

2023. 1. 13



## ▲ 화장품/의류

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

## Buy

적정주가 (12개월) 41,000 원

현재주가 (1.12) 34,650 원

상승여력 18.3%

KOSPI 2,365.10pt

시가총액 21,051억원

발행주식수 6,075만주

유동주식비율 72.10%

외국인비중 43.01%

52주 최고/최저가 35,500원/27,000원

평균거래대금 66.1억원

## 주요주주(%)

피에몬테 외 4 인 26.82

국민연금공단 7.71

Templeton Asset Management, Ltd. 5.81

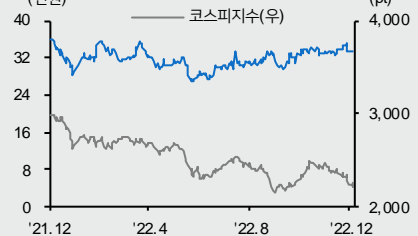
## 주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 5.8 26.2 3.0

상대주가 6.2 23.7 29.4

## 주가그래프



## 힐라홀딩스 081660

## 4Q22E Preview: 감익 불가피

- ✓ 4Q22E 매출액 8,822억원(+3%), 영업이익 135억원(-46%, OPM 2%)
- ✓ 한국(매출 -14%/적전) 및 미국(매출 -27%/적전) 구조조정, 원가 부담, 재고 손실
- ✓ 중국(+20%) 광군제 호조, 로열티(+26%) 아시아 회복, 아쿠(+14%) 환율 효과
- ✓ 주가 하방(저평가) 지지 vs. 주가 상방(저성장 & 고금리 & 달러 약세) 경직
- ✓ 2Q23E 브랜드 리뉴얼 완료 및 마진 확장 확인 후 매수 대응 권고

## 4Q22E 구조조정

힐라홀딩스는 2022년 4분기 매출액 8,822억원(+2.7% YoY; 이하 YoY), 영업이익 135억원(-46.4%, OPM 1.5%), 순이익 53억원(-10.6%)을 기록할 전망이다. 구조조정 영향에 재고평가손실 반영 및 마케팅(GMIC 지출 → 기타 영업적자 -74억원 예상) 활동으로 수익성 훼손이 불가피하다(영업이익 컨센서스 대비 -69%).

[직접] **한국:** 매출액 1,144억원(-13.6%), 영업적자 -25억원(적전)을 추산한다. 채널 조정에 따른 판매량 감소에 노후 재고 관련 손실(80억원 추정, 평가손실총당금 1Q22 +115억원, 2Q22 +122억원, 3Q22 +115억원 QoQ)을 감안했다. **미국:** 매출액 1,024억원(-26.9%, 달러 -37.1%), 영업적자 -288억원(적전)을 예상한다. 전방 위축에 원가 부담과 구조조정 비용이 더해지면서 감익 폭을 키우겠다.

[간접] **중국:** 예상 수익은 425억원(+20.1%; 자문수수료 및 지분법수익 합산)이다. 광군제 호조를 반영했다. **로열티:** 남미 강세와 아시아 회복에 기반, 220억원(원화 +26.3%, 달러 +10.4%)에 달하겠다. 반영했다. **아쿠:** 컨센서스 하향 조정을 반영, 매출액은 5,751억원(원화 +14.0%, 달러 Flat), 영업이익은 55억원(흑전)에 그치겠다.

## 투자의견 Buy 및 적정주가 41,000원 제시

Valuation(2023E PER 8배)이 주가 하방을 다지고 있으나, 저성장(힐라 본업 매출액: 2022E -1.3%, 2023E +2.3%)에 고금리(3Q22 순부채 4,779억원, 부채비율 91%, 2023E 지배순이익 대비 금융 비용 47%) 및 달러 약세가 상방을 막고 있다. 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 (%)
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	4,207.2	456.5	214.8	3,535	-0.6	31,452	9.4	1.1	5.3	12.2	82.1
2023E	4,170.1	523.1	264.6	4,356	14.6	33,884	8.0	1.0	4.5	13.3	74.4
2024E	4,207.3	544.4	288.0	4,740	5.9	36,500	7.3	0.9	4.1	13.5	67.6

표1 휠라홀딩스 4Q22E 실적 Preview

(십억원)	4Q22E	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	882.2	859.3	2.7	1,079.5	-18.3	922.7	-4.4
영업이익	13.5	25.2	-46.4	121.8	-88.9	43.8	-69.2
순이익	5.3	5.9	-10.5	59.3	-91.0	22.0	-75.8
영업이익률(%)	1.5	2.9	-1.4	11.3	-9.8	4.8	-3.2

