



힐라홀딩스 (081660)

[1Q21 Preview] 아쿠시네트 호실적에 부각되는 밸류에이션 매력

▶ Analyst 손효주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610 / RA 조은아 euna.cho@hanwha.com 3772-7641

Buy (유지)

목표주가(상향): 62,000원

현재 주가(5/6)	46,000원
상승여력	▲34.8%
시가총액	27,946억원
발행주식수	60,752천주
52 주 최고가 / 최저가	47,700 / 30,300원
90 일 일평균 거래대금	182.37억원
외국인 지분율	44.3%

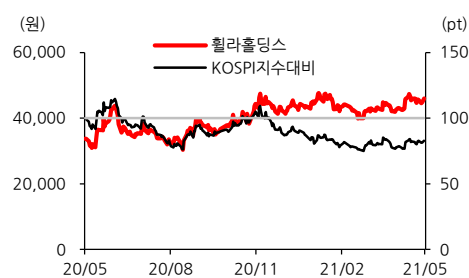
주주 구성	
피에몬테 (외 3 인)	21.7%
국민연금공단 (외 1 인)	9.8%
TempletonAssetManagement,	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	7.9	6.4	3.7	36.3
상대수익률(KOSPI)	6.2	4.5	-27.8	-28.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2021E
매출액	3,450	3,129	3,347	3,469
영업이익	471	341	433	461
EBITDA	564	442	481	511
지배주주순이익	267	139	249	278
EPS	4,365	2,286	4,106	4,579
순차입금	819	532	411	243
PER	12.1	19.1	11.2	10.0
PBR	2.6	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	7.2	7.2	6.7	5.9
배당수익률	0.4	0.4	0.1	0.1
ROE	23.8	10.9	17.6	16.6

주가 추이



자회사 아쿠시네트 골프 법인의 호실적으로 1 분기 실적 전망치를 상향했습니다. 이번 아쿠시네트 실적으로 자회사 가치와 밸류에이션 매력이 더욱 부각받을 것으로 예상합니다.

1Q21 Preview: 아쿠시네트 서프라이즈로 올라가는 실적

1Q21 연결기준 매출액 9,742억원(+23.3%, 이하 yoy 성장 기준 동일), 영업이익 1,683억원(+150.7%) 예상한다. 자회사 아쿠시네트 법인의 호실적으로 컨센서스 추정치를 대폭 상회할 것으로 전망한다. 사업 부문별로는, 1) 국내 매출액 1,340억원(+4.1%), 영업이익 194억원(-9.9%), 2) 미국 달러기준 매출액 1억 2,740만달러(+20.0%). 한화기준 매출액 1,419억원(+12.0%), 영업이익 43억원(-45.0%) 예상한다. 한국과 미국 모두 소비 회복으로 매출액은 성장하나 비용증가로 이익은 소폭 하락할 것으로 예상한다. 3) 로열티 매출액 151억원(-20.0%)으로 실적 비중이 높은 유럽 지역과 일본 지역에서 코로나19 악영향이 지속됨에 따라 실적 부진이 이어질 것으로 예상한다. 4) Acushnet 골프 사업은 매출액 6,472억원(+32.6%), 영업이익 1,338억원(+423.8%) 기록했다. 코로나19 이후 강해진 골프 수요와 브랜드력에 힘입어 서프라이즈 기록했다. 5) 중국 사업 실적은 코로나19 영향에서 벗어나면서 파트너인 ANTA의 높은 유통력과 자본력을 바탕으로 견조한 성장을 기록할 것으로 기대한다. 중국 디자인 수수료 매출액 129억원(+70.0%), 중국법인 Fullprospect의 지분법이익은 116억원(+70.4%) 예상한다.

