

2023. 4. 17



▲ 화장품/의류

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

Buy

적정주가 (12개월) **43,000 원**

현재주가 (4.14) **36,000 원**

상승여력 **19.4%**

KOSPI	2,571.49pt
시가총액	21,871억원
발행주식수	6,075만주
유동주식비율	72.09%
외국인비중	45.84%
52주 최고/최저가	40,800원/27,000원
평균거래대금	89.7억원

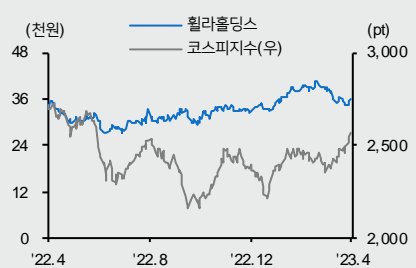
주요주주(%)

피에몬테 외 5인	26.83
국민연금공단	7.71
Templeton Asset Management, Ltd.	5.81

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.1	15.6	5.6
상대주가	-14.3	-0.6	11.5

주가그래프



# 힐라홀딩스 081660

## 1Q23E Preview: 아쿠시네트 비중 94%

- ✓ 1Q23E 매출액 1조 839억원(+1%), 영업이익 1,498억원(-11%, OPM 14%)
- ✓ 힐라 매출 -19%/이익 -80% vs. 아쿠 매출 +10%/이익 +15% → 아쿠 기여 94%
- ✓ [직접] 한국(매출 -14%/이익 -29%) 및 미국(매출 -26%/손실 -227억) 구조조정
- ✓ [간접] 중국(+9%) 및 로열티(+14%) 아시아 리오프닝, 아쿠(매출 +10%) 신제품 효과
- ✓ 2Q23E 재고 소진 정도 및 3Q23E 미국 Re-stocking 확인 후 매수 추천

### 1Q23E 아쿠시네트 기여 확대

힐라홀딩스는 2023년 1분기 매출액 1조 839억원(+1.0% YoY; 이하 YoY), 영업이익 1,498억원(-11.2%, OPM 13.8%), 순이익 681억원(-10.4%)을 기록할 전망이다. 아쿠시네트 호조(매출액 +10.2%, 영업이익 +14.7%)와 힐라 부진(매출액 -18.7%, 영업이익 -80.3%)이 계속되는 양상이다(연결 영업이익 기여도: 아쿠 93.9%, 힐라 6.1%).

**한국:** 매출액 1,012억원(-13.5%), 영업이익 69억원(-29.1%)을 추산한다. 채널 조정에 따른 판매량 감소와 기온 상승으로 인한 믹스 훼손을 감안했다. **미국:** 매출액 1,004억원(원화 -25.8%, 달러 -30.0%), 영업손실 -227억원(적지, 적자 -200억 확대)을 예상한다. 저가 채널형 과재고 소진, 신제품 판촉, 인력 채용 등 리브랜딩 관련 비용 집행이 크다. **중국:** 예상 수익은 321억원(+9.3%; 자문수수료 및 지분법수익 합산)이다. 리오프닝 효과로 기여 부담을 상쇄하겠다. **로열티:** 아시아 회복을 반영, 198억원(+14.2%)을 추산한다. **아쿠시네트:** 매출액 8,048억원(+10.2%), 영업이익으로 1,407억원(+14.7%)을 추정한다. 신제품 효과 및 미국 라운딩 증가를 감안했다.

