

2023. 8. 16



▲ 화장품/의류

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

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **47,000 원**

현재주가 (8.14) **40,100 원**

상승여력 **17.2%**

KOSPI	2,570.87pt
시가총액	24,362억원
발행주식수	6,075만주
유동주식비율	66.94%
외국인비중	43.88%
52주 최고/최저가	40,800원/29,350원
평균거래대금	73.8억원

주요주주(%)

피에몬테 외 5 인	31.98
국민연금공단	7.71
Templeton Asset Management, Ltd.	5.20

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.5	0.9	20.4
상대주가	5.8	-3.2	18.4

주가그래프



힐라홀딩스 081660

2Q23 Review: 어닝 쇼크

- ✓ 2Q23 매출액 1조 1,147억원 (-2%), 영업이익 919억원 (-40%, OPM 8%)
- ✓ 영업이익: 아쿠시네트 1,382억 (+23%) vs. 힐라 -462억원 (적전)
- ✓ 자체: 브랜드력 훼손 및 재고 밀어내기 → 한국 -30%/적전, 미국 -22%/적자 확대
- ✓ 기타: 로열티 (달러 -4%) 아시아 외 전 지역 부진, 중국 (+25%) 리오프닝
- ✓ 실적 성장 부담 요소 산재, 단기간 내 추세 전환 어려울 전망 → 확인 후 대응 권고

2Q23 기대치 하회

힐라홀딩스는 2023년 2분기 매출액 1조 1,147억원 (-2.1% YoY; 이하 YoY), 영업이익 919억원 (-39.7%, OPM 8.0%), 순손실 73억원 (적전)으로, 기대치를 하회했다 (컨센서스 대비 영업이익 -22.7%). 힐라 본업이 적자로 전환, 연결 실적을 훼손시켰다 (부문별: **힐라** 매출 2,410억원/-29.7%, 영업손실 -462억원/적전, **Acushnet** 매출 9,060억원/+9.3%, 영업이익 1,382억원/+22.8%).

한국: 매출액 772억원 (-30.1%), 영업손실 28억원 (적전)을 시현했다. 브랜드력 약화로 매출 규모가 축소, 고정비 부담을 이겨내지 못했다. 도매 (-56.3%)와 소매 (-12.6%), 오프라인 (-18.6%)과 온라인 (-61.2%) 모두 급감했다. 국내 의류 시장 추세와도 괴리가 너무 크다 (2Q23 국내 의류 소매판매 +3.7% vs. 힐라 -30.1%).

미국: 매출액 915억원 (-22.3%), 영업손실 771억원 (적자 -663억원 확대)에 그쳤다. 도매 사업임에도 매출총이익단에 대규모 손실이 발생, 재고 밀어내기가 심화되는 모습이다. **로열티:** 200억원 (달러 -4.3%, 원화 +1.1%)을 실현했다. 아시아 (+2.5%) 외 전 지역에 부진한 모습이다. **중국:** 리오프닝 효과가 발현, 합산 수익은 339억원 (+25.2%; 수수료 +9.5% 및 지분법 +47.1%)에 달했다.

투자의견 Buy 및 적정주가 47,000원 제시

단기간 내 주가 추세 전환은 쉽지 않다. 직사업(한국 및 미국) 부진 지속, 환율 하락 반전, 아쿠시네트 기저 부담 등 위험 요소가 산재하다. 도매 채널 축소 및 노후 재고 소진이 일단락되고, 판매량과 정상율이 동반 성장하는 구간에 봐도 늦지 않다. 힐라 본업에의 실적 회복 확인 후 대응을 권고한다.

