유럽, 아시아, 북미(미국/캐나다), 남미, 그리고 일본과 같은 주요 시장에서 로열티 수입을 얻고 있다.

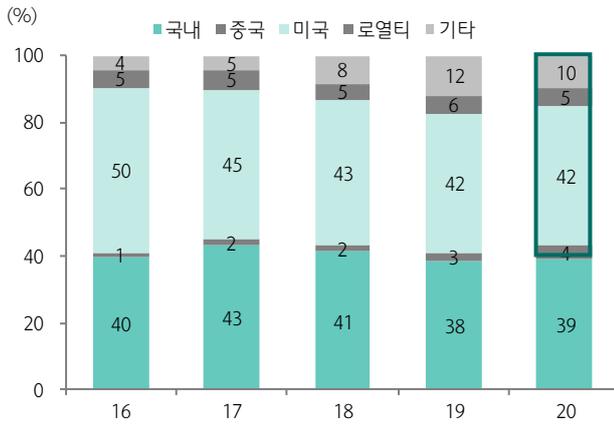
해외 매출 비중 61%,  
이익 기준으로도 73% 비중 차지

2020년 연결기준 매출로 보면 순수 국내 매출이 4,800억원, 미국이 5,100억원, 중국 디자인수수료 475억원, 로열티 부문 665억원으로 해외 사업 매출은 2020년 기준 약 7,500억원 수준으로 매출의 61%의 비중을 차지한다. 이익 기준으로도 해외 사업 비중은 73%를 차지한다. 휠라홀딩스 기업가치 측면에서도 순수 국내의 경우 2020년 기준 약 2,790억원 규모인데 미국/로열티 사업/Full Prospect 지분가치를 합산한 휠라 글로벌 기업가치는 약 2조원 규모이다. 사실상 해외 사업이 휠라홀딩스의 실적을 견인하고 있다.

실제로 휠라 브랜드의 해외 매출은 휠라홀딩스가 인식하는 규모보다 클 수 있는데, 그 이유는 중국 안타스포츠와 함께 설립한 JV Full Prospect는 매출액의 3%를 디자인 서비스 수수료로 받고있고, 로열티의 경우 도매가격의 6~7% 수준만 수취하고 있기 때문이다. 중국 Full Prospect은 2020년 기준 약 1조 5,189억원의 매출을 기록했는데, 이를 소매 가격 기준으로 환산할 경우 약 2조 2,600억원 수준이다(판매수수료 30% 가정시). 글로벌 로열티의 경우도 도매가격의 6~7%를 수취한다. 평균 6.5%로 가정 시, 실질적인 매출액은 약 1조원에 달한다. 이 모든 것을 감안 할 시, 실질적인 휠라 브랜드의 매출은 약 4조원 이상이다.

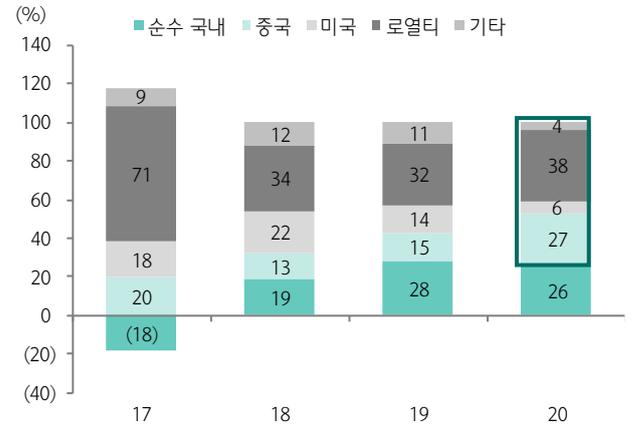
해외 비중이 가장 높은 국내 최대 스포츠웨어 브랜드업체로서 향후 해외에서의 성장 잠재력 또한 크게 열려있다고 판단한다.

그림 10. 힐라 브랜드 내 해외 사업 매출 비중



주: 아쿠아시네트 제외 매출 기준  
자료: 힐라홀딩스, 하나금융투자

그림 11. 힐라 브랜드 내 해외 사업 영업이익 추이



주: 아쿠아시네트 매출 제외  
자료: 힐라홀딩스, 하나금융투자

표 5. 글로벌 스포츠 브랜드 업체 밸류에이션

(단위: 백만 USD, 배, %)

		NIKE	ADIDAS	PUMA	ASICS	VF Corp	ANTA
Ticker		NKE US Equity	ADS GR Equity	PUM GR Equity	7936 JP Equity	VFC US Equity	2020 HK Equity
시가총액		214,007	66,671	16,645	3,117	33,272	45,532
매출	2019	39,117	26,465	6,160	3,468	10,267	4,912
	2020	37,403	22,657	5,976	3,082	10,489	5,152
	2021F	43,301	25,612	7,117	3,417	9,157	7,049
	2022F	48,600	28,070	8,093	3,562	11,469	8,517
영업이익	2019	4,772	2,978	493	98	1,190	1,259
	2020	3,115	857	239	-37	928	1,327
	2021F	5,998	2,473	541	103	725	1,821
	2022F	7,427	3,163	740	165	1,527	2,282
순이익	2019	4,029	2,147	295	65	1,514	774
	2020	2,891	493	90	-151	1,072	734
	2021F	5,088	1,734	315	46	518	1,176
	2022F	6,284	2,249	458	99	1,171	1,509
EPS	2019	2.49	10.87	1.98	0.35	3.78	0.29
	2020	0.52	2.23	0.61	0.08	0.28	0.17
	2021F	3.14	8.89	2.08	0.28	1.31	0.44
	2022F	3.98	11.63	3.06	0.55	3.02	0.56
PER	2019	60.9	130.2	176.6	N/A	85.3	57.5
	2020	54.8	138.6	174.1	N/A	22.8	53.9
	2021F	43.1	37.5	53.1	58.0	65.1	38.6
	2022F	34.1	28.7	36.2	29.8	28.1	29.8
PBR	2019	17.9	8.4	8.1	2.6	10.6	12.4
	2020	19.1	9.0	8.0	2.9	6.7	11.6
	2021F	17.6	7.0	6.4	2.4	14.4	8.1
	2022F	17.6	7.0	6.4	2.4	14.4	8.1
ROE	2019	32.7	6.5	4.4	(11.6)	(4.3)	23.4
	2020	29.7	6.5	4.4	(11.6)	17.7	23.4
	2021F	50.5	21.2	14.3	3.8	18.7	28.7
	2022F	57.2	25.6	18.6	8.1	65.6	30.0

주1: 나이키와 아시스는 각각 5월, 3월 회계기준 수치임  
주2: 4월 12일 기준  
자료: Bloomberg, 하나투자증권

## 2) 성공적인 브랜드 리빌딩

성공적인 브랜드리뉴얼 통해  
차별화된 브랜드아이덴티티 확보

휠라홀딩스는 대대적인 브랜드 리뉴얼을 통해 휠라 브랜드를 글로벌 시장의 트렌드와 니즈에 맞는 라이프스타일 브랜드로 성공적으로 구축시켰다.

2011~15년 휠라홀딩스는 안정적 매출 성장을 시현해왔지만, 브랜드 노후화로 이익률이 점차 하락했다. 나이키, 아디다스, 뉴발란스 등의 경쟁사들이 트렌드를 읽고 성장하는 외중에 휠라의 성장은 정체되었고, 할인판매와 광고관측비 지출이 지속된 영향 수익성은 점차 하락하였다. 2016년 글로벌 골프기업 Acushnet를 인수했지만, 본업인 브랜드경쟁력 약화로 성장에 대한 기대감이 낮아졌다. 이에 휠라홀딩스는 국내 부분 사업 부진을 탈피하기 위해, 2017년 헤리티지(Heritage)와 레트로(Retro) 컨셉 기반 대대적인 브랜드리뉴얼을 단행했으며, 휠라 고유의 브랜드이미지 리빌딩에 성공했다.

뚜렷해진 브랜드아이덴티티 기반  
1020 세대 주 타겟 층으로 설정

먼저, 안 되는 사업은 일찌감치 철수하였다. 2010년 아웃도어 브랜드를 론칭하여 2015년까지 5년간 운영하였지만, 아웃도어 시장이 본격적으로 감소하기 시작하는 2015년부터 아웃도어 부문을 모두 정리했다(아웃도어 시장은 2015~2019년 연평균 26% 감소).

