

힐라홀딩스(081660.KS)

브랜드 중장기 전략 실행 중

유통/의류 이해니_02)368-6155_hnlee@eugenefn.com

2022.05.30

News Comment

투자의견: **BUY** (유지)목표주가: **44,000**원(하향)

현재주가: 30,300원(5/27)

시가총액: 1,842(십억원)

5주년 전략 ing: Winning together

힐라홀딩스는 5주년 전략인 'Winning together'를 실행해나가고 있다. 올해 2월 25일 브랜드 중장기 전략 발표를 진행했다. 중점 내용은 1) 브랜드 가치 재정립, 2) 고객 경험 중심의 비즈니스 모델 구축, 3) 지속 가능 성장이었다. 1분기까지의 진행 상황을 보았을 때 주목할 점은 채널 믹스 변화와 스포츠 종목 확대로 보인다. 한국/미국의 저가 채널 비중을 줄이고, DTC(Direct-to-Consumer) 매출 확대 중이다. 온라인 매출은 한국과 미국 각각 3%, 16% yoy, 성장했다. 또한, 핵심 스포츠인 테니스 라인을 출시했다. 힐라의 모태가 테니스였다는 점과 최근 테니스 관심도가 높아지고 있는 환경에서 긍정적인 선택으로 보인다.

2022년 영업이익은 5,545억원(+12.5%, 이하 yoy) 추정

2022년 전체 매출액은 4.15조원(+9.3%, 이하 yoy), 영업이익은 5,545억원(+12.5%)을 전망한다. 사업부문 매출액은 FILA 한국이 4,685억원, FILA 중국이 685억원, FILA 미국이 6,286억원, 로열티가 749억원, 아쿠쉬네트가 2.73조원을 예상한다. FILA 한국/미국은 저가 채널 비중을 낮추고 고가 채널 비중을 높이려는 노력 중이다. 상반기에서 하반기까지 이어질 리오픈 소비 호조에도 뚜렷한 매출 증가는 기대하기 힘들수도 있다. FILA 중국(디자인 수수료)은 봉쇄 영향으로 고성장세가 둔화될 것이다. 하지만 매출에서 차지하는 비중이 크지 않다. 로열티는 낮은 기저 효과로 yoy 14% 성장 가이던스를 주었다. 아쿠쉬네트는 코로나 기간 골프 산업 부흥으로 호실적을 누렸으나 올해부터는 베이스 부담을 예상한다.

목표주가 44,000원으로 하향, 투자의견 '매수' 유지

목표주가는 21,000원으로 하향, 투자의견은 '매수'를 유지한다. 합산 기업가치는 2.66조원으로 추정한다. 힐라홀딩스와 아쿠쉬네트(힐라 지분)의 기업가치는 각각 1.37조원, 1.29조원이다. 5개년 계획의 방향성은 옳지만 전환 비용, 시간 등을 고려해 목표주가를 하향한다.

발행주식수	60,752천주
52주 최고가	59,800
최저가	28,000
52주 일간 Beta	1.48
60일 일평균거래대금	13,193억원
외국인 지분율	37.7
배당수익률(2021A)	2.8

주주구성	
피에몬테 (외 3인)	23.9
국민연금공단 (외 1인)	7.7
Templeton Asset Management, Ltd. (외 13인)	5.4

	1M	6M	12M
주가상승률	-7.9%	-15.8%	-45.9%
	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	44,000	53,000	-
영업이익(21)	493	510	▼
영업이익(22)	555	549	▲

결산기(12월)	2021A	2022E	2023E
매출액(십억원)	3,794	4,146	4,376
영업이익(십억원)	493	555	606
세전계속사업손익(십억원)	513	576	620
당기순이익(십억원)	338	371	404
EPS(원)	3,872	4,261	4,514
증감률(%)	69.2	10.1	5.9
PER(배)	9.3	7.1	6.7
ROE(%)	16.2	15.5	15.0
PBR(배)	1.4	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	3.9	2.9	2.4

