

(Analyst) 배송이 songyi.bae@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

081660 · 섬유·의복

휠라홀딩스

아쿠시네트가 살린 실적

(유지)

중립

목표주가

40,000원

상승여력

2.4%

현재주가(23/11/14)

39,050원

KOSPI	2,433.25	시가총액(십억원)	2,372	발행주식수(백만주)	61	외국인 보유비중(%)	43.5
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

3Q23 Review: 아쿠시네트 제외하면 아쉬운 실적

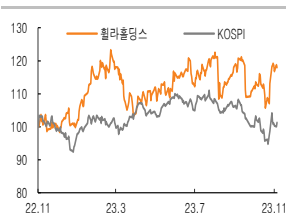
3Q23 실적은 매출액 9,902억원(YoY -8%), 영업이익 926억원(YoY -24%)을 기록했다. 앞서 실적을 발표한 아쿠시네트가 기대치를 상회하면서 연결 실적에 기여했으나, 휠라그룹 본업 실적은 직전 분기에 이어 영업적자 상태이며 그 규모도 예상 수준이었다(휠라그룹 영업적자 63억원, 미국 영업적자 234억원). 매출도 판매 둔화와 채널 조정 등이 일시에 겹치며 우려보다도 부진했다(국내 -35%, 미국 -47%, 로열티 -14%)

본업 개선 확인 시점 예측하기 어렵다. 기다리자

휠라그룹 본업 실적 개선이 확인되어야 추세적인 주가 상승이 가능하겠다. 다만 그 시점을 예상하기는 어렵다. 단기적으로는 4분기까지 미국 재고소진과 국내 마케팅 비용 집행이 예정되어 있어 적자기조가 이어질 전망이다. 브랜드 수요가 약해져 있어 중장기적으로도 성장 전환 시점을 예측하기 어렵기 때문이다. 보수적인 투자 의견을 유지한다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	4.4	9.4	13.8
상대주가	5.4	11.3	15.8

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	3,794	4,222	4,071	4,102	4,304
영업이익 (십억원)	493	435	338	498	573
영업이익률 (%)	13.0	10.3	8.3	12.1	13.3
순이익 (십억원)	235	344	97	218	264
EPS (원)	3,872	5,658	1,592	3,595	4,352
ROE (%)	16.2	19.7	5.1	10.9	12.3
P/E (배)	9.3	5.9	24.5	10.9	9.0
P/B (배)	1.3	1.1	1.2	1.1	1.1
배당수익률 (%)	2.8	4.8	4.0	4.0	4.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 휠라홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

3Q23 Review

[힐래]

힐라그룹 실적은 매출액 2,117억원(YoY -35%), 영업적자 63억원(적전, YoY -291억원)으로 부진했다. 미국 재고 소진이 이어지는 가운데 국내와 로열티도 예상보다 하락폭이 컸다.

국내 매출액 771억원(YoY -35%), 영업이익 79억원(YoY -61%), OPM 10%를 기록했다. 중국 디자인 서비스 수수료도 원화 기준 -5% 하락해 금번 실적 기여는 크지 않았다. 디자인 서비스 수수료를 제외한 본사 실적은 매출액 YoY -39%, 영업적자 63억원(YoY 적전, QoQ 적확) 수준이다. 연중 디브랜딩 채널에 대해 조정 작업을 진행하면서 매출이 하락했고, 마케팅 비용이 확대되면서 적자폭이 심화되었다. 매출은 채널 조정을 감안해도 하락폭이 큰데, 채널 조정과 판매 부진이 유사한 비중을 영향을 미친 것으로 추정된다.

미국은 매출액 652억원(YoY -47%), 영업적자 234억원(적지, YoY -81억원)을 기록했다. 재고 정상화를 위해 할인과 판촉을 늘리면서 수백 억원 규모의 영업적자가 이어지고 있다. 3분기 누적 적자는 1,300억원 수준이며, 재고 정상화 시점까지 유사한 기조가 예상된다.

로열티는 185억원(YoY -14%)을 기록했다. 아시아(+26%)를 제외하고 전반적으로 하락했다. 특히 비중이 큰 EMEA가 수요 둔화와 재고 과잉으로 YoY -22% 큰 폭 축소되었다.

[아쿠시네트]

지난 11월 2일 이미 실적이 발표되었다. 매출액 5.9억달러(YoY +6%), 영업이익 0.8억달러(YoY +3%)로 시장 기대치를 상회했다. 신제품 T-시리즈 아이언 판매 호조 효과로 클럽 매출이 YoY +18% 큰 폭 성장했다. 지역별로도 한국(-6%)을 제외하면 전반적으로 고르게 성장했다. 최근 영업상황까지 반영하여 2023년 연간 가이드언스를 이익 기준 소폭 상향 제시하였기 때문에 4분기도 양호한 실적 흐름이 이어지고 있는 것으로 추정된다.

