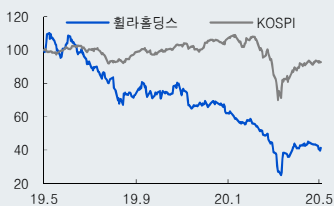


투자요건(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	59,000원
현재주가(20/05/15)	32,100원
상승여력	84%

영업이익(20F, 십억원)	343
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	413
EPS 성장률(20F, %)	-23.7
MKT EPS 성장률(20F, %)	27.5
P/E(20F, x)	9.6
MKT P/E(20F, x)	12.9
KOSPI	1,927.28

시가총액(십억원)	1,950
발행주식수(백만주)	61
유동주식비율(%)	78.5
외국인 보유비중(%)	38.8
베타(12M) 일간수익률	1.83
52주 최저가(원)	19,500
52주 최고가(원)	85,800

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.2	-45.6	-58.7
상대주가	-3.5	-39.0	-55.2



[글로벌 소비재]

정우창
02-3774-6753
wchung@miraeeasset.com

힐라홀딩스 (081660)

여전히 저평가

20년 1분기 실적 리뷰: 뜯어보면 괜찮은 실적

5월 15일 장 종료 후, 동사는 예상을 하회하는 20년 1분기 실적을 발표하였다. 연결 기준 매출 및 영업이익은 각각 7,899억원, 671억원을 기록, 영업이익 기준으로 최근 낮아진 시장 기대치를 18% 하회하였다.

실적 부진의 주 요인으로서는 동사가 53% 보유하고 있는 아쿠시네트(Acushnet, GOLF US)의 부진한 실적 때문인 것으로 판단된다. 아쿠시네트 실적을 제외하면, 힐라 KOREA (연결 당기순이익의 56.9%) 및 힐라 중국 (25.6%)의 매출이 코로나19 영향을 예상보다 적게 받았고, 회복도 순조롭게 진행되고 있는 것으로 파악된다.

힐라 KOREA: 사회적 거리 두기로 인한 오프라인 매출 부진에도 불구하고 온라인 매출 강세로 전년 대비 매출 7.6% 감소에 그쳤다. 1분기 온라인 매출이 전체 국내 매출의 20% 초반 수준까지 상승한 것으로 추정된다 (2019년 평균 10%). 영업이익률도 당초 예상 (10.4%)을 큰 폭으로 상회하여 16.7%를 기록하였다. 또한, 2분기 들어 전체 매출은 아직까지 전년 수준은 아니나, 회복은 계속되고 있는 것으로 보인다.

힐라 중국: 중국 사업을 영위하는 Full Prospect로부터 수취하는 디자인 서비스 수수료가 전년 대비 2.2% 감소에 그쳤고, 중국 프리미엄 내수 시장의 빠른 회복으로 2분기는 전년 동기 대비 성장 가능할 것으로 전망한다 (+10% YoY).

힐라 USA: 달러 기준 매출 전년 대비 24.2% 감소로 우리 추정치와 유사. 그러나, 예상보다 큰 폭의 판관비 비용 축소로 영업이익률은 6.1%를 기록, 우리 예상치였던 소폭의 영업손실을 크게 상회하였다. 2분기에도 경영진의 판관비 비용 축소 노력은 계속될 것으로 판단되나, 최근 언더아머 (UAA US) 등의 2분기 북미 시장 매출 가이던스 (-50~-60% YoY)를 감안하면, 2분기 힐라 USA 매출 감소 (-70% YoY)로 인한 고정비 부담으로 영업손실이 불가피할 것으로 전망된다. 힐라 KOREA 및 힐라 중국 부문의 회복에도 불구하고, 힐라 USA 및 아쿠시네트가 코로나19의 본격적인 영향을 받을 것으로 예상되어, 2분기 매출 및 영업이익은 각각 6,997억원, 559억원으로 전년 동기 대비 27.1%, 61.4% 감소할 것으로 예상된다.

