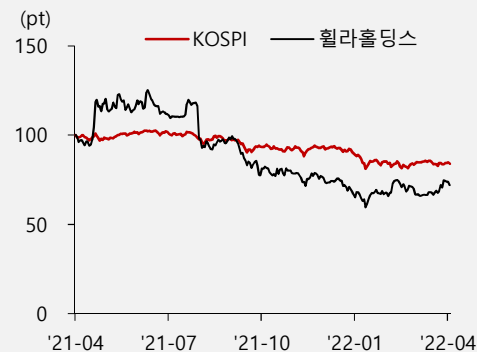


BUY(신규)

목표주가	48,000 원		
현재주가	34,050 원		
Upside	41.0 %		
Key Data	2022 년 04 월 22 일		
산업분류	코스피 유통업		
KOSPI(pt)	2,704.71		
시가총액 (억원)	20,686		
발행주식수 (천주)	60,752		
외국인 지분율 (%)	39.1		
52 주 고가 (원)	59,300		
저가 (원)	28,150		
60 일 일평균거래대금 (십억원)	14.3		
주요주주	(%)		
피에몬테 외 3 인	23.63		
주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	7.8	-11.3	-25.1
상대주가	8.0	-1.4	-12.0

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 유성만

smyoo@leading.co.kr

+822-2009-7393

휠라홀딩스(081660)

새롭게 변화하는 시기

기업 개요

동사는 1991 년 7 월에 설립되었고, 2005 년 MBO 방식을 통해 FILA Global Group 으로부터 독립하였고, 2007 년 LBO 방식으로 FILA Global 상표권 및 사업권을 인수하였다. 2010 년 9 월에 코스피 시장에 상장되었고, 2020 년 1 월에 물적분할을 통해 사명 변경 및 지주회사로 전환되었다. FILA 브랜드의 신발, 의류, 용품 등의 유통 및 FILA 브랜드 상표권의 소유&관리와 제품의 소싱을 하며, Acushnet 브랜드를 포함한 골프 제품의 유통을 영위한다.

투자포인트

1. FILA 브랜드의 이미지 재고를 위한 채널 재정비 및 리오프닝 기대감: 동사는 FILA 브랜드의 이미지 재정비를 위해 기존의 홀세일 유통망(예: 홈쇼핑 및 쿠팡 등)의 비중을 줄이고, 리테일(직영점 및 자사몰)의 비중을 늘리는 채널 조정을 통해 올해 일시적으로 'FILA Korea'의 영업이익이 약 30% 가까이 감소하겠지만, 중장기적으로는 브랜드 이미지 개선에 따른 수익성 증가로 이어질 것으로 전망한다. 신규 Creative Director 선임 및 D2C 채널의 확대에 FILA 는 올해 하반기부터 실적의 반등이 예상된다.

2. 골프산업 성장에 따른 Acushnet 의 지속적인 성장: COVID-19 로 글로벌 골프인구가 급성장하였고, 앞으로도 골프산업의 호황을 지속될 것으로 예상된다. 작년에 약 30%에 이르는 Acushnet 의 기저효과 부담이 있지만, 올해에도 Acushnet 은 상반기 휠라홀딩스의 실적을 견인할 것이며, FILA Korea 의 일시적 부진을 최대한 방어해 줄 것이다.

3. 투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 48,000 원을 제시하며 커버리지 개시: 휠라홀딩스에 대해서 투자의견 매수에 목표주가 48,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. Valuation 방식은 P/E Valuation 을 사용하였다. 2022F EPS 4,766 원에 Target Multiple 10.0 배를 적용하여 목표주가 48,000 원(상승여력 41.0%)을 산출하였다. 올해는 예상 매출액 41,900 억원(YoY +10.4%), 영업이익 4,894 억원(YoY -0.7%)를 전망한다. 올해는 브랜드 이미지 재고에 따른 채널 정리로 일시적인 소폭의 감익이 있지만 내년부터는 정상적인 성장궤도에 진입할 것으로 전망된다. 내년도는 예상 매출액 44,869 억원(YoY +7.1%) & 영업이익 5,496 억원(YoY +12.3%)으로 본격적인 실적성장을 기대한다.

