

2022. 7. 18



▲ 화장품/의류

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

Buy

적정주가 (12개월) 43,000 원

현재주가 (7.15) 27,800 원

상승여력 54.7%

KOSPI	2,330.98pt
시가총액	16,889억원
발행주식수	6,075만주
유동주식비율	73.19%
외국인비중	38.23%
52주 최고/최저가	56,700원/27,000원
평균거래대금	90.3억원

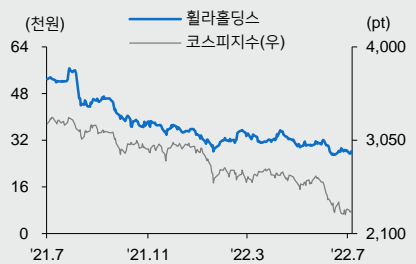
주요주주(%)

피에몬테 외 3인	25.73
국민연금공단	7.71
Templeton Asset Management, Ltd.	5.39

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.1	-14.1	-47.5
상대주가	-3.5	7.7	-26.1

주가그래프



힐라홀딩스 081660

2Q22E Preview: 역기저 부담

- ✓ 2Q22E 매출액 1조 549억원(+4%), 영업이익 1,429억원(-18%, OPM 14%)
- ✓ 한국(원화 매출 -3%/이익 -16%) 채널 조정, 미국(달러 매출 -15%/적전) 원가 부담
- ✓ 중국(-14%) 이동 통제, 로열티(+9%) 환 효과, 아쿠(원화 이익 -18%) 역기저
- ✓ 힐라: 사업 재편 실적 부진 지속, 아쿠 제외 PER 13배(vs. F&F 11배, 신인터 8배)
- ✓ 아쿠: 3Q22E 기저 구간 진입 따른 연결 실적 견인 (기여도 매출 67%, 이익 66%)

2Q22E 역레버리지 발생

힐라홀딩스는 2022년 2분기 매출액 1조 549억원(+3.5% YoY; 이하 YoY), 영업이익 1,429억원(-17.8%, OPM 13.5%), 순이익 615억원(-32.1%)으로, 시장 기대치를 하회할 전망이다(영업이익 컨센서스 대비 -8.9%). 채널 조정에 따른 매출 감소에 공급 차질로 인한 원가 증가로 역레버리지가 발생하겠다(힐라 원화: 매출액 -3.9%/영업이익 -17.5%, 아쿠 달러: 매출액 -5.0%/영업이익 -27.0%; 영업이익 비중 아쿠 70%, 힐라 30%).

[자체 한국] 매출액과 영업이익으로 각각 1,189억원(-2.7%), 110억원(-15.5%)을 추산한다. 도매(쿠팡/홈쇼핑)에서 소매(직영점/자사몰)로의 전환 영향이 계속되는 모습이다. **미국:** 매출액 1,217억원(-4.5%, 달러 -15.0%), 영업적자 -37억원(적전)을 예상한다. 전방 위축에 원가 부담과 인력 보강이 더해지면서 감익 폭을 키우겠다.

[라이선싱] 중국: 예상 수익은 256억원(-13.8%; 자문수수료 및 지분법수익 합산)이다. 이동 통제로 인한 비우호적 업황을 감안했다. **로열티:** 달러 강세가 기저 부담을 상쇄, 171억원(+9.2%, 달러 -2.9%)을 기록할 전망이다. **[아쿠시네트]** 2Q21 역대 최고 실적이 2Q22E 역기저로 작용하겠다(영업이익: 2Q22E -17.9% vs. 2Q21 +754.9%).

투자의견 Buy 및 적정주가 43,000원 제시

힐라 본업이 문제다. 사업 재편 관련 판매 감소와 비용 증가가 동반되고 있다(유통 변경, 인력 충원, 광고 집행 등). 12개월 선행 PER은 12.6배(아쿠시네트 제외)로 고성장주 대비 높은 수준에 거래되고 있기도 하다(F&F 11.1배, 신인터 8.1배). 단, 실적 개선에 따른 주가 상승 수렴은 가능하다는 판단, 매수 의견을 유지한다. 3Q22E 아쿠시네트 (2022E 연결 실적 기여도: 매출 67%, 영업이익 66%)가 기저 구간에 진입, 그룹 전체 실적을 견인할 전망이다(영업이익: 3Q22E +54.9%, 4Q22E 흑전).

