2025-03-24

휠라홀딩스 (081660/KS)

Turning Point

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 47,000 원(상향)
현재주가: 39,400 원
상승여력: 19.3%

4Q24 Review: 영업이익 시장 컨센서스 하회

휠라홀딩스 4 분기 실적은 매출액 8,614 억 원(+13.2% YoY, 이하 YoY 생략), 영업적자 360 억 원(적자 축소) 기록해 영업손익 기준 시장 컨센서스인 영업적자 78 억 원을 하회했다. 휠라 부문은 영업적자 173 억 원을 기록해 전년 동기 대비 적자폭이 확대됐다. DSF 매출이 중국 이구환신 정책에 따른 소비 회복에 힘입어 27% 증가했으나, 로열티 매출은 주요 라이선시의 사업 리밸런싱으로 25.7% 감소했다. 휠라 USA 법인은 사업 축소 과정에서 잔존 재고에 대한 할인 판매로 영업적자 418 억 원 기록해 전년 대비 적자 규모가 280 억 원 증가했다. 휠라코리아의 국내 사업은 4 분기에 고온의 날씨로 영업환경이 좋지 않았음에도 매출액 감소율을 -0.8%로 방어했고, 판관비를 전년 대비 68 억 원 절감하며 영업적자 폭이 축소되었다.

'25 년 휠라 부문 영업이익 흑자 전환 전망

'25 년에는 휠라 부문이 영업이익 569 억 원 기록해 흑자 전환할 것으로 전망한다. ① 휠라 USA 의 사업 축소로 판관비 절감을 예상하고, 잔존 재고(약 500 억 원으로 추정)의 소진이 연 내 마무리됨에 따라 영업적자가 609 억 원 감소할 것이다. ② 휠라 브랜드의 국내 시장 점유율 개선세가 뚜렷하다. 올해 전년 대비 국내 점유율 상승과, 추가적인 판관비 절감을 전망하며, 휠라코리아 국내 사업이 103억 원의 영업흑자를 기록할 것으로 본다. 아쿠쉬네트 부문은 타이틀리스트의 압도적인 골프공 시장 점유율과 신제품 출시 효과로 달러 기준 영업이익 5.7% 증가할 것으로 전망한다.

높은 주주환원율 매력적

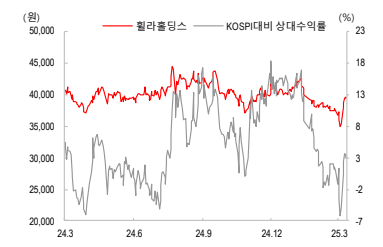
동사는 휠라 브랜드뿐만 아니라 '3마(마르디, 마리떼, 마뗑킴)'의 글로벌 라이선스 사업을 시작으로 종합 패션 기업으로의 전환을 주요 사업 전략으로 삼았으며, 사명도 주주총회를 통해 'Misto(미스토)'로 변경할 예정이다. 그 동안의 해외 사업 경험을 바탕으로 자체 브랜드 사업과 라이선스 사업의 시너지를 기대해볼 수 있다. 다만 아직 사업 초기 단계이므로, 라이선스 사업은 당사의 실적 추정치에 반영하지 않았다. 당장은 높은 주주환원율과 휠라 부문의 영업이익 흑자전환이 동사의 주요 투자 포인트가 될 것이다. 동사는 향후 3 년간('25~'27) 총 5,000 억 원 규모의 주주환원(배당+자사주매입)을 예고해 산업 내에서 높은 주주환원율을 보일 것이다. 아쿠쉬네트 지분가치 상승분과 휠라 부문의 12MF 이익 추정치를 상향 적용함에 따라 휠라홀딩스 목표주가를 47,000 원으로 상향하며, 투자의견 '매수' 유지한다.