밸류에이션: 여전히 저평가

예상보다 부진한 아쿠시네트 실적 등을 반영하여, 20년 매출 및 영업이익 추정치를 9.9%, 26.5% 하향 조정한다. 동사의 주가는 예상보다 견고한 국내와 중국 매출 및 높은 밸류에이션 매력도로 3월 말 저점 대비 70% 상승하였기 때문에, 아쿠시네트 실적 부진으로 인한 단기 주가 조정 가능성은 있다. 그러나, 단기 주가 조정 시 추가 매수를 권고한다. 동사는 현재 2021년 P/E 기준 6.7배 수준에 거래 여전히 저평가되어 있다.

결산기 (12월)	12/17	12/18	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
매출액 (십억원)	2,530	2,955	3,450	3,073	3,549	3,709
영업이익 (십억원)	217	357	471	343	483	517
영업이익률 (%)	8.6	12.1	13.7	11.2	13.6	13.9
순이익 (십억원)	62	144	267	204	295	319
EPS (원)	1,030	2,349	4,365	3,332	4,825	5,226
ROE (%)	7.5	10.5	16.1	10.6	13.3	12.4
P/E (배)	15.8	22.8	12.1	9.6	6.7	6.1
P/B (배)	1.2	3.3	2.6	1.4	1.2	1.0
배당수익률 (%)	0.3	0.1	0.4	1.3	1.9	2.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 힐라홀딩스, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 1Q20 실적 리뷰 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, %, ppt)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	YoY (%)	QoQ (%)	1Q20E(Mirae)	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	834.6	959.3	867.0	789.6	789.9	(5.4)	0.0	777.5	1.6	773.3	2.2
영업이익	115.9	144.9	124.9	85.1	67.1	(42.0)	(21.1)	88.8	(24.4)	81.9	(18.0)
당기순이익	96.2	92.0	98.5	51.5	39.5	n/a	(23.3)	52.0	(24.1)	46.7	(15.4)
영업이익률 (%)	13.9	15.1	14.4	10.8	8.5	(5.4)	(2.3)	11.4	(2.9)	10.6	(2.1)
당기순이익률 (%)	11.5	9.6	11.4	6.5	5.0	(6.5)	(1.5)	6.7	(1.7)	6.0	(1.0)