부각되는 밸류에이션 매력

이번 아쿠시네트의 호실적으로 자회사 가치와 밸류에이션 매력이 더욱 부각받을 것으로 예상한다. 2021년 아쿠시네트 및 중국 자회사의 고성장이 이어지는 가운데 타격을 받았던 힐라 본업에서의 실적 회복이 예상됨에 따라 기업가치도 점진적으로 회복될 것으로 예상한다. 다만 하반기부터는 아쿠시네트 법인의 베이스 부담이 존재한다. 이에 하반기부터는 FILA 브랜드 회복의 속도가 중요해질 것으로 보인다. 하반기 이익을 역성장으로 추정해도 중국 및 아쿠시네트 법인의 지분 가치와 FILA 브랜드 가치를 고려했을 때 밸류에이션은 여전히 저평가된 것으로 판단된다. 아쿠시네트 실적 추정치를 상향하고 12M FWD 시점 변경으로 목표주가는 6.2만원으로 상향하고 투자 의견 Buy를 유지한다.

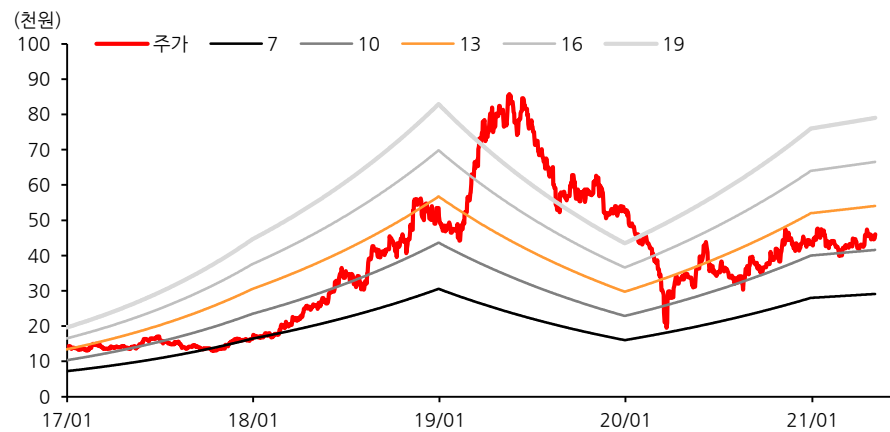
[표1] 힐라홀딩스 1Q21 당사 추정치 및 컨센서스 비교

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E (a)	y-y	q-q	컨센서스(b)	차이(a/b-1)
매출액	789.9	625.0	917.4	796.5	974.2	23.3	22.3	827.0	17.8
영업이익	67.1	50.3	155.6	68.1	168.3	150.7	147.2	91.2	84.5
지배주주순이익	33.6	39.9	59.6	5.9	77.0	129.1	1,206.3	50.7	51.9
영업이익률(%)	8.5	8.0	17.0	8.5	17.3			11.0	
순이익률(%)	4.3	6.4	6.5	0.7	7.9			6.1	

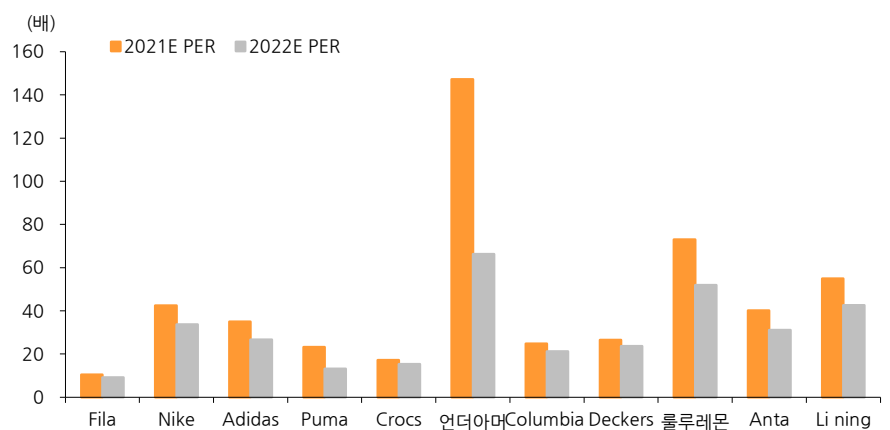
자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 힐라홀딩스 12M FWD PER 밴드 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 힐라홀딩스 및 동종업체 2021E, 2022E PER 비교



