

2022. 1. 12



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

Buy

적정주가 (12개월) **48,000 원**

현재주가 (1.11) **32,550 원**

상승여력 **47.5%**

KOSPI 2,927.38pt

시가총액 19,775억원

발행주식수 6,075만주

유동주식비율 77.27%

외국인비중 43.69%

52주 최고/최저가 59,300원/32,550원

평균거래대금 206.9억원

주요주주(%)

피에몬테 외 2 인 21.65

국민연금공단 7.71

Templeton Asset Management, Ltd. 5.39

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -12.4 -38.6 -29.0

상대주가 -9.9 -32.5 -23.6

주가그래프



힐라홀딩스 081660

4Q21E Preview: 본업 정상화

- ✓ 4Q21E 매출 8,330억원(+5%), 영업이익 614억원(-10%, OPM -1%p)
- ✓ 자체: 한국(매출 +7%, 영업이익 -7%) 광고 집행, 미국(매출 +8%, 흑전) 재고 비축
- ✓ 라이선싱: 중국(+19%) 광군제 효과, 로열티(+1%) 코로나 영향
- ✓ 아쿠시네트: 역기저 구간 → 매출 -1%, 영업이익 적전(-46억)
- ✓ 매출 및 이익 동반 성장 통해 브랜드력 입증 필요

4Q21E 힐라 성장 & 아쿠 역성장

힐라홀딩스는 2021년 4분기 매출액 8,330억원(+4.6% YoY; 이하 YoY), 영업이익 614억원(-9.8%, OPM -1.1%p), 순이익 469억원(+694.5%)을 기록할 전망이다. 본업 힐라는 기저 효과로 성장 전환, 자회사 아쿠시네트는 역기저 부담에 따라 역성장 이 예상된다(매출액 힐라 +13.2%/아쿠 -1.3%, 영업이익 힐라 +79.3%/아쿠 적전).

[자체] 한국: 매출액과 영업이익으로 각각 1,268억원(+6.9%), 95억원(+100.9%); 4Q20 재고평가손 55억원 제거 시 -7.2%)을 추산한다. 기저 효과(4Q20 -20.4%)와 추동 제품 호조로 매출은 늘겠지만, 광판비 집행 및 도매 증가로 마진은 줄겠다. **미국:** 매출액 1,700억원(+8.4%), 영업이익 88억원(흑전)을 예상한다. 미국 의류 소매 재고율(현재 1.7 vs. 평균 2.0 이상)이 역대 최저 수준이며, 주요 소싱처인 베트남에 록다운이 해제된 점을 감안했다.

[라이선싱] 중국: 예상 수익은 389억원(+18.5%; 수수료 및 지분법 합산)이다. 광군제 판매가 호조였던 것으로 파악된다. **로열티:** 코로나 영향으로 전년동기 수준(188억; +0.6%)을 유지하겠다. **[아쿠시네트]** 역기저 영향으로 적자 전환이 불가피할 전망이다 (영업이익: 4Q20 312억 → 4Q21E -46억).

투자 의견 Buy(유지) 및 적정주가 48,000원(하향) 제시

투자성 증대를 위해서는 브랜드력 입증이 필요하다. 힐라 본업의 매출과 이익이 동반 성장해야만, 신성장동력(퍼포먼스 강화 및 Keds 추가)과 Valuation 매력이 비로소 빛을 발하겠다. 현재 힐라의 무신사 브랜드 순위는 100위권 밖, 미국 Foot Locker에서는 300위권에 위치하고 있다(양사 모두 기존 10위권 내). 마케팅 집행을 통한 판매 성과는 호흡이 짧다. 힐라 헤리티지 기반의 디자인 차별화, 콜라보레이션, 제품력 강화를 통해 주력 소비층인 10대 인지도를 제고하는 것이 우선이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	3,767.7	529.1	276.2	4,546	97.3	27,611	7.9	1.3	5.0	18.6	70.0
2022E	3,977.9	529.1	249.9	4,113	-3.7	31,363	7.9	1.0	4.4	13.9	58.6
2023E	4,139.9	545.5	260.5	4,288	4.1	35,304	7.6	0.9	3.9	12.9	50.7
2024E	4,308.6	567.7	263.3	4,333	1.1	39,676	7.5	0.8	3.2	11.6	46.2