도표 1. Winning together



자료: 회사 자료, 유진투자증권

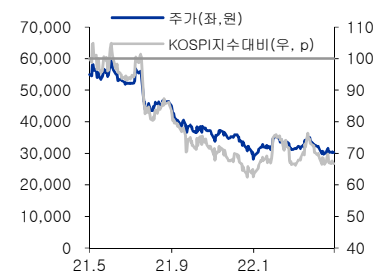


도표 2. 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021	2022E
매출액	988.3	1,019.4	927.1	859.3	1,073.6	1,074.0	1,024.5	974.2	3,450.4	3,128.8	3,794.0	4,146.3
FILA 한국	123.3	122.1	102.0	132.4	116.8	121.8	105.1	124.8	573.5	481.4	479.8	468.5
FILA 중국	12.9	14.8	11.3	20.3	16.0	12.1	13.4	26.9	38.7	47.5	59.2	68.5
FILA 미국	147.5	127.3	154.2	139.5	135.4	147.1	169.7	176.4	625.5	510.0	568.5	628.6
로열티	15.3	17.2	16.2	17.4	17.4	19.5	18.4	19.6	84.1	66.5	66.1	74.9
아쿠시네트	646.9	700.5	605.9	504.4	730.3	734.9	678.3	591.2	1,959.9	1,902.4	2,457.6	2,734.7
매출총이익	498.5	522.4	453.2	406.1	529.9	557.1	497.5	474.8	1,729.7	1,544.6	1,880.2	2,059.4
GPM(%)	50.4	51.3	48.9	47.3	49.4	51.9	48.6	48.7	50.1	49.4	49.6	49.7
영업이익	183.6	173.8	110.3	25.2	168.8	149.1	136.4	100.2	470.7	341.1	492.9	554.5
OPM(%)	18.6	17.0	11.9	2.9	15.7	13.9	13.3	10.3	13.6	10.9	13.0	13.4
<% yoy>												
매출액	25.1	63.1	1.1	7.9	8.6	5.4	10.5	13.4	16.8	(9.3)	21.3	9.3
FILA 한국	1.7	(6.4)	(8.2)	11.6	(5.3)	(0.2)	3.1	(5.8)	20.3	(16.1)	(0.3)	(2.4)
FILA 중국	69.1	26.4	6.5	15.5	24.4	(18.2)	19.3	32.6	66.5	22.6	24.8	15.6
FILA 미국	16.3	84.8	(3.4)	(9.8)	(8.2)	15.6	10.0	26.4	25.6	(18.5)	11.5	10.6
로열티	(18.9)	42.4	(5.3)	(5.9)	13.7	13.1	13.3	13.1	43.1	(20.9)	(0.6)	13.3
아쿠시네트	32.6	90.6	5.3	7.0	12.9	4.9	12.0	17.2	9.0	(2.9)	29.2	11.3
영업이익	173.4	245.6	(29.1)	(63.0)	(8.0)	(14.2)	23.6	297.9	31.8	(27.5)	44.5	12.5