### 투자의견 Buy 및 적정주가 43,000원 제시

힐라 재고자산 3,748억원(연결 재고 - 아쿠 재고)의 대부분은 직접 사업인 한국과 미국에 귀속된다. 한국은 2020년 재고 소각 및 2021~2022년 채널 조정이 완료, 부담을 상당 덜어냈다(4Q22 1,234억원 < 2019년 평균 1,308억원 추정). 문제는 미국이다. 2022년 의류 시장 De-stocking 심화로 보유 재고가 배증했겠다(4Q22 2,515억원 vs. 2021년 평균 1,252억원 추정). 2023E 미국 영업손실은 -918억원(적지)으로 악성 재고 소진에 1천억원 이상을 투입할 것으로 본다. 2Q23E 재고 소진 정도와 3Q23E 전방 Re-stocking 진입을 확인하고 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 (%)
2021	3,794.0	492.9	235.2	3,872	71.0	26,517	9.3	1.4	5.0	16.2	85.9
2022	4,221.8	435.1	343.7	5,658	38.4	30,889	5.9	1.1	6.6	19.7	87.3
2023E	4,109.3	438.1	225.4	3,710	-23.8	33,231	9.7	1.1	6.4	11.6	74.2
2024E	4,232.7	612.4	349.1	5,746	35.6	37,445	6.3	1.0	4.7	16.3	62.6
2025E	4,370.2	656.5	372.5	6,131	7.0	41,583	5.9	0.9	4.2	15.5	54.3

(십억원)	1Q23E	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,083.9	1,073.6	1.0	896.7	20.9	1,123.3	-3.5
영업이익	149.8	168.8	-11.2	-7.9	흑전	141.6	5.8
순이익	68.1	76.0	-10.4	134.3	-49.3	72.0	-5.4
영업이익률(%)	13.8	15.7	-1.9	-0.9	14.7	12.6	1.2

자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	4,109.3	4,232.7	4,215.2	4,281.4	-2.5	-1.1	4,258.4	4,355.7
영업이익	438.1	612.4	388.7	488.0	12.7	25.5	481.6	564.8
순이익	225.4	349.1	196.0	269.1	15.0	29.7	268.4	295.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원, 배, 천주, %)	NOPLAT	Target PER	적정가치	비고
영업가치			1,602	
FILA	110	15	1,602	글로벌 Peer 12개월 선행 PER 평균에 30% 할인
지분가치			1,030	
Acushnet			1,030	아쿠시네트 6개월 평균 주가 * 보유주식 수 * 지주사 50% 할인
적정 시가총액			2,632	
주식 수			60,752	
적정주가 (원)			43,000	
현재주가 (원)			36,000	
상승여력 (%)			19.4%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

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	2,187	4,109	4,233	438	612	225	349	9.7	6.3	1.1	1.0	11.6	16.3	6.4	4.7
Nike	247,941	71,007	76,943	9,654	11,266	8,070	9,496	30.7	25.7	12.4	11.5	42.3	48.1	22.9	19.5
Adidas	41,523	32,570	35,198	1,692	2,632	1,052	1,765	38.4	23.4	5.2	5.2	15.8	22.4	15.0	11.5
Anta Sports	51,383	13,748	15,861	3,112	3,674	2,175	2,582	23.5	20.0	5.5	4.6	25.6	25.6	13.6	11.5
Puma	12,153	13,900	15,060	1,140	1,326	680	808	17.6	14.8	2.8	2.5	16.8	17.2	8.0	7.0
Sketchers	9,621	11,466	12,667	1,102	1,243	751	826	13.1	11.0	1.5	1.4	12.9	13.3	7.4	6.6
평균(국내사 제외)								23.7	18.8	5.4	4.8	23.3	24.9	13.0	11.1