Analyst
형권훈
kh.hyung@sks.co.kr
3773-9997

Company Data	
발행주식수	6,010 만주
시가총액	2,368 십억원
주요주주	
피에몬테(외4)	35.91%
국민연금공단	6.78%

Stock Data	
주가(25/03/21)	39,400 원
KOSPI	2,643.13 pt
52주 최고가	44,450 원
52주 최저가	34,950 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	십억원	3,794	4,222	4,007	4,269	4,308	4,454
영업이익	십억원	493	435	303	361	514	553
순이익(지배주주)	십억원	235	344	43	158	291	313
EPS	원	3,872	5,658	701	2,627	4,839	5,201
PER	배	9.3	5.9	55.2	15.3	8.1	7.6
PBR	배	1.3	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	5.0	6.6	8.8	8.1	6.1	5.6
ROE	%	16.2	19.7	2.3	8.0	13.8	14.0

휠라홀딩스 부문별 실적 추정치 (단위: 십억 원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	'22	'23	'24	'25E
매출액	**1,183**	**1,175**	**1,049**	**861**	**1,184**	**1,217**	**1,070**	**837**	**4,222**	**4,007**	**4,269**	**4,308**
(/YoY)	6.7	2.5	6.0	13.2	0.1	3.5	1.9	-2.8	11.3	-5.1	6.5	0.9
FILA	243	238	205	232	188	186	178	209	1,289	897	917	760
FILA Korea	86	95	81	105	92	104	94	117	496	368	367	407
FILA Domestic	68	75	66	75	73	83	78	90	430	295	284	325
DSF	18	20	15	30	19	21	16	27	67	72	83	83
FILA USA	86	76	53	51	21	11	4	5	464	288	266	42
FILA Royalty	17	17	18	15	17	18	18	17	79	78	67	71
아쿠쉬네트	940	938	844	630	996	1,031	892	628	2,933	3,109	3,351	3,548
영업이익	**163**	**140**	**93**	**-36**	**168**	**192**	**131**	**24**	**435**	**303**	**361**	**514**
(/YoY)	1.8	52.4	0.9	-13.1	2.8	36.7	39.8	-165.4	-11.7	-30.2	18.9	42.4
FILA	6	-3	-16	-17	3	23	7	23	85	-57	-30	57
FILA Korea	12	19	10	26	19	27	18	29	86	46	67	93
FILA Domestic	-6	-1	-5	-4	0	6	2	2	19	-26	-15	10
DSF	18	20	15	30	19	21	16	27	67	72	83	83
FILA USA	-11	-29	-25	-42	-19	-12	-9	-6	-66	-142	-107	-46
FILA Royalty	17	17	18	15	17	18	18	17	79	78	67	71
아쿠쉬네트	157	143	109	-9	164	169	123	0	350	360	401	457
OPM	**13.8**	**11.9**	**8.9**	**-4.2**	**14.2**	**15.7**	**12.2**	**2.8**	**10.3**	**7.6**	**8.5**	**11.9**
FILA	2	-1	-8	-7	2	12	4	11	7	-6	-3	7
FILA Korea	14	20	13	24	20	26	19	25	17	13	18	23
FILA Domestic	-8	-1	-7	-6	0	8	3	2	5	-9	-5	3
DSF	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
FILA USA	-13	-38	-48	-83	-92	-101	-207	-112	-14	-49	-40	-109
FILA Royalty	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
아쿠쉬네트	17	15	13	-1	17	16	14	0	12	12	12	13

