



화장품/의류

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

휠라홀딩스 081660

2Q22 Review: 시간이 필요하다

- ✓ 2Q22 매출액 1조 1,719억원(+15%), 영업이익 1,524억원(-12%, OPM -4%p)
- ✓ 예상 대비 영업이익: 휠라 -5% vs. 아쿠시네트 +11%
- ✓ 자체: 한국(영업이익 -24%) 판매 부진, 미국(적전) 매출 감소 및 원가 부담
- ✓ 기타: 중국(-9%) 비용 부담, 로열티(+15%) 환율 효과, 아쿠(-19%) 역기저 대비 선방
- ✓ 한국 및 미국 구조조정 여파 지속 & Valuation 매력 저하 → 보수적 접근 권고

Buy

적정주가 (12개월)	41,000 원
현재주가 (8.12)	33,300 원
상승여력	23.1%
KOSPI	2,527.94pt
시가총액	20,230억원
발행주식수	6,075만주
유동주식비율	73.05%
외국인비중	39.69%
52주 최고/최저가	56,000원/27,000원
평균거래대금	79.0억원
주요주주(%)	
피에몬테 외 3 인	25.87
국민연금공단	7.71
Templeton Asset Management, Ltd.	5.39
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	21.3 4.1 -40.5
상대주가	11.2 13.1 -24.5

주가그래프



2Q22 휠라 부진 vs. 아쿠 선방

휠라홀딩스는 2022년 2분기 매출액 1조 1,719억원(+15.0% YoY; 이하 YoY), 영업이익 1,524억원(-12.3%, OPM 13%), 순이익 742억원(-18.0%)을 기록했다. 연결 실적은 기대치에 부합했으나, 내용이 부실하다. 휠라 본업이 부진했기 때문이다(당사 예상치 대비 영업이익: 휠라 -4.5% vs. 아쿠시네트 +11.1%).

한국: 매출액과 영업이익으로 각각 1,105억원(-9.6%), 99억원(-24.1%)을 시현했다. 주력 채널과 제품 모두 역신장했다(오프라인 -15.4%; 도매 -7.2%, 소매 -11.1%; 성인 -13.8%, 키즈 -3.7%). 국내 의류 시장 추세와 괴리가 크다(2Q22 국내 소매판매: 의류 +10.7% > 전체 +7.4% > 휠라 -9.6%). **미국:** 매출액 1,178억원(원화 -7.5%, 달러 -18.1%), 영업손실 110억원(적전)을 실현했다. 소비 위축에 따른 매출 감소에 공급망 차질로 인한 원가 부담이 가중되며, 적자 발생을 면치 못했다.

중국: 합산 수익은 365억원(-8.9%; 자문수수료 +7.3% 및 지분법수익 -24.7%)이다. 봉쇄 영향으로 비용 집행이 컷던 모습이다(F.P 매출액 +6.0%, 순이익 +26.1%). **로열티:** 환율 효과에 힘입어 197억원(달러 +2.1%, 원화 +14.7%)을 달성했다. **아쿠시네트:** 역기저 부담 대비 선방했다(달러 영업이익: 2Q22 -18.9% vs. 2Q21 +830.4%).

투자의견 Buy 및 적정주가 41,000원 제시

본업 개선이 절실하다. 직사업인 한국과 미국의 회복이 필요하다. 매출 반등을 통해 브랜드력을 입증하고, 영업 효율화에 기반한 수익성 제고를 실현해야 한다. 1H23E 구조조정(한국 유통 채널 및 미국 인력 충원)에 따른 매출 감소와 비용 증가가 일耽될 때 봐도 늦지 않겠다. 실적 하향 조정으로 Valuation 매력도 저하되었다(12개월 선행 PER 연계 7.8배, 휠라 17.2배). 보수적 접근을 권고한다.

(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	4,073.3	515.0	220.1	3,623	3.0	28,720	9.2	1.2	4.5	13.1	81.7
2023E	4,318.3	605.5	279.4	4,599	19.3	32,300	7.2	1.0	3.6	15.1	70.4

표1 휠라홀딩스 2Q22 실적 Review

(십억원)	2Q22	2Q21	(% YoY)	1Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,171.9	1,019.4	15.0	1,073.6	9.2	1,076.5	8.9
영업이익	152.4	173.8	-12.3	168.8	-9.7	153.8	-0.9
순이익	74.2	90.5	-18.0	76.0	-2.4	118.9	-37.6
영업이익률(%)	13.0	17.0	-4.0	15.7	-2.7	14.3	-1.3

자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

표2 휠라홀딩스 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	4,073.3	4,318.3	4,161.4	4,468.1	-2.1	-3.4	4,042.0	4,179.7
영업이익	515.0	605.5	544.3	601.2	-5.4	0.7	531.1	564.9
순이익	220.1	279.4	251.6	286.5	-12.5	-2.5	387.1	416.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 휠라홀딩스 적정주가 산정