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 힐라홀딩스 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	789.9	625.0	917.4	796.5	974.2	824.2	815.5	733.0	3,128.8	3,346.9	3,469.2
국내부문	128.8	142.1	121.7	136.2	134.0	152.1	133.9	149.8	528.8	569.7	598.2
중국디자인수수로	7.6	11.7	10.6	17.6	12.9	15.2	12.2	20.2	47.5	60.5	71.2
미국	126.7	68.9	159.7	151.1	141.9	113.2	157.1	143.1	506.4	555.4	572.0
미국(백만\$)	106.1	56.5	134.3	135.2	127.4	101.6	141.1	128.5	432.2	498.5	513.5
평균 원/달러(원)	1,193.6	1,220.8	1,188.5	1,117.6	1,114.1	1,114.1	1,114.1	1,114.1	1,180.1	1,114.1	1,114.1
로열티	18.8	12.1	17.2	18.2	15.1	14.9	18.8	20.0	66.3	68.7	74.6
아류시네트	487.9	367.7	575.4	471.5	647.2	501.3	457.3	398.2	1,902.4	2,003.9	2,064.1
성장률 yy%											
매출액	-5.4	-34.8	5.8	0.9	23.3	31.9	-11.1	-8.0	-9.3	7.0	3.7
국내부문	-7.4	-11.6	-18.7	-16.2	4.1	7.0	10.0	10.0	-13.6	7.7	5.0
중국디자인수수로	5.2	21.6	26.8	30.0	70.0	30.0	15.0	15.0	22.6	27.5	17.7
미국	-19.6	-58.3	-9.0	19.0	12.0	64.3	-1.6	-5.3	-19.0	9.7	3.0
미국(백만\$)	-24.2	-60.1	-8.6	25.2	20.0	80.0	5.0	-5.0	-19.5	15.4	3.0
평균 원/달러(원)	6.1	4.6	-0.4	-4.9	-6.7	-8.7	-6.3	-0.3	1.3	-5.6	0.0
로열티	0.0	-40.9	-24.0	-18.4	-20.0	22.9	9.6	9.9	-21.3	3.7	8.6
아류시네트	0.0	-31.8	15.2	8.9	32.6	36.4	-20.5	-15.6	-2.9	5.3	3.0
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	16.3	22.7	13.3	17.1	13.8	18.4	16.4	20.4	16.9	17.0	17.2
중국디자인수수로	1.0	1.9	1.2	2.2	1.0	1.6	1.5	2.8	1.5	1.7	1.9
미국	16.0	11.0	17.4	19.0	14.6	13.7	19.3	19.5	16.2	16.6	16.5
로열티	2.4	1.9	1.9	2.3	1.5	1.8	2.3	2.7	2.1	2.1	2.2
아류시네트	61.8	58.8	62.7	59.2	66.4	60.8	56.1	54.3	60.8	59.9	59.5
영업이익	67.1	50.3	155.6	68.1	168.3	121.1	99.6	44.1	341.1	433.0	461.3
국내부문	21.6	28.0	22.4	22.3	19.4	28.9	24.6	25.5	94.3	98.4	104.5
중국디자인수수로	7.6	11.7	10.6	17.6	12.9	15.2	12.2	20.2	47.5	60.5	71.2
미국	7.7	-6.1	10.7	-2.3	4.3	3.4	4.7	4.3	9.9	16.7	18.9
미국(백만\$)	6.5	-5.0	9.0	-2.1	3.8	3.0	4.2	3.9	8.4	15.0	16.9
로열티	18.8	12.1	17.2	18.2	15.1	14.9	18.8	20.0	66.3	68.7	74.6
아류시네트	25.5	14.3	101.3	30.3	133.8	70.2	45.7	-8.0	171.6	241.7	244.7
성장률 yy%											
영업이익	-42.0	-65.3	24.6	-20.0	150.7	140.8	-36.0	-35.3	-27.5	26.9	6.5
국내부문	-10.8	-10.0	-15.3	-26.8	-9.9	3.1	10.0	14.2	-16.0	4.4	6.2
중국디자인수수로	5.2	21.6	26.8	30.0	70.0	30.0	15.0	15.0	22.6	27.5	17.7
미국	-24.2	-139.1	-13.5	242.5	-45.0	-155.3	-55.9	-283.2	-73.5	67.5	13.3
미국(백만\$)	-28.6	-137.4	-13.2	260.3	-41.1	-160.7	-52.9	-283.8	-74.1	79.1	13.3
로열티	0.0	-40.9	-24.0	-18.4	-20.0	22.9	9.6	9.9	-21.3	3.7	8.6
아류시네트	-56.3	-79.9	92.9	-9.6	423.8	390.1	-54.8	-126.3	-20.6	40.9	1.2
수익성 margin % (of sales)											
영업이익	8.5	8.0	17.0	8.5	17.3	14.7	12.2	6.0	10.9	12.9	13.3
국내부문	16.7	19.7	18.4	16.4	14.5	19.0	18.4	17.0	17.8	17.3	17.5
중국디자인수수로	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
미국	6.1	-8.9	6.7	-1.6	3.0	3.0	3.0	3.0	2.0	3.0	3.3
로열티	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
아류시네트	5.2	3.9	17.6	6.4	20.7	14.0	10.0	-2.0	9.0	12.1	11.9
영업외손익	-9.6	2.9	3.7	1.9	2.6	5.9	4.8	12.2	-1.2	25.5	36.7
이자손익	-10.3	-10.7	-6.8	-6.7	-6.3	-6.1	-6.1	-6.0	-34.4	-24.5	-23.3
자분법이익_Fullprospect	6.8	11.9	8.6	15.2	11.6	13.6	10.9	18.2	42.6	54.3	63.9
지배주주순이익	33.6	39.9	59.6	5.9	77.0	68.8	59.8	43.8	139.0	249.4	278.2
growth %	-52.2	-41.7	-26.0	-87.6	129.1	72.3	0.4	643.2	-47.9	79.4	11.5
margin %	4.3	6.4	6.5	0.7	7.9	8.3	7.3	6.0	4.4	7.5	8.0

