

2021. 5. 17



▲ 화장품/섬유의복

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

Buy

적정주가 (12개월) **68,000 원**

현재주가 (5.14) **53,700 원**

상승여력 **26.6%**

KOSPI 3,153.32pt

시가총액 32,624억원

발행주식수 6,075만주

유동주식비율 77.27%

외국인비중 43.63%

52주 최고/최저가 56,700원/30,300원

평균거래대금 263.0억원

주요주주(%)

피에몬테 외 2 인 21.65

국민연금공단 9.80

Templeton Asset Management, Ltd. 5.00

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 25.3 20.9 73.5

상대주가 26.5 -4.3 5.9

주가그래프



힐라홀딩스 081660

1Q21 Review: 자회사 호조

- ✓ 1Q21: 매출 9,883억원(+25%), 영업이익 1,836억원(+173%), 순이익 850억원(+153%)
- ✓ EAST: ① 중국(+69%) 고성장 기초 유지, ② 한국(영업이익 -6%) 도매 기여 확대
- ✓ WEST: ① 미국(영업이익 -49%) 원가율 상승, ② 로열티(-19%) 영업 활동 위축
- ✓ 아쿠시네트: 필드 운영 재개 + 이연 수요 확보 = 폭발적 성장(영업이익 +423%)
- ✓ 글로벌 소비 회복 따른 낙수효과 기대 → 매수 접근 추천

1Q21 시장 기대치 상회

힐라홀딩스는 2021년 1분기 매출액 9,883억원(+25.1% YoY; 이하 YoY), 영업이익 1,836억원(+173.4%), 순이익 850억원(+152.9%)을 기록하면서, 기대치를 상회했다.

[중국] 내수 회복에 힘입어 고성장을 구가했다. 중국 합산 수익은 245억원(+69.2%; 자문수수료 129억원 + 지분법이익 117억원)이다.

[한국] 매출액과 영업이익으로 각각 1,233억원(+1.7%), 131억원(-6.4%)을 시현했다. 매출총이익률(-1.0%p) 하락으로 감익했다. 온라인 사입(쿠팡 등) 및 홈쇼핑 판매 증가로 도매 비중(+1.5%p)이 늘어난 영향이다.

[미국] 매출액 1,475억원(+16.3%), 영업이익 40억원(-49.0%)을 기록했다. 원부자재 가격 인상과 채널 믹스 훼손이 원가율(+4.1%p)을 끌어올렸다.

[로열티] 주요 라이선스들의 영업 위축과 매장 축소로 역신장(-18.9%)했다.

[아쿠시네트] 골프 필드 운영 재개에 이연 수요 확보가 더해지면서, 폭발적 성장을 시현했다. 매출액 +32.7%(달러 기준 +42.1%), 영업이익은 +422.8% 증가했다.

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 68,000원(상향) 제시

힐라홀딩스에 대한 적정주가는 68,000원으로 +3% 상향한다. 글로벌 소비 회복에 따른 낙수효과가 기대되는 바, 매수 관점에서 접근을 추천한다. ① 자회사 아쿠시네트와 안타스포츠의 호조로 연결 실적 가시성이 높아졌다. ② 서구권 록다운에 따른 기저를 감안할 때, 2Q21E 미국(+63.4%)과 로열티(+26.2%) 개선 폭이 크겠다. ③ 국내는 Keds 추가 및 퍼포먼스 확장을 통해 성장 동력을 확보한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	3,450.4	470.7	266.8	4,365	61.0	20,448	12.1	2.6	8.2	23.8	109.3
2020	3,128.8	341.1	139.0	2,286	-41.2	21,274	19.1	2.1	8.5	10.9	102.4
2021E	3,525.7	539.8	307.6	5,064	107.7	25,958	10.6	2.1	6.7	21.4	80.9
2022E	3,656.3	508.7	324.4	5,340	-0.7	30,921	10.1	1.7	6.7	18.8	66.1
2023E	3,822.0	551.4	368.5	6,066	11.8	36,566	8.9	1.5	5.7	18.0	55.8

표1 휠라홀딩스 1Q21 실적 Review

(십억원, %, %p)	1Q21	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	988.3	789.9	25.1	796.5	24.1	854.3	15.7	983.1	0.5
영업이익	183.6	67.1	173.4	68.1	169.6	107.9	70.1	179.9	2.0
지배주주순이익	85.0	33.6	152.9	5.9	1340.4	60.1	41.4	82.2	3.4
영업이익률	18.6	8.5	10.1	8.5	10.0	12.6	5.9	18.3	0.3