그 이후, 트렌드를 확산시키고 미래 주요 소비층이 될 세대인 1020대를 주 고객층으로 브랜드 리뉴얼 작업을 시작하였다. 1020 세대들의 트래픽이 높은 온/오프라인 편집매장을 중점적으로 공략하기 위해 2016년부터 본격적으로 홀세일(도매판매)를 시작하였다. 전용매장이나 백화점에 입점해 있던 휠라 상품을 젊은층이 자주 찾는 ABC나 슈마커 같은 편집숍과 온라인 등으로 유통망을 옮겼다. 또한, 브랜드 포트폴리오를 복고/레트로 중심으로 바꿨다. 러시아 디자이너 고샤 부르친스키와 협업으로 일명 '빅 로고' 붐을 전 세계적으로 일으켰고, 이를 발판 삼아 100년 이상 전통의 헤리티지를 담은 디자인을 대거 선보이기 시작했다. 어글리슈즈, 고프코어도 이에 속한다.

연속적인 히트 상품 출시를 통해  
가파른 외형 확대 기록

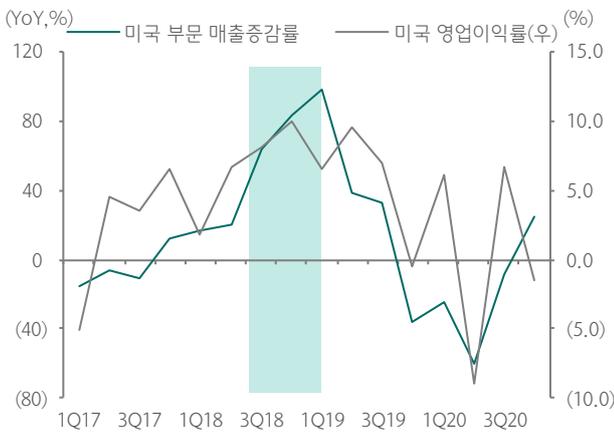
결과는 성공적이었다. 2017년 복고풍 운동화 '코트디럭스'가 미국에서 130만켤레 이상 팔렸고, 2018년에는 '어글리슈즈'로 불리는 '디스럽터2'가 열풍을 주도했다. 2017년 7월 출시된 '디스럽터2'는 출시와 함께 국내 운동화 시장의 어글리슈즈 유행을 이끌었다. 디스럽터2는 미국 신발 전문 매체인 풋웨어뉴스에 의해 '2018년 올해의 신발'로 선정됐고 지금까지 전 세계적으로 약 1천만켤레 이상 팔릴 정도로 큰 인기를 끌었다. 2019년 1월 출시된 '휠라레이'도 이 같은 인기를 이어받으면서 출시된지 8개월만에 190만켤레 판매 기록을 세웠다. 이 밖에 코트화 '코트디럭스', 캔버스화 '클래식 킷스', 슬리퍼 '휠라 드리프트' 등도 100만켤레 이상 판매되는 등 어글리슈즈 외에도 다양한 카테고리에서 히트 상품이 꾸준히 출시되었다.

표 6. 필라 신발 부문 국내 밀리언셀러 현황

모델명	카테고리	출시일	100만족 돌파 시점	100만족 돌파 기간
코트디렉스	코트화	2016년 9월	2017년 12월	1년 3개월
디스럽터2	어글리슈즈	2017년 7월	2018년 5월	10개월
필라레이		2018년 1월	2018년 9월	8개월
필라 드리프트	슬리퍼	2017년 12월	2019년 3월	1년 3개월
클래식 킱스	캔버스화	2017년 7월	2019년 4월	1년 9개월
필라바이케이드 XT97	어글리슈즈	2018년 11월	2019년 6월	7개월

자료: 언론보도, 필라홀딩스, 하나금융투자

그림 12. 디스럽터2 히트 당시, 미국법인 실적 정점



자료: 필라홀딩스, 하나금융투자

그림 13. 필라 어글리슈즈 ‘디스럽터2’



자료: 필라홀딩스, 하나금융투자

그림 14. 필라홀딩스 주가 추이

가파른 미국시장점유율 확대는  
밸류에이션 리레이팅 핵심  
지표



자료: Quantwise, 하나금융투자

### 3) 등직한 해외 종속/자회사- 해외 실적 호조

#### 3-1) ANTA라 쓰고 FILA로 읽는다

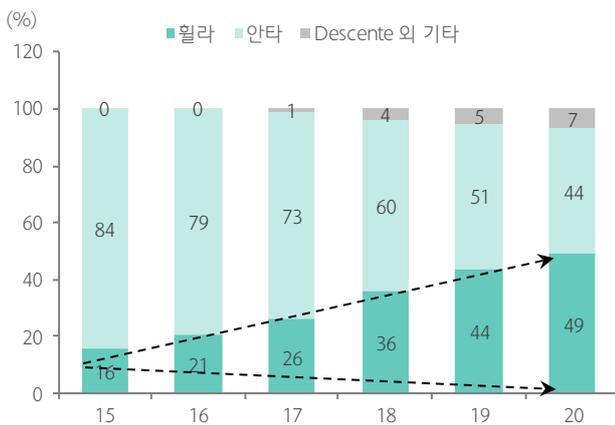
안타스포츠는 중국 로컬 1위 스포츠웨어 브랜드 업체

힐라홀딩스의 중국 JV인 안타스포츠는 중국 로컬 1위 스포츠웨어 브랜드이다. 중국 스포츠웨어 시장점유율 1-2위인 나이키, 아디다스에 이어 2020년 기준 시장 점유율 17%로 3위를 차지하였다. 자체 브랜드인 ANTA와 합작 브랜드인 FILA, DECENTE, 코오롱스포츠 등 8개 브랜드를 보유하고 있다.

과거 몇 년간 안타스포츠 성장 핵심 브랜드는 힐라(매출비중 49%)

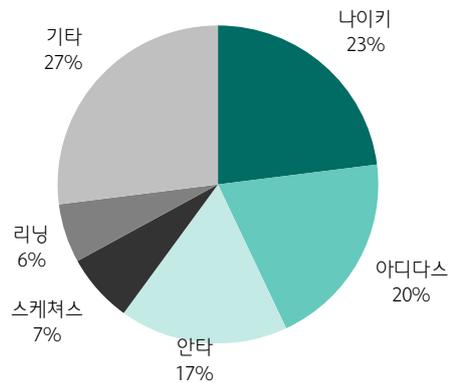
안타스포츠는 중저가 시장에서 로컬 업체들을 압도하는 동시에 프리미엄 시장 개척을 시도하였고, 그 대표적인 예가 힐라홀딩스와의 합작회사인 Full Prospect이다. 힐라는 2020년 기준 안타스포츠 전체 매출의 49%를 차지하고 있다. 또한 최근 2년가 주가는 2배 이상 가파른 상승세를 보여왔는데 이는 힐라 브랜드 고성장에 기인한다. 중국 내 밀레니얼 인구 중심으로 선풍적인 인기를 끌며 힐라 매출성장률은 2017년 YoY 50%→2018년 YoY 92%→2019년 74%→2020년 18% 고성장이 지속되고 있다.