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 힐라홀딩스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>1,073.6</b>	<b>1,171.9</b>	<b>1,079.5</b>	<b>896.7</b>	<b>1,083.9</b>	<b>1,156.9</b>	<b>1,014.3</b>	<b>854.2</b>	<b>4,221.7</b>	<b>4,109.3</b>	<b>4,232.7</b>
FILA - 한국	116.9	110.5	103.0	99.1	101.2	110.5	104.9	113.6	429.5	430.2	443.4
FILA - 미국	135.3	117.8	122.4	88.2	100.4	94.8	96.7	71.4	463.7	363.4	389.2
FILA - 로열티	17.4	19.7	21.5	20.8	19.8	21.8	21.1	20.4	79.4	83.2	86.6
FILA - 중국	15.9	15.8	15.4	19.7	17.3	18.5	17.9	26.2	66.8	80.0	86.4
아쿠시네트	730.3	829.0	753.8	620.0	804.8	871.6	735.6	578.6	2,933.2	2,990.6	3,052.1
<b>매출총이익</b>	<b>529.9</b>	<b>565.3</b>	<b>519.7</b>	<b>414.3</b>	<b>530.7</b>	<b>559.2</b>	<b>486.3</b>	<b>424.7</b>	<b>2,029.3</b>	<b>2,000.9</b>	<b>2,218.0</b>
<i>매출총이익률</i>	<i>49.4</i>	<i>48.2</i>	<i>48.1</i>	<i>46.2</i>	<i>49.0</i>	<i>48.3</i>	<i>47.9</i>	<i>49.7</i>	<i>48.1</i>	<i>48.7</i>	<i>52.4</i>
<b>영업이익</b>	<b>168.8</b>	<b>152.4</b>	<b>121.8</b>	<b>-7.9</b>	<b>149.8</b>	<b>147.5</b>	<b>112.4</b>	<b>28.4</b>	<b>435.1</b>	<b>438.1</b>	<b>612.4</b>
<i>영업이익률</i>	<i>15.7</i>	<i>13.0</i>	<i>11.3</i>	<i>-0.9</i>	<i>13.8</i>	<i>12.8</i>	<i>11.1</i>	<i>3.3</i>	<i>10.3</i>	<i>10.7</i>	<i>14.5</i>
FILA - 한국	9.7	9.9	4.8	-4.9	6.9	10.1	5.5	6.3	19.5	28.7	30.7
FILA - 미국	-2.8	-10.8	-15.3	-37.3	-22.7	-16.4	-21.3	-31.5	-66.2	-91.8	10.6
FILA - 로열티	17.4	19.7	21.5	20.8	19.8	21.8	21.1	20.4	79.3	83.2	86.6
FILA - 중국	15.9	15.8	15.4	19.7	17.3	18.5	17.9	26.2	66.8	80.0	86.4
아쿠시네트	122.6	112.5	99.1	15.8	140.7	120.7	100.9	15.4	350.0	379.0	391.7
<b>순이익</b>	<b>76.0</b>	<b>74.2</b>	<b>59.3</b>	<b>134.3</b>	<b>68.1</b>	<b>73.1</b>	<b>54.1</b>	<b>30.0</b>	<b>343.7</b>	<b>225.4</b>	<b>349.1</b>
<i>순이익률</i>	<i>7.1</i>	<i>6.3</i>	<i>5.5</i>	<i>15.0</i>	<i>6.3</i>	<i>6.3</i>	<i>5.3</i>	<i>3.5</i>	<i>8.1</i>	<i>5.5</i>	<i>8.2</i>
<b>중국 수익</b>	<b>29.3</b>	<b>27.1</b>	<b>25.5</b>	<b>30.5</b>	<b>32.1</b>	<b>35.0</b>	<b>30.2</b>	<b>41.2</b>	<b>113.4</b>	<b>138.4</b>	<b>148.8</b>
자문수수료	15.9	15.8	15.4	19.7	17.3	18.5	17.9	26.2	67.8	80.0	86.4
지분법수익	13.4	11.3	10.1	10.7	14.8	16.5	12.2	15.0	45.6	58.4	62.5
<i>지배순이익 내 중국 비중</i>	<i>38.6</i>	<i>36.5</i>	<i>43.1</i>	<i>22.7</i>	<i>47.1</i>	<i>47.8</i>	<i>55.7</i>	<i>137.1</i>	<i>33.0</i>	<i>61.4</i>	<i>42.6</i>
<b>(% YoY)</b>											
<b>매출액</b>	<b>8.6</b>	<b>15.0</b>	<b>16.4</b>	<b>4.4</b>	<b>1.0</b>	<b>-1.3</b>	<b>-6.0</b>	<b>-4.7</b>	<b>11.3</b>	<b>-2.7</b>	<b>3.0</b>
FILA - 한국	-4.9	-9.6	1.1	-25.1	-13.5	0.0	1.8	14.7	-10.4	0.2	3.1
FILA - 미국	-8.1	-7.5	-20.4	-37.1	-25.8	-19.5	-21.0	-19.0	-18.4	-21.6	7.1
FILA - 로열티	13.9	14.7	32.2	19.6	14.2	10.5	-1.6	-1.9	20.1	4.8	4.1
FILA - 중국	20.1	7.3	35.9	-3.2	8.9	17.4	16.3	32.9	12.0	19.7	8.0
아쿠시네트	12.9	18.3	24.4	22.9	10.2	5.1	-2.4	-6.7	19.3	2.0	2.1
<b>영업이익</b>	<b>-8.1</b>	<b>-12.3</b>	<b>10.4</b>	<b>적전</b>	<b>-11.2</b>	<b>-3.2</b>	<b>-7.7</b>	<b>흑전</b>	<b>-11.7</b>	<b>0.7</b>	<b>39.8</b>
FILA - 한국	-23.8	-24.1	-42.9	적전	-29.1	1.8	13.7	흑전	-58.1	47.2	7.0
FILA - 미국	적전	적전	적전	적지	-705.9	-52.6	-38.7	15.6	적전	적지	흑전
FILA - 로열티	13.9	14.7	32.2	19.6	14.2	10.5	-1.6	-1.9	20.0	4.9	4.1
FILA - 중국	20.1	7.3	35.9	-3.2	8.9	17.4	16.3	32.9	12.0	19.7	8.0
아쿠시네트	-6.4	-7.7	64.4	흑전	14.7	7.3	1.8	-2.3	1.4	8.3	3.4
<b>순이익</b>	<b>-10.6</b>	<b>-18.0</b>	<b>10.0</b>	<b>2,157.1</b>	<b>-10.4</b>	<b>-1.4</b>	<b>-8.7</b>	<b>-77.6</b>	<b>46.1</b>	<b>-34.4</b>	<b>54.9</b>