자료: 힐라홀딩스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	2,955	3,450	3,129	3,347	3,469
매출총이익	1,468	1,730	1,545	1,657	1,718
영업이익	357	471	341	433	461
EBITDA	423	564	442	481	511
순이자손익	-52	-54	-34	-25	-23
외화관련손익	-4	-2	11	0	0
지분법손익	20	35	43	0	0
세전계속사업손익	337	471	340	463	502
당기순이익	210	338	198	324	351
지배주주순이익	144	267	139	249	278
증가율(%)					
매출액	16.8	16.8	-9.3	7.0	3.7
영업이익	64.2	31.8	-27.5	27.0	6.5
EBITDA	49.0	33.5	-21.7	8.9	6.3
순이익	94.3	61.0	-41.5	63.8	8.5
이익률(%)					
매출총이익률	49.7	50.1	49.4	49.5	49.5
영업이익률	12.1	13.6	10.9	12.9	13.3
EBITDA 이익률	14.3	16.3	14.1	14.4	14.7
세전이익률	11.4	13.7	10.9	13.8	14.5
순이익률	7.1	9.8	6.3	9.7	10.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	275	319	445	180	233
당기순이익	337	471	340	324	351
자산상각비	65	93	100	48	49
운전자본증감	-107	-177	78	-61	-66
매출채권 감소(증가)	-82	-39	-13	-36	-39
재고자산 감소(증가)	-39	-75	78	-43	-46
매입채무 증가(감소)	58	-20	0	7	7
투자현금흐름	-25	-36	-55	-60	-62
유형자산처분(취득)	-18	-3	-38	-42	-44
무형자산 감소(증가)	-2	-12	-10	-9	-9
투자자산 감소(증가)	-10	-16	0	0	0
재무현금흐름	-214	-190	-135	-60	-43
차입금의 증가(감소)	-190	-126	-57	-60	-40
자본의 증가(감소)	-24	-31	-46	0	-3
배당금의 지급	-24	-31	-46	0	-3
총현금흐름	457	604	506	242	300
(-)운전자본증감(감소)	58	136	-203	82	66
(-)설비투자	85	47	39	42	44
(+)자산매각	64	32	-9	-9	-9
Free Cash Flow	378	453	661	109	181
(-)기타투자	42	46	132	-12	9
잉여현금	336	407	529	121	172
NOPLAT	222	338	198	303	323
(+) Dep	65	93	100	48	49
(-)운전자본투자	58	136	-203	82	66
(-)Capex	85	47	39	42	44
OpFCF	145	248	462	227	263