(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	4,018.1	350.8	118.5	1,950	-45.0	32,098	20.6	1.2	7.9	6.2	91.2
2024E	4,127.4	561.7	292.7	4,819	68.0	35,665	8.3	1.1	5.3	14.2	79.1
2025E	4,260.9	601.9	319.9	5,265	8.4	39,138	7.6	1.0	4.9	14.1	69.4

(십억원)	2Q23	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	1,147.0	1,171.9	-2.1	1,108.6	3.5	1,142.2	0.4	1191.1	-3.7
영업이익	91.9	152.4	-39.7	160.4	-42.7	119.0	-22.7	130.9	-29.8
순이익	-7.3	74.2	적전	61.8	적전	56.4	적전	63.5	적전
영업이익률(%)	8.0	13.0	-5.0	14.5	-6.5	10.4	-2.4	11.0	-3.0

자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	4,018.1	4,127.4	4,184.0	4,302.0	-4.0	-4.1	4,176.5	4,287.8
영업이익	350.8	561.7	452.3	626.6	-22.4	-10.4	421.5	529.8
순이익	118.5	292.7	222.7	350.8	-46.8	-16.5	207.0	285.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원, 배, 천주, %)	NOPLAT	Target PER	적정가치	비고
영업가치			1,792	
FILA	111	16	1,792	글로벌 Peer 12개월 선행 PER 평균에 40% 할인
지분가치			1,107	
Acushnet			1,107	아쿠시네트 6개월 평균 주가 * 보유주식 수 * 지주사 50% 할인
적정 시가총액			2,899	
주식 수			60,752	
적정주가 (원)			47,000	
현재주가 (원)			40,100	
상승여력 (%)			17.2%	

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	2,436	4,018	4,127	351	562	118	293	20.6	8.3	1.2	1.1	6.2	14.2	7.9	5.3
Nike	212,023	68,763	74,187	8,732	10,219	7,352	8,523	29.1	24.7	11.8	11.4	41.3	50.1	21.5	18.5
Adidas	46,472	30,012	32,887	-189	1,684	-410	1,056	-	45.0	7.3	6.3	-4.7	15.4	38.0	16.7
Anta Sports	39,942	11,075	12,790	2,434	2,891	1,681	2,020	23.0	19.2	5.2	4.4	23.9	24.0	13.2	11.4
Puma	12,061	12,741	13,931	896	1,138	523	699	23.2	17.3	3.1	2.8	14.1	16.7	10.0	8.4
Sketchers	10,490	10,397	11,516	939	1,170	635	777	16.8	13.6	2.0	1.7	12.2	13.6	9.1	7.6
평균(국내사 제외)								23.4	23.0	6.0	5.2	19.5	24.0	16.9	12.3