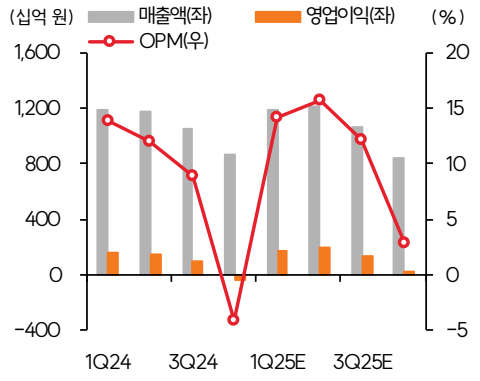
자료: 휠라홀딩스, SK 증권

휠라홀딩스 목표주가 산정 로직

항목	단위	구분	내용	비고
휠라 부문 12MF 지배주주 순이익	십억원	(A)	138.4	
피어그룹 12MF PER 평균	배	(B)	15.7	언더아머, 스케쳐스, 안타, 리닝의 시총 가중평균 12MF PER
멀티플 할인율	%	(C)	30	
적용 목표 멀티플	배	(D)	11.0	(B) * (1 - (C))
휠라 목표 시가총액	**십억원**	**(E)**	**1,519**	**(A) * (D)**
아쿠쉬네트 시가총액	십억원	(F)	5,871	아쿠쉬네트 최근 6 개월 평균 시가총액
아쿠쉬네트 지분율	%	(G)	52	
아쿠쉬네트 지분가치	십억원	(H)	3,053	(F) * (G)
아쿠쉬네트 지분가치 할인율	%	(I)	50	
할인율 적용 후 아쿠쉬네트 지분가치	**십억원**	**(J)**	**1,526**	**(H) * (1 - (I))**
휠라홀딩스 자회사 지분가치 합산 총액	십억원	(K)	3,046	(E) + (J)
휠라홀딩스 별도기준 순차입금	십억원	(L)	193	
휠라홀딩스 목표 시가총액	**십억원**	**(M)**	**2,853**	**(K) - (L)**
총 발행주식수	주	(N)	60,095,839	
목표주가	**원**	**(O)**	**47,000**	**(M) / (N)**
현재주가	원	(P)	39,400	
주가 상승여력	**%**	**(Q)**	**19.3**	

