

2022. 2. 15



▲ 화장품/섬유의복

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

RA 오지우
02. 6454-4905
jiwoo.oh@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 43,000 원

현재주가 (2.14) 31,850 원

상승여력 35.0%

KOSPI 2,704.48pt

시가총액 19,350억원

발행주식수 6,075만주

유동주식비율 77.27%

외국인비중 43.76%

52주 최고/최저가 59,300원/28,150원

평균거래대금 159.1억원

주요주주(%)

피에몬테 외 2 인 21.65

국민연금공단 7.71

Templeton Asset Management, Ltd. 5.39

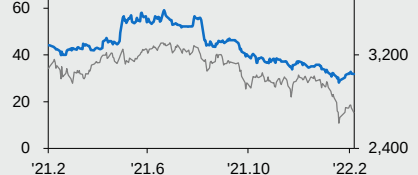
주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -1.5 -42.1 -27.9

상대주가 6.4 -32.1 -17.3

주가그래프



힐라홀딩스 081660

4Q21 Review: 배보다 배꼽이 더 컸다

- ✓ 4Q21: 매출액 8,593억원(+8%), 영업이익 240억원(-65%, OPM -6%p)
- ✓ 배꼽 > 배: 매출액 힐라 +11%/아쿠 -1%, 영업이익 힐라 +30%/아쿠 적전
- ✓ 자체(확정): 한국(OP +191%) 기저 효과 및 일회성 제거, 미국(적지) 원가 상승
- ✓ 기타(추정): 중국(+3%) 판촉 증가, 로열티(-1%) 코로나 영향, 아쿠(적전) 기저 부담
- ✓ 2Q22E까지 유사 양상, 단기 주가 주춤 → 3Q22E부터 실적 개선, 중장기 주가 회복

4Q21 시장 기대치 하회

힐라홀딩스는 2021년 4분기 매출액 8,593억원(+7.9% YoY; 이하 YoY), 영업이익 240억원(-64.8%, OPM -5.8%p), 순이익 184억원(+212.2%)을 기록하면서, 시장 기대치를 큰 폭으로 하회했다. 본업 개선 대비 자회사 부진이 컸던 영향이다(매출액 힐라 +10.9%/아쿠 -1.3%, 영업이익 힐라 +29.6%/아쿠 적전).

[자체] 한국(확정): 매출액과 영업이익으로 각각 1,337억원(+12.7%), 137억원(+190.7%; 4Q20 재고평가손실 58억원 감산 시 +30.4%)을 달성했다. 기저 효과(4Q20 매출 -20.4%)와 추동 제품 호조에 일회성 요인 제거가 더해진 결과이다. 미국(확정): 매출액 1,396억원(-11.0%), 영업손실 -19억원(적지)을 시현했다. 항만 적체 및 원가 부담이 지속되면서, 매출 인식과 비용 관리 모두 원활하지 못했다.

[라이선싱] 중국(추정): 예상 수익은 337억원(+2.5%; 수수료 및 지분법 합산)이다. 안타스포츠 발표(4Q21 힐라 매출 한 자리수 후반대 성장)와 마케팅(광군제) 증가 요인을 감안했다. 로열티(추정): 여전히 코로나 영향권으로 파악, 전년동기 수준(185억; -1.1%)에 그쳤겠다. 자회사 아쿠시네트(추정)는 역기저 영향으로 적자 전환했을 것으로 본다(영업이익: 4Q20 312억 → 4Q21E -238억).

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 43,000원(하향) 제시

배보다 배꼽이 더 큰 상황이다. 아쿠 역기저 부담이 힐라 기저 효과를 잠식, 연결 실적 성장을 가로막고 있다. 2Q22E까지 유사 양상이 예상되는 바, 단기간 내 주가 상승 반전은 쉽지 않겠다. 단, 3Q22E부터는 기저 부담 완화에 따른 수익성 개선과, 브랜드 인지도 제고 노력(콜라보레이션, 마케팅 강화, 제품 차별화 등)이 정량적으로 확인될 전망이다. 저평가 매력 또한 부각된다(2022E PER: 연결 9배, 아쿠 제외 힐라 13배). 긴 호흡에서, 조정 시 매수 접근을 추천한다.

