

2021. 11. 15



▲ 화장품/섬유/의복
Analyst **하누리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 53,000 원

현재주가 (11.12) 38,550 원

상승여력 37.5%

KOSPI	2,968.80pt
시가총액	23,420억원
발행주식수	6,075만주
유동주식비율	77.27%
외국인비중	48.03%
52주 최고/최저가	59,300원/36,550원
평균거래대금	215.7억원

주요주주(%)

피에몬테 외 2 인	21.65
국민연금공단	9.80
Templeton Asset Management, Ltd.	5.39

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.1	-29.8	-15.3
상대주가	-1.9	-25.2	-29.3

주가그래프



(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	3,739.9	508.3	247.4	4,072	83.9	26,242	9.5	1.5	5.5	17.1	71.0
2022E	3,896.4	522.6	253.4	4,171	2.4	30,077	9.2	1.3	5.1	14.8	59.0
2023E	4,105.6	561.1	279.1	4,594	8.8	34,327	8.4	1.1	4.5	14.3	50.6

힐라홀딩스 081660

3Q21 Review: 시간이 필요하다

- ✓ 3Q21: 매출액 9,271억원(+1%), 영업이익 1,103억원(-29%, OPM -5%p)
- ✓ 아시아: 중국(-6%) 판매 둔화 및 광고 집행, 한국(OP -28%) 도/소매 모두 부진
- ✓ 서구권: 미국(매출 -3%, OP +10%) 믹스 개선, 로열티(-3%) 주력 거점 약세
- ✓ 아쿠시네트: 역기저 영향으로 감익(OP -40%) vs. 아시아 및 의류 강세(매출 +5%)
- ✓ 아쿠 역기저 부담, 한/미 브랜드력 훼손, 중국 예상치 하향 → 확인 후 대응

3Q21 아쿠 감익 > 힐라 증익

힐라홀딩스는 2021년 3분기 매출액 9,271억원(+1.1% YoY; 이하 YoY), 영업이익 1,103억원(-29.1%, OPM 11.9%), 순이익 539억원(-9.6%)을 기록했다.

[아시아] 중국: 판매 둔화에 광고비 집행이 역레버리지(순이익 -20.4%)를 초래, 합산 수익은 181억원(-5.6%; 자문 수수료 113억원 + 지분법 이익 69억원)에 그쳤다.

한국: 매출액과 영업이익으로 각각 1,020억원(-8.2%), 85억원(-28.2%)을 실현했다. 소매(오프라인 -12.6%, 자사몰 -25.6%)와 도매(쿠팡/홈쇼핑 -4.6%) 모두 부진했다.

[서구권] 미국: 매출액 1,542억원(-3.4%), 영업이익 117억원(+9.7%)을 기록했다. 물류 차질로 전방 수요를 충분하게 대응하지 못했으나, 믹스 개선(고가 채널 증가 및 판가 인상)을 통해 수익성은 개선시켰다(OPM +1.0%p). 로열티: 162억원(-5.3%)으로 역신장했다. 주력 거점의 회복이 더딘 탓이다(달러: 유럽 -7.5%, 아시아 -23.5%).

[아쿠시네트] 역기저 구간 진입으로 감익(영업이익 -40.0%)이 불가피했다. 아시아 (일본 +13.2%, 한국 +23.3%) 강세와 의류(+18.9%) 호조로 매출(+5.3%)은 선방했다.

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 53,000원(하향) 제시

주가가 단기간 내 상승 반전하기는 쉽지 않을 것으로 본다. ① 아쿠: 아쿠시네트가 연결 실적을 끌어내린다(2021E 영업이익 기여도 61%), 역기저 부담은 3Q22E가 되어야 제거되겠다. ② 한/미: 한국과 미국의 성과 또한 미진하다. 매출 성장과 마진 개선의 동반 실현을 통해 브랜드 가치를 입증해야 한다. ③ 중국: 성숙기에 접어들다(매출액: 2016~2019년 CAGR +48.3% → 2021E +21.0% → 2022E +8.0%). 매장 수가 2천여개에 도달, 출점 여력도 제한적이다. 중국은 연결 지배순이익의 45%를 차지, 힐라 EPS의 중추이다(2022E 중국 실적 -22.8% 하향 → 연결 EPS -13.3%)