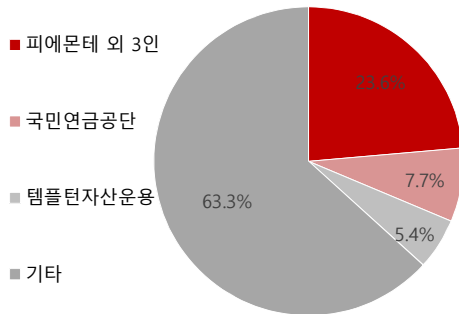
구분	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액 (억원)	34,504	31,288	37,940	41,900	44,869
영업이익 (억원)	4,707	3,411	4,929	4,894	5,496
영업이익률 (%)	13.6	10.9	13.0	11.7	12.2
지배순이익 (억원)	2,668	1,390	2,352	2,896	3,139
PER (배)	12.3	23.3	11.3	7.1	6.6
PBR (배)	2.6	2.5	1.6	1.1	1.0
ROE (%)	23.8	10.9	16.2	16.8	16.0
EPS (원)	4,365	2,275	3,868	4,766	5,167

자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

FILA 브랜드의 이미지 재고를 위한 채널 재정비 및 리오프닝 기대감

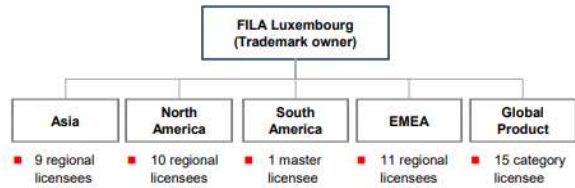
동사는 FILA 브랜드의 이미지 재정비를 위해 기존의 홀세일 유통망(예: 홈쇼핑 및 쿠팡 등)의 비중을 줄이고, 리테일(직영점 및 자사몰)의 비중을 늘리는 채널 조정을 통해 올해 일시적으로 'FILA Korea'의 영업이익이 약 30% 가까이 감소하겠지만, 중장기적으로는 브랜드 이미지 개선에 따른 수익성 증가로 이어질 것으로 전망한다. 신규 Creative Director 선임 및 D2C 채널의 확대로 FILA는 올해 하반기부터 실적의 반등이 예상된다.

그림 1. 휠라홀딩스의 지분구조



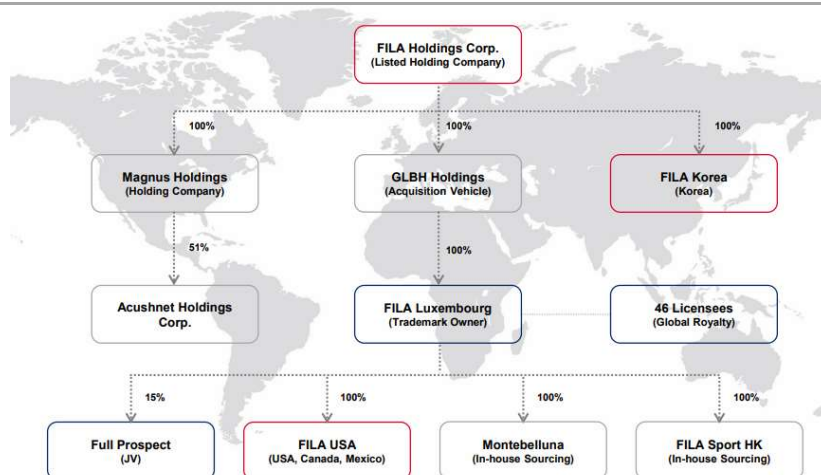
자료: 휠라홀딩스, 리딩투자증권 리서치센터

그림 2. 휠라홀딩스의 Global License 비즈니스



자료: 휠라홀딩스, 리딩투자증권 리서치센터

그림 3. 휠라홀딩스 지배구조



자료: 휠라홀딩스, 리딩투자증권 리서치센터

그림 4. FILA Korea 제품 라인업



자료: 휠라홀딩스, 리딩투자증권 리서치센터

투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 48,000 원을 제시하며 커버리지 개시

힐라홀딩스에 대해서 투자의견 매수에 목표주가 48,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. Valuation 방식은 P/E Valuation 을 사용하였다. 2022F EPS 4,766 원에 Target Multiple 10.0 배를 적용하여 목표주가 48,000 원(상승여력 41.0%)을 산출하였다. 올해는 예상 매출액 41,900 억원(YoY +10.4%), 영업이익 4,894 억원(YoY -0.7%)를 전망한다. 올해는 브랜드 이미지 재고에 따른 채널 정리로 일시적인 소폭의 감익이 있지만 내년부터는 정상적인 성장궤도에 진입할 것으로 전망된다. 내년도는 예상 매출액 44,869 억원(YoY +7.1%) & 영업이익 5,496 억원(YoY +12.3%)으로 본격적인 실적성장을 기대한다.