(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
2021P	3,794.0	491.6	247.7	4,077	76.9	27,142	8.8	1.3	5.4	16.8	71.5
2022E	3,825.9	473.9	221.9	3,652	-5.0	30,471	8.7	1.0	4.8	12.7	60.8
2023E	3,998.4	507.4	239.8	3,947	7.8	34,110	8.1	0.9	4.2	12.2	53.1

표1 휠라홀딩스 4Q21 실적 Review

(십억원, %, %p)	4Q21P	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	859.3	796.5	7.9	927.1	-7.3	807.4	6.4	833.0	3.2
영업이익	24.0	68.1	-64.8	110.3	-78.3	48.7	-50.8	61.4	-61.0
순이익	18.4	5.9	212.2	53.9	-65.8	35.8	-48.6	46.9	-60.7
영업이익률	2.8	8.5	-5.8	11.9	-9.1	6.0	-3.2	7.4	-4.6

자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

표2 휠라홀딩스 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021P	2022E	2021E	2022E	2021P	2022E	2021E	2022E
매출액	3,794.0	3,825.9	3,767.7	3,977.9	0.7	-3.8	3,743.6	3,885.4
영업이익	491.6	473.9	529.1	529.1	-7.1	-10.4	519.3	527.3
순이익	247.7	221.9	276.2	249.9	-10.3	-11.2	268.7	282.9

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 휠라홀딩스 적정주가 산정

(십억원, 배, 천주, %)	NOPLAT	Target PER	적정가치	비고
영업가치 (A; FILA)	126	13	1,577	글로벌 Peer 평균 12개월 선행 P/E에 50% 할인 적용
지분가치 (B; Acushnet)			1,194	아쿠시네트 12개월 평균 주가 * 주식 수 * 할인 40%
순현금 (C)			-130	2Q21 말 기준
적정 시가총액 (D)			2,641	(A)+(B)+(C)
주식 수 (E)			60,752	
적정주가 (원)		43,476	43,000	(D)/(E), 반내림
현재주가 (원)			31,850	
상승여력 (%)			35.0	
12개월 선행 Implied PER (연결)			8.7	
12개월 선행 Implied PER (휠라, Acushnet 제외)			12.9	

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)	
		22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E
휠라홀딩스	1,935	3,826	3,998	474	507	222	240	8.7	8.1	1.0	0.9	12.7	12.2	4.8	4.2
Nike	273,746	64,126	70,327	10,747	12,327	9,080	10,459	30.0	25.7	14.7	11.8	53.9	50.4	22.7	19.8
Adidas	63,083	31,952	34,774	3,513	4,200	2,521	3,044	25.2	20.9	5.8	5.3	23.8	26.3	12.6	11.0
Anta Sports	50,495	10,980	13,204	2,711	3,357	1,832	2,302	27.6	22.1	7.1	5.8	28.4	29.0	16.3	13.5
Puma	18,740	10,218	11,351	941	1,154	584	736	32.0	25.3	6.2	5.3	20.2	21.8	13.9	11.7
Sketchers	7,738	8,270	9,094	875	1,008	584	683	13.8	11.4	1.8	1.5	13.8	14.2	6.8	6.1
평균(국내사 제외)								25.7	21.1	7.1	5.9	28.0	28.3	14.4	12.4