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	4,207.2	4,170.1	4,226.4	4,435.2	-0.5	-6.0	4,221.7	4,359.8
영업이익	456.5	523.1	484.6	566.5	-5.8	-7.7	484.2	554.4
순이익	214.8	264.6	223.0	273.6	-3.7	-3.3	230.5	276.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 휠라홀딩스 적정주가 산정

(십억원, 배, 천주, %)	NOPLAT	Target PER	적정가치	비고
영업가치 (A)			2,006	
FILA	137	15	2,006	글로벌 Peer 12개월 선행 PER 평균에 30% 할인 적용
지분가치 (B)			1,003	
Acushnet			1,003	아쿠시네트 6개월 평균 주가 * 보유주식 수 * 대주주 양도소득세율 할인
순현금 (C)			-478	3Q22 장부가 기준
적정 시가총액 (D)			2,531	(A)+(B)+(C)
주식 수 (E)			60,752	
적정주가 (원)			41,000	(D)/(E)
현재주가 (원)			34,650	
상승여력 (%)			18.3	

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)	
		23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
휠라홀딩스	2,105	4,170	4,207	523	544	265	288	8.0	7.3	1.0	0.9	13.3	13.5	4.5	4.1
Nike	233,520	69,480	75,388	9,433	11,138	7,838	9,336	29.5	24.5	11.4	10.4	40.6	43.1	22.2	18.8
Adidas	31,286	32,409	35,386	1,740	2,486	1,188	1,723	27.1	17.6	3.5	3.4	14.2	20.2	10.8	9.0
Anta Sports	45,347	12,056	14,148	2,680	3,229	1,825	2,223	24.4	20.0	5.8	4.9	26.8	27.2	14.6	12.4
Puma	11,602	12,401	13,645	940	1,153	553	708	21.2	16.5	3.1	2.8	15.4	17.5	9.0	7.6
Sketchers	8,300	10,228	11,304	905	1,081	609	752	13.8	11.3	1.5	1.4	11.8	12.7	7.8	6.8
평균(국내사 제외)								22.8	18.2	5.2	4.6	23.1	24.4	12.7	10.9