(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
2021	3,794.0	492.9	235.2	3,872	71.0	26,517	9.3	1.4	5.0	16.2	85.9
2022E	4,161.4	544.3	251.6	4,142	11.7	29,239	6.7	1.0	3.7	14.9	81.5
2023E	4,468.1	601.3	286.5	4,716	11.7	32,850	5.9	0.8	3.1	15.2	70.8

(십억원)	2Q22E	2Q21	(% YoY)	1Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,054.9	1,019.4	3.5	1,073.6	-1.7	1,080.2	-2.3
영업이익	142.9	173.8	-17.8	168.8	-15.3	156.9	-8.9
순이익	61.5	90.5	-32.1	76.0	-19.1	118.9	-48.3
영업이익률(%)	13.5	17.0	-3.5	15.7	-2.2	14.5	-1.0

자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	4,161.4	4,468.1	4,138.0	4,317.3	0.6	3.5	4,051.7	4,198.2
영업이익	544.3	601.2	552.9	594.6	-1.6	1.1	530.3	564.9
순이익	251.6	286.5	259.7	286.7	-3.1	-0.1	391.2	421.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원, 배, 천주, %)	NOPLAT	Target PER	적정가치	비고
영업가치 (A)			2,034	
FILA	131	15.6	2,034	글로벌 Peer 12개월 선행 PER 평균에 15% 할인 적용
지분가치 (B)			956	
Acushnet			956	아쿠시네트 6개월 평균 주가 * 보유주식 수 * 대주주 양도소득세율 할인
순현금 (C)			-353	1Q22 장부가 기준
적정 시가총액 (D)			2,636	(A)+(B)+(C)
주식 수 (E)			60,752	
적정주가 (원)			43,000	(D)/(E), 반내림
현재주가 (원)			27,800	
상승여력 (%)			54.7%	

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	1,689	4,161	4,468	544	601	252	287	6.7	5.9	1.0	0.8	14.9	15.2	3.7	3.1
Nike	213,200	65,985	72,755	9,646	11,426	8,046	9,612	26.0	21.7	10.0	8.4	40.7	43.7	19.5	16.7
Adidas	40,691	31,551	34,349	2,932	3,581	2,187	2,582	18.2	15.1	4.2	3.8	22.3	26.3	9.4	8.1
Anta Sports	42,809	10,873	12,978	2,286	2,927	1,582	2,029	27.3	21.2	6.3	5.2	25.5	27.9	15.9	12.9
Puma	12,740	10,401	11,539	890	1,087	522	666	24.4	19.1	3.9	3.5	17.0	19.4	10.0	8.7
Sketchers	7,403	9,475	10,467	896	1,074	582	723	12.4	9.8	1.5	1.3	12.4	13.6	6.8	5.7
평균(국내사 제외)								21.5	17.5	5.6	4.6	25.5	27.0	12.2	10.4

