



△ 화장품/의류
Analyst 하누리
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	41,000 원
현재주가 (10.12)	30,150 원
상승여력	36.0%
KOSPI	2,202.47pt
시가총액	18,317억원
발행주식수	6,075만주
유동주식비율	73.04%
외국인비중	40.91%
52주 최고/최저가	40,500원/27,000원
평균거래대금	88.4억원
주요주주(%)	
피에몬테 외 4 인	25.88
국민연금공단	7.71
Templeton Asset Management, Ltd.	5.81
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-1.0 -5.8 -21.9
상대주가	7.2 14.1 3.4

주가그래프



휠라홀딩스 081660

3Q22E Preview: 달러 강세 수혜

- ✓ 3Q22E 매출액 9,812억원(+6%), 영업이익 1,168억원(+6%; 기여도 아쿠 74%, 휠라 26%)
- ✓ 한국(매출 -10%/이익 -16%) 채널 조정, 미국(매출 -25%/적전) 원가 부담
- ✓ 중국(+5%) 의류 시장 반등, 로열티(+23%) 아시아 회복, 아쿠(+17%) 환율/기저 효과
- ✓ 주가 하방(저평가 & 고배당) 지지 vs. 주가 상방(저성장 & 고금리) 경직
- ✓ 2Q23E 브랜드 리뉴얼 완료 및 마진 확장 확인 후 대응 전략 권고

3Q22E 아쿠 ↑ > 휠라 ↑

휠라홀딩스는 2022년 3분기 매출액 9,812억원(+5.8% YoY; 이하 YoY), 영업이익 1,168억 원(+5.8%, OPM 11.9%), 순이익 512억원(-5.0%)으로 시장 기대치를 부합할 전망이다. 환율 효과로 판매 부진을 상쇄하겠다(영업이익 비중: 아쿠시네트 74%, 휠라 26%).

[자체] **한국**: 매출액과 영업이익으로 각각 914억원(-10.3%), 71억원(-15.7%)을 주산한다. 도매(쿠팡/홈쇼핑)에서 소매(직영점/자사몰)로의 채널 조정에 따른 판매량 감소가 계속 되는 모습이다. **미국**: 매출액 1,160억원(-24.6%, 달러 -35.0%), 영업적자 -144억원(적전)을 예상한다. 전방 위축에 원가 부담과 인력 보강이 더해지면서 감익 폭을 키우겠다.

[라이선싱] **중국**: 예상 수익은 192억원(+5.4%; 자문수수료 및 지분법수익 합산)이다. 의류 소비(3Q22E 중국 의류 소매판매 +5.0%) 반등을 반영했다. **로열티**: 로열티 수익으로 199억원(원화 +22.7%, 달러 +6.0%)을 추정한다. 주요 권역(아시아 +65.0%, 유럽 +5.0%)의 회복을 반영했다. **[아쿠시네트]** 환율과 기저가 만나 고성장하겠다(매출액 7,075억원/+16.8%, 영업이익은 865억원/+42.3%).

투자의견 Buy 및 적정주가 41,000원 제시

저평가(12개월 선행 PER 6.5배)와 고배당(2022E 배당성향 30%, 전일 종가 기준 배당수익률 3.8%)이 주가 하방을 다지고 있으나, 저성장(휠라 매출액: 2022E -4.5%, 2023E +4.3%)에 고금리(2Q22 순부채 3,420억원, 부채비율 91%, 2022E 지배순이익 대비 금융비용 29%)는 상방을 막고 있다. 주력 지역(한국, 미국)에의 수요 약화와 재고 부담 및 비용 증가를 감안, 수익성 훼손은 상당 기간 이어질 것으로 본다. 2Q23E 마진 확장이 본격화될 때 봐도 늦지 않는다. 때를 기다리자.