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 휠라홀딩스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>988.3</b>	<b>1,019.4</b>	<b>927.1</b>	<b>859.3</b>	<b>1,073.6</b>	<b>1,171.9</b>	<b>1,079.5</b>	<b>882.2</b>	<b>3,794.0</b>	<b>4,207.2</b>	<b>4,170.1</b>
FILA - 한국	122.9	122.1	101.9	132.3	116.9	110.5	103.0	114.4	479.3	444.8	449.8
FILA - 미국	147.3	127.4	153.8	140.1	135.3	117.8	122.4	102.4	568.6	478.0	467.4
FILA - 로열티	15.2	17.2	16.2	17.4	17.4	19.7	21.5	22.0	66.1	80.6	83.5
FILA - 중국	13.2	14.7	11.3	20.4	15.9	15.8	15.4	24.7	59.6	71.8	85.3
아쿠시네트	646.9	700.5	605.9	504.4	730.3	829.0	753.8	575.1	2,457.6	2,888.3	2,820.7
<b>매출총이익</b>	<b>498.5</b>	<b>522.4</b>	<b>453.2</b>	<b>406.1</b>	<b>529.9</b>	<b>565.3</b>	<b>519.7</b>	<b>403.7</b>	<b>1,880.3</b>	<b>2,018.7</b>	<b>2,041.7</b>
매출총이익률	50.4	51.3	48.9	47.3	49.4	48.2	48.1	45.8	49.6	48.0	49.0
<b>영업이익</b>	<b>183.6</b>	<b>173.8</b>	<b>110.3</b>	<b>25.2</b>	<b>168.8</b>	<b>152.4</b>	<b>121.8</b>	<b>13.5</b>	<b>492.9</b>	<b>456.5</b>	<b>523.1</b>
영업이익률	18.6	17.0	11.9	2.9	15.7	13.0	11.3	1.5	13.0	10.8	12.5
FILA - 한국	12.7	13.0	8.4	12.3	9.7	9.9	4.8	-2.5	46.5	21.9	25.3
FILA - 미국	4.0	1.4	11.7	-1.6	-2.8	-11.0	-15.3	-28.8	15.3	-57.9	0.9
FILA - 로열티	15.2	17.2	16.2	17.4	17.4	19.7	21.5	22.0	66.1	80.6	83.5
FILA - 중국	13.2	14.7	11.3	20.4	15.9	15.8	15.4	24.7	59.6	71.8	85.3
아쿠시네트	133.9	122.4	60.8	-25.9	122.6	112.5	99.1	5.5	297.4	353.7	339.0
<b>순이익</b>	<b>85.0</b>	<b>90.5</b>	<b>53.9</b>	<b>6.0</b>	<b>76.0</b>	<b>74.2</b>	<b>59.3</b>	<b>5.3</b>	<b>235.2</b>	<b>214.8</b>	<b>264.6</b>
순이익률	8.6	8.9	5.8	0.7	7.1	6.3	5.5	0.6	6.2	5.1	6.3
<b>중국 수익</b>	<b>24.9</b>	<b>29.7</b>	<b>18.2</b>	<b>35.4</b>	<b>29.3</b>	<b>27.1</b>	<b>25.5</b>	<b>42.5</b>	<b>107.8</b>	<b>123.7</b>	<b>152.7</b>
자문수수료	13.2	14.7	11.3	20.4	15.9	15.8	15.4	24.7	59.2	71.1	85.3
지분법수익	11.7	15.0	6.9	15.0	13.4	11.3	10.1	17.8	48.6	52.6	67.4
지배순이익 내 중국 비중	29.3	32.9	33.8	594.8	38.6	36.5	43.1	799.1	45.8	57.6	57.7
<b>(% YoY)</b>											
<b>매출액</b>	<b>25.1</b>	<b>63.1</b>	<b>1.1</b>	<b>7.9</b>	<b>8.6</b>	<b>15.0</b>	<b>16.4</b>	<b>2.7</b>	<b>21.3</b>	<b>10.9</b>	<b>-0.9</b>
FILA - 한국	1.5	-6.5	-8.5	10.5	-4.9	-9.6	1.1	-13.6	-0.7	-7.2	1.1
FILA - 미국	16.3	83.1	-4.0	-8.7	-8.1	-7.5	-20.4	-26.9	11.5	-15.9	-2.2
FILA - 로열티	-19.0	41.6	-5.4	-5.3	13.9	14.7	32.2	26.3	-0.6	21.9	3.6
FILA - 중국	70.8	28.4	9.2	24.1	20.1	7.3	35.9	21.3	29.7	20.4	18.8
아쿠시네트	32.6	90.6	5.3	7.0	12.9	18.3	24.4	14.0	29.2	17.5	-2.3
<b>영업이익</b>	<b>173.4</b>	<b>245.6</b>	<b>-29.1</b>	<b>-63.0</b>	<b>-8.1</b>	<b>-12.3</b>	<b>10.4</b>	<b>-46.4</b>	<b>44.5</b>	<b>-7.4</b>	<b>14.6</b>
FILA - 한국	-8.0	-21.5	-29.9	109.4	-23.8	-24.1	-42.9	-120.2	-3.8	-52.9	15.6
FILA - 미국	-49.0	흑전	12.1	31.2	적전	적전	적전	적지	54.6	적전	흑전
FILA - 로열티	-19.0	41.6	-5.4	-5.3	13.9	14.7	32.2	26.3	-0.6	21.9	3.6
FILA - 중국	70.8	28.4	9.2	24.1	20.1	7.3	35.9	21.3	29.7	20.4	18.8
아쿠시네트	422.9	754.9	-40.0	적전	-6.4	-7.7	64.4	흑전	72.5	18.9	-4.2
<b>순이익</b>	<b>152.9</b>	<b>126.6</b>	<b>-9.6</b>	<b>0.8</b>	<b>-10.6</b>	<b>-18.0</b>	<b>10.1</b>	<b>-10.6</b>	<b>69.2</b>	<b>-8.7</b>	<b>23.2</b>

자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

## 힐라홀딩스 (081660)

## Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	3,128.8	3,794.0	4,207.2	4,170.1	4,207.3
매출액증가율 (%)	-9.3	21.3	10.9	-0.9	0.9
매출원가	1,584.2	1,913.7	2,188.5	2,128.4	2,134.1
매출총이익	1,544.6	1,880.3	2,018.7	2,041.8	2,073.2
판매관리비	1,203.6	1,387.4	1,562.3	1,518.6	1,528.7
영업이익	341.1	492.9	456.5	523.1	544.4
영업이익률	10.9	13.0	10.8	12.5	12.9
금융손익	-29.8	-28.9	-57.8	-71.0	-66.1
종속/관계기업손익	42.6	48.6	52.7	67.4	72.1
기타영업외손익	-14.0	0.3	3.1	1.3	1.1
세전계속사업이익	339.9	512.8	454.4	520.8	551.6
법인세비용	142.2	175.0	118.7	136.1	144.1
당기순이익	197.7	337.8	335.7	384.8	407.5
지배주주지분 순이익	139.0	235.2	214.8	264.6	288.0