자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

표2 휠라홀딩스 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	3,525.7	3,656.3	3,740.9	3,848.0	-5.8	-5.0	3,404.8	3,593.3
영업이익	539.8	508.7	573.0	535.4	-5.8	-5.0	422.9	471.4
순이익	307.6	324.4	313.3	327.3	-1.8	-0.9	244.9	290.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 휠라홀딩스 적정주가 산정

(십억원, 배, 천주, %)	NOPLAT	Target PER	적정가치 비교
영업가치 (A; FILA)	161	18.9	3,031 글로벌 Peer 평균 12개월 선행 P/E에 30% 할인
지분가치 (B; Acushnet)			1,610 지분가치 = 아쿠시네트 12개월 평균 시가총액 * 지분율
순현금 (C)			-524 2020년 장부가 기준
적정 시가총액 (D)			4,177 (A)+(B)+(C)
주식 수 (E)			60,752
적정주가 (원)		67,764	68,000 (D)/(E), 반올림 적용
현재주가 (원)			53,700
상승여력 (%)			26.6
12개월 선행 Implied PER (연결)			13.8
12개월 선행 Implied PER (휠라, Acushnet 제외)			20.8

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	3,262	3,526	3,656	540	509	308	324	10.6	10.1	2.1	1.7	21.4	18.8	6.7	6.7
Nike	241,138	54,181	58,961	8,303	9,525	6,986	8,084	34.4	29.4	17.9	15.2	57.9	55.0	25.2	22.1
Adidas	77,337	32,189	34,724	3,637	4,268	2,601	3,043	28.5	23.9	6.5	6.0	24.5	26.2	15.2	13.5
Anta Sports	53,279	9,839	11,676	2,673	3,234	1,755	2,139	30.4	24.7	8.4	6.8	30.9	30.6	17.9	15.2
Puma	18,024	9,340	10,427	857	1,037	537	660	33.0	26.8	5.9	5.3	18.7	20.2	14.6	12.4
Sketchers	8,673	7,261	8,028	723	886	475	594	19.0	15.2	2.3	2.1	13.1	14.0	9.5	8.2
평균(국내사 제외)								29.1	24.0	8.2	7.1	29.0	29.2	16.5	14.3