(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	4,134.9	532.1	228.2	3,757	6.0	30,659	8.0	1.0	4.1	13.1	79.6
2023E	4,415.5	633.8	292.4	4,813	21.2	34,424	6.3	0.9	3.2	14.8	69.2

표1 휠라홀딩스 3Q22E 실적 Preview

(십억원)	3Q22E	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	981.2	927.1	5.8	1,171.9	-16.3	984.6	-0.3
영업이익	116.8	110.3	5.8	152.4	-23.4	110.1	6.1
순이익	51.2	53.9	-5.0	74.2	-31.0	55.1	-7.1
영업이익률(%)	11.9	11.9	0.0	13.0	-1.1	11.2	0.7

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	4,134.8	4,415.5	4,073.3	4,318.3	1.5	2.3	4,100.4	4,183.7
영업이익	532.1	633.8	515.0	605.5	3.3	4.7	502.0	554.9
순이익	228.2	292.4	220.1	279.4	3.7	4.7	252.8	289.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 휠라홀딩스 적정주가 산정

(십억원, 배, 천주, %)	NOPLAT	Target PER	적정가치	비고
영업가치 (A)			1,783	
FILA	131	13.6	1,783	글로벌 Peer 12개월 선행 PER 평균에 15% 할인 적용
지분가치 (B)			1,057	
Acushnet			1,057	아쿠시네트 6개월 평균 주가 * 보유주식 수 * 대주주 양도소득세율 할인
순현금 (C)			-342	2Q22 장부가 기준
적정 시가총액 (D)			2,499	(A)+(B)+(C)
주식 수 (E)			60,752	
적정주가 (원)		41,000	(D)/(E), 반내림	
현재주가 (원)		30,150		
상승여력 (%)		36		

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	1,831	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	193,931	69,320	75,234	8,072	10,172	6,844	8,537	27.9	22.2	9.0	8.3	31.8	39.3	20.1	16.5
Adidas	30,815	32,590	35,289	2,315	2,931	1,762	2,093	17.0	13.7	3.3	3.1	18.0	22.6	8.9	7.6
Anta Sports	44,613	11,348	13,456	2,444	3,061	1,653	2,088	26.8	21.2	6.4	5.2	26.0	27.8	15.4	12.7
Puma	9,957	11,310	12,508	931	1,070	541	652	18.3	15.3	2.9	2.6	16.9	18.1	7.7	7.0
Sketchers	7,614	10,576	11,655	927	1,108	602	757	12.9	10.0	1.4	1.2	11.6	12.9	6.5	5.5
평균(국내사 제외)								19.7	16.0	4.9	4.2	22.6	25.8	11.6	9.9