그림 15. 안타스포츠, 과거 몇 년간 성장에 핵심 브랜드는 힐라



주: 매출비중 추이  
자료: 안타스포츠, 힐라홀딩스, 하나금융투자

그림 16. 중국 스포츠 시장 점유율 (안타스포츠 3위)



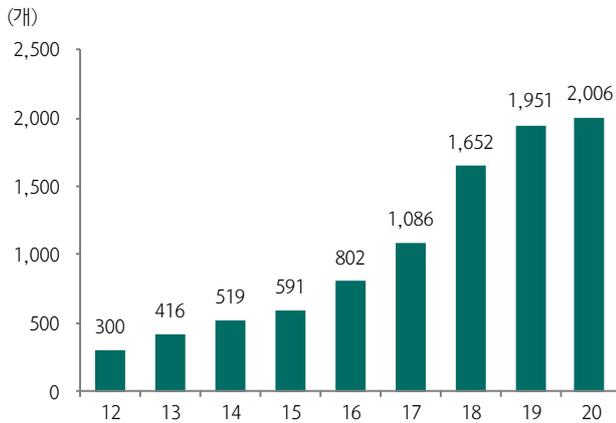
주: 2019년 기준  
자료: 힐라홀딩스, 하나금융투자

중국 스포츠웨어 시장 최근 5년간 연평균 11% 상승, 힐라 패션 스포츠 브랜드로 수혜 예상

중국 스포츠웨어 시장 최근 5년간 연평균 11% 상승하였다. 글로벌 스포츠시장 성장을 선도, 소비 세대 변화, 소득 증가, 정책적 지원 등의 중장기 성장 동력에 힘입어 구조적인 성장은 지속될 전망이다. 이와 더불어 스트리트 패션, 스포츠 패션에 대한 글로벌 트렌드가 이어지는 것 역시 힐라 브랜드 매출 확대의 기대 요인이다.

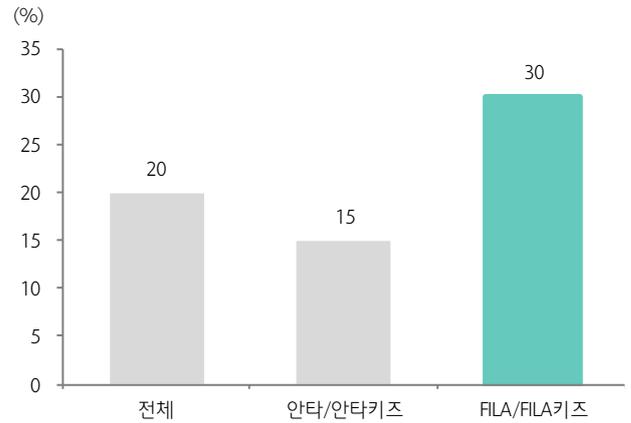
결론적으로, 빠르게 성장하고 있는 중국 시장, 안타스포츠의 높은 성장률, 프리미엄 제품의 선호도 증가와 중국 내 힐라 브랜드의 인지도 기반 2021년 25%, 2022년 20%, 2023년 15% 수준의 성장을 이어갈 수 있을 것으로 보인다. 회사가 힐라 브랜드에 대해 매년 200개씩 지속적으로 공격적인 매장 오픈을 계획하고 있고, 2020~2025년 연평균 30% 이상 성장 가이드를 제시하며 힐라에 대한 강한 자신감을 보인다는 점에서 충분히 달성 가능한 수치라고 판단된다.

그림 17. 안타 윌라 매장 수 추이



자료: 안타스포츠, 윌라홀딩스, 하나금융투자

그림 18. 안타 가이던스, 2020~2025년 CAGR



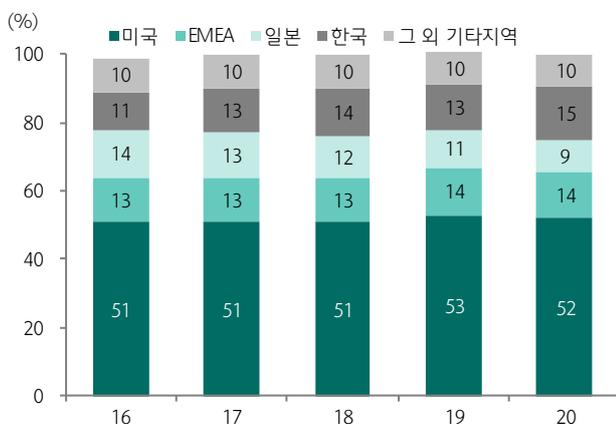
주: 리테일 매출 기준  
자료: 윌라홀딩스, 하나금융투자

### 3-2) Acushnet, 글로벌 골프 호황 수혜

#### Acushnet, 글로벌 골프용품 Top 브랜드 'Titleist' 보유

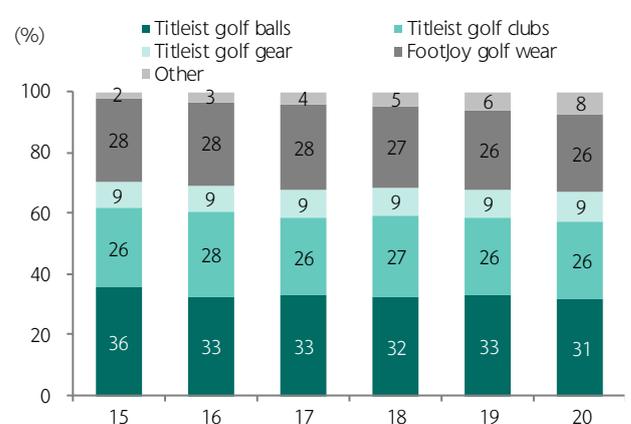
윌라홀딩스가 52% 지분을 보유하고 있는 Acushnet Holdings(GOLF US)는 미국의 대표적인 골프 의류/용품 업체이다. 메인 브랜드로 Titleist, FootJoy, Vokey Design, Scotty Cameron, Pinnacle를 보유하고 있다. 특히 Titleist는 골프공과 장갑 등 골프용품에서 글로벌 절대 시장점유율 1위 브랜드이다. 골프공과 클럽이 주요 품목으로 골프 클럽의 경우 ASP가 높아 고부가가치 상품이다. 신제품이 출시되는 분기에 매출이 확대되는 모습을 보이며 수익성 개선 요인으로 작용한다. 윌라코리아가 Acushnet의 지분 52%를 보유, 연결 실적으로 반영되고 있다. 국가별 매출 비중은 미국 53%, EMEA 14%, 한국 13%, 일본 11%, 기타 국가 10% 순이다.

그림 19. Acushnet 글로벌 국가별 매출비중 추이



자료: Acushnet, 하나금융투자

그림 20. Acushnet 상품별 매출비중 추이



자료: Acushnet, 하나금융투자

골프는 상류층의 스포츠라는 인식에서 벗어나 점차 대중 스포츠로 인식되고 있으며, 전 세계적으로 8천만 명 이상의 골프 인구가 약 4만여 개의 골프장을 이용하고 있다. 라운딩 시간이 다른 스포츠에 비교적 길고 장비 구매 부담이 크다는 이유 때문에 기존에는 미국, 유럽 등 서구권 국가들에서 주로 향유하는 스포츠였으나, 현재는 아시아 지역의 소득 증대와 여행객 증가로 저변이 아시아로 확대되어 글로벌 스포츠로 나아가고 있다.

**글로벌 골프 시장 호황으로 Acushnet 양호한 실적 기록할 것으로 전망**

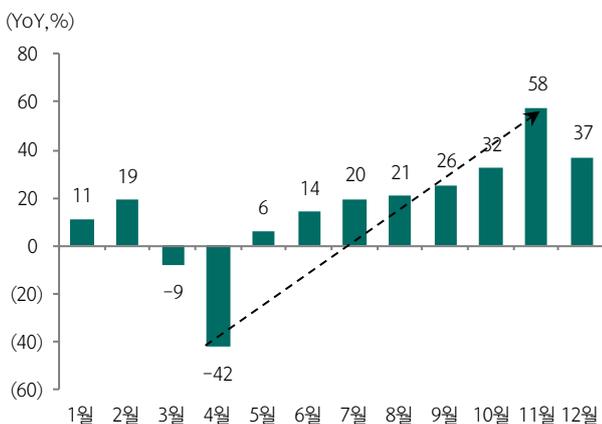
특히 Acushnet는 글로벌 골프 시장 호황으로 인해 양호한 실적을 기록할 것으로 전망한다. 이는 코로나19로 인한 언택트 및 사회적 거리두기로 인한 스포츠 및 야외활동의 제한 속에 골프가 비교적 안전하게 즐길 수 있는 스포츠라는 인식이 커졌기 때문이다.