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출

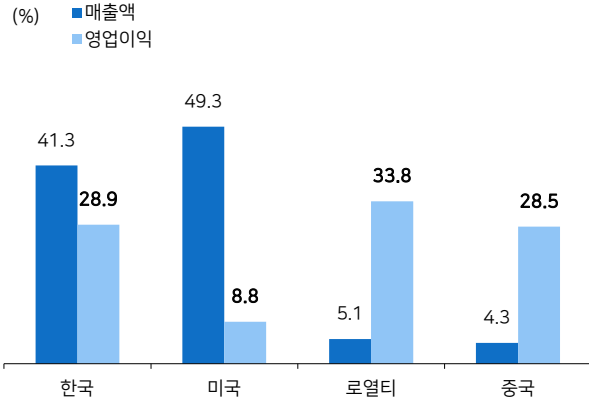
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 휠라홀딩스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	789.9	625.0	917.4	796.5	988.3	838.7	904.1	794.6	3,128.8	3,525.7	3,656.3
FILA - 한국	121.2	130.4	111.2	118.6	123.3	139.2	130.0	136.0	481.4	528.4	561.5
FILA - 미국	126.8	68.9	159.6	156.8	147.5	112.6	169.2	152.3	512.1	581.5	607.6
FILA - 로열티	18.8	12.1	17.2	18.7	15.3	15.3	17.6	19.1	66.8	67.2	71.7
FILA - 중국	7.6	11.7	10.6	17.6	12.9	16.9	13.8	22.9	47.5	66.4	86.4
아쿠시네트	487.9	367.6	575.4	471.5	647.5	515.2	523.5	447.6	1,902.4	2,133.9	2,173.5
매출총이익	381.7	326.6	446.3	390.1	498.5	446.6	439.9	405.0	1,544.6	1,790.0	1,859.0
매출총이익률	48.3	52.3	48.6	49.0	50.4	53.3	48.6	51.0	49.4	50.8	50.8
영업이익	67.1	50.3	155.6	68.1	183.6	151.3	119.0	85.9	341.1	539.8	508.7
영업이익률	8.5	8.0	17.0	8.5	18.6	18.0	13.2	10.8	10.9	15.3	13.9
FILA - 한국	13.9	16.3	11.8	4.7	13.1	17.4	18.4	13.3	46.8	62.2	67.1
FILA - 미국	7.8	-6.1	10.7	-2.4	4.0	4.7	9.6	5.8	9.9	24.0	36.7
FILA - 로열티	18.8	12.1	17.2	18.7	15.3	15.3	17.6	19.1	66.8	67.2	71.7
FILA - 중국	7.6	11.7	10.6	17.6	12.9	16.9	13.8	22.9	47.5	66.4	86.4
아쿠시네트	25.6	14.3	101.2	31.2	133.8	87.1	61.0	25.8	172.4	307.8	250.8
순이익	33.6	39.9	59.6	5.9	85.0	88.0	71.4	63.3	139.0	307.6	324.4
순이익률	4.3	6.4	6.5	0.7	8.6	10.5	7.9	8.0	4.4	8.7	8.9
중국 수익	14.5	23.5	19.2	32.8	24.5	34.5	25.1	43.7	73.3	90.1	127.7
자문수수료	7.6	11.7	10.6	17.6	12.9	16.9	13.8	22.9	47.5	66.4	86.4
지분법수익	6.9	11.8	8.6	15.2	11.7	17.5	11.3	20.8	42.6	61.3	80.3
지배순이익 내 중국 기여도	43.1	58.9	32.2	556.3	28.9	39.2	35.1	69.0	52.7	29.3	39.4
(% YoY)											
매출액	-5.4	-34.8	5.8	0.9	25.1	34.2	-1.4	-0.2	-9.3	12.7	3.7
FILA - 한국	-8.1	-13.7	-21.4	-20.4	1.7	6.7	17.0	14.6	-16.1	9.8	6.2
FILA - 미국	-19.5	-58.3	-9.1	23.3	16.3	63.4	6.0	-2.9	-18.1	13.6	4.5
FILA - 로열티	0.1	-41.0	-24.1	-16.3	-18.9	26.2	2.3	1.9	-20.7	0.5	6.7
FILA - 중국	5.2	21.6	26.8	30.0	69.1	45.0	30.0	30.1	22.6	40.0	30.0
아쿠시네트	0.0	-31.8	15.2	8.7	32.7	40.2	-9.0	-5.1	-2.9	12.2	1.9
영업이익	-42.0	-65.3	24.6	-20.0	173.4	201.0	-23.5	26.2	-27.5	58.3	-5.8
FILA - 한국	-17.6	-24.1	-34.8	-72.1	-6.4	6.7	55.5	181.7	-36.3	32.8	8.0
FILA - 미국	-24.2	적전	-13.7	-339.6	-49.0	흑전	-9.8	흑전	-73.8	142.9	52.5
FILA - 로열티	0.1	-41.0	-24.1	-16.3	-18.9	26.2	2.3	1.9	-20.7	0.5	6.7
FILA - 중국	5.2	21.6	26.8	30.0	69.1	45.0	30.0	30.1	22.6	40.0	30.0
아쿠시네트	-56.5	-79.9	93.8	-9.5	422.8	508.7	-39.8	-17.3	-20.5	78.5	-18.5
순이익	-52.2	-41.7	-26.0	-87.6	152.9	120.4	19.7	972.7	-47.9	121.3	5.5

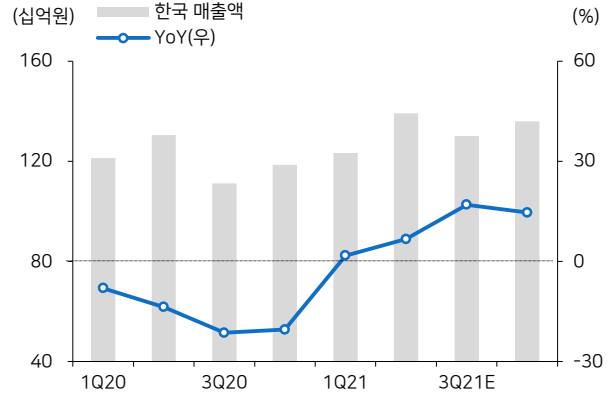
자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 FILA 권역별 실적 기여도 (1Q21)