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	833.0	796.5	4.6	927.1	-10.2	823.6	1.1
영업이익	61.4	68.1	-9.8	110.3	-44.3	74.0	-17.0
순이익	46.9	5.9	694.5	53.9	-12.9	38.0	23.3
영업이익률(%)	7.4	8.5	-1.1	11.9	-4.5	9.0	-1.6

자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	3,767.7	3,977.9	3,739.9	3,896.4	0.7	2.1	3,747.3	3,857.7
영업이익	529.1	529.1	508.3	522.6	4.1	1.2	541.4	538.6
순이익	276.2	249.9	247.4	253.4	11.6	-1.4	272.2	285.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원, 배, 천주, %)	NP	Target PER	적정가치	비고
영업가치 (A; FILA)	142	13.0	1,802	휠라 본업 지배순익 * 글로벌 피어 12M Fwd. P/E 평균값에 50%
지분가치 (B; Acushnet)			1,252	아쿠시네트 12개월 평균 주가 * 주식 수 * 양도소득세를 할인
순현금 (C)			-130	3Q21 말 기준
적정 시가총액 (D)			2,924	(A)+(B)+(C)
주식 수 (E)			60,752	
적정주가 (원)		48,124	48,000	(D)/(E), 반내림
현재주가 (원)			32,550	
상승여력 (%)			47.5	
12개월 선행 Implied PER (연결)			11.7	
12개월 선행 Implied PER (휠라, Acushnet 제외)			17.2	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

회사명 (십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E
휠라홀딩스	1,978	3,978	4,140	529	546	250	261	7.9	7.6	1.0	0.9	13.9	12.9	4.4	3.9
Nike	314,644	63,839	69,917	10,676	12,376	8,984	10,477	34.6	29.6	17.2	13.8	53.8	47.1	26.4	23.0
Adidas	65,769	31,677	34,526	3,477	4,181	2,503	3,036	26.4	21.6	6.0	5.5	23.9	26.9	13.2	11.5
Anta Sports	47,130	10,812	13,077	2,755	3,410	1,847	2,324	25.7	20.6	6.8	5.5	28.8	29.4	15.1	12.6
Puma	21,924	10,024	11,157	925	1,134	577	726	37.5	29.7	7.3	6.3	20.3	21.8	16.2	13.7
Sketchers	8,067	8,109	8,917	842	981	573	664	14.6	12.1	1.9	1.6	13.9	14.3	7.6	6.6
평균(국내사 제외)								27.8	22.7	7.8	6.5	28.1	27.9	15.7	13.5