자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 3. 매출액, 영업이익률 추이 및 전망

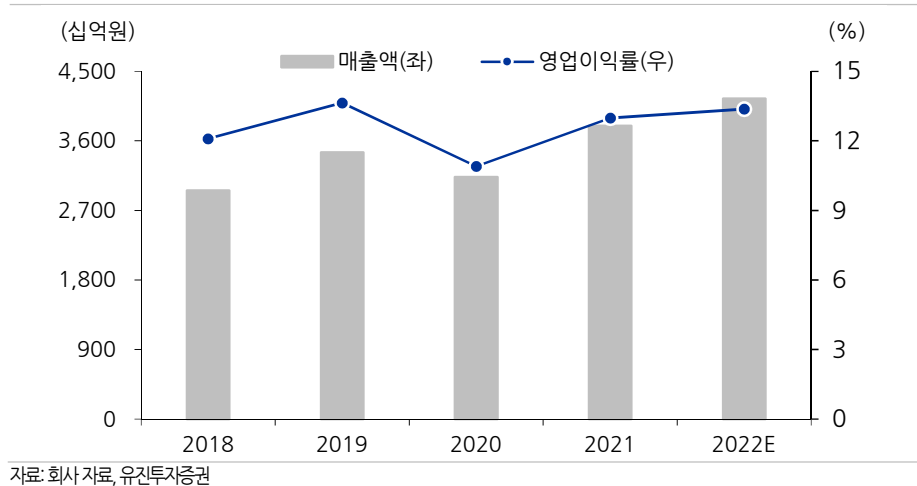
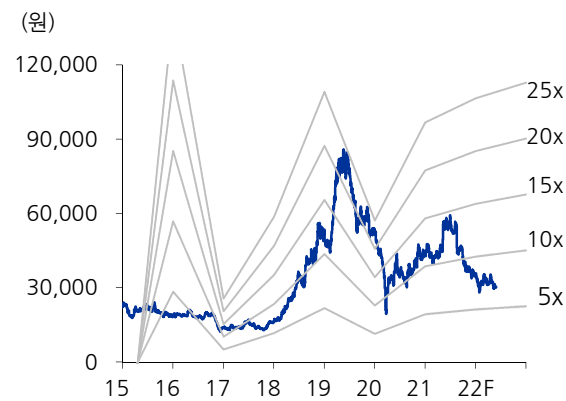


도표 4. Valuation

(십억원, %, 배)	적정가치(십억원)	비고
A. 힐라홀딩스 기업 가치	1,368.2	
힐라홀딩스 순이익(Acushnet 제외)	161.0	22년 추정치(순이익-Acushnet)
Target PER(X)	8.5	국내 의류 브랜드사 평균 15% 할인
B. 힐라홀딩스 보유 Acushnet 기업 가치	1,292.7	힐라홀딩스 보유지분 52%
Acushnet 기업 가치	2,486.0	Acushnet 순이익*Target PER
힐라코리아 지분율 (%)	52.0	
C. 합산 기업 가치	2,661.0	A + B
주당 가치(원)	43,800	상장주식수 60,752,222 주
목표주가(원)	44,000	
현재주가(원)	30,300	전일 종가
Upside(%)	45.2	

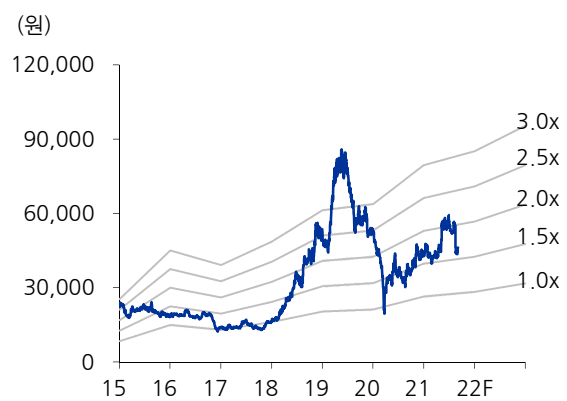
자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 5. PER BAND