미국골프재단(National Golf Foundation)에 따르면 미국 내 골프 라운딩 수는 작년 5월 이후 운영을 중단했던 골프장 재개장과 함께 빠른 회복세를 보이고 있다. 4월 코로나19 타격으로 전년대비 42% 급감했던 라운딩 수는 5월부터 회복세를 보이며 11월에는 YoY 58% 증가하였다. 작년 6월부터 12월까지 누적 기준 전년동기대비 +7,500만 라운딩 수가 증가했다.

**Acushnet 수익회복 여부에 따라 힐라홀딩스의 추가적인 주가 상승 모멘텀 기대**

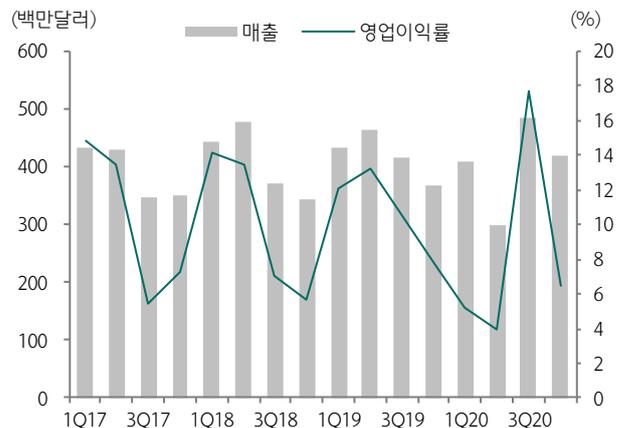
국내 역시 골프에 대한 인기가 크게 상승하고 있다. ‘제주지역 골프장 내장객 현황’에 따르면 작년 연간 제주도 골프장 내장객은 239만 9,511명으로 전년대비 15% 증가하였다. 또한 작년 2~9월 전국 이동데이터 분석 결과 골프장 방문객 수는 지난해보다 20%, 스크린골프장 방문객수는 46%나 늘어난 것으로 확인된다. 특히 골프가 젊은 세대의 인기 스포츠로 자리잡음에 따라 신규 골프 인구가 증가하고 있고, 2030 세대는 전체 골프인구의 약 40%를 차지하고 있는 것으로 파악된다. 구조적인 골프산업의 성장과 함께 Acushnet는 수혜를 받을 것으로 기대한다. 특히, 매 홀수년은 Acushnet 신제품 교체 시기로 실적 개선 가능성이 더 높다. 자회사 Acushnet의 실적 호조가 지속될 것으로 예상되며, Acushnet의 수익회복 여부에 따라 힐라홀딩스의 추가적인 주가 상승 모멘텀 확보 또한 가능하다.

그림 21. 미국 월별 골프 라운딩 횟수



자료: National Golf Foundation, 하나금융투자

그림 22. Acushnet 분기별 매출과 영업이익률: 2분기 성수기, 4분기 비수기의 뚜렷한 계절성을 보이고 있음



자료: Acushnet, 하나금융투자

표 7. Acushnet 국가/상품별 실적 추이

(단위: 백만 USD,%)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22
<b>매출</b>	<b>434</b>	<b>462</b>	<b>417</b>	<b>368</b>	<b>409</b>	<b>300</b>	<b>483</b>	<b>420</b>	<b>1,634</b>	<b>1,681</b>	<b>1,612</b>	<b>1,740</b>	<b>1,792</b>
United Stated	230	256	216	183	211	145	271	212	826	885	839		
EMEA	71	60	56	44	75	34	65	45	220	231	219		
Japan	41	39	55	48	38	22	42	50	199	183	152		
Korea	49	60	56	58	50	66	62	68	221	223	246		
Rest of World	42	47	35	36	35	33	42	46	168	160	156		
Titleist golf balls	142	173	121	116	116	102	170	119	524	552	508		
Titleist golf clubs	91	107	127	109	93	72	121	132	445	434	418		
Titleist golf gear	45	47	35	23	44	32	44	29	146	150	149		
Footjoy golf wear	141	114	103	84	130	68	116	101	440	442	415		
Other	15	21	32	36	25	25	32	39	79	103	121		
<b>매출총이익</b>	<b>222</b>	<b>246</b>	<b>217</b>	<b>187</b>	<b>201</b>	<b>156</b>	<b>252</b>	<b>220</b>	<b>842</b>	<b>872</b>	<b>830</b>	<b>903</b>	<b>933</b>
GPM %	51.2	53.2	52.1	50.7	49.2	52.2	52.2	52.4	51.6	51.9	51.5	51.9	52.1
<b>영업이익</b>	<b>52</b>	<b>61</b>	<b>44</b>	<b>29</b>	<b>21</b>	<b>12</b>	<b>85</b>	<b>27</b>	<b>172</b>	<b>186</b>	<b>145</b>	<b>178</b>	<b>197</b>
OPM %	12.0	13.2	10.5	7.8	5.2	3.9	17.6	6.4	10.5	11.0	9.0	10.2	11.0
<b>순이익</b>	<b>36</b>	<b>40</b>	<b>30</b>	<b>18</b>	<b>9</b>	<b>4</b>	<b>64</b>	<b>23</b>	<b>103</b>	<b>125</b>	<b>100</b>	<b>132</b>	<b>141</b>
NIM %	8.3	8.8	7.2	4.9	2.2	1.3	13.3	5.5	6.3	7.4	6.2	7.6	7.9
<b>YoY %</b>													
<b>Net sales</b>	-1.8	-3.3	12.6	7.3	-5.8	-35.1	15.8	14.2	4.7	2.9	-4.1	7.9	3.0
United Stated	5.1	1.4	6.2	21.0	-8.4	-43.4	25.8	16.1	4.6	7.1	-5.1		
EMEA	-2.7	-11.3	33.7	17.0	5.1	-43.2	17.4	2.3	7.1	4.9	-5.0		
Japan	-21.9	-14.8	32.4	-19.7	-7.7	-43.0	-23.4	3.7	-1.1	-8.2	-16.9		
Korea	-6.9	-2.4	11.3	3.2	2.8	9.0	10.4	17.5	10.3	1.0	10.2		
Rest of World	-4.9	-7.2	3.1	-7.8	-17.6	-29.9	21.5	27.4	2.5	-4.5	-2.7		
Titleist golf balls	13.4	0.7	-0.7	10.1	-17.9	-41.1	40.7	3.1	2.3	5.3	-7.9		
Titleist golf clubs	-21.9	-9.2	28.1	-2.0	2.1	-32.3	-4.7	20.8	11.9	-2.4	-3.7		
Titleist golf gear	1.9	2.2	13.5	-8.0	-3.7	-30.9	28.0	24.8	2.2	2.7	-0.4		
Footjoy golf wear	0.2	-4.5	2.4	6.3	-7.5	-40.1	13.1	19.3	0.5	0.5	-6.0		
Other	-2.6	-7.9	70.2	62.1	74.3	18.1	-1.7	10.7	12.5	31.6	17.2		
<b>Gross profit</b>	<b>-2.4</b>	<b>-1.9</b>	<b>15.0</b>	<b>6.7</b>	<b>-9.5</b>	<b>-36.4</b>	<b>16.0</b>	<b>18.1</b>	<b>5.2</b>	<b>3.5</b>	<b>-4.9</b>	<b>8.8</b>	<b>3.3</b>
<b>Net income</b>	<b>-14.7</b>	<b>0.2</b>	<b>308.3</b>	<b>38</b>	<b>-75.1</b>	<b>-90.7</b>	<b>113.4</b>	<b>28.7</b>	<b>-0.1</b>	<b>20.9</b>	<b>-19.7</b>	<b>32.0</b>	<b>6.8</b>