자료: 힐라홀딩스, 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 힐라홀딩스 분기별 실적 추정

(십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	834.6	959.3	867.0	789.6	789.9	699.7	773.5	809.8
FILA Korea	139.1	160.8	149.8	162.6	128.8	157.2	164.6	167.1
FILA USA	157.6	165.1	173.5	127.4	119.5	48.0	112.8	136.1
로열티	18.7	19.7	22.3	22.3	17.6	13.5	16.9	31.0
FILA 기타	31.2	91.5	29.1	42.7	63.8	100.6	33.5	54.9
아쿠시네트	487.9	522.3	492.3	434.6	460.1	380.5	445.7	420.7
영업이익	115.9	144.9	124.9	85.1	67.1	55.9	94.8	125.1
FILA Korea	24.2	31.1	26.5	30.5	21.6	29.9	29.4	34.7
FILA USA	10.2	15.2	12.2	-0.7	7.3	-12.0	4.5	8.8
로열티	18.7	19.7	22.3	22.3	17.6	13.5	16.9	31.0
FILA 기타	3.9	7.5	12.4	-1.5	-3.4	7.0	5.0	16.7
아쿠시네트	58.8	71.3	51.6	34.6	24.1	17.5	38.9	33.9
지배주주 당기순이익	70.3	68.5	80.5	47.5	33.6	30.4	59.3	80.3
Fila China 수익	12.8	19.5	13.2	19.8	10.4	19.5	17.3	22.0
자문수수료	6.5	9.6	8.0	12.3	6.3	10.6	10.0	13.3
지분법순익	6.3	9.9	5.2	7.4	4.1	9.0	7.3	8.8
전체 이익에서 차지하는 비중 (%)	13.1	20.4	11.8	29.8	22.3	46.1	20.9	19.7
전년 대비 (%)								
매출액	23.3	21.4	19.4	3.7	-5.4	-27.1	-10.8	2.6
FILA Korea	34.3	23.1	12.2	23.0	-7.4	-2.2	9.9	2.8
FILA USA	108.5	49.6	40.4	-32.4	-24.2	-70.9	-35.0	6.8
로열티	63.4	43.3	38.0	30.5	-5.8	-31.8	-23.9	39.3
FILA 기타	148.2	359.6	-15.0	25.3	104.3	10.0	15.0	28.7
아쿠시네트	3.0	1.3	17.7	11.4	-5.7	-27.2	-9.5	-3.2
영업이익	36.4	25.3	69.0	3.0	-42.0	-61.4	-24.1	47.0
FILA Korea	194.1	68.2	76.8	106.4	-10.8	-4.1	11.1	13.9
FILA USA	630.7	107.1	22.1	n/a	n/a	n/a	-63.1	n/a
로열티	63.4	43.3	38.0	30.5	-5.8	-31.8	-23.9	39.3
FILA 기타	N/A	17.2	239.9	n/a	n/a	-6.3	-59.4	n/a
아쿠시네트	-12.0	2.4	76.8	51.0	-59.0	-75.4	-24.5	-2.0
지배주주 당기순이익	84.4	4.2	99.4	N/A	-52.2	-55.6	-26.4	69.2
영업이익률 (%)								
전사	13.9	15.1	14.4	10.8	8.5	8.0	12.3	15.4
FILA Korea	17.4	19.4	17.7	18.7	16.7	19.0	17.9	20.8
FILA USA	6.5	9.2	7.0	-0.5	6.1	-25.0	4.0	6.5
로열티	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
FILA 기타	12.6	8.2	42.5	-3.6	-5.4	7.0	15.0	30.3
아쿠시네트	12.0	13.7	10.5	8.0	5.2	4.6	8.7	8.1

자료: 힐라홀딩스, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 연간 추정치 변경 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)

	변경 후		변경 전		변동률		컨센서스		차이	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	3,073	3,549	3,410	3,551	-9.9	0.0	3,350	3,455	-8.3	2.7
영업이익	343	483	467	497	-26.5	-2.7	398	470	-13.9	2.9
당기순이익(지배주주)	204	295	264	288	-23.0	2.3	229	285	-10.9	3.6
영업이익률 (%)	11.2	13.6	13.7	14.0	-2.5	-0.4	11.9	13.6	-0.7	0.0
당기순이익률 (%)	6.6	8.3	7.8	8.1	-1.1	0.2	6.8	8.2	-0.2	0.1

자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

힐라홀딩스 (081660)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
매출액	3,450	3,073	3,549	3,709
매출원가	1,721	1,526	1,759	1,835
매출총이익	1,729	1,547	1,790	1,874
판매비와관리비	1,259	1,204	1,307	1,357
조정영업이익	471	343	483	517
영업이익	471	343	483	517
비영업손익	0	17	38	47
금융손익	-54	-29	-16	-7
관계기업등 투자손익	35	35	35	35
세전계속사업손익	471	360	521	564
계속사업법인세비용	133	102	147	159
계속사업이익	338	258	374	405
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	338	258	374	405
지배주주	267	204	295	319
비지배주주	71	54	79	85
총포괄이익	356	258	374	405
지배주주	287	204	295	319
비지배주주	69	54	79	85
EBITDA	564	480	616	646
FCF	272	255	242	308
EBITDA 마진율 (%)	16.3	15.6	17.4	17.4
영업이익률 (%)	13.7	11.2	13.6	13.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.7	6.6	8.3	8.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
유동자산	1,587	1,474	1,714	1,884
현금 및 현금성자산	232	244	260	331
매출채권 및 기타채권	519	478	566	606
재고자산	735	670	792	846
기타유동자산	101	82	96	101
비유동자산	2,183	2,171	2,168	2,168
관계기업투자등	66	0	0	0
유형자산	439	416	402	392
무형자산	1,548	1,524	1,500	1,476
자산총계	3,770	3,645	3,882	4,052
유동부채	867	731	778	767
매입채무 및 기타채무	242	215	249	260
단기금융부채	334	200	200	200
기타유동부채	291	316	329	307
비유동부채	1,102	869	711	524
장기금융부채	730	415	215	15
기타비유동부채	372	454	496	509
부채총계	1,969	1,600	1,489	1,291
지배주주지분	1,250	1,419	1,660	1,915
자본금	61	61	61	61
자본잉여금	118	118	118	118
이익잉여금	1,080	1,324	1,672	2,040
비지배주주지분	551	626	733	845
자본총계	1,801	2,045	2,393	2,760