표1 휠라홀딩스 3Q21 실적 Review

(십억원, %, %p)	3Q21	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	당사 예상치	(% diff)
매출액	927.1	917.4	1.1	1,019.4	-9.1	876.0	5.8	853.9	8.6
영업이익	110.3	155.6	-29.1	173.8	-36.5	107.4	2.7	106.2	3.9
지배주주순이익	53.9	59.6	-9.6	90.5	-40.5	53.6	0.5	49.0	9.9
영업이익률	11.9	17.0	-5.1	17.0	-5.2	12.3	-0.4	12.4	-0.5

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	3,739.9	3,896.4	3,663.5	3,695.1	2.1	5.4	3,664.7	3,810.5
영업이익	508.3	522.6	541.2	498.0	-6.1	4.9	540.7	553.1
순이익	247.4	253.4	276.1	296.4	-10.4	-14.5	273.5	299.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 휠라홀딩스 적정주가 산정

(십억원, 배, 천주, %)	NOPLAT	Target PER	적정가치	비고
영업가치 (A; FILA)	157	14	2,241	글로벌 Peer 평균 12개월 선행 P/E에 50% 할인 적용
지분가치 (B; Acushnet)			1,199	아쿠시네트 12개월 평균 주가 * 주식 수 * 할인 40%
순현금 (C)			-226	2Q21 말 기준
적정 시가총액 (D)			3,214	(A)+(B)+(C)
주식 수 (E)			60,752	
적정주가 (원)		52,901	53,000	(D)/(E), 반내림
현재주가 (원)			38,550	
상승여력 (%)			37.5	
12개월 선행 Implied PER (연결)			12.7	
12개월 선행 Implied PER (휠라, Acushnet 제외)			20.2	

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	2,342	3,740	3,896	508	523	247	253	9.5	9.2	1.5	1.3	17.1	14.8	5.5	5.1
Nike	320,351	55,313	62,747	7,954	10,407	6,698	8,715	47.5	36.1	19.8	18.2	42.1	54.7	35.2	27.4
Adidas	80,470	29,471	32,315	2,876	3,701	2,016	2,639	38.9	29.4	7.8	7.0	21.2	25.0	18.4	15.4
Anta Sports	52,199	8,771	10,722	2,182	2,731	1,443	1,847	36.6	28.7	9.4	7.6	28.0	29.1	21.0	17.1
Puma	22,843	9,141	10,270	706	947	419	592	54.8	38.8	8.6	7.5	16.6	20.3	20.7	16.8
Sketchers	8,702	7,218	8,041	694	821	454	568	18.8	15.9	2.4	2.0	13.3	13.9	9.5	8.2
평균(국내사 제외)								39.3	29.8	9.6	8.5	24.2	28.6	21.0	17.0