주: 12월 결산법인, Bloomberg 추정치  
 자료: Acushnet, 하나금융투자

표 8. Acushnet 연간 실적 및 밸류에이션

(단위: 백만USD)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F	2023F
<b>매출</b>	1,634	1,681	1,612	1,740	1,792	1,846
<b>영업이익</b>	172	186	145	178	197	212
세전이익	150	165	113	132	141	149
지배주주순이익	100	121	96	132	141	149
<b>합리적 적정시가총액(백만USD)</b>	2,497	3,027	2,400	3,300	3,515	3,726
주식수(백만주)	74	74	74	74	74	74
<b>합리적 적정주가(USD)</b>	34	41	32	45	47	50
적정PER	25	25	25	25	25	25
EPS(USD)	1.35	1.63	1.30	1.78	1.90	2.01
매출(YoY,%)	4.7	2.9	-4.1	7.9	3.0	3.0
영업이익(YoY,%)	3.6	7.7	-21.7	22.2	10.9	7.7
순이익(YoY,%)	1.2	21.2	-20.7	37.5	6.5	6.0
영업이익률(%)	10.5	11.0	9.0	10.2	11.0	11.5
순이익률(%)	6.1	7.2	6.0	7.6	7.8	8.1
힐라홀딩스 지분가치(지분율 52%)	1,313	1,574	1,248	1,716	1,828	1,937
힐라홀딩스 지분가치(십억원)	1,459	1,819	1,473	1,946	2,084	2,209
<b>할인을 적용 지분가치(할인율 50%)(십억원)</b>	730	910	736	973	1,042	1,104

주: 12월 결산법인, Bloomberg 추정치  
 자료: Acushnet, 하나금융투자

## 5. 매출 추정

휠라홀딩스는 높은 글로벌 브랜드력과 채널 확장으로 국내외 스포츠 의류 시장에서 차별화된 성장률 보이고 있다. 매출 추정에는 각 사업 부문별 특성을 고려한 추정이 가장 적합하다고 판단해 사업 부문별 성장률을 추정해 전체 매출을 구하는 방식을 사용한다.

### 1) 휠라 코리아: 브랜드력 약화로 제한적인 성장

신규 히트 아이템이 나오지 않는 이상 순수 내수 매출 성장률은 제한적일 전망

국내 매출은 휠라, 휠라키즈, 휠라언더웨어, 골프, 아울렛, 기타로 이루어져있다. 2020년 기준 503개의 매장을 영업 중이며, 오프라인 채널에서 대부분의 매출이 발생한다. 2021년은 휠라 본업의 실적개선 여부가 핵심이다. 국내 사업은 2019년 어글리슈즈 열풍으로 신발 판매가 확대되면서 매출은 2017~19년 연평균 32% 고성장을 이루었다. 하지만 코로나19 확산 영향 오프라인 트래픽 부진, 히트 아이템 부재 등으로 2020년에 들어서며 매출과 수익성 모두 감소하였다.

올해는 작년에 출시하지 못했던 신규 상품 라인업이 예정되어있다. 지금의 패션 스포츠웨어에서 홈트레이닝, 애슬레저룩, 이지웨어 등으로 카테고리 전개가 계획되어 있고, 신규 퍼포먼스 러닝 슈즈 라인이 예정되어있다. 신규 라인업의 매출이 의미 있게 가시화될 경우, 추가적인 매출 증가 요인으로 작용할 수 있다. 하지만, 국내 의류 업황 저성장 가운데 (2014~2020년 CAGR 0.4%), 어글리슈즈와 같은 신규 히트 아이템이 나오지 않는 이상 순수 내수 매출 성장률은 제한적일 것으로 전망한다. 또한, 매출의 85% 이상이 백화점/대리점/로드샵/아울렛 등 오프라인에서 나오다는 점을 감안 시 코로나19가 완화되지 않는 이상 매출 정상화는 지연될 전망이다. 2021년 순수 내수 매출은 YoY 5% 역성장한 5,054억원을 전망한다.

표 9. 순수 내수 부문 매출 추정

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출	477	574	481	505	521	536
YoY %	44.3	20.3	-16.0	5.0	3.0	3.0

자료: 휠라홀딩스, 하나금융투자

## 2) 중국(Full Prospect): ANTA의 공격적인 사업 확장으로 고성장세 지속

안타스포츠의 힐라 브랜드 신규  
출점 수 핵심 변수

힐라홀딩스의 중국 JV인 안타스포츠는 중국 전역에 힐라 브랜드의 공격적인 출점 전략을 고수하고 있다. 현재 2,006개인 힐라 매장을 올해 2,050~2,150개까지 확대할 계획이며, 연간 200개 이상의 신규 매장이 오픈 예정되어 있다. 결국 안타스포츠에게는 당분간 매장 수 확대, 판매 채널 다변화가 매출 성장의 핵심이 될 전망이다.

미래의 불확실성을 감안해 안타스포츠가 제시한 힐라 신규 출점 점포 수보다 낮게 가정했다. 올해와 내년 연간 100개, 2022년에는 50개 점포를 신규 오픈하는 것으로 가정했다. 안타스포츠가 힐라 브랜드에 대해 2020~2025년 연평균 30% 이상 성장 가이드스를 제시하며 강한 자신감을 보인다는 점에서 충분히 달성 가능한 수치라 판단한다.

결론적으로 빠르게 성장하고 있는 중국 스포츠 시장, 프리미엄 제품의 선호도 증가, 중국 내 힐라 브랜드의 인지도 기반 Full Prospect의 2021년 매출은 YoY 25%, 2021년 20%, 2022년 15% 수준의 성장을 이어갈 수 있을 것으로 보인다. 그로 인해 힐라홀딩스가 수취하는 디자인 수수료 또한 크게 증가할 전망이다. 2021년 디자인 수수료는 593억원으로 아쿠시네트 제외 전체 매출의 4%까지 상승할 것으로 예상하며, 이에 따른 지분법이익 또한 533억원 수취할 수 있을 것으로 예상된다.

표 10. Full Prospect 매출 추정

(단위: 억원)

	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>매출</b>	<b>4,033</b>	<b>7,750</b>	<b>12,902</b>	<b>15,819</b>	<b>19,773</b>	<b>23,728</b>	<b>27,287</b>
YoY %	51.1	92.2	66.5	22.6	25.0	20.0	15.0
<b>매장수(개)</b>	<b>1,086</b>	<b>1,652</b>	<b>1,951</b>	<b>2,006</b>	<b>2,106</b>	<b>2,206</b>	<b>2,256</b>
매장당 월 평균 매출액	0.3	0.4	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
YoY %	12	26	41	19	19	15	12
<b>디자인 수수료(매출의 3%)</b>	<b>121</b>	<b>233</b>	<b>387</b>	<b>475</b>	<b>593</b>	<b>712</b>	<b>819</b>
YoY %	51.1	92.2	66.5	22.6	25.0	20.0	15.0
<b>당기순이익</b>	<b>766</b>	<b>1,319</b>	<b>2,308</b>	<b>2,840</b>	<b>3,550</b>	<b>4,261</b>	<b>4,901</b>
YoY %	93.4	72.2	75.0	23.0	25.0	20.0	15.0
Margin %	19.0	17.0	17.9	18.0	18.0	18.0	18.0
<b>지분법이익(당기순이익의 15%)</b>	<b>125</b>	<b>198</b>	<b>346</b>	<b>426</b>	<b>533</b>	<b>639</b>	<b>735</b>

자료: 안타스포츠, 힐라홀딩스, 하나금융투자

### 3) 미국(휠라 USA): 미국 소비 개선에 기대

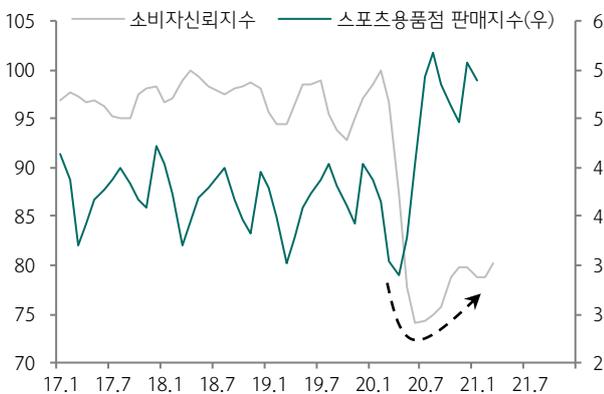
**미국 지역 소비개선은 실적모멘텀으로 작용할 전망**

미국은 글로벌 스포츠브랜드 경쟁이 가장 치열한 시장이다. 휠라홀딩스는 미국법인에 공격적인 물량 확대 보다는, 브랜드력 기반 점진적 고마진 상품포트폴리오 확대 전략을 취하고 있다. 미국은 홈세일 매출 비중이 95%를 차지한다. 바이어는 세 등급으로 분류하는데 현재 휠라 USA 매출의 80% 이상이 로우티어매출(코스트코, 로우스, 버밍턴 등)로부터 발생하고 있다.