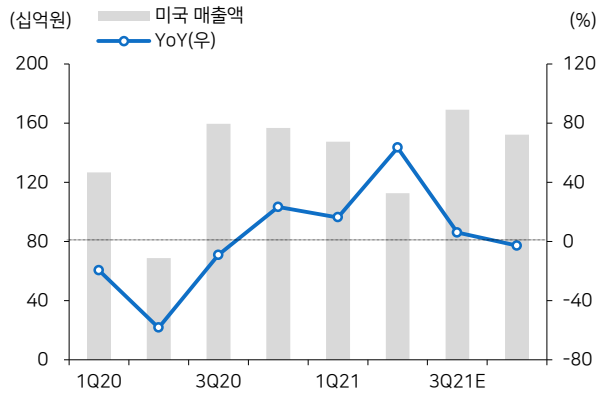
자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 FILA 한국 매출액 추이



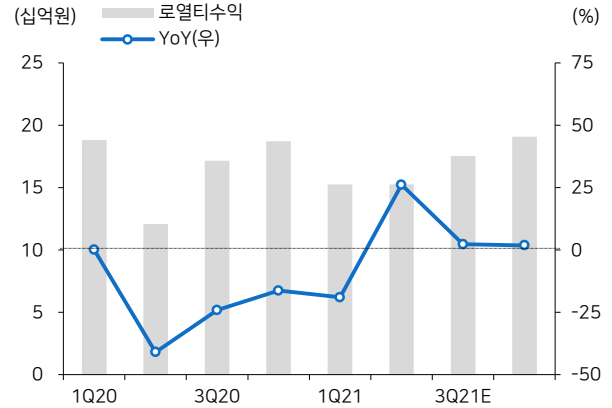
자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 FILA 미국 매출액 추이



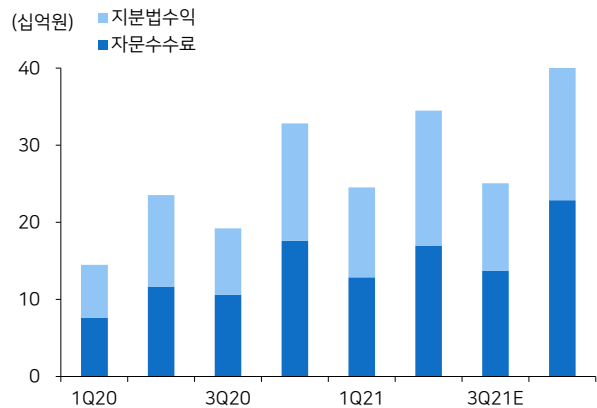
자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 FILA 로열티수익 추이



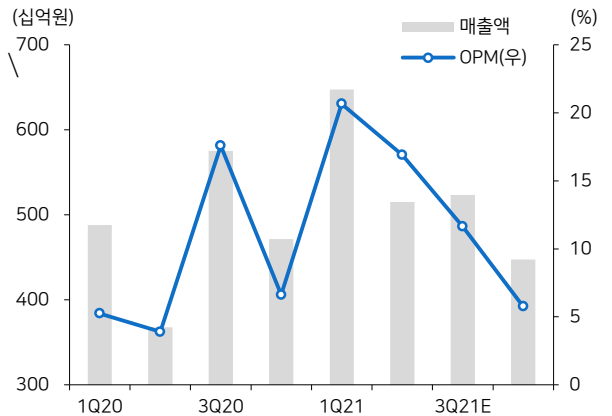
자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