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	981.2	908.2	3,794.0	4,134.8	4,415.5
FILA - 한국	122.9	122.1	101.9	132.3	116.9	110.5	91.4	115.4	479.3	434.2	452.1
FILA - 미국	147.3	127.4	153.8	140.1	135.3	117.8	116.0	115.5	568.6	484.5	539.4
FILA - 로열티	15.2	17.2	16.2	17.4	17.4	19.7	19.9	22.6	66.1	79.6	86.2
FILA - 중국	13.2	14.7	11.3	20.4	15.9	15.8	12.3	23.0	59.6	66.9	77.0
아쿠시네트	646.9	700.5	605.9	504.4	730.3	829.0	707.5	591.4	2,457.6	2,858.1	3,083.6
매출총이익	498.5	522.4	453.2	406.1	529.9	565.3	469.8	456.5	1,880.3	2,021.6	2,186.6
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	116.8	94.2	492.9	532.1	633.8
영업이익률	18.6	17.0	11.9	2.9	15.7	13.0	11.9	10.4	13.0	12.9	14.4
FILA - 한국	12.7	13.0	8.4	12.3	9.7	9.9	7.1	10.2	46.5	36.8	38.9
FILA - 미국	4.0	1.4	11.7	-1.6	-2.8	-11.0	-14.4	-13.6	15.2	-41.7	12.9
FILA - 로열티	15.2	17.2	16.2	17.4	17.4	19.7	19.9	22.6	66.1	79.6	86.2
FILA - 중국	13.2	14.7	11.3	20.4	15.9	15.8	12.3	23.0	59.6	66.9	77.0
아쿠시네트	133.9	122.4	60.8	-25.9	127.0	111.7	86.5	30.7	295.1	365.8	389.9
순이익	85.0	90.5	53.9	6.0	76.0	74.2	51.2	26.9	235.2	228.2	292.4
순이익률	8.6	8.9	5.8	0.7	7.1	6.3	5.2	3.0	6.2	5.5	6.6
중국 수익	24.9	29.7	18.2	35.4	29.3	27.1	19.2	39.5	107.8	115.1	133.1
자문수수료	13.2	14.7	11.3	20.4	15.9	15.8	12.3	23.0	59.2	66.9	77.0
지분법수익	11.7	15.0	6.9	15.0	13.4	11.3	6.9	16.5	48.6	48.2	56.1
지배순이익/내/ 중국 비중	29.3	32.9	33.8	594.8	38.6	36.5	37.5	146.9	45.8	50.4	45.5
(% YoY)											
매출액	25.1	63.1	1.1	7.9	8.6	15.0	5.8	5.7	21.3	9.0	6.8
FILA - 한국	1.5	-6.5	-8.5	10.5	-4.9	-9.6	-10.3	-12.8	-0.7	-9.4	4.1
FILA - 미국	16.3	83.1	-4.0	-8.7	-8.1	-7.5	-24.6	-17.6	11.5	-14.8	11.3
FILA - 로열티	-19.0	41.6	-5.4	-5.3	13.9	14.7	22.7	29.8	-0.6	20.4	8.2
FILA - 중국	70.8	28.4	9.2	24.1	20.1	7.3	8.3	12.7	29.7	12.2	15.0
아쿠시네트	32.6	90.6	5.3	7.0	12.9	18.3	16.8	17.2	29.2	16.3	7.9
영업이익	173.4	245.6	-29.1	-63.0	-8.1	-12.3	5.8	273.8	44.5	8.0	19.1
FILA - 한국	-8.0	-21.5	-29.9	109.4	-23.8	-24.1	-15.7	-17.4	-3.8	-20.7	5.5
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	22.7	29.8	-0.6	20.4	8.2
FILA - 중국	70.8	28.4	9.2	24.1	20.1	7.3	8.3	12.7	29.7	12.2	15.0
아쿠시네트	422.9	754.9	-40.0	적전	-5.1	-8.7	42.3	흑전	71.2	23.9	6.6
순이익	152.9	126.6	-9.6	0.8	-10.6	-18.0	-5.0	352.1	69.2	-3.0	28.1

자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

휠라홀딩스 (081660)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	3,450.4	3,128.8	3,794.0	4,134.9	4,415.5
매출액증가율 (%)	16.8	-9.3	21.3	9.0	6.8
매출원가	1,720.7	1,584.2	1,913.7	2,113.3	2,228.9
매출총이익	1,729.7	1,544.6	1,880.3	2,021.6	2,186.6
판매관리비	1,259.0	1,203.6	1,387.4	1,489.5	1,552.8
영업이익	470.7	341.1	492.9	532.1	633.8
영업이익률	13.6	10.9	13.0	12.9	14.4
금융손익	-57.0	-29.8	-28.9	-37.2	-31.2
종속/관계기업손익	34.6	42.6	48.6	48.2	56.1
기타영업외손익	22.9	-14.0	0.3	0.3	-0.3
세전계속사업이익	471.3	339.9	512.8	543.4	658.5
법인세비용	133.1	142.2	175.0	185.4	224.7
당기순이익	338.1	197.7	337.8	358.0	433.8
지배주주지분 순이익	266.8	139.0	235.2	228.2	292.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	319.1	445.0	524.6	378.7	516.1
당기순이익(손실)	338.1	197.7	337.8	358.0	433.8
유형자산상각비	69.3	73.0	72.2	80.6	76.0
무형자산상각비	24.0	27.5	27.0	30.9	31.4
운전자본의 증감	-176.8	102.3	3.5	-119.0	-25.1
투자활동 현금흐름	-35.9	-55.2	-39.6	-36.7	-41.7
유형자산의증가(CAPEX)	-46.7	-39.3	-50.2	-64.3	-33.0
투자자산의감소(증가)	5.9	21.7	2.7	12.0	-8.2
재무활동 현금흐름	-190.2	-134.5	-297.2	-104.7	-130.3
차입금의 증감	84.2	-57.5	-180.2	130.3	-66.6
자본의 증가	-17.9	7.2	0.9	-18.3	0.0
현금의 증가(감소)	83.0	238.6	228.6	258.2	344.1
기초현금	149.0	232.0	470.7	699.2	957.4
기말현금	232.0	470.7	699.2	957.4	1,301.5