과거 2018년 4분기~19년 1분기, 휠라홀딩스 미국 전체 매출의 49%, 이익 비중이 30%로 확대되었을 당시, ASP가 높은 중고가 채널향 판매가 확대되면서 P와 Q가 동반 상승하였다. 미국은 고가제품 판매비중 확대를 통한 외형 성장이 가능한 시장이다. 하지만, 어글리슈즈 end-cycle 이후 새로운 히트상품 부재로 현재는 외형 성장을 견인 할 요소가 없다. 2020년은 코로나19 영향과 맞물려 쇼핑몰 폐쇄로 수익성 높은 상위 리테일러들의 영업이 불가능했고, 코스트코를 포함한 저가 채널에서만 오프라인 판매가 이뤄짐에 따라 불가피하게 저가 채널 비중이 큰 폭 상승하였다. 그 결과 미국 사업은 매출총이익률은 2020년 28.4%(YoY - 3.2%p) 하락하였다.

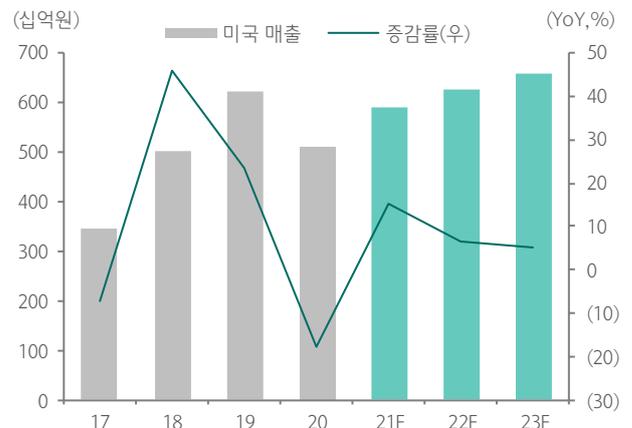
최근 미국의 소비회복세는 매크로적인 측면에서 실적기대감을 형성하고 있다. 최근 미국의 소매 데이터에서 나타난대로 미국의 소매판매는 1월과 2월에 각각 YoY 10%, 6% 증가했다. 휠라 브랜드의 미국 비중은 40%의 높은 비중으로 미국 지역 소비개선은 실적모멘텀으로 작용할 전망이다. 미국의 가파른 소비 회복은 우호적인 사업 환경이나, 하지만, 중장기적 관점에서 새로운 히트상품 출시를 통한 브랜드력 제고, 이를 통한 중고가 채널 비중 확대에 따른 P 및 Q의 동반 상승이 확인되어야 할 것이다. 2020년 미국법인 매출은 기저효과 및 미국 소비 회복 효과에 기인, YoY 15% 성장한 5,881억원을 전망한다. 하지만 원/달러 하락 효과로 인해 원화환산 매출에 비우호적일 것으로 예상한다.

그림 23. 미국 소비심리는 뚜렷한 회복세



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 24. 휠라 USA 매출 전망



자료: 휠라홀딩스, 하나금융투자

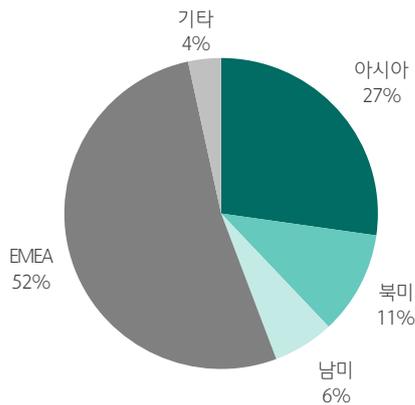
#### 4) 로열티: 코로나19 영향 실적 부진 지속

로열티 부문,  
코로나19 타격 가장 클 듯

글로벌 라이선시로부터 수취하는 로열티 매출은 윌라 브랜드가 글로벌로 확대되며 견조한 매출성장률을 보여왔다. 전체 매출액 비중으로는 2%로 작지만, 영업이익에서는 19%를 차지하며 매우 높다. 매출 규모는 작지만 꾸준한 성장을 해왔다(2016~2019년 CAGR 28%). 하지만, 2021년은 코로나19 타격이 불가피할 전망이다.

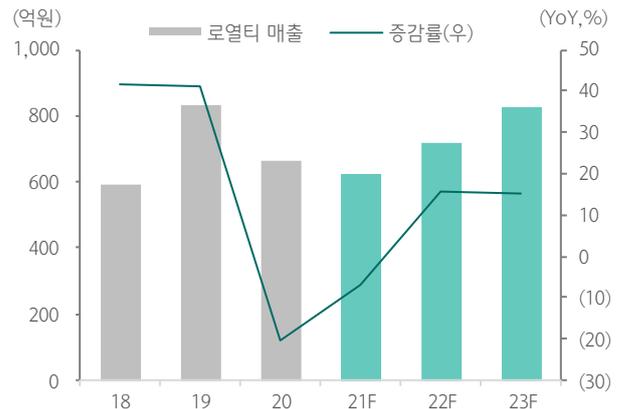
로열티 부문은 백신 접종과 소비 회복에도 불구하고 아직 영업 정상화가 되지는 않는 것으로 파악되며, 실적 회복은 아직 이른 감에 있다고 판단된다. 지역별로 유럽 시장 비중이 가장 큰데(EMEA 52%, 아시아 27%, 북미 11%, 남미 6%), 매출비중이 큰 유럽에서 코로나19 영향 불확실성이 지속되는 만큼 역성장은 지속될 것으로 예상된다. 주요 글로벌 라이선시들의 점포 구조조정으로 매출 회복이 어려운 상황으로 파악된다. 올해 로열티는 전년대비 7% 역성장한 620억원 규모를 전망한다.

그림 25. 로열티 국가별 매출 비중(2020년 기준)



자료: 윌라홀딩스, 하나금융투자

그림 26. 로열티 매출 추이 및 전망



자료: 윌라홀딩스, 하나금융투자

## 6. 비용추정

힐라홀딩스는 전세계를 무대로 다양한 사업부를 영위하고 있고, 각 사업부문별로 실적의 편차가 크다. 전체 연결 기준으로 원가와 비용을 분석하기보다, 각 사업부문별 원가와 매출총이익률, 영업이익을 따로 구한 후, 최종적으로 합산하는 방식을 적용하였다. 해외 자회사 Acushnet의 경우, 미국 뉴욕증권거래소에 상장된 회사로 블룸버그 추정치를 사용하였다.

### 1) 원가율 변동 요인

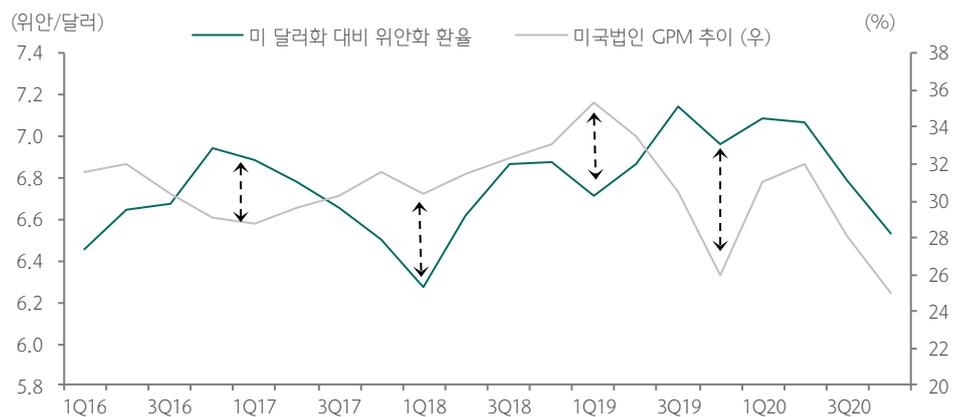
국내와 미국의 다른 생산 및 유통 구조로 사업부문별 원가율 편차 존재

힐라홀딩스의 원가율은 크게 순수 국내와 미국사업부문으로 나뉘어서 볼 수 있다. 국내 매출총이익률은 통상적으로 56% 수준이다. 하지만, 미국의 경우 매출총이익률은 30%로 국내 대비 낮은 편이다. 이는 국내와 미국의 생산 및 유통 구조가 다르기 때문이다.