[투자판단]

힐라그룹 실적이 2개 분기 연속 적자를 기록하면서 금번 분기뿐만 아니라 누적으로도 아쿠시네트의 이익 비중이 100%를 넘어가고 있다. 아쿠시네트는 당분간 견조한 실적이 예상되지만, 별도 상장 기업이며 힐라그룹과 사업적 시너지가 부재하기 때문에 밸류에이션에 유의미하게 반영하기 어렵다. 힐라그룹은 4분기도 재고와 마케팅 전략에 비추어 적자가 예상된다. 본업 개선을 확인하기 전까지 보수적인 투자 의견을 유지한다.

표 1. 힐라홀딩스 연간 실적 전망

(십억원)

	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	3,129	3,794	4,222	4,071	4,102	4,304
FILA	1,226	1,336	1,289	927	886	940
국내	529	539	496	376	384	402
미국	510	569	464	279	243	267
로열티	67	66	79	75	75	77
Acushnet	1,902	2,458	2,933	3,144	3,216	3,364
영업이익	341	493	435	338	498	573
FILA	177	201	85	(66)	80	132
국내	94	106	86	54	72	80
미국	10	15	(66)	(170)	(36)	5
로열티	67	66	79	75	75	77
Acushnet	164	291	350	404	418	441
세전이익	340	513	453	365	527	603
지배주주귀속순이익	139	235	344	97	218	264
영업이익률(%)	10.9	13.0	10.3	8.3	12.1	13.3
FILA	14.4	15.1	6.6	(7.2)	9.1	14.0
국내	17.8	19.7	17.4	14.4	18.6	20.0
미국	1.9	2.7	(14.3)	(61.0)	(15.0)	1.9
로열티	100	100	100	100	100	100
Acushnet	8.6	11.9	11.9	12.9	13.0	13.1
매출액(YoY %)	(9.3)	21.3	11.3	(3.6)	0.8	4.9
FILA	(17.7)	9.0	(3.6)	(28.0)	(4.4)	6.0
국내	(13.6)	1.9	(7.9)	(24.3)	2.3	4.6
미국	(18.5)	11.5	(18.4)	(39.9)	(13.0)	10.0
로열티	(20.9)	(0.6)	20.1	(5.3)	(0.8)	2.8
Acushnet	(2.9)	29.2	19.3	7.2	2.3	4.6
영업이익(YoY %)	(27.5)	44.5	(11.7)	(22.3)	47.3	15.1
FILA	(32.3)	13.8	(57.7)	적전	흑전	64.0
국내	(16.0)	12.6	(18.7)	(37.5)	32.8	12.2
미국	(73.8)	55.1	적전	적지	적지	흑전
로열티	(20.9)	(0.6)	20.1	(5.3)	(0.8)	2.8
Acushnet	(21.6)	77.6	20.0	15.6	3.3	5.6
순이익(YoY %)	(47.9)	69.2	46.1	(71.9)	125.8	21.1