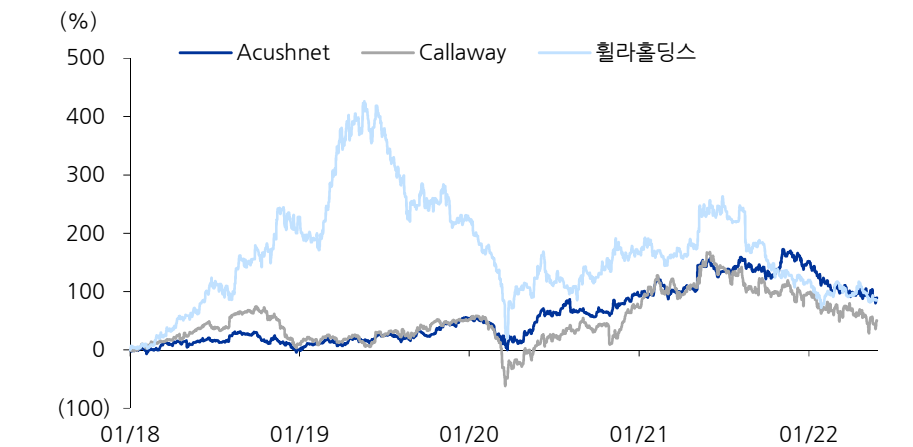
자료: QuantWise, 유진투자증권

도표 6. PBR BAND



자료: QuantWise, 유진투자증권

도표 7. Global Peer 상대 주가



자료: Bloomberg, 유진투자증권

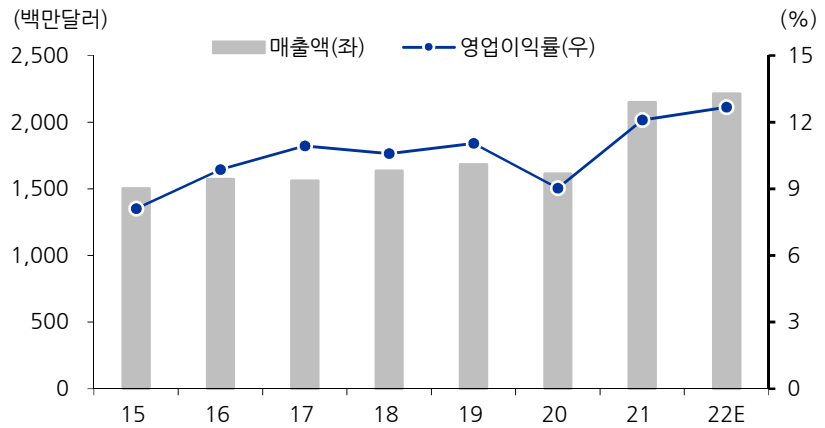


도표 8. 아쿠쉬네트 연간 실적

(십억원, %)	15	16	17	18	19	20	21	22 컨센서스
매출액	1,503	1,572	1,560	1,634	1,681	1,612	2,148	2,213
영업이익	122	155	171	173	186	145	260	280
순이익	(1)	45	99	100	121	96	181	175
< % yoy >								
매출액 증감률	(2.3)	4.6	(0.8)	4.7	2.9	(4.1)	33.2	3.0
영업이익 증감률	14.4	27.4	10.0	1.4	7.3	(21.7)	78.6	7.9
순이익 증감률	(104.5)	(4,758.4)	119.3	1.2	21.2	(20.7)	88.8	(3.4)
영업이익률(%)	8.1	9.9	10.9	10.6	11.0	9.0	12.1	12.7
순이익률(%)	(0.1)	2.9	6.3	6.1	7.2	6.0	8.4	7.9