- ① 중국의 힐라 공장은 내수 판매용 제품을 위한 샘플 제작 공장으로써의 역할을 한다. 중국 공장에서 제작한 샘플로 국내 생산 협력업체들에게 입찰을 유도, 국내 원가 구조를 크게 개선시켰다.
- ② 힐라 브랜드인지도가 미국보다 국내에서 상대적으로 더 높다. 높은 브랜드력 기반 유통업체들에 대한 협상력이 높아지면서 판매수수료를 인하 압력을 가할 수 있게 된다. 즉, 더 유리한 조건에 제품을 판매할 수 있다. 하지만, 미국의 경우 상대적으로 국내보다 힐라 브랜드 인지도가 없으며, 그렇기 때문에 더 낮은 가격에 제품을 대리상들에게 넘길 수 밖에 없다. 국내와 미국 부문의 원가율 차이가 나는 이유다.
- ③ 미국 시장에서 판매하는 신발 제품은 중국과 베트남 등에서 제조하는데, 위안화 환율 절하는 미국 법인의 매출원가율을 하락 시키는 요인이다. 하지만, 점점 베트남 등 타 지역으로 의류 소싱 작업을 진행 중이어서, 위안화 환율 절하에 따른 수익성 개선 여지는 점차 하락할 것으로 전망한다.
- ④ 로열티 사업부문은 매출액 발생 이외에 추가적인 원가부담이 없기에 전체 매출총이익률을 높이는 요인이다.

그림 27. 위안화 환율과 미국법인 GPM 추이

베트남 등 타 지역으로 의류 소싱 작업을 진행 중이어서, 위안화 환율 절하에 따른 수익성 개선 여지 제한적



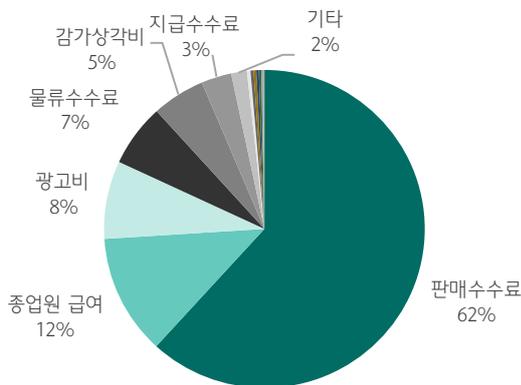
자료: Bloomberg, 힐라홀딩스, 하나금융투자

## 2) 국내 부분: 원가율 하락폭 제한적

원가율 점진적 하락,  
판관비율 소폭 상승 전망

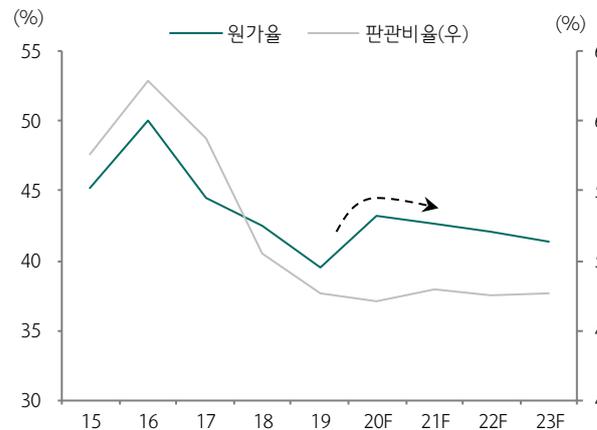
통상적으로 원가율은 i) 대량주문을 받아 규모의 경제를 실현시키고 ii) 고마진 상품 비중이 높을수록 하락하는데, 국내의 경우 2018년과 19년 어글리슈즈와 같은 히트상품 출시로 대량 발주 체제가 가능해지면서 원가율이 하락하였다. 하지만, 2020년은 히트 상품 부재로 인한 대량 발주 체제의 어려움, 재고 처분손실 발생 등 원가율은 43.2%(YoY +3.6%p)까지 상승하였다. 영업활동이 점차 정상화되고 고마진 신발 매출 비중이 상승함에 따라 원가율은 점진적으로 하락할 것으로 추정한다. 이에 2021년 국내 매출총이익률은 57.4%(YoY +0.6%p) 예상한다. 국내 판관비의 경우 통상적으로 판매수수료가 62%, 종업원 급여 12%, 광고비 8%, 물류수수료 7% 순으로 판매수수료 비중이 가장 크다. 판매수수료는 대리상에게 지급하는 수수료인데, 매출에 연동되어 발생하는 변동비이다. 국내 사업부문은 오프라인 채널 비중이 85%, 그 중에서도 백화점이 60% 비중을 차지한다. 2020년은 코로나19 타격으로 매출이 감소하여 지급수수료 부담이 적었지만, 올해부터 백화점 채널이 회복세에 있는 만큼 지급수수료 비중은 확대될 것으로 본다. 그 외에 신규 퍼포먼스 라인 출시 등으로 마케팅, 광고선전비는 증가할 것으로 예상한다.

그림 28. 판매관리비 구성(2019년 별도기준)



자료: 힐라홀딩스, 하나금융투자

그림 29. 국내 원가율/판관비율 추이



자료: 힐라홀딩스, 하나금융투자

표 11. 순수 내수 부문 실적 추정

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출	477	574	481	505	520	536
YoY %	44.3	20.3	-16.0	5.0	3.0	3.0
매출총이익	274	347	273	290	302	314
GPM %	57.5	60.4	56.8	57.4	57.9	58.6
영업이익	33	74	47	45	49	53
OPM %	7.0	12.8	9.7	9.0	9.5	9.8
순이익	42	79	35	35	44	51
NPM %	8.9	13.8	7.2	7.0	8.5	9.0

자료: 힐라홀딩스, 하나금융투자

로우티어 채널 비중 상승으로  
매출총이익을 개선 제한적

### 3) 미국 부문: 채널 믹스 악화로 GPM 개선 제한적

미국의 경우, 매스채널 비중이 증가하면서 저가제품 판매 상승이 마진율을 내리고 있다. 미국법인의 채널 믹스 변화는 지속될 것으로 보이며 매출총이익률 하락세가 당분간 지속될 것으로 보인다. 미국은 홀세일(도매) 매출 비중은 95%로 지급수수료가 발생하지 않는다는 점, 그리고 최근 유통수수료가 낮은 온라인 매출 비중이 가파르게 상승(2020년 연간 세자릿수 성장)하는 점은 긍정적이다. 다만, 2021년에는 2020년에 진행하지 못했던 마케팅/프로모션 및 이커머스 인프라 투자를 계획하고 있고, 미국 내 수요가 증가하며 물류/운송 비용은 소폭 상승할 것으로 추정한다.

표 12. 미국 부문 실적 추정

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출	503	620	510	588	627	658
YoY %	45.9	23.4	-17.8	15.3	6.6	5.0
매출총이익	161	196	145	171	188	201
GPM %	32.1	31.6	28.4	29.0	30.0	30.6
영업이익	38	37	10	26	31	36
OPM %	7.5	6.0	1.9	4.5	5.0	5.5
순이익	26	25	4	15	17	20
NPM %	5.1	4.0	0.8	2.5	2.8	3.1

자료: 윌라홀딩스, 하나금융투자

## 7. 리스크 요인

### 1) 코로나19 재확산 여부

2020년은 코로나19 영향 이례적인 상황이었다. 힐라홀딩스는 한국에서는 중가의 소매 위주 (백화점, 로드샵, 아울렛 중심), 미국에서는 저가 위주의 도매, 중국에서도 오프라인 매장 수 기반 채널이 운영되고 있다. 따라서 코로나19 확산으로 인한 오프라인 트래픽 부진은 힐라홀딩스의 실적에 치명적이다. 백신 상용화 지연, 코로나19 재확산으로 매출 회복이 예상보다 느릴 경우, 실적에 미치는 부정적 영향이 클 것으로 예상된다.