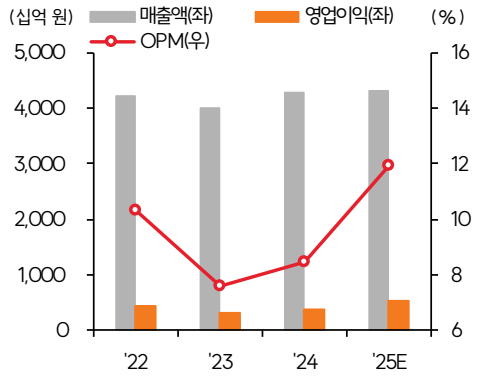
자료: Bloomberg, 전자공시시스템, SK 증권

휠라홀딩스 분기 실적 추이 및 추정치



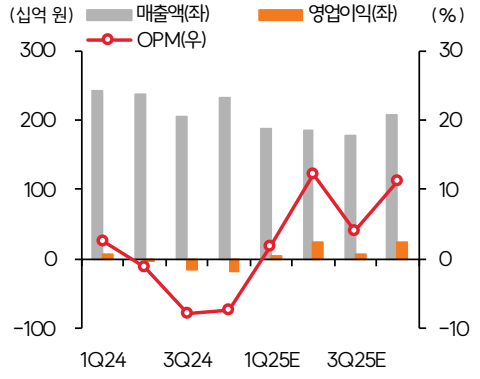
자료: 휠라홀딩스, SK 증권

휠라홀딩스 연간 실적 추이 및 추정치



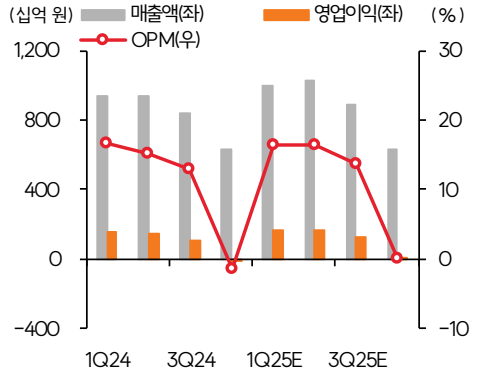
자료: 휠라홀딩스, SK 증권

휠라 부문 분기 실적 추이 및 추정치



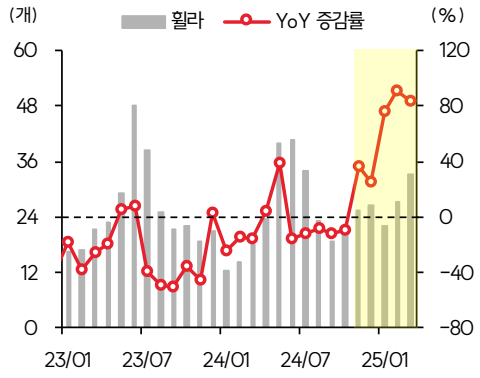
자료: 휠라홀딩스, SK 증권

아쿠쉬네트 부문 분기 실적 추이 및 추정치



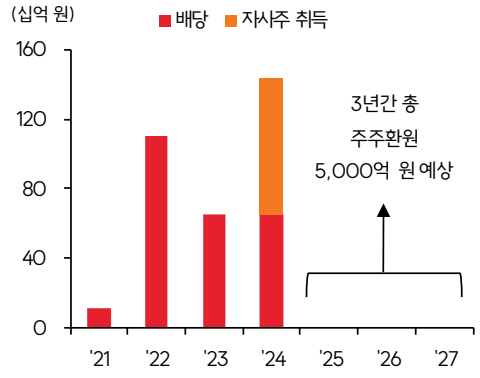
자료: 휠라홀딩스, SK 증권

휠라 브랜드 무신사 플랫폼 리뷰 수 추이



자료: 무신사, SK 증권
주: 월별 일평균 수치임

휠라홀딩스 주주환원 추이 및 예상



자료: 휠라홀딩스, SK 증권
주: 주주환원에는 중간배당, 특별배당, 결산배당, 자사주취득이 포함됨

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	2,293	2,242	2,469	2,381	2,526
현금및현금성자산	407	586	665	562	645
매출채권 및 기타채권	481	456	532	537	556
재고자산	1,291	1,045	1,019	1,028	1,063
비유동자산	2,528	2,738	3,074	3,015	2,959
장기금융자산	26	20	27	28	28
유형자산	500	601	799	766	734
무형자산	1,741	1,778	1,973	1,946	1,914
자산총계	4,822	4,980	5,543	5,396	5,485
유동부채	1,093	1,161	1,234	1,142	1,179
단기금융부채	419	489	505	510	527
매입채무 및 기타채무	318	279	324	225	232
단기충당부채	4	4	5	5	5
비유동부채	1,155	1,265	1,566	1,315	1,121
장기금융부채	876	1,005	1,271	1,017	813
장기매입채무 및 기타채무	15	17	17	17	17
장기충당부채	3	6	7	7	7
부채총계	2,247	2,426	2,800	2,457	2,300
지배주주지분	1,877	1,908	2,047	2,152	2,299
자본금	61	61	61	61	61
자본잉여금	53	57	57	57	57
기타자본구성요소	-29	-29	-81	-173	-263
자기주식	-20	-20	-72	-164	-253
이익잉여금	1,650	1,629	1,697	1,914	2,151
비지배주주지분	698	646	696	787	886
자본총계	2,575	2,554	2,743	2,940	3,185
부채와자본총계	4,822	4,980	5,543	5,396	5,485

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	4,222	4,007	4,269	4,308	4,454
매출원가	2,192	2,036	2,031	2,142	2,228
매출총이익	2,029	1,970	2,238	2,166	2,226
매출총이익률(%)	48.1	49.2	52.4	50.3	50.0
판매비와 관리비	1,594	1,667	1,877	1,652	1,674
영업이익	435	303	361	514	553
영업이익률(%)	10.3	7.6	8.5	11.9	12.4
비영업손익	18	-26	-21	-24	-26
순금융손익	-29	-74	-38	-39	-33
외환관련손익	-19	-5	-6	-8	-9
관계기업등 투자손익	46	64	62	65	68
세전계속사업이익	453	277	339	490	527
세전계속사업이익률(%)	10.7	6.9	7.9	11.4	11.8
계속사업법인세	-14	124	132	107	115
계속사업이익	468	153	208	383	411
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	468	153	208	383	411
순이익률(%)	11.1	3.8	4.9	8.9	9.2
지배주주	344	43	158	291	313
지배주주귀속 순이익률(%)	8.1	1.1	3.7	6.8	7.0
비지배주주	124	110	50	92	99
총포괄이익	592	235	330	363	411
지배주주	430	93	131	144	163
비지배주주	162	142	200	219	248
EBITDA	548	436	512	656	688