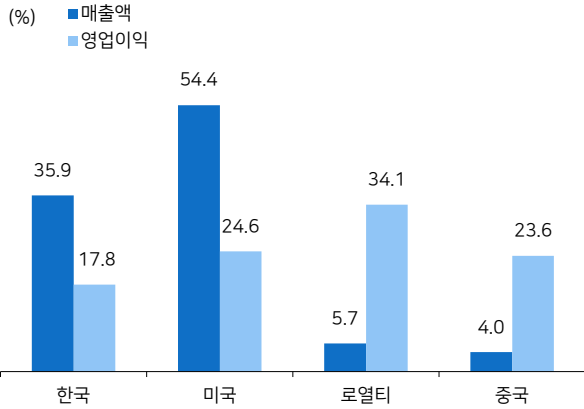
주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 휠라홀딩스 실적 추이 및 전망											
(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	789.9	625.0	917.4	796.5	988.3	1,019.4	927.1	805.2	3,128.8	3,739.9	3,896.4
FILA - 한국	121.2	130.4	111.2	118.6	123.3	122.1	102.0	115.0	481.4	462.4	486.7
FILA - 미국	126.8	68.9	159.6	156.8	147.5	127.3	154.2	174.9	512.1	603.9	699.9
FILA - 로열티	18.8	12.1	17.2	18.7	15.3	17.2	16.2	19.2	66.8	67.9	73.9
FILA - 중국	7.6	11.7	10.6	17.6	12.9	14.8	11.3	18.5	47.5	57.4	62.0
아쿠시네트	487.9	367.6	575.4	471.5	646.9	700.5	605.9	446.9	1,902.4	2,400.1	2,418.2
매출총이익	381.7	326.6	446.3	390.1	498.5	522.4	453.2	400.8	1,544.6	1,874.9	1,963.0
매출총이익률	48.3	52.3	48.6	49.0	50.4	51.3	48.9	49.8	49.4	50.1	50.4
영업이익	67.1	50.3	155.6	68.1	183.6	173.8	110.3	40.6	341.1	508.3	522.6
영업이익률	8.5	8.0	17.0	8.5	18.6	17.0	11.9	5.0	10.9	13.6	13.4
FILA - 한국	13.9	16.3	11.8	4.7	13.1	13.0	8.5	4.6	46.8	39.1	41.5
FILA - 미국	7.8	-6.1	10.7	-2.4	4.0	1.4	11.7	6.6	9.9	23.7	35.9
FILA - 로열티	18.8	12.1	17.2	18.7	15.3	17.2	16.2	19.2	66.8	67.9	73.9
FILA - 중국	7.6	11.7	10.6	17.6	12.9	14.8	11.3	18.5	47.5	57.4	62.0
아쿠시네트	25.6	14.3	101.2	31.2	133.9	122.4	60.8	-7.0	172.4	310.0	295.6
순이익	33.6	39.9	59.6	5.9	85.0	90.5	53.9	18.1	139.0	247.4	253.4
순이익률	4.3	6.4	6.5	0.7	8.6	8.9	5.8	2.3	4.4	6.6	6.5
중국 수익	14.5	23.5	19.2	32.8	24.5	29.8	18.1	33.4	90.1	105.8	114.6
자문수수료	7.6	11.7	10.6	17.6	12.9	14.8	11.3	18.5	47.5	57.4	62.0
지분법수익	6.9	11.8	8.6	15.2	11.7	15.0	6.9	14.8	42.6	48.4	52.6
지배순이익 내 중국 비중	43.1	58.9	32.2	556.3	28.9	32.9	33.7	184.1	64.8	42.8	45.2
(% YoY)											
매출액	-5.4	-34.8	5.8	0.9	25.1	63.1	1.1	1.1	-9.3	19.5	4.2
FILA - 한국	-8.1	-13.7	-21.4	-20.4	1.7	-6.4	-8.2	-3.0	-16.1	-3.9	5.3
FILA - 미국	-19.5	-58.3	-9.1	23.3	16.3	84.8	-3.4	11.5	-18.1	17.9	15.9
FILA - 로열티	0.1	-41.0	-24.1	-16.3	-18.9	42.4	-5.3	2.3	-20.7	1.6	8.9
FILA - 중국	5.2	21.6	26.8	30.0	69.1	26.4	6.5	5.3	22.6	21.0	8.0
아쿠시네트	0.0	-31.8	15.2	8.7	32.6	90.6	5.3	-5.2	-2.9	26.2	0.8
영업이익	-42.0	-65.3	24.6	-20.0	173.4	245.6	-29.1	-40.3	-27.5	49.0	2.8
FILA - 한국	-17.6	-24.1	-34.8	-72.1	-6.4	-20.8	-28.2	-3.0	-36.3	-16.6	6.3
FILA - 미국	-24.2	적전	-13.7	-339.6	-49.0	흑전	9.7	흑전	-73.8	140.0	51.3
FILA - 로열티	0.1	-41.0	-24.1	-16.3	-18.9	42.4	-5.3	2.3	-20.7	1.6	8.9
FILA - 중국	5.2	21.6	26.8	30.0	69.1	26.4	6.5	5.3	22.6	21.0	8.0
아쿠시네트	-56.5	-79.9	93.8	-9.5	422.9	754.9	-40.0	적전	-20.5	79.9	-4.7
순이익	-52.2	-41.7	-26.0	-87.6	152.9	126.6	-9.6	207.1	-47.9	78.0	2.4

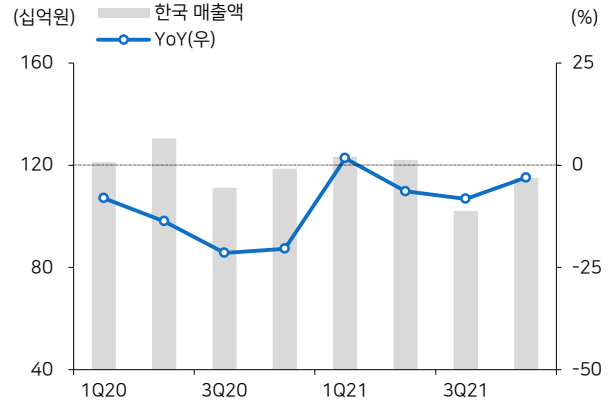
자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 FILA 권역별 실적 기여도 (3Q21)