(십억원, 배, 천주, %)	NOPLAT	Target PER	적정가치	비고
영업가치			1,757	
FILA	115	15.3	1,757	글로벌 Peer 12개월 선행 PER 평균 값에 15% 할인
지분가치			1,110	
Acushnet			1,110	아쿠시네트 6개월 평균 주가 * 보유주식 수 * 대주주 양도소득세율 할인
순현금			-353	1Q22 장부가 기준
적정 시가총액			2,514	
주식 수			60,752	
적정주가 (원)		41,000		반내림
현재주가 (원)		33,300		
상승여력 (%)		23.1%		

자료: 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	2,023	4,073	4,318	515	606	220	279	9.2	7.2	1.2	1.0	13.1	15.1	4.5	3.6
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 휠라홀딩스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	988.3	1,019.4	927.1	859.3	1,073.6	1,171.9	960.7	867.1	3,794.0	4,073.3	4,318.3
FILA - 한국	122.9	122.1	101.9	132.3	116.9	110.5	96.4	123.3	479.3	447.1	465.4
FILA - 미국	147.3	127.4	153.8	140.1	135.3	117.8	110.8	105.7	568.6	469.6	515.3
FILA - 로열티	15.2	17.2	16.2	17.4	17.4	19.7	19.0	21.0	66.1	77.2	82.3
FILA - 중국	13.2	14.7	11.3	20.4	15.9	15.8	12.6	23.8	59.6	68.1	75.6
아쿠시네트	646.9	700.5	605.9	504.4	730.3	829.0	687.8	552.8	2,457.6	2,799.9	3,002.5
매출총이익	498.5	522.4	453.2	406.1	529.9	565.3	460.0	435.8	1,880.3	1,991.1	2,137.4
매출총이익률	50.4	51.3	48.9	47.3	49.4	48.2	47.9	50.3	49.6	48.9	49.5
영업이익	183.6	173.8	110.3	25.2	168.8	152.4	114.3	79.5	492.9	515.0	605.5
영업이익률	18.6	17.0	11.9	2.9	15.7	13.0	11.9	9.2	13.0	12.6	14.0
FILA - 한국	12.7	13.0	8.4	12.3	9.7	9.9	7.5	10.9	46.5	37.9	40.1
FILA - 미국	4.0	1.4	11.7	-1.6	-2.8	-11.0	-12.6	-11.7	15.2	-38.1	14.9
FILA - 로열티	15.2	17.2	16.2	17.4	17.4	19.7	19.0	21.0	66.1	77.2	82.3
FILA - 중국	13.2	14.7	11.3	20.4	15.9	15.8	12.6	23.8	59.6	68.1	75.6
아쿠시네트	133.9	122.4	60.8	-25.9	127.0	111.7	85.4	32.2	295.1	360.1	384.2
순이익	85.0	90.5	53.9	6.0	76.0	74.2	48.7	21.2	235.2	220.1	279.4
순이익률	8.6	8.9	5.8	0.7	7.1	6.3	5.1	2.4	6.2	5.4	6.5
중국 수익	24.9	29.7	18.2	35.4	29.3	27.1	20.2	41.6	107.8	118.2	131.9
자문수수료	13.2	14.7	11.3	20.4	15.9	15.8	12.6	23.8	59.2	68.1	75.6
지분법수익	11.7	15.0	6.9	15.0	13.4	11.3	7.6	17.7	48.6	50.1	56.3
지배순이익/내/ 중국 비중	29.3	32.9	33.8	594.8	38.6	36.5	41.5	195.7	45.8	53.7	47.2
(% YoY)											
매출액	25.1	63.1	1.1	7.9	8.6	15.0	3.6	0.9	21.3	7.4	6.0
FILA - 한국	1.5	-6.5	-8.5	10.5	-4.9	-9.6	-5.4	-6.8	-0.7	-6.7	4.1
FILA - 미국	16.3	83.1	-4.0	-8.7	-8.1	-7.5	-28.0	-24.5	11.5	-17.4	9.7
FILA - 로열티	-19.0	41.6	-5.4	-5.3	13.9	14.7	17.2	20.9	-0.6	16.7	6.7
FILA - 중국	70.8	28.4	9.2	24.1	20.1	7.3	11.3	16.9	29.7	14.2	11.0
아쿠시네트	32.6	90.6	5.3	7.0	12.9	18.3	13.5	9.6	29.2	13.9	7.2
영업이익	173.4	245.6	-29.1	-63.0	-8.1	-12.3	3.6	215.4	44.5	4.5	17.6
FILA - 한국	-8.0	-21.5	-29.9	109.4	-23.8	-24.1	-11.2	-11.8	-3.8	-18.4	5.7
FILA - 미국	-49.0	흑전	12.1	31.2	적전	적전	적전	적지	53.4	적전	흑전
FILA - 로열티	-19.0	41.6	-5.4	-5.3	13.9	14.7	17.2	20.9	-0.6	16.7	6.7
FILA - 중국	70.8	28.4	9.2	24.1	20.1	7.3	11.3	16.9	29.7	14.2	11.0
아쿠시네트	422.9	754.9	-40.0	적전	-5.1	-8.7	40.6	흑전	71.2	22.0	6.7
순이익	152.9	126.6	-9.6	0.8	-10.6	-18.0	-9.6	256.8	69.2	-6.4	26.9