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	445.0	524.6	330.5	487.5	491.0
당기순이익(손실)	197.7	337.8	335.7	384.8	407.5
유형자산상각비	73.0	72.2	82.2	83.2	72.8
무형자산상각비	27.5	27.0	31.6	34.4	33.8
운전자본의 증감	102.3	3.5	-136.6	-14.9	-23.1
투자활동 현금흐름	-55.2	-39.6	-28.5	-44.0	-43.0
유형자산의증가(CAPEX)	-39.3	-50.2	-84.9	-33.0	-33.0
투자자산의감소(증가)	21.7	2.7	22.3	-10.3	-9.4
재무활동 현금흐름	-134.5	-297.2	-170.0	-183.2	-195.4
차입금의 증감	-57.5	-180.2	264.0	-66.3	-66.4
자본의 증가	7.2	0.9	-31.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	238.6	228.6	211.8	260.4	252.6
기초현금	232.0	470.7	699.2	911.0	1,171.3
기말현금	470.7	699.2	911.0	1,171.3	1,423.9

## Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,686.1	2,041.1	2,345.1	2,676.9	3,004.6
현금및현금성자산	470.7	699.2	911.0	1,171.3	1,423.9
매출채권	502.9	456.0	483.3	502.7	522.8
재고자산	615.6	757.8	818.4	867.5	919.6
비유동자산	2,072.4	2,247.7	2,639.6	2,565.3	2,501.1
유형자산	405.2	418.2	517.1	466.9	427.0
무형자산	1,450.8	1,552.8	1,819.8	1,785.3	1,751.6
투자자산	123.2	169.0	181.6	192.0	201.3
자산총계	3,758.4	4,288.9	4,984.8	5,242.2	5,505.7
유동부채	995.5	1,051.4	1,069.9	1,073.4	1,074.8
매입채무	202.4	295.4	310.2	316.4	322.7
단기차입금	333.9	265.1	318.4	290.4	262.4
유동성장기부채	22.1	20.8	0.0	0.0	0.0
비유동부채	905.7	931.0	1,176.8	1,162.8	1,146.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	507.1	421.1	641.9	601.9	561.9
부채총계	1,901.1	1,982.4	2,246.7	2,236.3	2,221.2
자본금	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1
자본잉여금	107.2	108.1	76.3	76.3	76.3
기타포괄이익누계액	-26.3	65.2	288.6	288.6	288.6
이익잉여금	1,179.3	1,406.0	1,514.2	1,662.0	1,820.9
비지배주주지분	564.9	695.5	827.3	947.5	1,067.0
자본총계	1,857.3	2,306.5	2,738.1	3,006.0	3,284.5

## Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	51,452	62,450	69,252	68,641	69,253
EPS(지배주주)	2,286	3,872	3,535	4,356	4,740
CFPS	5,586	7,628	8,139	11,077	11,311
EBITDAPS	7,261	9,746	9,387	10,547	10,716
BPS	21,274	26,517	31,452	33,884	36,500
DPS	185	1,000	1,824	2,090	2,214
배당수익률(%)	0.4	2.8	5.5	6.0	6.4
Valuation(Multiple)					
PER	19.1	9.3	9.4	8.0	7.3
PCR	7.8	4.7	4.1	3.1	3.1
PSR	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
PBR	2.1	1.4	1.1	1.0	0.9
EBITDA	441.5	592.1	570.3	640.7	651.0
EV/EBITDA	8.5	5.0	5.3	4.5	4.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.9	16.2	12.2	13.3	13.5
EBITDA 이익률	14.1	15.6	13.6	15.4	15.5
부채비율	102.4	85.9	82.1	74.4	67.6
금융비용부담률	1.2	0.6	0.8	1.1	1.0
이자보상배율(x)	9.4	21.4	13.8	11.8	13.1
매출채권회전율(x)	6.2	7.9	9.0	8.5	8.2
재고자산회전율(x)	4.6	5.5	5.3	4.9	4.7

## 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	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 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)	
2020.11.19	산업분석	Buy	56,000	하누리	-21.7	-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	-	-	