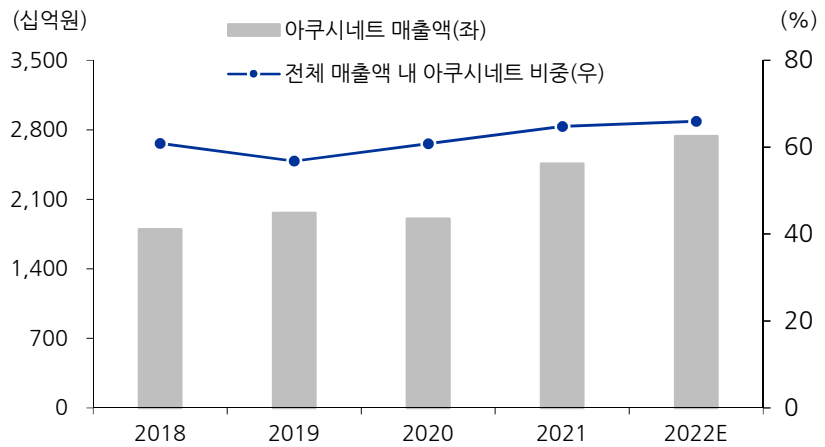
자료: Bloomberg Consensus, 유진투자증권

도표 9. 아쿠쉬네트 매출액, 영업이익 추이 및 전망



자료: Bloomberg Consensus, 유진투자증권

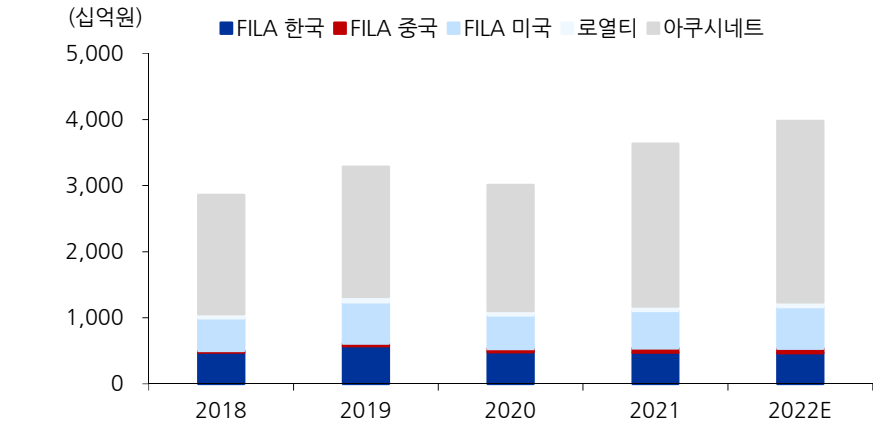
도표 10. 전체 매출액 내 아쿠시네트 비중



자료: 회사 자료, 유진투자증권

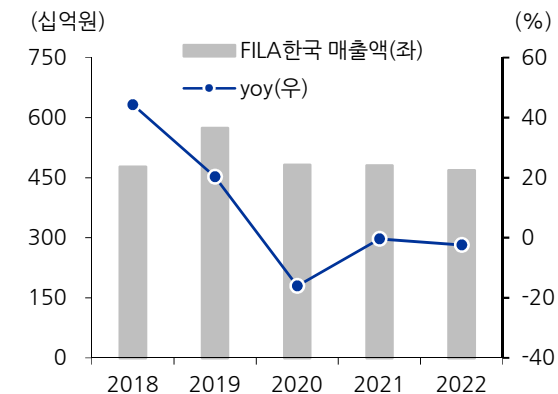


도표 11. 사업부문별 매출액 추이 및 전망



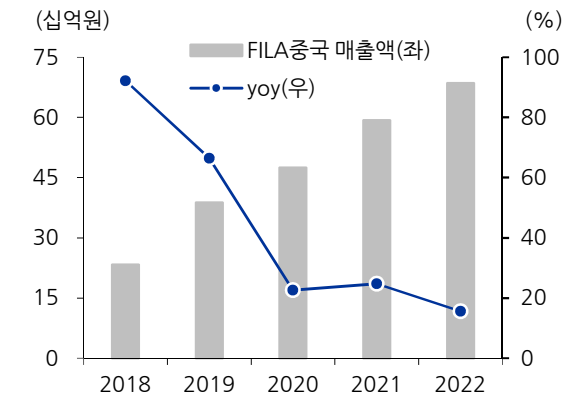
자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 12. FILA 한국 매출액 추이 및 전망