### 2) 불완전한 브랜드 소유권

힐라홀딩스가 브랜드 사업을 직접 운영하는 곳은 한국과 미국뿐이며 중국 합작법인의 경우에는 일부만 경영에 참여하고 있다. 그 외 유럽, 아시아 지역에는 지역별 사정을 잘 아는 라이선스들에게 재량권을 준다. 중국에서 고성장을 하고 있는 점과, 현지 유통망이 잘 구축되어 있는 파트너사가 사업을 주도한다는 점은 긍정적이나, 직접 브랜드를 운영하지 않고, 합작회사나 대리상들에게 의지하여 사업을 진행하는 점은 한계가 있다. 만약, 안타스스포츠 내 중국 시장점유율 하락으로 인한 힐라 브랜드 영업력이 하락한다면, 큰 리스크일 것이다. 힐라홀딩스의 복잡하고 불완전한 브랜드 소유권 때문에 글로벌 브랜드 관리 역량에 대한 시장의 의구심이 커질 수 밖에 없다. 지속 가능한 브랜드 비즈니스를 전개하려면 생산부터 소비자까지 품질과 가격을 직접 통제할 수 있어야 한다.

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	3,450.4	3,128.8	3,315.1	3,470.5	3,611.1
매출원가	1,720.7	1,584.2	1,657.7	1,718.7	1,788.5
매출총이익	1,729.7	1,544.6	1,657.4	1,751.8	1,822.6
판매비	1,259.0	1,203.6	1,263.3	1,304.1	1,328.1
영업이익	470.7	341.1	394.1	447.7	494.5
금융손익	(57.0)	(29.7)	(38.2)	(37.3)	(65.3)
종속/관계기업손익	34.6	42.6	53.3	63.9	73.5
기타영업외손익	22.9	(14.0)	(2.9)	(3.0)	(3.2)
세전이익	471.3	339.9	406.3	471.3	499.4
법인세	133.1	142.2	121.9	132.0	139.8
계속사업이익	338.1	197.7	284.4	339.3	359.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	338.1	197.7	284.4	339.3	359.6
비배주주지분 순이익	71.4	58.7	61.5	66.7	71.0
지배주주순이익	266.8	139.0	222.8	272.7	288.6
지배주주지분포괄이익	287.1	81.5	202.3	241.4	255.8
NOPAT	337.7	198.4	275.9	322.3	356.1
EBITDA	564.0	441.5	481.1	523.5	560.9
성장성(%)					
매출액증가율	16.78	(9.32)	5.95	4.69	4.05
NOPAT증가율	51.78	(41.25)	39.06	16.82	10.49
EBITDA증가율	33.46	(21.72)	8.97	8.81	7.14
영업이익증가율	31.81	(27.53)	15.54	13.60	10.45
(지배주주)순이익증가율	85.92	(47.90)	60.29	22.40	5.83
EPS증가율	85.82	(47.63)	60.45	22.36	5.84
수익성(%)					
매출총이익률	50.13	49.37	50.00	50.48	50.47
EBITDA이익률	16.35	14.11	14.51	15.08	15.53
영업이익률	13.64	10.90	11.89	12.90	13.69
계속사업이익률	9.80	6.32	8.58	9.78	9.96

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,586.8	1,686.1	1,952.7	2,357.4	2,769.8
금융자산	253.2	481.9	677.1	1,022.1	1,380.5
현금성자산	232.0	470.6	665.5	1,010.2	1,368.4
매출채권	505.0	502.9	532.9	557.9	580.5
재고자산	735.5	615.6	652.2	682.8	710.4
기타유동자산	93.1	85.7	90.5	94.6	98.4
비유동자산	2,183.4	2,072.4	1,993.1	1,923.7	1,863.1
투자자산	102.3	133.0	140.7	147.2	153.0
금융자산	36.1	32.3	34.0	35.4	36.7
유형자산	439.1	405.2	345.0	295.3	254.3
무형자산	1,547.9	1,450.7	1,424.0	1,397.9	1,372.5
기타비유동자산	94.1	83.5	83.4	83.3	83.3
자산총계	3,770.2	3,758.4	3,945.8	4,281.1	4,633.0
유동부채	867.4	995.5	925.3	950.9	974.2
금융부채	340.5	396.1	297.5	299.5	301.3
매입채무	212.2	202.4	214.4	224.5	233.6
기타유동부채	314.7	397.0	413.4	426.9	439.3
비유동부채	1,101.9	905.7	922.8	937.2	950.2
금융부채	730.0	616.8	616.8	616.8	616.8
기타비유동부채	371.9	288.9	306.0	320.4	333.4
부채총계	1,969.3	1,901.1	1,848.1	1,888.1	1,924.4
자본총계	1,249.6	1,292.4	1,504.2	1,765.7	2,043.2
지배주주지분	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1
자본금	99.9	98.2	98.2	98.2	98.2
자본잉여금	(16.4)	(19.9)	(19.9)	(19.9)	(19.9)
기타포괄이익누계액	25.1	(26.3)	(26.3)	(26.3)	(26.3)
이익잉여금	1,080.0	1,179.3	1,391.1	1,652.6	1,930.1
비배주주지분	551.3	564.9	593.5	627.3	665.4
자본총계	1,800.9	1,857.3	2,097.7	2,393.0	2,708.6
순금융부채	817.2	531.0	237.3	(105.7)	(462.4)

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	4,365	2,286	3,668	4,488	4,750
BPS	20,717	21,602	25,087	29,392	33,959
CFPS	7,701	5,986	8,499	9,333	9,613
EBITDAPS	9,229	7,261	7,920	8,617	9,233
SPS	56,458	51,452	54,567	57,125	59,440
DPS	219	185	185	185	185
주가지표(배)					
PER	12.14	19.12	11.70	9.56	9.03
PBR	2.56	2.02	1.71	1.46	1.26
PCFR	6.88	7.30	5.05	4.60	4.46
EV/EBITDA	8.17	8.49	7.14	5.98	5.01
PSR	0.94	0.85	0.79	0.75	0.72
재무비율(%)					
ROE	23.81	10.94	15.94	16.68	15.15
ROA	7.54	3.69	5.79	6.63	6.47
ROIC	13.87	8.16	12.23	14.67	16.59
부채비율	109.35	102.36	88.10	78.90	71.05
순부채비율	45.38	28.59	11.31	(4.42)	(17.07)
이자보상배율(배)	8.38	9.38	11.71	14.01	15.44

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	319.1	445.0	363.4	408.4	420.0
당기순이익	338.1	197.7	284.4	339.3	359.6
조정	16	17	9	8	7
감가상각비	93.3	100.5	87.0	75.8	66.4
외환거래손익	8.6	(9.9)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(34.6)	(42.6)	0.0	0.0	0.0
기타	(51.3)	(31.0)	(78.0)	(67.8)	(59.4)
영업활동자산부채변동	(176.8)	77.9	(8.0)	(6.7)	(6.1)
투자활동 현금흐름	(35.9)	(55.2)	(40.9)	(39.6)	(39.0)
투자자산감소(증가)	5.9	11.8	(40.6)	(39.3)	(38.7)
자본증가(감소)	(2.9)	(38.5)	0.0	0.0	0.0
기타	(38.9)	(28.5)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
재무활동 현금흐름	(190.2)	(134.5)	(109.7)	(9.1)	(9.3)
금융부채증가(감소)	78.2	(51.5)	(98.6)	2.0	1.8
자본증가(감소)	(17.9)	(1.7)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(219.1)	(68.0)	(0.0)	0.0	(0.0)
배당지급	(31.4)	(13.3)	(11.1)	(11.1)	(11.1)
현금의 증감	83.0	255.3	178.1	344.7	358.2
Unlevered CFO	470.6	364.0	516.4	567.0	584.0
Free Cash Flow	272.4	405.7	363.4	408.4	420.0

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

힐라홀딩스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.4.16	BUY	58,000		
19.10.10	BUY	84,000	-50.22%	-25.48%
19.5.17	BUY	100,000	-31.80%	-14.20%
19.4.10	BUY	87,000	-9.09%	-5.29%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.25%	5.75%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 04월 15일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(서현정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 4월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(서현정)는 2021년 4월 16일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.