그림5 FILA 중국 수익 추이



자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

그림6 아쿠시네트 실적 추이



자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

힐라홀딩스 (081660)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	3,450.4	3,128.8	3,525.7	3,656.3	3,822.0
매출액증가율 (%)	16.8	-9.3	12.7	3.7	4.5
매출원가	1,720.7	1,584.2	1,735.7	1,797.2	1,877.6
매출총이익	1,729.7	1,544.6	1,790.0	1,859.0	1,944.4
판매관리비	1,259.0	1,203.6	1,250.2	1,350.4	1,393.0
영업이익	470.7	341.1	539.8	508.7	551.4
영업이익률	13.6	10.9	15.3	13.9	14.4
금융손익	-57.0	-29.8	-27.2	-20.5	-14.3
종속/관계기업손익	34.6	42.6	61.3	80.3	96.8
기타영업외손익	22.9	-14.0	-4.0	-2.8	-1.6
세전계속사업이익	471.3	339.9	569.9	565.7	632.3
법인세비용	133.1	142.2	159.6	158.4	177.0
당기순이익	338.1	197.7	410.3	407.3	455.3
지배주주지분 순이익	266.8	139.0	307.6	324.4	368.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	319.1	445.0	342.2	387.9	490.8
당기순이익(손실)	338.1	197.7	410.3	407.3	455.3
유형자산상각비	69.3	73.0	65.9	60.2	55.4
무형자산상각비	24.0	27.5	18.5	18.2	17.9
운전자본의 증감	-176.8	77.9	-152.6	-97.8	-37.7
투자활동 현금흐름	-35.9	-55.2	-36.1	-44.5	-39.9
유형자산의증가(CAPEX)	-46.7	-39.3	-35.0	-35.0	-33.0
투자자산의감소(증가)	5.9	11.8	-0.9	-9.1	-6.6
재무활동 현금흐름	-190.2	-134.5	-88.1	-96.1	-89.3
차입금의 증감	84.2	-57.5	-77.0	-73.1	-66.3
자본의 증가	-17.9	-1.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	83.0	238.6	218.0	247.2	361.6
기초현금	149.0	232.0	470.7	688.6	935.9
기말현금	232.0	470.7	688.6	935.9	1,297.5

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,586.8	1,686.1	2,037.1	2,376.9	2,809.0
현금및현금성자산	232.0	470.7	688.6	935.9	1,297.5
매출채권	505.0	502.9	568.3	602.4	626.5
재고자산	735.5	615.6	683.3	737.9	782.2
비유동자산	2,183.4	2,072.4	2,023.8	1,989.6	1,956.0
유형자산	439.1	405.2	374.3	349.1	326.8
무형자산	1,547.9	1,450.8	1,432.2	1,414.0	1,396.2
투자자산	102.3	133.0	134.0	143.1	149.7
자산총계	3,770.3	3,758.4	4,061.0	4,366.5	4,765.0
유동부채	867.4	995.5	954.8	906.3	901.1
매입채무	212.2	202.4	218.6	229.5	234.1
단기차입금	193.0	255.0	220.0	190.0	162.0
유동성장기부채	43.4	101.0	101.0	101.0	101.0
비유동부채	1,102.0	905.7	861.6	831.3	805.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	611.7	507.1	467.1	427.1	387.1
부채총계	1,969.3	1,901.1	1,816.4	1,737.5	1,706.3
자본금	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1
자본잉여금	99.9	98.2	98.2	98.2	98.2
기타포괄이익누계액	25.1	-26.3	-26.3	-26.3	-26.3
이익잉여금	1,080.0	1,179.3	1,463.9	1,765.4	2,108.3
비지배주주지분	551.3	564.9	667.6	750.5	837.2
자본총계	1,800.9	1,857.3	2,244.6	2,629.0	3,058.7

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	56,458	51,452	58,034	60,183	62,911
EPS(지배주주)	4,365	2,286	5,064	5,340	6,066
CFPS	7,701	5,986	11,198	10,979	11,939
EBITDAPS	9,229	7,261	10,275	9,663	10,281
BPS	20,448	21,274	25,958	30,921	36,566
DPS	219	185	384	381	426
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.7	0.7	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	12.1	19.1	10.6	10.1	8.9
PCR	6.9	7.3	4.8	4.9	4.5
PSR	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
PBR	2.6	2.1	2.1	1.7	1.5
EBITDA	564.0	441.5	624.2	587.0	624.6
EV/EBITDA	8.2	8.5	6.7	6.7	5.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.8	10.9	21.4	18.8	18.0
EBITDA 이익률	16.3	14.1	17.7	16.1	16.3
부채비율	109.3	102.4	80.9	66.1	55.8
금융비용부담률	1.6	1.2	0.8	0.7	0.6
이자보상배율(x)	8.4	9.4	19.2	19.6	22.9
매출채권회전율(x)	7.2	6.2	6.6	6.2	6.2
재고자산회전율(x)	5.0	4.6	5.4	5.1	5.0

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	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

휠라홀딩스 (081660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