표 1. 힐라홀딩스의 실적 추정

(단위:억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	9,883	10,194	9,271	8,593	10,611	11,027	10,211	10,051	37,940	41,900	44,869
FILA Korea	1,362	1,369	1,133	1,527	1,357	1,571	1,245	1,698	5,391	5,871	6,325
FILA USA	1,473	1,274	1,538	1,401	1,681	1,452	1,735	1,601	5,686	6,469	6,739
로열티	153	172	159	179	180	199	201	208	663	788	800
Acushnet	6,469	7,005	6,059	5,044	6,811	7,315	6,715	5,715	24,577	26,556	26,808
영업이익	1,836	1,738	1,103	252	1,510	1,577	1,248	560	4,929	4,894	5,496
OPM	18.6%	17.0%	11.9%	2.9%	14.2%	14.3%	12.2%	5.6%	13.0%	11.7%	12.2%
지배주주순이익	850	904	539	59	859	935	735	366	2,352	2,896	3,139
NPM	8.6%	8.9%	5.8%	0.7%	8.1%	8.5%	7.2%	3.6%	6.2%	6.9%	7.0%

자료: 힐라홀딩스, 리딩투자증권 리서치센터

표 2. 힐라홀딩스의 Valuation

항목	추정치	비고
2022 년 연결 지배순이익(억원)	380.2	2022F EPS
주당순이익(원)	4,766	
Target P/E(배)	10.0	
적정주가(원)	47,660	
목표주가(원)	48,000	
현재주가(원)	34,050	
상승여력(%)	41.0%	

자료: 힐라홀딩스, 리딩투자증권 리서치센터

재무제표

재무상태표

(단위: 억 원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
자산총계	37,702	37,584	42,889	41,869	40,873
유동자산	15,868	16,861	20,411	19,834	19,362
현금및현금성자산	2,320	4,706	6,992	6,826	6,663
단기금융자산	212	104	171	167	163
매출채권및기타채권	5,193	5,184	4,712	4,600	4,491
재고자산	7,355	6,156	7,578	7,398	7,222
비유동자산	21,834	20,724	22,477	22,035	21,511
장기금융자산	361	224	140	137	133
관계기업등투자자산	662	1,008	1,550	1,514	1,478
유형자산	4,391	4,052	4,182	4,083	3,986
무형자산	15,479	14,507	15,528	15,159	14,798
부채총계	19,693	19,011	19,824	16,532	13,021
유동부채	8,674	9,955	10,514	9,537	9,310
단기차입부채	3,288	3,867	3,171	3,095	3,022
기타단기금융부채	57	93	7	7	7
매입채무및기타채무	4,327	4,345	5,663	5,529	5,397
비유동부채	11,019	9,057	9,310	6,995	3,711
장기차입부채	7,289	6,158	5,058	4,938	4,820
기타장기금융부채	10	11	0	0	0
자본총계*	18,009	18,573	23,065	25,337	27,852
지배주주지분*	12,497	12,924	16,109	18,382	20,897
비지배주주지분	5,513	5,649	6,955	6,955	6,955

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억 원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	34,504	31,288	37,940	41,900	44,869
매출원가	17,207	15,842	19,137	21,621	22,813
매출총이익	17,297	15,446	18,803	20,279	22,056
판매비와관리비	12,590	12,036	13,874	15,385	16,559
영업이익	4,707	3,411	4,929	4,894	5,496
EBITDA	5,640	4,415	5,921	5,841	6,421
비영업손익	6	-12	199	526	564
이자수익	25	19	23	40	43
이자비용	561	364	230	222	237
배당수익	1	1	1	1	1
외환손익	-16	109	-68	-64	-68
관계기업등관련손익	346	426	486	732	784
기타비영업손익	212	-203	-11	39	42
세전계속사업이익	4,713	3,399	5,128	5,420	6,060
법인세비용	1,331	1,422	1,750	1,371	1,442
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	3,381	1,977	3,378	4,049	4,618
지배주주순이익*	2,668	1,390	2,352	2,896	3,139
비지배주주순이익	714	587	1,026	1,153	1,479
기타포괄손익	177	-832	1,548	-22	-22
총포괄손익	3,559	1,146	4,926	4,026	4,595