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	1,338	1,587	1,686	1,814	2,030
현금성자산	170	251	481	542	670
매출채권	474	519	517	554	592
재고자산	632	735	616	659	705
비유동자산	1,966	2,183	2,072	2,124	2,176
투자자산	164	194	216	224	233
유형자산	311	439	405	440	474
무형자산	1,492	1,548	1,451	1,460	1,469
자산총계	3,304	3,770	3,758	3,938	4,206
유동부채	672	867	995	951	942
매입채무	249	242	233	240	247
유동성이자부채	176	340	396	366	336
비유동부채	1,126	1,102	906	880	882
비유동이자부채	810	730	617	587	577
부채총계	1,798	1,969	1,901	1,831	1,824
자본금	61	61	61	61	61
자본잉여금	118	100	98	98	98
이익잉여금	822	1,080	1,179	1,429	1,704
자본조정	-10	9	-46	-46	-46
자기주식	0	-16	-20	-20	-20
자본총계	1,506	1,801	1,857	2,107	2,382

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	2,349	4,365	2,286	4,106	4,579
BPS	16,226	20,448	21,274	25,380	29,908
DPS	50	219	185	50	50
CFPS	7,476	9,879	8,323	3,978	4,930
ROA(%)	4.5	7.5	3.7	6.5	6.8
ROE(%)	16.0	23.8	10.9	17.6	16.6
ROIC(%)	9.9	14.0	8.2	12.9	13.1
Multiples(x, %)					
PER	22.8	12.1	19.1	11.2	10.0
PBR	3.3	2.6	2.1	1.8	1.5
PSR	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8
PCR	7.2	5.4	5.3	11.6	9.3
EV/EBITDA	9.7	7.2	7.2	6.7	5.9
배당수익률	0.1	0.4	0.4	0.1	0.1
안정성(%)					
부채비율	119.3	109.3	102.4	86.9	76.6
Net debt/Equity	54.2	45.5	28.6	19.5	10.2
Net debt/EBITDA	193.2	145.2	120.5	85.6	47.5
유동비율	199.0	182.9	169.4	190.8	215.5
이자보상배율(배)	6.6	8.4	9.4	15.8	17.6
자산구조(%)					
투하자본	87.2	85.1	76.6	75.9	73.5
현금+투자자산	12.8	14.9	23.4	24.1	26.5
자본구조(%)					
차입금	39.6	37.3	35.3	31.1	27.7
자기자본	60.4	62.7	64.7	68.9	72.3

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 5월 7일)

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, 조은아)

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 책임소재에 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	2021.03.15	2021.05.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	80,000	47,000	47,000	47,000	56,000	62,000

[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	-17.75	1.49
2021.03.15	Buy	56,000	-21.31	-15.45
2021.05.07	Buy	62,000		

[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: 2021년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%