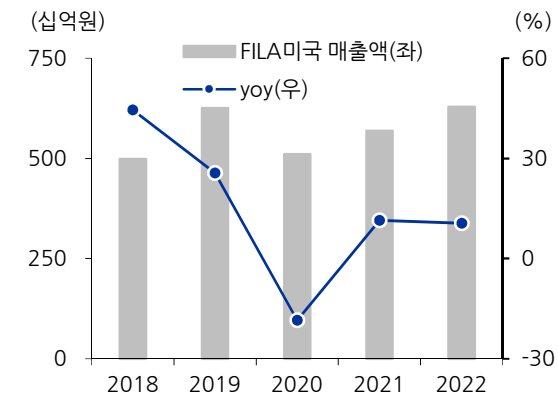
자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 13. FILA 중국 매출액 추이 및 전망



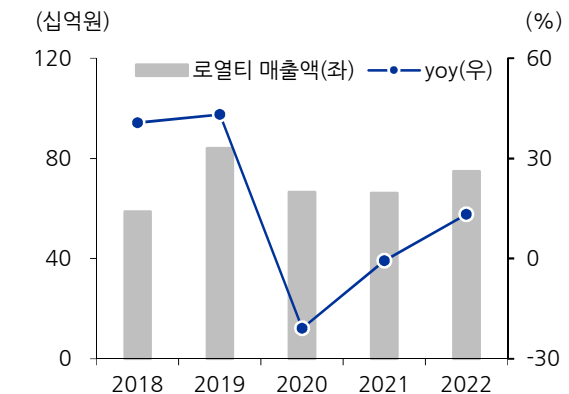
자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 14. FILA 미국 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 15. 로열티 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 16. Winning together



자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 17. 힐라홀딩스 테니스 라인

CAPSULE 1.

TENNIS CLUB

FILA 스포츠 DNA는 테니스로부터 시작됩니다.

1970년대 월드컵 5년 연속 우승, 스웨덴 대표 테니스 스타 Bjorn Borg 후원을 시작으로 1974년 전문 테니스 라인인 WHITE LINE을 런칭하였습니다.

힐라 테니스는 수많은 스포츠 선수들과 함께 성장해 왔으며 지금도 성장하고 있습니다. 유서 깊은 힐라 테니스의 오리지널 역사를 재해석하여 테니스클럽 컬렉션을 선보입니다.

자료: 회사 자료, 유진투자증권



힐라홀딩스(081660.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	3,758	4,289	4,387	4,630	4,847
유동자산	1,686	2,041	2,165	2,435	2,682
현금성자산	475	710	771	970	1,173
매출채권	518	471	541	571	589
재고자산	616	758	750	792	817
비유동자산	2,072	2,248	2,222	2,194	2,165
투자자산	216	277	302	319	329
유형자산	405	418	390	369	354
기타	1,451	1,553	1,530	1,506	1,481
부채총계	1,901	1,982	1,967	2,001	2,024
유동부채	995	1,051	1,032	1,062	1,081
매입채무	434	566	547	577	596
유동성이자부채	396	327	327	327	327
기타	165	158	158	158	158
비유동부채	906	931	935	939	943
비유동이자부채	617	506	506	506	506
기타	289	425	429	433	438
자본총계	1,857	2,306	2,420	2,628	2,822
지배지분	1,292	1,611	1,725	1,933	2,127
자본금	61	61	61	61	61
자본잉여금	107	108	108	108	108
이익잉여금	1,179	1,406	1,605	1,813	2,007
기타	(55)	36	(49)	(49)	(49)
비지배지분	565	696	696	696	696
자본총계	1,857	2,306	2,420	2,628	2,822
총차입금	1,013	833	833	833	833
순차입금	538	123	61	(138)	(341)