자료: 힐라홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 힐라홀딩스 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022년	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2023년
매출액	1,074	1,172	1,080	897	4,222	1,109	1,147	990	826	4,071
FILA	343	343	326	277	1,289	233	240	212	242	927
국내	133	126	118	119	496	97	95	77	107	376
미국	135	118	122	88	464	77	92	65	45	279
로열티	17	20	21	21	79	19	20	19	18	75
Acushnet	730	829	754	620	2,933	876	907	779	583	3,144
영업이익	169	152	122	(8)	435	160	92	93	(7)	338
FILA	46	40	23	(23)	85	4	(46)	(6)	(18)	(66)
국내	26	26	20	15	86	17	14	8	14	54
미국	(3)	(11)	(15)	(37)	(66)	(28)	(77)	(23)	(42)	(170)
로열티	17	20	21	21	79	19	20	19	18	75
Acushnet	123	112	99	16	350	156	138	99	11	404
세전이익	178	148	118	9	453	155	86	88	37	365
지배주주순이익	76	74	59	134	344	118	37	58	28	241
영업이익률(%)	15.7	13.0	11.3	(0.9)	10.3	14.5	8.0	9.3	(0.8)	8.3
FILA	13.4	11.6	7.0	(8.5)	6.6	1.8	(19.2)	(3.0)	(7.4)	(7.2)
국내	19.3	20.3	17.1	12.5	17.4	17.7	15.3	10.2	13.5	14.4
미국	(2.1)	(9.1)	(12.5)	(42.3)	(14.3)	(36.4)	(84.2)	(36.0)	(91.8)	(61.0)
로열티	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Acushnet	16.8	13.6	13.1	2.5	11.9	17.8	15.2	12.7	1.9	12.9
세전이익률(%)	16.6	12.7	10.9	1.0	10.7	14.0	7.5	8.8	4.4	9.0
순이익률(%)	7.1	6.3	5.5	15.0	8.1	10.7	3.2	5.8	3.4	5.9
매출액(YoY %)	8.6	15.0	16.4	4.4	11.3	3.3	(2.1)	(8.3)	(7.9)	(3.6)
FILA	0.5	7.6	1.4	(22.0)	(3.6)	(32.2)	(29.9)	(35.0)	(12.4)	(28.0)
국내	(2.5)	(7.8)	4.6	(22.2)	(7.9)	(26.9)	(25.1)	(34.9)	(9.9)	(24.3)
미국	(8.1)	(7.5)	(20.4)	(37.1)	(18.4)	(43.3)	(22.3)	(46.7)	(48.6)	(39.9)
로열티	13.9	14.7	32.2	19.6	20.1	9.7	1.1	(13.7)	(15.1)	(5.3)
Acushnet	12.9	18.3	24.4	22.9	19.3	19.9	9.4	3.3	(5.9)	7.2
영업이익(YoY %)	(8.0)	(12.3)	10.4	적전	(11.7)	(5.0)	(39.7)	(24.0)	흑전	(22.3)
FILA	(12.1)	(23.2)	(54.6)	적전	(57.7)	(91.1)	적전	적전	적지	적전
국내	(1.4)	(7.4)	2.3	(54.7)	(18.7)	(32.9)	(43.5)	(61.1)	(2.9)	(37.5)
미국	적전	적전	적전	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적전
로열티	13.9	14.7	32.2	19.6	20.1	9.7	1.1	(13.7)	(15.1)	(5.3)
Acushnet	(6.4)	(7.7)	64.4	(171.4)	20.0	27.4	22.8	(0.2)	(28.5)	15.6
순이익(YoY %)	(10.6)	(18.0)	10.1	2,158.0	46.1	55.6	(49.8)	(2.6)	(79.3)	(29.9)

자료: 힐라홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 힐라홀딩스 Valuation Table

(십억원)

구분	2023F	2024F	비고
FILA 영업가치(A)	N/A	567	Full Prospect 디자인 수수료 제외한 순수 국내
KOREA 순이익	(13)	(1)	
USA 순이익	(155)	(19)	
Royalty	75	75	
적정 PER(배)		10	
Full Prospect 지분가치(B)	443	458	보통주 지분율 15%
디자인 수수료	71	73	
지분법 이익	55	57	Anta Sports 12MF PER 23배
배당 수익	2	2	
적정 PER(배)	23	23	
Acushnet 지분가치(C)	1,710	1,732	지분 51%에 대한 지분 가치
시가총액	4,791	4,852	
할인율(%)	30	30	
순차입금(D)	186	186	Fila Group 기준
적정시가총액(A+B+C-D)	1,968	2,571	
발행주식수(천주)	60,096	60,096	
적정주가(원)	32,741	42,788	
적정주가 II(원)	41,547		
목표주가(원)	40,000		
현재주가(원)	39,050		
상승여력(%)	2.4		

자료: 힐라홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

힐라홀딩스 (081660)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	4,222	4,071	4,102	4,304
매출원가	2,192	2,096	2,101	2,204
매출총이익	2,030	1,975	2,001	2,100
판매비와관리비	1,594	1,638	1,504	1,527
조정영업이익	435	338	498	573
영업이익	435	338	498	573
비영업손익	18	27	29	30
금융손익	-29	-64	-55	-49
관계기업등 투자손익	46	55	57	59
세전계속사업손익	453	365	527	603
계속사업법인세비용	-14	124	147	169
계속사업이익	468	241	379	434
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	468	241	379	434
지배주주	344	97	218	264
비지배주주	124	144	161	170
총포괄이익	592	310	379	434
지배주주	430	177	216	247
비지배주주	162	133	163	187
EBITDA	548	458	606	679
FCF	-224	375	229	349
EBITDA 마진율 (%)	13.0	11.3	14.8	15.8
영업이익률 (%)	10.3	8.3	12.1	13.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.1	2.4	5.3	6.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,293	2,190	2,350	2,725
현금 및 현금성자산	407	575	636	886
매출채권 및 기타채권	481	525	526	593
재고자산	1,291	981	1,079	1,132
기타유동자산	114	109	109	114
비유동자산	2,528	2,763	2,808	2,815
관계기업투자등	178	164	164	172
유형자산	500	613	645	627
무형자산	1,741	1,892	1,904	1,916
자산총계	4,822	4,953	5,158	5,539
유동부채	1,093	1,043	1,043	1,225
매입채무 및 기타채무	318	293	293	307
단기금융부채	419	430	430	582
기타유동부채	356	320	320	336
비유동부채	1,155	1,156	1,076	938
장기금융부채	876	905	825	675
기타비유동부채	279	251	251	263
부채총계	2,247	2,199	2,119	2,164
지배주주지분	1,877	1,945	2,069	2,237
자본금	61	61	61	61
자본잉여금	53	72	72	72
이익잉여금	1,650	1,652	1,775	1,945
비지배주주지분	698	809	970	1,139
자본총계	2,575	2,754	3,039	3,376