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 휠라홀딩스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2020	2021P	2022E
매출액	789.9	625.0	917.4	796.5	988.3	1,019.4	927.1	859.3	3,128.8	3,794.0	3,825.9
FILA - 한국	121.2	130.4	111.2	118.6	123.3	122.1	102.0	133.7	481.4	481.1	522.5
FILA - 미국	126.8	68.9	159.6	156.8	147.5	127.3	154.2	139.6	512.1	568.6	631.2
FILA - 로열티	18.8	12.1	17.2	18.7	15.3	17.2	16.2	18.5	66.8	67.2	75.2
FILA - 중국	7.6	11.7	10.6	17.6	12.9	14.8	11.3	19.0	47.5	57.9	62.5
아쿠시네트	487.9	367.6	575.4	471.5	646.9	700.5	605.9	498.8	1,902.4	2,452.1	2,400.9
매출총이익	381.7	326.6	446.3	390.1	498.5	522.4	453.2	403.6	1,544.6	1,877.7	1,895.0
매출총이익률	48.3	52.3	48.6	49.0	50.4	51.3	48.9	47.0	49.4	49.5	49.5
영업이익	67.1	50.3	155.6	68.1	183.6	173.8	110.3	24.0	341.1	491.6	473.9
영업이익률	8.5	8.0	17.0	8.5	18.6	17.0	11.9	2.8	10.9	13.0	12.4
FILA - 한국	13.9	16.3	11.8	4.7	13.1	13.0	8.5	13.7	46.8	48.2	49.9
FILA - 미국	7.8	-6.1	10.7	-2.4	4.0	1.4	11.7	-1.9	9.9	15.2	20.8
FILA - 로열티	18.8	12.1	17.2	18.7	15.3	17.2	16.2	18.5	66.8	67.2	75.2
FILA - 중국	7.6	11.7	10.6	17.6	12.9	14.8	11.3	19.0	47.5	57.9	62.5
아쿠시네트	25.6	14.3	101.2	31.2	133.9	122.4	60.8	-23.8	172.4	297.2	256.2
순이익	33.6	39.9	59.6	5.9	85.0	90.5	53.9	18.4	139.0	247.7	221.9
순이익률	4.3	6.4	6.5	0.7	8.6	8.9	5.8	2.1	4.4	6.5	5.8
중국 수익	14.5	23.5	19.2	32.8	24.5	29.8	18.1	33.7	90.1	106.1	113.0
자문수수료	7.6	11.7	10.6	17.6	12.9	14.8	11.3	19.0	47.5	57.9	62.5
지분법수익	6.9	11.8	8.6	15.2	11.7	15.0	6.9	14.7	42.6	48.2	50.5
지배순이익 내 중국 비중	43.1	58.9	32.2	556.3	28.9	32.9	33.7	182.7	64.8	42.8	50.9
(% YoY)											
매출액	-5.4	-34.8	5.8	0.9	25.1	63.1	1.1	7.9	-9.3	21.3	0.8
FILA - 한국	-8.1	-13.7	-21.4	-20.4	1.7	-6.4	-8.2	12.7	-16.1	-0.1	8.6
FILA - 미국	-19.5	-58.3	-9.1	23.3	16.3	84.8	-3.4	-11.0	-18.1	11.0	11.0
FILA - 로열티	0.1	-41.0	-24.1	-16.3	-18.9	42.4	-5.3	-1.1	-20.7	0.7	11.8
FILA - 중국	5.2	21.6	26.8	30.0	69.1	26.4	6.5	8.0	22.6	22.0	8.0
아쿠시네트	0.0	-31.8	15.2	8.7	32.6	90.6	5.3	5.8	-2.9	28.9	-2.1
영업이익	-42.0	-65.3	24.6	-20.0	173.4	245.6	-29.1	-64.8	-27.5	44.1	-3.6
FILA - 한국	-17.6	-24.1	-34.8	-72.1	-6.4	-20.8	-28.2	190.7	-36.3	3.0	3.4
FILA - 미국	-24.2	적전	-13.7	-339.6	-49.0	흑전	9.7	22.0	-73.8	53.4	36.8
FILA - 로열티	0.1	-41.0	-24.1	-16.3	-18.9	42.4	-5.3	-1.1	-20.7	0.7	11.8
FILA - 중국	5.2	21.6	26.8	30.0	69.1	26.4	6.5	8.0	22.6	22.0	8.0
아쿠시네트	-56.5	-79.9	93.8	-9.5	422.9	754.9	-40.0	적전	-20.5	72.4	-13.8
순이익	-52.2	-41.7	-26.0	-87.6	152.9	126.6	-9.6	212.2	-47.9	78.2	-10.4