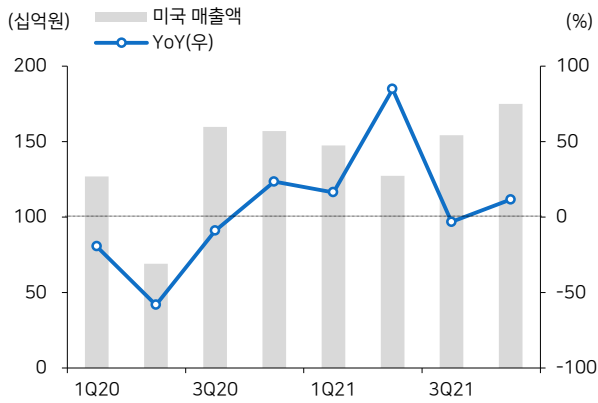
자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 FILA 한국 매출액 추이



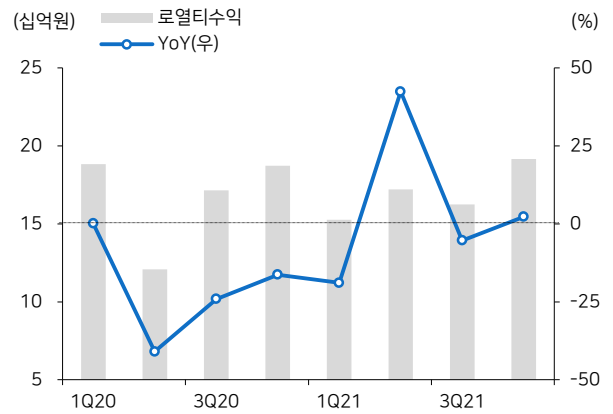
자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 FILA 미국 매출액 추이



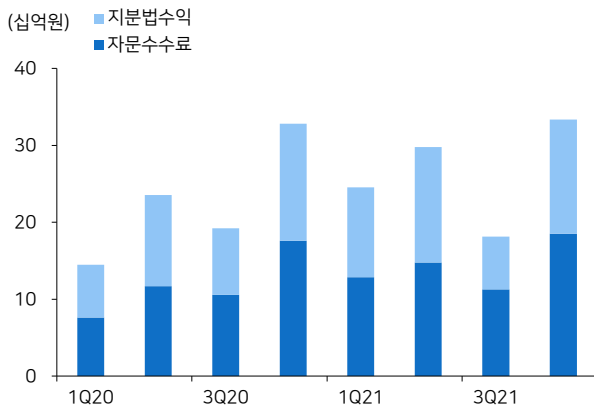
자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 FILA 로열티수익 추이



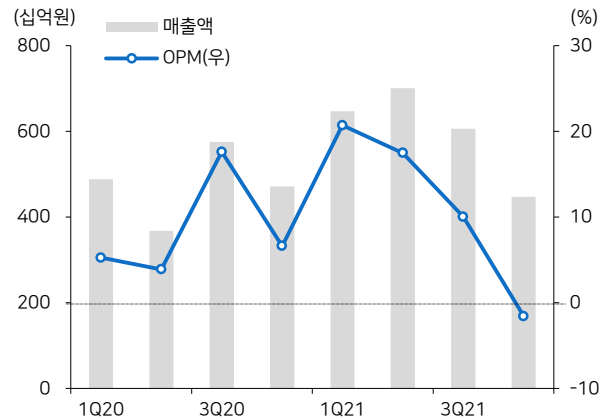
자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