자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

휠라홀딩스 (081660)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	3,450.4	3,128.8	3,794.0	4,073.3	4,318.3
매출액증가율 (%)	16.8	-9.3	21.3	7.4	6.0
매출원가	1,720.7	1,584.2	1,913.7	2,082.2	2,180.9
매출총이익	1,729.7	1,544.6	1,880.3	1,991.1	2,137.4
판매관리비	1,259.0	1,203.6	1,387.4	1,476.1	1,532.0
영업이익	470.7	341.1	492.9	515.0	605.5
영업이익률	13.6	10.9	13.0	12.6	14.0
금융손익	-57.0	-29.8	-28.9	-37.2	-31.2
종속/관계기업손익	34.6	42.6	48.6	50.1	56.3
기타영업외손익	22.9	-14.0	0.3	0.3	-0.3
세전계속사업이익	471.3	339.9	512.8	528.2	630.3
법인세비용	133.1	142.2	175.0	180.2	215.1
당기순이익	338.1	197.7	337.8	347.9	415.2
지배주주지분 순이익	266.8	139.0	235.2	220.1	279.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	319.1	445.0	524.6	313.0	469.7
당기순이익(손실)	338.1	197.7	337.8	347.9	415.2
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	-193.9	-43.8
투자활동 현금흐름	-35.9	-55.2	-39.6	-46.6	-37.6
유형자산의증가(CAPEX)	-46.7	-39.3	-50.2	-50.2	-33.0
투자자산의감소(증가)	5.9	21.7	2.7	1.0	-4.3
재무활동 현금흐름	-190.2	-134.5	-297.2	-13.9	-129.2
차입금의 증감	84.2	-57.5	-180.2	94.8	-67.3
자본의 증가	-17.9	7.2	0.9	-1.0	0.0
현금의 증가(감소)	83.0	238.6	228.6	239.7	302.9
기초현금	149.0	232.0	470.7	699.2	938.9
기말현금	232.0	470.7	699.2	938.9	1,241.8

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	1,586.8	1,686.1	2,041.1	2,373.9	2,747.8
현금및현금성자산	232.0	470.7	699.2	938.9	1,241.8
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	2,239.7	2,178.8
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	181.5	185.8
자산총계	3,770.3	3,758.4	4,288.9	4,613.6	4,926.6
유동부채	867.4	995.5	1,051.4	1,167.3	1,156.1
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	907.8	878.7
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	2,075.1	2,034.7
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	1,516.0	1,733.5
비지배주주지분	551.3	564.9	695.5	793.7	929.6
자본총계	1,800.9	1,857.3	2,306.5	2,538.5	2,891.9

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2019	2020	2021	2022E	2023E
SPS	56,458	51,452	62,450	67,047	71,080
EPS(지배주주)	4,365	2,286	3,872	3,623	4,599
CFPS	7,701	5,586	7,628	9,780	12,172
EBITDAPS	9,229	7,261	9,746	10,225	11,584
BPS	20,448	21,274	26,517	28,720	32,300
DPS	219	185	1,000	1,030	1,229
배당수익률(%)	0.4	0.4	2.8	3.1	3.7
Valuation(Multiple)					
PER	12.1	19.1	9.3	9.2	7.2
PCR	6.9	7.8	4.7	3.4	2.7
PSR	0.9	0.8	0.6	0.5	0.5
PBR	2.6	2.1	1.4	1.2	1.0
EBITDA	564.0	441.5	592.1	621.2	703.8
EV/EBITDA	8.2	8.5	5.0	4.5	3.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.8	10.9	16.2	13.1	15.1
EBITDA 이익률	16.3	14.1	15.6	15.3	16.3
부채비율	109.3	102.4	85.9	81.7	70.4
금융비용부담률	1.6	1.2	0.6	0.5	0.4
이자보상배율(X)	8.4	9.4	21.4	27.6	34.1
매출채권회전율(X)	7.2	6.2	7.9	8.7	8.8
재고자산회전율(X)	5.0	4.6	5.5	5.2	5.1

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 Hold Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 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

휠라홀딩스 (081660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2020.08.18	기업브리프	Buy	50,000	하누리	-23.0	-5.0	(원)	
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	-27.6	-17.4		
2022.08.16	기업브리프	Buy	41,000	하누리	-	-		