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 휠라홀딩스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	1,073.6	1,171.9	1,079.5	896.7	1,108.6	1,147.0	952.3	810.2	4,221.7	4,018.1	4,127.4
FILA - 한국	116.9	110.5	103.0	99.1	79.9	77.2	76.2	90.4	429.5	323.8	333.3
FILA - 미국	135.3	117.8	122.4	88.2	76.8	91.5	64.1	45.0	463.7	277.4	296.6
FILA - 로열티	17.4	19.7	21.5	20.8	19.0	20.0	19.1	19.5	79.4	77.6	79.9
FILA - 중국	15.9	15.8	15.4	19.7	17.1	17.3	16.0	25.3	66.8	75.7	82.0
아쿠시네트	730.3	829.0	753.8	620.0	875.4	906.0	739.0	581.4	2,933.2	3,101.7	3,160.8
매출총이익	529.9	565.3	519.7	414.3	556.9	535.0	456.6	378.6	2,029.3	1,927.1	2,145.5
<i>매출총이익률</i>	<i>49.4</i>	<i>48.2</i>	<i>48.1</i>	<i>46.2</i>	<i>50.2</i>	<i>46.6</i>	<i>47.9</i>	<i>46.7</i>	<i>48.1</i>	<i>48.0</i>	<i>52.0</i>
영업이익	168.8	152.4	121.8	-7.9	160.4	91.9	77.0	21.5	435.1	350.8	561.7
<i>영업이익률</i>	<i>15.7</i>	<i>13.0</i>	<i>11.3</i>	<i>-0.9</i>	<i>14.5</i>	<i>8.0</i>	<i>8.1</i>	<i>2.7</i>	<i>10.3</i>	<i>8.7</i>	<i>13.6</i>
FILA - 한국	9.7	9.9	4.8	-4.9	0.1	-2.8	-6.0	-8.8	19.5	-17.5	7.8
FILA - 미국	-2.8	-10.8	-15.3	-37.3	-28.0	-77.1	-36.5	-22.9	-66.2	-164.4	6.6
FILA - 로열티	17.4	19.7	21.5	20.8	19.0	20.0	19.1	19.5	79.3	77.6	79.9
FILA - 중국	15.9	15.8	15.4	19.7	17.1	17.3	16.0	25.3	66.8	75.7	82.0
아쿠시네트	122.6	112.5	99.1	15.6	156.3	138.2	86.6	11.8	349.8	391.9	403.9
순이익	76.0	74.2	59.3	134.3	61.8	-7.3	35.7	28.4	343.7	118.5	292.7
<i>순이익률</i>	<i>7.1</i>	<i>6.3</i>	<i>5.5</i>	<i>15.0</i>	<i>5.6</i>	<i>-0.6</i>	<i>3.7</i>	<i>3.5</i>	<i>8.1</i>	<i>2.9</i>	<i>7.1</i>
중국 수익	29.3	27.1	25.5	30.5	33.5	33.9	29.6	43.7	113.4	140.8	151.5
자문수수료	15.9	15.8	15.4	19.7	17.1	17.3	16.0	25.3	67.8	75.9	82.0
지분법수익	13.4	11.3	10.1	10.7	16.4	16.6	13.6	18.3	45.6	65.0	69.5
(% YoY)											
매출액	8.6	15.0	16.4	4.4	3.3	-2.1	-11.8	-9.6	11.3	-4.8	2.7
FILA - 한국	-4.9	-9.6	1.1	-25.1	-31.6	-30.1	-26.1	-8.7	-10.4	-24.6	2.9
FILA - 미국	-8.1	-7.5	-20.4	-37.1	-43.3	-22.3	-47.7	-49.0	-18.4	-40.2	6.9
FILA - 로열티	13.9	14.7	32.2	19.6	9.7	1.1	-11.2	-6.4	20.1	-2.3	3.0
FILA - 중국	20.1	7.3	35.9	-3.2	7.5	9.5	3.9	28.5	12.0	13.3	8.3
아쿠시네트	12.9	18.3	24.4	22.9	19.9	9.3	-2.0	-6.2	19.3	5.7	1.9
영업이익	-8.1	-12.3	10.4	적전	-5.0	-39.7	-36.8	흑전	-11.7	-19.4	60.1
FILA - 한국	-23.8	-24.1	-42.9	적전	-99.2	적전	적전	적지	-58.1	적전	흑전
FILA - 미국	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적전	적지	흑전
FILA - 로열티	13.9	14.7	32.2	19.6	9.7	1.1	-11.2	-6.4	20.0	-2.2	3.0
FILA - 중국	20.1	7.3	35.9	-3.2	7.5	9.5	3.9	28.5	12.0	13.3	8.3
아쿠시네트	-6.4	-7.7	64.4	흑전	27.4	22.8	-12.6	-23.8	1.4	12.1	3.1
순이익	-10.6	-18.0	10.0	2,157.1	-18.7	적전	-39.8	-78.9	46.1	-65.5	147.1