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 윌라홀딩스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	988.3	1,019.4	927.1	859.3	1,073.6	1,054.9	1,048.6	984.2	3,794.0	4,161.4	4,468.1
FILA - 한국	122.9	122.1	101.9	132.3	116.9	118.9	104.4	127.9	479.3	468.0	496.4
FILA - 미국	147.3	127.4	153.8	140.1	135.3	121.7	177.2	173.1	568.6	607.4	666.4
FILA - 로열티	15.2	17.2	16.2	17.4	17.4	18.8	18.9	21.4	66.1	76.4	81.5
FILA - 중국	13.2	14.7	11.3	20.4	15.9	13.3	13.0	24.7	59.6	66.8	74.3
아쿠시네트	646.9	700.5	605.9	504.4	730.3	748.6	701.1	595.2	2,457.6	2,775.2	2,973.7
매출총이익	498.5	522.4	453.2	406.1	529.9	530.1	519.9	479.9	1,880.3	2,059.9	2,224.8
<i>매출총이익률</i>	<i>50.4</i>	<i>51.3</i>	<i>48.9</i>	<i>47.3</i>	<i>49.4</i>	<i>50.3</i>	<i>49.6</i>	<i>48.8</i>	<i>49.6</i>	<i>49.5</i>	<i>49.8</i>
영업이익	183.6	173.8	110.3	25.2	168.8	142.9	144.7	87.9	492.9	544.3	601.2
<i>영업이익률</i>	<i>18.6</i>	<i>17.0</i>	<i>11.9</i>	<i>2.9</i>	<i>15.7</i>	<i>13.5</i>	<i>13.8</i>	<i>8.9</i>	<i>13.0</i>	<i>13.1</i>	<i>13.5</i>
FILA - 한국	12.7	13.0	8.4	12.3	9.7	11.0	7.6	6.8	46.5	35.1	35.9
FILA - 미국	4.0	1.4	11.7	-1.6	-2.8	-3.7	10.3	3.5	15.2	7.3	24.0
FILA - 로열티	15.2	17.2	16.2	17.4	17.4	18.8	18.9	21.4	66.1	76.4	81.5
FILA - 중국	13.2	14.7	11.3	20.4	15.9	13.3	13.0	24.7	59.6	66.8	74.3
아쿠시네트	133.9	122.4	60.8	-25.9	127.0	100.5	94.1	31.3	295.1	356.7	380.5
순이익	85.0	90.5	53.9	6.0	76.0	61.5	63.9	50.3	235.2	251.6	286.5
<i>순이익률</i>	<i>8.6</i>	<i>8.9</i>	<i>5.8</i>	<i>0.7</i>	<i>7.1</i>	<i>5.8</i>	<i>6.1</i>	<i>5.1</i>	<i>6.2</i>	<i>6.0</i>	<i>6.4</i>
중국 수익	24.9	29.7	18.2	35.4	29.3	25.6	20.9	42.9	107.8	119.1	131.6
자문수수료	13.2	14.7	11.3	20.4	15.9	13.3	13.0	24.7	59.2	66.9	74.3
지분법수익	11.7	15.0	6.9	15.0	13.4	12.3	7.9	18.3	48.6	52.2	57.3
<i>지배순이익 내 중국 비중</i>	<i>29.3</i>	<i>32.9</i>	<i>33.8</i>	<i>594.8</i>	<i>38.6</i>	<i>41.7</i>	<i>32.7</i>	<i>85.4</i>	<i>45.8</i>	<i>47.3</i>	<i>45.9</i>
(% YoY)											
매출액	25.1	63.1	1.1	7.9	8.6	3.5	13.1	14.5	21.3	9.7	7.4
FILA - 한국	1.5	-6.5	-8.5	10.5	-4.9	-2.7	2.4	-3.4	-0.7	-2.4	6.1
FILA - 미국	16.3	83.1	-4.0	-8.7	-8.1	-4.5	15.2	23.5	11.5	6.8	9.7
FILA - 로열티	-19.0	41.6	-5.4	-5.3	13.9	9.2	16.1	23.1	-0.6	15.6	6.7
FILA - 중국	70.8	28.4	9.2	24.1	20.1	-9.7	14.3	21.0	29.7	12.0	11.2
아쿠시네트	32.6	90.6	5.3	7.0	12.9	6.9	15.7	18.0	29.2	12.9	7.2
영업이익	173.4	245.6	-29.1	-63.0	-8.1	-17.8	31.2	248.8	44.5	10.4	10.5
FILA - 한국	-8.0	-21.5	-29.9	109.4	-23.8	-15.5	-10.0	-44.8	-3.8	-24.6	2.4
FILA - 미국	-49.0	흑전	12.1	31.2	적전	적전	-12.4	흑전	53.4	-52.0	229.4
FILA - 로열티	-19.0	41.6	-5.4	-5.3	13.9	9.2	16.1	23.1	-0.6	15.6	6.7
FILA - 중국	70.8	28.4	9.2	24.1	20.1	-9.7	14.3	21.0	29.7	12.0	11.2
아쿠시네트	422.9	754.9	-40.0	적전	-5.1	-17.9	54.9	흑전	71.2	20.9	6.7
순이익	152.9	126.6	-9.6	0.8	-10.6	-32.1	18.6	745.1	69.2	7.0	13.9