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	2020E	2021E	2022E
매출액	789.9	625.0	917.4	796.5	988.3	1,019.4	927.1	833.0	3,128.8	3,767.7	3,977.9
FILA - 한국	121.2	130.4	111.2	118.6	123.3	122.1	102.0	126.8	481.4	474.2	489.8
FILA - 미국	126.8	68.9	159.6	156.8	147.5	127.3	154.2	170.0	512.1	598.9	713.0
FILA - 로열티	18.8	12.1	17.2	18.7	15.3	17.2	16.2	18.8	66.8	67.6	75.5
FILA - 중국	7.6	11.7	10.6	17.6	12.9	14.8	11.3	21.4	47.5	60.3	66.3
아쿠시네트	487.9	367.6	575.4	471.5	646.9	700.5	605.9	465.2	1,902.4	2,418.5	2,477.6
매출총이익	381.7	326.6	446.3	390.1	498.5	522.4	453.2	412.1	1,544.6	1,886.2	1,982.2
매출총이익률	48.3	52.3	48.6	49.0	50.4	51.3	48.9	49.5	49.4	50.1	49.8
영업이익	67.1	50.3	155.6	68.1	183.6	173.8	110.3	61.4	341.1	529.1	529.1
영업이익률	8.5	8.0	17.0	8.5	18.6	17.0	11.9	7.4	10.9	14.0	13.3
FILA - 한국	13.9	16.3	11.8	4.7	13.1	13.0	8.5	9.5	46.8	44.0	42.6
FILA - 미국	7.8	-6.1	10.7	-2.4	4.0	1.4	11.7	8.8	9.9	25.9	39.4
FILA - 로열티	18.8	12.1	17.2	18.7	15.3	17.2	16.2	18.8	66.8	67.6	75.5
FILA - 중국	7.6	11.7	10.6	17.6	12.9	14.8	11.3	21.4	47.5	60.3	66.3
아쿠시네트	25.6	14.3	101.2	31.2	133.9	122.4	60.8	-4.6	172.4	312.4	288.2
순이익	33.6	39.9	59.6	5.9	85.0	90.5	53.9	46.9	139.0	276.2	249.9
순이익률	4.3	6.4	6.5	0.7	8.6	8.9	5.8	5.6	4.4	7.3	6.3
중국 수익	14.5	23.5	19.2	32.8	24.5	29.8	18.1	38.9	90.1	111.4	121.8
자문수수료	7.6	11.7	10.6	17.6	12.9	14.8	11.3	21.4	47.5	60.3	66.3
지분법수익	6.9	11.8	8.6	15.2	11.7	15.0	6.9	17.5	42.6	51.1	55.5
지배순이익 내 중국 비중	43.1	58.9	32.2	556.3	28.9	32.9	33.7	83.0	64.8	40.3	48.8
(% YoY)											
매출액	-5.4	-34.8	5.8	0.9	25.1	63.1	1.1	4.6	-9.3	20.4	5.6
FILA - 한국	-8.1	-13.7	-21.4	-20.4	1.7	-6.4	-8.2	6.9	-16.1	-1.5	3.3
FILA - 미국	-19.5	-58.3	-9.1	23.3	16.3	84.8	-3.4	8.4	-18.1	17.0	19.0
FILA - 로열티	0.1	-41.0	-24.1	-16.3	-18.9	42.4	-5.3	0.6	-20.7	1.1	11.8
FILA - 중국	5.2	21.6	26.8	30.0	69.1	26.4	6.5	21.5	22.6	27.0	10.0
아쿠시네트	0.0	-31.8	15.2	8.7	32.6	90.6	5.3	-1.3	-2.9	27.1	2.4
영업이익	-42.0	-65.3	24.6	-20.0	173.4	245.6	-29.1	-9.8	-27.5	55.1	0.0
FILA - 한국	-17.6	-24.1	-34.8	-72.1	-6.4	-20.8	-28.2	100.9	-36.3	-6.1	-3.1
FILA - 미국	-24.2	적전	-13.7	-339.6	-49.0	흑전	9.7	흑전	-73.8	162.2	52.0
FILA - 로열티	0.1	-41.0	-24.1	-16.3	-18.9	42.4	-5.3	0.6	-20.7	1.1	11.8
FILA - 중국	5.2	21.6	26.8	30.0	69.1	26.4	6.5	21.5	22.6	27.0	10.0
아쿠시네트	-56.5	-79.9	93.8	-9.5	422.9	754.9	-40.0	적전	-20.5	81.2	-7.7
순이익	-52.2	-41.7	-26.0	-87.6	152.9	126.6	-9.6	694.5	-47.9	98.6	-9.5

자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

힐라홀딩스 (081660)