자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

힐라홀딩스 (081660)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	3,450.4	3,128.8	3,794.0	3,825.9	3,998.4
매출액증가율 (%)	16.8	-9.3	21.3	0.8	4.5
매출원가	1,720.7	1,584.2	1,916.2	1,930.9	2,014.6
매출총이익	1,729.7	1,544.6	1,877.8	1,895.0	1,983.8
판매관리비	1,259.0	1,203.6	1,386.1	1,421.1	1,476.4
영업이익	470.7	341.1	491.6	473.9	507.4
영업이익률	13.6	10.9	13.0	12.4	12.7
금융손익	-57.0	-29.8	-30.6	-38.7	-36.8
종속/관계기업손익	34.6	42.6	48.2	50.5	53.2
기타영업외손익	22.9	-14.0	2.2	0.3	0.0
세전계속사업이익	471.3	339.9	511.5	486.0	523.9
법인세비용	133.1	142.2	162.0	154.0	166.0
당기순이익	338.1	197.7	349.4	332.1	357.9
지배주주지분 순이익	266.8	139.0	247.7	221.9	239.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	319.1	445.0	290.0	352.0	425.0
당기순이익(손실)	338.1	197.7	349.4	332.1	357.9
유형자산상각비	69.3	73.0	70.9	66.0	60.4
무형자산상각비	24.0	27.5	31.4	37.6	36.7
운전자본의 증감	-176.8	77.9	-211.4	-83.7	-30.0
투자활동 현금흐름	-35.9	-55.2	-44.4	-48.0	-41.3
유형자산의증가(CAPEX)	-46.7	-39.3	-62.4	-35.0	-33.0
투자자산의감소(증가)	5.9	11.8	24.5	-12.6	-7.9
재무활동 현금흐름	-190.2	-134.5	-279.8	-92.7	-84.8
차입금의 증감	84.2	-57.5	-218.7	-73.1	-66.2
자본의 증가	-17.9	-1.7	23.5	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	83.0	238.6	11.2	211.3	298.9
기초현금	149.0	232.0	470.7	481.9	693.2
기말현금	232.0	470.7	481.9	693.2	992.0

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,586.8	1,686.1	1,838.0	2,142.2	2,511.7
현금및현금성자산	232.0	470.7	481.9	693.2	992.0
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	2,230.0	2,174.0	2,117.8
유형자산	439.1	405.2	436.7	405.7	378.3
무형자산	1,547.9	1,450.8	1,547.9	1,510.3	1,473.6
투자자산	102.3	133.0	142.1	154.7	162.7
자산총계	3,770.3	3,758.4	4,068.0	4,316.2	4,629.5
유동부채	867.4	995.5	901.6	853.1	849.9
매입채무	212.2	202.4	218.6	229.5	234.1
단기차입금	190.4	333.9	267.5	237.5	209.5
유동성장기부채	109.6	22.1	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1,102.0	905.7	794.5	778.8	756.1
사채	0.0	0.0	69.8	69.8	69.8
장기차입금	611.7	507.1	316.1	276.1	236.1
부채총계	1,969.3	1,901.1	1,696.1	1,631.8	1,606.0
자본금	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1
자본잉여금	99.9	98.2	121.7	121.7	121.7
기타포괄이익누계액	25.1	-26.3	68.9	68.9	68.9
이익잉여금	1,080.0	1,179.3	1,417.3	1,619.5	1,840.6
비지배주주지분	551.3	564.9	722.9	833.2	951.3
자본총계	1,800.9	1,857.3	2,371.9	2,684.3	3,023.6

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	56,458	51,452	62,450	62,975	65,815
EPS(지배주주)	4,365	2,286	4,077	3,652	3,947
CFPS	7,701	5,986	8,349	9,931	10,407
EBITDAPS	9,229	7,261	9,776	9,507	9,950
BPS	20,448	21,274	27,142	30,471	34,110
DPS	219	185	327	311	335
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.9	1.0	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	12.1	19.1	8.8	8.7	8.1
PCR	6.9	7.3	4.3	3.2	3.1
PSR	0.9	0.8	0.6	0.5	0.5
PBR	2.6	2.1	1.3	1.0	0.9
EBITDA	564.0	441.5	593.9	577.6	604.5
EV/EBITDA	8.2	8.5	5.4	4.8	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.8	10.9	16.8	12.7	12.2
EBITDA 이익률	16.3	14.1	15.7	15.1	15.1
부채비율	109.3	102.4	71.5	60.8	53.1
금융비용부담률	1.6	1.2	0.6	0.4	0.4
이자보상배율(x)	8.4	9.4	21.6	29.5	34.6
매출채권회전율(x)	7.2	6.2	7.1	6.5	6.5
재고자산회전율(x)	5.0	4.6	5.8	5.4	5.3

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	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

윌라홀딩스 (081660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	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	-34.5	-29.9	
2022.02.15	기업브리프	Buy	43,000	하누리	-	-	