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억 원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	3,191	4,450	5,246	2,289	1,839
당기순이익	4,713	3,399	5,128	4,049	4,618
현금유입(유출)이없는수익	1,325	1,420	1,256	1,831	1,845
자산상각비	933	1,005	992	947	925
영업자산부채변동	-1,768	1,023	35	-2,038	-2,987
매출채권및기타채권	-410	-18	526	112	109
재고자산감소(증가)	-747	1,057	-1,149	180	176
매입채무및기타채무	-63	176	1,190	-135	-131
투자활동현금흐름	-359	-552	-396	298	360
투자활동현금유입액	789	640	197	944	991
유형자산	438	8	6	7	8
무형자산	0	1	0	1	1
투자활동현금유출액	1,147	1,192	593	646	631
유형자산	468	393	502	646	631
무형자산	118	100	65	0	0
재무활동현금흐름	-1,902	-1,345	-2,972	-1,972	-2,292
재무활동현금유입액	5,099	9,638	3,582	4,145	4,782
단기차입부채	0	0	0	0	0
장기차입부채	5,099	9,638	3,582	4,145	4,782
재무활동현금유출액	6,687	10,521	6,134	1,371	1,692
단기차입부채	0	0	0	75	74
장기차입부채	6,047	9,851	5,545	120	117
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	-101	-167	408	211	151
현금변동	830	2,386	2,286	552	-162
기초현금	1,490	2,320	4,706	6,992	6,826
기말현금	2,320	4,706	6,992	7,544	6,663

자료: Company Data, Leading Research Center

투자지표

(단위: 원 배%)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
주당지표 및 주가배수					
EPS*	4,365	2,275	3,868	4,766	5,167
BPS*	20,448	21,148	26,492	30,257	34,397
CFPS	5,222	7,281	8,626	3,768	3,026
SPS	56,458	51,195	62,391	68,969	73,856
EBITDAPS	9,229	7,225	9,737	9,614	10,569
DPS (보통, 현금)	219	185	1,000	989	989
배당수익률 (보통, 현금)	0.4	0.3	2.3	2.9	2.9
배당성향 (보통, 현금)	5.0	8.0	25.6	20.8	19.1
PER*	12.3	23.3	11.3	7.1	6.6
PBR*	2.6	2.5	1.6	1.1	1.0
PCFR	10.2	7.3	5.1	9.0	11.3
PSR	0.9	1.0	0.7	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.3	7.3	3.5	2.6	2.3
재무비율					
매출액증가율	16.8	-9.3	21.3	10.4	7.1
영업이익증가율	31.8	-27.5	44.5	-0.7	12.3
지배주주순이익증가율*	61.0	-41.5	70.8	19.8	14.1
매출총이익률	50.1	49.4	49.6	48.4	49.2
영업이익률	13.6	10.9	13.0	11.7	12.2
EBITDA이익률	16.3	14.1	15.6	13.9	14.3
지배주주순이익률*	9.8	6.3	8.9	9.7	10.3
ROA	13.3	9.1	12.2	11.5	13.3
ROE	23.8	10.9	16.2	16.8	16.0
ROIC	14.0	8.2	14.1	15.2	16.1
부채비율	109.3	102.4	85.9	65.2	46.7
차입금비율	58.7	54.0	35.7	31.7	28.2
순차입금비율	45.5	28.5	5.3	4.7	4.2

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.

본 자료는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.

당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.

본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

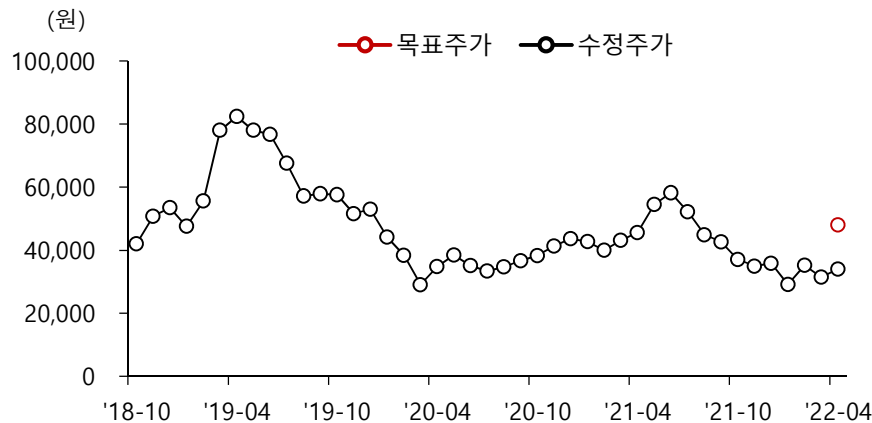
▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

힐라홀딩스(081660)

일자	2022-04-25
투자의견	BUY(신규)
목표주가	48,000 원
괴리율(%)	
평균주가대비	
최고(최저)주가대비	

* 괴리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2022.03.31)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%