Income Statement

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	3,128.8	3,767.7	3,977.9	4,139.9	4,308.6
매출액증가율 (%)	-9.3	20.4	5.6	4.1	4.1
매출원가	1,584.2	1,881.4	1,995.7	2,073.7	2,158.2
매출총이익	1,544.6	1,886.2	1,982.2	2,066.2	2,150.4
판매관리비	1,203.6	1,357.1	1,453.1	1,520.7	1,582.7
영업이익	341.1	529.1	529.1	545.5	567.7
영업이익률	10.9	14.0	13.3	13.2	13.2
금융손익	-29.8	-32.7	-40.7	-38.8	-8.9
중속/관계기업손익	42.6	51.1	55.5	60.0	0.0
기타영업외손익	-14.0	-6.2	-8.0	-8.5	0.0
세전계속사업이익	339.9	541.3	536.0	558.2	558.8
법인세비용	142.2	151.6	160.8	167.5	163.9
당기순이익	197.7	389.8	375.2	390.8	394.9
지배주주지분 순이익	139.0	276.2	249.9	260.5	263.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	445.0	324.4	392.4	454.7	507.0
당기순이익(손실)	197.7	389.8	375.2	390.8	394.9
유형자산상각비	73.0	70.9	66.0	60.4	75.1
무형자산상각비	27.5	31.4	37.6	36.7	35.8
운전자본의 증감	77.9	-217.3	-86.5	-33.2	1.2
투자활동 현금흐름	-55.2	-41.1	-47.3	-40.4	-6.6
유형자산의증가(CAPEX)	-39.3	-62.4	-35.0	-33.0	0.0
투자자산의감소(증가)	11.8	27.8	-11.9	-7.1	-6.3
재무활동 현금흐름	-134.5	-279.8	-95.0	-87.4	-20.5
차입금의 증감	-57.5	-218.7	-73.1	-66.3	1.5
자본의 증가	-1.7	23.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	238.6	49.0	250.1	326.8	480.0
기초현금	232.0	470.7	519.6	769.7	1,096.5
기말현금	470.7	519.6	769.7	1,096.5	1,576.5

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,686.1	1,873.0	2,215.8	2,613.2	3,154.6
현금및현금성자산	470.7	519.6	769.7	1,096.5	1,576.5
매출채권	502.9	568.3	602.4	626.5	652.0
재고자산	615.6	683.3	737.9	782.2	814.1
비유동자산	2,072.4	2,226.7	2,169.9	2,113.0	2,008.4
유형자산	405.2	436.7	405.7	378.3	303.2
무형자산	1,450.8	1,547.9	1,510.3	1,473.6	1,437.8
투자자산	133.0	138.8	150.7	157.8	164.1
자산총계	3,758.4	4,099.6	4,385.7	4,726.2	5,163.0
유동부채	995.5	901.6	853.1	848.4	874.4
매입채무	202.4	218.6	229.5	234.1	243.6
단기차입금	333.9	267.5	237.5	209.5	209.5
유동성장기부채	22.1	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	905.7	785.8	767.2	742.6	756.3
사채	0.0	69.8	69.8	69.8	69.8
장기차입금	507.1	316.1	276.1	236.1	236.1
부채총계	1,901.1	1,687.4	1,620.2	1,591.0	1,630.6
자본금	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1
자본잉여금	98.2	121.7	121.7	121.7	121.7
기타포괄이익누계액	-26.3	68.9	68.9	68.9	68.9
이익잉여금	1,179.3	1,445.7	1,673.7	1,913.1	2,178.7
비지배주주지분	564.9	734.8	860.1	990.4	1,122.0
자본총계	1,857.3	2,412.2	2,765.5	3,135.2	3,532.4

Key Financial Data

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	51,452	62,017	65,478	68,145	70,920
EPS(지배주주)	2,286	4,546	4,113	4,288	4,333
CFPS	5,986	8,841	10,751	10,969	11,170
EBITDAPS	7,261	10,393	10,415	10,576	11,170
BPS	21,274	27,611	31,363	35,304	39,676
DPS	185	365	351	366	-39
배당수익률(%)	0.4	1.0	1.1	1.1	-0.1
Valuation(Multiple)					
PER	19.1	7.9	7.9	7.6	7.5
PCR	7.3	4.1	3.0	3.0	2.9
PSR	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
PBR	2.1	1.3	1.0	0.9	0.8
EBITDA	441.5	631.4	632.8	642.5	678.6
EV/EBITDA	8.5	5.0	4.4	3.9	3.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.9	18.6	13.9	12.9	11.6
EBITDA 이익률	14.1	16.8	15.9	15.5	15.7
부채비율	102.4	70.0	58.6	50.7	46.2
금융비용부담률	1.2	0.6	0.4	0.4	0.3
이자보상배율(x)	9.4	23.3	32.8	37.1	40.5
매출채권회전율(x)	6.2	7.0	6.8	6.7	6.7
재고자산회전율(x)	4.6	5.8	5.6	5.4	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 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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 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	-32.4	-28.3	
2022.01.12	기업브리프	Buy	48,000	하누리	-	-	