자료: 힐라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

## 힐라홀딩스 (081660)

### Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>3,794.0</b>	<b>4,221.8</b>	<b>4,109.3</b>	<b>4,232.7</b>	<b>4,370.2</b>
매출액증가율 (%)	21.3	11.3	-2.7	3.0	3.2
매출원가	1,913.7	2,192.4	2,108.4	2,014.7	2,051.0
매출총이익	1,880.3	2,029.3	2,000.9	2,218.0	2,319.2
판매관리비	1,387.4	1,594.2	1,562.8	1,605.5	1,662.7
<b>영업이익</b>	<b>492.9</b>	<b>435.1</b>	<b>438.1</b>	<b>612.4</b>	<b>656.5</b>
영업이익률	13.0	10.3	10.7	14.5	15.0
금융손익	-28.9	-32.3	-4.9	-6.7	-8.0
중속/관계기업손익	48.6	45.6	58.4	62.5	66.8
기타영업외손익	0.3	4.7	4.3	4.2	4.0
세전계속사업이익	512.8	453.1	496.0	672.4	719.2
법인세비용	175.0	-14.4	139.5	189.1	202.3
<b>당기순이익</b>	<b>337.8</b>	<b>467.5</b>	<b>356.5</b>	<b>483.3</b>	<b>517.0</b>
지배주주지분 손이익	235.2	343.7	225.4	349.1	372.5

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>524.6</b>	<b>-138.7</b>	<b>502.9</b>	<b>502.3</b>	<b>556.0</b>
당기순이익(손실)	337.8	467.5	356.5	483.3	517.0
유형자산상각비	72.2	80.1	92.8	88.6	87.1
무형자산상각비	27.0	32.3	25.5	25.0	24.4
운전자본의 증감	4.4	-602.9	28.1	-94.4	-72.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-39.6</b>	<b>-202.8</b>	<b>-89.5</b>	<b>-99.8</b>	<b>-106.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-50.2	-85.4	-82.0	-90.0	-99.0
투자자산의감소(증가)	2.7	22.3	-8.6	-8.9	-6.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-297.2</b>	<b>29.4</b>	<b>-193.1</b>	<b>-211.1</b>	<b>-206.7</b>
차입금의 증감	-180.2	476.8	-110.0	-118.1	-85.7
자본의 증가	0.9	-54.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	228.6	-291.8	220.3	191.4	243.0
기초현금	470.7	699.2	407.4	627.7	819.1
기말현금	699.2	407.4	627.7	819.1	1,062.1

### Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>2,041.1</b>	<b>2,293.3</b>	<b>2,459.4</b>	<b>2,780.3</b>	<b>3,127.0</b>
현금및현금성자산	699.2	407.4	627.7	819.1	1,062.1
매출채권	456.0	462.7	471.9	500.2	520.2
재고자산	757.8	1,290.5	1,226.0	1,324.1	1,403.5
<b>비유동자산</b>	<b>2,247.7</b>	<b>2,528.5</b>	<b>2,500.8</b>	<b>2,486.1</b>	<b>2,480.2</b>
유형자산	418.2	499.8	489.0	490.4	502.4
무형자산	1,552.8	1,740.9	1,715.5	1,690.5	1,666.1
투자자산	169.0	192.3	200.9	209.7	216.3
<b>자산총계</b>	<b>4,288.9</b>	<b>4,821.8</b>	<b>4,960.2</b>	<b>5,266.4</b>	<b>5,607.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,051.4</b>	<b>1,092.7</b>	<b>1,030.6</b>	<b>1,044.7</b>	<b>1,012.8</b>
매입채무	295.4	288.1	293.9	299.8	309.4
단기차입금	285.9	377.0	329.0	319.0	264.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>931.0</b>	<b>1,154.6</b>	<b>1,081.7</b>	<b>983.6</b>	<b>960.3</b>
사채	69.9	69.9	69.9	0.0	0.0
장기차입금	351.2	697.0	637.0	597.0	565.0
<b>부채총계</b>	<b>1,982.4</b>	<b>2,247.2</b>	<b>2,112.2</b>	<b>2,028.3</b>	<b>1,973.1</b>
자본금	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1
자본잉여금	108.1	53.2	53.2	53.2	53.2
기타포괄이익누계액	65.2	141.7	141.7	141.7	141.7
이익잉여금	1,406.0	1,649.9	1,792.2	2,048.2	2,299.6
비지배주주지분	695.5	698.0	829.1	963.3	1,107.8
<b>자본총계</b>	<b>2,306.5</b>	<b>2,574.6</b>	<b>2,847.9</b>	<b>3,238.2</b>	<b>3,634.0</b>

### Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	62,450	69,491	67,640	69,671	71,935
EPS(지배주주)	3,872	5,658	3,710	5,746	6,131
CFPS	7,613	10,066	10,752	13,437	14,024
EBITDAPS	9,746	9,013	9,158	11,949	12,641
BPS	26,517	30,889	33,231	37,445	41,583
DPS	1,000	1,580	1,323	1,955	2,263
배당수익률(%)	2.8	4.8	3.7	5.4	6.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	9.3	5.9	9.7	6.3	5.9
PCR	4.7	3.3	3.3	2.7	2.6
PSR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
PBR	1.4	1.1	1.1	1.0	0.9
EBITDA	592.1	547.5	556.4	726.0	768.0
EV/EBITDA	5.0	6.6	6.4	4.7	4.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	16.2	19.7	11.6	16.3	15.5
EBITDA 이익률	15.6	13.0	13.5	17.2	17.6
부채비율	85.9	87.3	74.2	62.6	54.3
금융비용부담률	0.6	0.8	1.3	1.2	1.0
이자보상배율(x)	21.4	12.4	8.2	12.5	14.9
매출채권회전율(x)	7.9	9.2	8.8	8.7	8.6
재고자산회전율(x)	5.5	4.1	3.3	3.3	3.2

**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 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	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 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)	
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	-16.3	-0.5	
2023.04.17	기업브리프	Buy	43,000	하누리	-	-	