자료: 윌라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

힐라홀딩스 (081660)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	3,450.4	3,128.8	3,794.0	4,161.4	4,468.1
매출액증가율 (%)	16.8	-9.3	21.3	9.7	7.4
매출원가	1,720.7	1,584.2	1,913.7	2,101.4	2,243.3
매출총이익	1,729.7	1,544.6	1,880.3	2,059.9	2,224.8
판매관리비	1,259.0	1,203.6	1,387.4	1,515.6	1,623.6
영업이익	470.7	341.1	492.9	544.3	601.2
영업이익률	13.6	10.9	13.0	13.1	13.5
금융손익	-57.0	-29.8	-28.9	-23.3	-18.0
중속/관계기업손익	34.6	42.6	48.6	52.0	57.3
기타영업외손익	22.9	-14.0	0.3	-0.0	-0.5
세전계속사업이익	471.3	339.9	512.8	573.0	640.0
법인세비용	133.1	142.2	175.0	195.6	218.4
당기순이익	338.1	197.7	337.8	377.4	421.6
지배주주지분 순이익	266.8	139.0	235.2	251.6	286.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	319.1	445.0	524.6	360.6	491.8
당기순이익(손실)	338.1	197.7	337.8	377.4	421.6
유형자산상각비	69.3	73.0	72.2	76.5	69.0
무형자산상각비	24.0	27.5	27.0	29.7	29.3
운전자본의 증감	-176.8	102.3	3.5	-175.8	-28.0
투자활동 현금흐름	-35.9	-55.2	-39.6	-47.6	-40.9
유형자산의증가(CAPEX)	-46.7	-39.3	-50.2	-50.2	-33.0
투자자산의감소(증가)	5.9	21.7	2.7	0.0	-7.5
재무활동 현금흐름	-190.2	-134.5	-297.2	-13.9	-133.9
차입금의 증감	84.2	-57.5	-180.2	94.8	-66.8
자본의 증가	-17.9	7.2	0.9	-1.0	0.0
현금의 증가(감소)	83.0	238.6	228.6	286.3	317.0
기초현금	149.0	232.0	470.7	699.2	985.5
기말현금	232.0	470.7	699.2	985.5	1,302.5

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	1,586.8	1,686.1	2,041.1	2,420.5	2,808.8
현금및현금성자산	232.0	470.7	699.2	985.5	1,302.5
매출채권	505.0	502.9	456.0	483.3	502.7
재고자산	735.5	615.6	757.8	818.4	867.5
비유동자산	2,183.4	2,072.4	2,247.7	2,240.7	2,182.9
유형자산	439.1	405.2	418.2	403.1	367.2
무형자산	1,547.9	1,450.8	1,552.8	1,555.6	1,526.3
투자자산	102.3	123.2	169.0	182.5	189.9
자산총계	3,770.3	3,758.4	4,288.9	4,661.2	4,991.6
유동부채	867.4	995.5	1,051.4	1,167.8	1,164.3
매입채무	212.2	202.4	295.4	310.2	316.4
단기차입금	190.4	333.9	265.1	419.0	391.0
유동성장기부채	109.6	22.1	20.8	0.0	0.0
비유동부채	1,102.0	905.7	931.0	925.4	904.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	611.7	507.1	421.1	383.4	343.4
부채총계	1,969.3	1,901.1	1,982.4	2,093.2	2,069.2
자본금	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1
자본잉여금	99.9	107.2	108.1	107.1	107.1
기타포괄이익누계액	25.1	-26.3	65.2	90.0	90.0
이익잉여금	1,080.0	1,179.3	1,406.0	1,547.6	1,766.9
비지배주주지분	551.3	564.9	695.5	791.7	926.8
자본총계	1,800.9	1,857.3	2,306.5	2,568.0	2,922.5

Key Financial Data

	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	56,458	51,452	62,450	68,497	73,546
EPS(지배주주)	4,365	2,286	3,872	4,142	4,716
CFPS	7,701	5,586	7,628	10,518	12,330
EBITDAPS	9,229	7,261	9,746	10,708	11,515
BPS	20,448	21,274	26,517	29,239	32,850
DPS	219	185	1,000	1,117	1,248
배당수익률(%)	0.4	0.4	2.8	4.0	4.5
Valuation(Multiple)					
PER	12.1	19.1	9.3	6.7	5.9
PCR	6.9	7.8	4.7	2.6	2.3
PSR	0.9	0.8	0.6	0.4	0.4
PBR	2.6	2.1	1.4	1.0	0.8
EBITDA	564.0	441.5	592.1	650.5	699.5
EV/EBITDA	8.2	8.5	5.0	3.7	3.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.8	10.9	16.2	14.9	15.2
EBITDA 이익률	16.3	14.1	15.6	15.6	15.7
부채비율	109.3	102.4	85.9	81.5	70.8
금융비용부담률	1.6	1.2	0.6	0.4	0.4
이자보상배율(x)	8.4	9.4	21.4	29.2	33.8
매출채권회전율(x)	7.2	6.2	7.9	8.9	9.1
재고자산회전율(x)	5.0	4.6	5.5	5.3	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	77.8%
중립	22.2%
매도	0.0%

2022년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

힐라홀딩스 (081660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.07.07	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	-	-	