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	-139	502	332	399
당기순이익	468	241	379	434
비현금수익비용가감	144	241	253	264
유형자산감가상각비	80	82	71	68
무형자산상각비	32	38	37	38
기타	32	121	145	158
영업활동으로인한자산및부채의변동	-603	154	-98	-82
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-25	-22	0	-66
재고자산 감소(증가)	-524	333	-98	-53
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	5	-21	0	13
법인세납부	-123	-108	-147	-169
투자활동으로 인한 현금흐름	-203	-276	-153	-105
유형자산처분(취득)	-79	-126	-103	-50
무형자산감소(증가)	-123	-138	-50	-50
장단기금융자산의 감소(증가)	-12	2	0	-1
기타투자활동	11	-14	0	-4
재무활동으로 인한 현금흐름	29	-157	-175	-95
장단기금융부채의 증가(감소)	472	24	-80	2
자본의 증가(감소)	-55	19	0	0
배당금의 지급	-146	-58	-95	-95
기타재무활동	-242	-142	0	-2
현금의 증가	-292	168	61	250
기초현금	699	407	575	636
기말현금	407	575	636	886

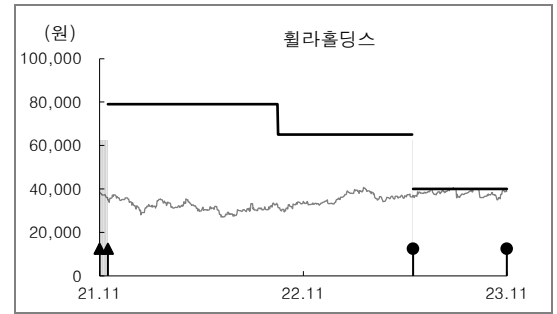
자료: 힐라홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	5.9	24.5	10.9	9.0
P/CF (x)	3.3	4.9	3.8	3.4
P/B (x)	1.1	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA (x)	6.5	8.5	6.5	5.7
EPS (원)	5,658	1,592	3,595	4,352
CFPS (원)	10,066	7,928	10,408	11,489
BPS (원)	31,217	32,348	34,380	37,138
DPS (원)	1,580	1,580	1,580	1,580
배당성향 (%)	20.3	39.4	25.0	21.9
배당수익률 (%)	4.8	4.0	4.0	4.0
매출액증가율 (%)	11.3	-3.6	0.8	4.9
EBITDA증가율 (%)	-7.5	-16.3	32.3	11.9
조정영업이익증가율 (%)	-11.7	-22.3	47.3	15.1
EPS증가율 (%)	46.1	-71.9	125.8	21.1
매출채권 회전율 (회)	9.2	8.4	8.1	7.9
재고자산 회전율 (회)	4.1	3.6	4.0	3.9
매입채무 회전율 (회)	7.5	7.6	7.9	8.1
ROA (%)	10.3	4.9	7.5	8.1
ROE (%)	19.7	5.1	10.9	12.3
ROIC (%)	14.7	6.5	10.0	11.2
부채비율 (%)	87.3	79.8	69.8	64.1
유동비율 (%)	209.9	210.0	225.2	222.4
순차입금/자기자본 (%)	33.6	26.6	19.4	10.1
조정영업이익/금융비용 (x)	12.4	4.1	7.0	8.3

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
힐라홀딩스 (081660)				
2023.05.30	중립	40,000	-	-
2023.05.29	분석 대상 제외		-	-
2022.09.30	매수	65,000	-45.75	-37.23
2021.11.29	매수	79,000	-59.72	-52.78
2020.12.29	분석 대상 제외		-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.