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	3,739.9	3,896.4	4,105.6
매출액증가율 (%)	16.8	-9.3	19.5	4.2	5.4
매출원가	1,720.7	1,584.2	1,865.0	1,933.4	2,033.8
매출총이익	1,729.7	1,544.6	1,874.9	1,963.0	2,071.9
판매관리비	1,259.0	1,203.6	1,366.7	1,440.4	1,510.8
영업이익	470.7	341.1	508.3	522.6	561.1
영업이익률	13.6	10.9	13.6	13.4	13.7
금융손익	-57.0	-29.8	-33.4	-36.7	-32.8
중속/관계기업손익	34.6	42.6	48.4	52.6	57.3
기타영업외손익	22.9	-14.0	-4.4	-7.2	-7.6
세전계속사업이익	471.3	339.9	519.0	531.3	578.1
법인세비용	133.1	142.2	155.7	159.4	173.4
당기순이익	338.1	197.7	363.3	371.9	404.6
지배주주지분 순이익	266.8	139.0	247.4	253.4	279.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	319.1	445.0	314.7	368.6	449.7
당기순이익(손실)	338.1	197.7	363.3	371.9	404.6
유형자산상각비	69.3	73.0	74.4	69.6	62.5
무형자산상각비	24.0	27.5	21.0	16.5	16.3
운전자본의 증감	-176.8	77.9	-191.8	-89.5	-33.7
투자활동 현금흐름	-35.9	-55.2	-33.6	-46.5	-40.2
유형자산의증가(CAPEX)	-46.7	-39.3	-56.6	-35.0	-33.0
투자자산의감소(증가)	5.9	11.8	24.4	-11.1	-6.9
재무활동 현금흐름	-190.2	-134.5	-275.0	-93.5	-87.2
차입금의 증감	84.2	-57.5	-255.2	-73.1	-66.3
자본의 증가	-17.9	-1.7	19.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	83.0	238.6	24.2	228.6	322.3
기초현금	149.0	232.0	470.7	494.9	723.5
기말현금	232.0	470.7	494.9	723.5	1,045.8

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,586.8	1,686.1	1,844.7	2,166.0	2,558.8
현금및현금성자산	232.0	470.7	494.9	723.5	1,045.8
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	2,108.6	2,068.5	2,029.6
유형자산	439.1	405.2	408.4	373.7	344.2
무형자산	1,547.9	1,450.8	1,485.0	1,468.4	1,452.1
투자자산	102.3	133.0	135.3	146.4	153.3
자산총계	3,770.3	3,758.4	3,953.3	4,234.5	4,588.4
유동부채	867.4	995.5	874.9	826.4	821.7
매입채무	212.2	202.4	218.6	229.5	234.1
단기차입금	190.4	333.9	241.0	211.0	183.0
유동성장기부채	109.6	22.1	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1,102.0	905.7	766.8	745.0	719.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	611.7	507.1	374.3	334.3	294.3
부채총계	1,969.3	1,901.1	1,641.7	1,571.4	1,541.6
자본금	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1
자본잉여금	99.9	98.2	118.1	118.1	118.1
기타포괄이익누계액	25.1	-26.3	18.6	18.6	18.6
이익잉여금	1,080.0	1,179.3	1,416.4	1,649.4	1,907.5
비지배주주지분	551.3	564.9	717.3	835.9	961.4
자본총계	1,800.9	1,857.3	2,311.6	2,663.1	3,046.8

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	56,458	51,452	61,561	64,136	67,580
EPS(지배주주)	4,365	2,286	4,072	4,171	4,594
CFPS	7,701	5,986	8,869	10,454	11,056
EBITDAPS	9,229	7,261	9,938	10,020	10,534
BPS	20,448	21,274	26,242	30,077	34,327
DPS	219	185	340	348	379
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.9	0.9	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.1	19.1	9.5	9.2	8.4
PCR	6.9	7.3	4.3	3.7	3.5
PSR	0.9	0.8	0.6	0.6	0.6
PBR	2.6	2.1	1.5	1.3	1.1
EBITDA	564.0	441.5	603.7	608.8	640.0
EV/EBITDA	8.2	8.5	5.5	5.1	4.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.8	10.9	17.1	14.8	14.3
EBITDA 이익률	16.3	14.1	16.1	15.6	15.6
부채비율	109.3	102.4	71.0	59.0	50.6
금융비용부담률	1.6	1.2	0.7	0.5	0.4
이자보상배율(x)	8.4	9.4	20.2	25.7	30.4
매출채권회전율(x)	7.2	6.2	7.0	6.7	6.7
재고자산회전율(x)	5.0	4.6	5.8	5.5	5.4

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

힐라홀딩스 (081660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		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	
2020.07.07	기업브리프	Buy	50,000	하누리	-25.5	-5.0	
2020.11.16	기업브리프	Buy	56,000	하누리	-21.5	-14.8	
2021.01.18	기업브리프	Buy	63,000	하누리	-30.5	-21.5	
2021.05.10	산업분석	Buy	66,000	하누리	-16.2	-14.1	
2021.05.17	기업브리프	Buy	68,000	하누리	-19.4	-12.8	
2021.08.17	기업브리프	Buy	65,000	하누리	-31.6	-27.6	
2021.10.12	산업브리프	Buy	57,000	하누리	-33.2	-28.9	
2021.11.15	기업브리프	Buy	53,000	하누리	-	-	