현금흐름표

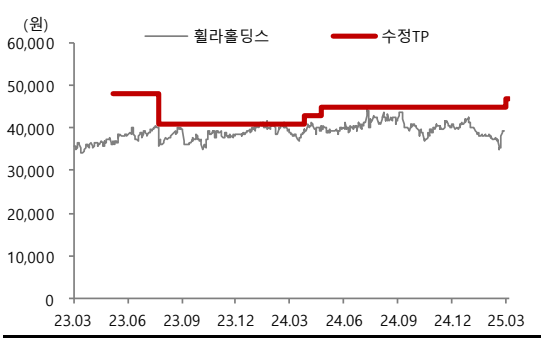
12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업활동현금흐름	-139	578	346	360	460
당기순이익(손실)	468	153	208	383	411
비현금성항목등	144	218	249	216	209
유형자산감가상각비	80	92	107	100	94
무형자산상각비	32	40	44	42	41
기타	32	85	98	73	73
운전자본감소(증가)	-603	247	43	-109	-28
매출채권및기타채권의감소(증가)	-25	30	-76	-5	-18
재고자산의감소(증가)	-524	266	27	-9	-35
매입채무및기타채무의증가(감소)	5	-39	46	-100	8
기타	-270	-159	-285	-237	-248
법인세납부	-123	-119	-132	-107	-115
투자활동현금흐름	-203	-246	-363	-101	-76
금융자산의감소(증가)	0	-0	-49	-1	-3
유형자산의감소(증가)	-79	-159	-146	-120	-115
무형자산의감소(증가)	-123	-41	-239	-15	-10
기타	-1	-47	72	35	52
재무활동현금흐름	29	-307	135	-415	-352
단기금융부채의증가(감소)	0	0	10	5	17
장기금융부채의증가(감소)	418	155	266	-254	-203
자본의증가(감소)	-55	4	0	0	0
배당금지급	-146	-98	-65	-73	-76
기타	-187	-368	-77	-92	-89
현금의 증가(감소)	-292	178	80	-104	83
기초현금	699	407	586	665	562
기말현금	407	586	665	562	645
FCF	-218	419	199	240	345

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	11.3	-5.1	6.5	0.9	3.4
영업이익	-11.7	-30.2	18.9	42.4	7.6
세전계속사업이익	-11.6	-38.8	22.3	44.4	7.5
EBITDA	-7.5	-20.3	17.3	28.3	4.9
EPS	46.1	-87.6	274.8	84.2	7.5
수익성 (%)					
ROA	10.3	3.1	3.9	7.0	7.6
ROE	19.7	2.3	8.0	13.8	14.0
EBITDA마진	13.0	10.9	12.0	15.2	15.4
안정성 (%)					
유동비율	209.9	193.0	200.1	208.5	214.3
부채비율	87.3	95.0	102.1	83.6	72.2
순차입금/자기자본	34.0	33.9	37.1	29.6	18.8
EBITDA/이자비용(배)	15.7	5.0	12.4	15.8	19.1
배당성향	27.6	153.8	44.2	25.7	24.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,658	701	2,627	4,839	5,201
BPS	31,217	31,737	35,253	38,544	42,474
CFPS	7,509	2,888	5,137	7,212	7,454
주당 현금배당금	1,580	1,090	1,200	1,300	1,350
Valuation지표 (배)					
PER	5.9	55.2	15.3	8.1	7.6
PBR	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
PCR	4.4	13.4	7.8	5.5	5.3
EV/EBITDA	6.6	8.8	8.1	6.1	5.6
배당수익률	4.8	2.8	3.0	3.3	3.4

자료 : 휠라홀딩스, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.03.24	매수	47,000원	6개월		
2024.11.15	매수	45,000원	6개월	-12.22%	-5.22%
2024.05.16	중립	45,000원	6개월	-9.85%	-1.22%
2024.04.18	중립	43,000원	6개월	-6.71%	-4.30%
2023.08.16	중립	41,000원	6개월	-5.54%	2.20%
2023.05.30	매수	48,000원	6개월	-19.65%	-15.52%



Compliance Notice

작성자(형권훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 03 월 24 일 기준)

매수	97.53%	중립	2.47%	매도	0.00%