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	1,586.8	1,686.1	2,041.1	2,391.7	2,807.1
현금및현금성자산	232.0	470.7	699.2	957.4	1,301.5
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	2,383.7	2,317.4
유형자산	439.1	405.2	418.2	446.4	403.3
무형자산	1,547.9	1,450.8	1,552.8	1,650.5	1,619.1
투자자산	102.3	123.2	169.0	181.8	190.0
자산총계	3,770.3	3,758.4	4,288.9	4,775.4	5,124.5
유동부채	867.4	995.5	1,051.4	1,149.2	1,147.5
매입채무	212.2	202.4	295.4	310.2	316.4
단기차입금	190.4	333.9	265.1	398.9	370.9
유동성장기부채	109.6	22.1	20.8	0.0	0.0
비유동부채	1,102.0	905.7	931.0	967.8	948.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	611.7	507.1	421.1	431.9	391.9
부채총계	1,969.3	1,901.1	1,982.4	2,117.0	2,096.0
자본금	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1
자본잉여금	99.9	107.2	108.1	89.8	89.8
기타포괄이익누계액	25.1	-26.3	65.2	164.3	164.3
이익잉여금	1,080.0	1,179.3	1,406.0	1,576.8	1,805.5
비지배주주지분	551.3	564.9	695.5	795.8	937.2
자본총계	1,800.9	1,857.3	2,306.5	2,658.4	3,028.5

Key Financial Data

	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	56,458	51,452	62,450	68,061	72,681
EPS(지배주주)	4,365	2,286	3,872	3,757	4,813
CFPS	7,701	5,586	7,628	9,706	12,876
EBITDAPS	9,229	7,261	9,746	10,593	12,201
BPS	20,448	21,274	26,517	30,659	34,424
DPS	219	185	1,000	1,060	1,284
배당수익률(%)	0.4	0.4	2.8	3.5	4.3
Valuation(Multiple)					
PER	12.1	19.1	9.3	8.0	6.3
PCR	6.9	7.8	4.7	3.1	2.3
PSR	0.9	0.8	0.6	0.4	0.4
PBR	2.6	2.1	1.4	1.0	0.9
EBITDA	564.0	441.5	592.1	643.6	741.3
EV/EBITDA	8.2	8.5	5.0	4.1	3.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.8	10.9	16.2	13.1	14.8
EBITDA 이익률	16.3	14.1	15.6	15.6	16.8
부채비율	109.3	102.4	85.9	79.6	69.2
금융비용부담률	1.6	1.2	0.6	0.5	0.5
이자보상배율(X)	8.4	9.4	21.4	23.5	27.7
매출채권회전율(X)	7.2	6.2	7.9	8.8	9.0
재고자산회전율(X)	5.0	4.6	5.5	5.2	5.2

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%
2022년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근 일 투자등급의 비율	

휠라홀딩스 (081660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균	
2020.10.07	기업브리프	Buy	50,000	하누리	-17.7	-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	산업분석	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	-	-	

The chart illustrates the performance of Hulaholding (Hulaholding) over a two-year period. The stock price (grey line) starts at approximately 50,000 won in October 2020, fluctuates between 40,000 and 60,000 won until January 2021, then rises to a peak of about 70,000 won in March 2021. It then declines to around 50,000 won by June 2021, followed by a sharp drop to approximately 30,000 won in September 2021. The fair value (blue line) starts at 50,000 won and remains relatively stable until January 2021, after which it follows a similar downward trajectory as the stock price, reaching approximately 30,000 won by September 2021.