자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

힐라홀딩스 (081660)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	3,794.0	4,221.8	4,018.1	4,127.4	4,260.9
매출액증가율(%)	21.3	11.3	-4.8	2.7	3.2
매출원가	1,913.7	2,192.4	2,091.0	1,981.9	2,027.5
매출총이익	1,880.3	2,029.3	1,927.1	2,145.5	2,233.4
판매관리비	1,387.4	1,594.2	1,576.3	1,583.8	1,631.5
영업이익	492.9	435.1	350.8	561.7	601.9
영업이익률(%)	13.0	10.3	8.7	13.6	14.1
금융손익	-28.9	-32.3	-61.3	-57.4	-53.6
중속/관계기업손익	48.6	45.6	65.0	69.5	74.4
기타영업외손익	0.3	4.7	3.2	3.0	2.8
세전계속사업이익	512.8	453.1	357.6	576.8	625.6
법인세비용	175.0	-14.4	100.6	144.9	157.2
당기순이익	337.8	467.5	257.0	431.9	468.4
지배주주지분 손이익	235.2	343.7	118.5	292.7	319.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	524.6	-138.7	389.5	523.1	543.6
당기순이익(손실)	337.8	467.5	257.0	431.9	468.4
유형자산상각비	72.2	80.1	115.2	115.4	108.6
무형자산상각비	27.0	32.3	39.7	39.3	38.5
운전자본의 증감	4.4	-602.9	-46.9	-63.1	-71.3
투자활동 현금흐름	-39.6	-202.8	-114.0	-111.2	-106.4
유형자산의증가(CAPEX)	-50.2	-85.4	-80.9	-90.0	-99.0
투자자산의감소(증가)	2.7	22.3	8.2	-19.7	-7.2
재무활동 현금흐름	-297.2	29.4	123.3	-192.1	-194.5
차입금의 증감	-180.2	476.8	320.4	-116.1	-85.6
자본의 증가	0.9	-54.9	18.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	228.6	-291.8	417.8	219.8	242.7
기초현금	470.7	699.2	407.4	825.2	1,045.0
기말현금	699.2	407.4	825.2	1,045.0	1,287.8

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,041.1	2,293.3	2,658.8	3,009.2	3,355.8
현금및현금성자산	699.2	407.4	825.2	1,045.0	1,287.8
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
비유동자산	2,247.7	2,528.5	2,605.2	2,560.1	2,519.2
유형자산	418.2	499.8	533.8	508.4	498.8
무형자산	1,552.8	1,740.9	1,790.2	1,750.9	1,712.4
투자자산	169.0	192.3	200.5	220.2	227.4
자산총계	4,288.9	4,821.8	5,264.0	5,569.3	5,875.1
유동부채	1,051.4	1,092.7	1,026.3	1,060.7	1,029.8
매입채무	295.4	288.1	293.9	299.8	309.8
단기차입금	285.9	377.0	343.7	333.7	278.7
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	931.0	1,154.6	1,484.4	1,399.4	1,376.5
사채	69.9	69.9	69.9	0.0	0.0
장기차입금	351.2	697.0	1,005.9	965.9	933.9
부채총계	1,982.4	2,247.2	2,510.7	2,460.1	2,406.3
자본금	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1
자본잉여금	108.1	53.2	72.2	72.2	72.2
기타포괄이익누계액	65.2	141.7	186.8	186.8	186.8
이익잉여금	1,406.0	1,649.9	1,659.4	1,876.1	2,087.1
비지배주주지분	695.5	698.0	803.3	942.5	1,091.0
자본총계	2,306.5	2,574.6	2,753.3	3,109.2	3,468.7

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	62,450	69,491	66,140	67,938	70,135
EPS(지배주주)	3,872	5,658	1,950	4,819	5,265
CFPS	7,613	10,066	9,085	13,028	13,507
EBITDAPS	9,746	9,013	8,324	11,794	12,328
BPS	26,517	30,889	32,098	35,665	39,138
DPS	1,000	1,580	954	1,747	2,051
배당수익률(%)	2.8	4.8	2.4	4.4	5.1
Valuation(Multiple)					
PER	9.3	5.9	20.6	8.3	7.6
PCR	4.7	3.3	4.4	3.1	3.0
PSR	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
PBR	1.4	1.1	1.2	1.1	1.0
EBITDA(십억원)	592.1	547.5	505.7	716.5	748.9
EV/EBITDA	5.0	6.6	7.9	5.3	4.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.2	19.7	6.2	14.2	14.1
EBITDA 이익률	15.6	13.0	12.6	17.4	17.6
부채비율	85.9	87.3	91.2	79.1	69.4
금융비용부담률	0.6	0.8	2.2	2.1	1.9
이자보상배율(x)	21.4	12.4	3.9	6.5	7.5
매출채권회전율(x)	7.9	9.2	8.6	8.5	8.4
재고자산회전율(x)	5.5	4.1	3.2	3.2	3.1

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 추천 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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 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	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 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)	
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	-15.4	-13.1	
2023.05.24	산업분석	Buy	45,000	하누리	-15.6	-11.1	
2023.07.07	기업브리프	Buy	47,000	하누리	-	-	