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	445	525	143	289	342
당기순이익	0	0	371	404	391
자산상각비	100	99	110	105	101
기타비현금성손익	(81)	(91)	(398)	(326)	(125)
운전자본증감	102	3	(82)	(41)	(25)
매출채권감소(증가)	(2)	53	(70)	(30)	(18)
재고자산감소(증가)	106	(115)	7	(42)	(25)
매입채무증가(감소)	4	74	(19)	30	18
기타	(6)	(9)	0	0	0
투자현금	(55)	(40)	(21)	(24)	(67)
단기투자자산감소	0	0	6	1	0
장기투자증권감소	0	0	32	36	(6)
설비투자	39	50	55	58	60
유형자산처분	1	1	0	0	0
무형자산처분	(10)	(6)	(4)	(3)	(2)
재무현금	(135)	(297)	(60)	(66)	(72)
차입금증가	(21)	(196)	0	0	0
자본증가	(70)	(42)	(60)	(66)	(72)
배당금지급	46	42	60	66	72
현금 증감	239	229	62	199	203
기초현금	232	471	699	761	960
기말현금	471	699	761	960	1,163
Gross Cash flow	142	126	224	330	367
Gross Investment	(47)	36	109	65	93
Free Cash Flow	189	89	116	264	275

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	3,129	3,794	4,146	4,376	4,516
증가율(%)	(9.3)	21.3	9.3	5.5	3.2
매출원가	1,584	1,914	2,087	2,194	2,265
매출총이익	1,545	1,880	2,059	2,181	2,251
판매 및 일반관리비	1,204	1,387	1,505	1,576	1,626
기타영업손익	(4)	15	8	5	3
영업이익	341	493	555	606	625
증가율(%)	(27.5)	44.5	12.5	9.2	3.2
EBITDA	442	592	665	711	727
증가율(%)	(21.7)	34.1	12.2	7.0	2.2
영업외손익	(1)	20	22	15	(31)
이자수익	2	2	2	2	3
이자비용	36	23	39	33	33
지분법손익	43	49	47	46	0
기타영업외손익	(9)	(8)	11	(1)	(2)
세전순이익	340	513	576	620	594
증가율(%)	(27.9)	50.9	12.4	7.6	(4.3)
법인세비용	142	175	205	217	203
당기순이익	198	338	371	404	391
증가율(%)	(41.5)	70.8	9.9	8.7	(3.0)
지배주주지분	139	235	259	274	266
증가율(%)	(47.9)	69.2	10.1	5.9	(3.0)
비지배지분	58,709	102,577	112,276	129,283	125,365
EPS(원)	2,288	3,872	4,261	4,514	4,377
증가율(%)	(47.6)	69.2	10.1	5.9	(3.0)
수정EPS(원)	2,288	3,872	4,261	4,514	4,377
증가율(%)	(47.6)	69.2	10.1	5.9	(3.0)

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	2,288	3,872	4,261	4,514	4,377
BPS	21,274	26,517	28,388	31,812	35,009
DPS	185	1,000	1,090	1,180	1,150
밸류에이션(배, %)					
PER	19.1	9.3	7.1	6.7	6.9
PBR	2.1	1.4	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.2	3.9	2.9	2.4	2.1
배당수익률	0.4	2.8	3.6	3.9	3.8
PCR	18.7	17.3	8.2	5.6	5.0
수익성(%)					
영업이익율	10.9	13.0	13.4	13.8	13.8
EBITDA이익율	14.1	15.6	16.0	16.2	16.1
순이익율	6.3	8.9	9.0	9.2	8.7
ROE	10.9	16.2	15.5	15.0	13.1
ROIC	8.2	14.2	15.6	17.1	17.9
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	28.9	5.3	2.5	(5.2)	(12.1)
유동비율	169.4	194.1	209.8	229.3	248.2
이자보상배율	9.4	21.4	14.4	18.6	19.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
매출채권회전율	6.0	7.7	8.2	7.9	7.8
재고자산회전율	4.6	5.5	5.5	5.7	5.6
매입채무회전율	7.2	7.6	7.4	7.8	7.7



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)			당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상		0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만		97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만		3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만		0%

(2022.3.31 기준)