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
영업활동으로 인한 현금흐름	319	345	337	403
당기순이익	338	258	374	405
비현금수익비용가감	129	214	255	264
유형자산감가상각비	69	113	109	105
무형자산상각비	24	24	24	24
기타	36	77	122	135
영업활동으로인한자산및부채의변동	-174	-26	-145	-106
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-41	30	-96	-50
재고자산 감소(증가)	-72	65	-122	-54
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-15	-23	29	10
법인세납부	-75	-102	-147	-159
투자활동으로 인한 현금흐름	-36	-90	-95	-95
유형자산처분(취득)	-3	-90	-95	-95
무형자산감소(증가)	-12	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-8	0	0	0
기타투자활동	-13	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-190	-250	-226	-237
장단기금융부채의 증가(감소)	78	-236	-200	-200
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-31	-14	-26	-37
기타재무활동	-237	0	0	0
현금의 증가	83	4	17	71
기초현금	149	239	244	260
기말현금	232	244	260	331

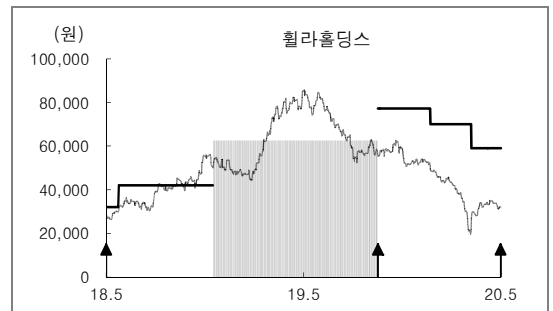
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
P/E (x)	12.1	9.6	6.7	6.1
P/CF (x)	6.9	4.1	3.1	2.9
P/B (x)	2.6	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA (x)	8.2	7.6	6.1	6.0
EPS (원)	4,365	3,332	4,825	5,226
CFPS (원)	7,649	7,768	10,356	11,012
BPS (원)	20,447	23,219	27,170	31,342
DPS (원)	219	422	612	662
배당성향 (%)	3.9	10.0	10.0	10.0
배당수익률 (%)	0.4	1.3	1.9	2.1
매출액증가율 (%)	16.8	-10.9	15.5	4.5
EBITDA증가율 (%)	33.3	-14.9	28.3	4.9
조정영업이익증가율 (%)	31.9	-27.2	40.8	7.0
EPS증가율 (%)	85.8	-23.7	44.8	8.3
매출채권 회전율 (회)	7.2	6.3	7.0	6.5
재고자산 회전율 (회)	5.0	4.4	4.9	4.5
매입채무 회전율 (회)	7.9	7.6	8.6	8.2
ROA (%)	9.6	7.0	9.9	10.2
ROE (%)	16.1	10.6	13.3	12.4
ROIC (%)	12.7	8.9	12.6	12.9
부채비율 (%)	109.3	78.3	62.2	46.8
유동비율 (%)	182.9	201.7	220.3	245.6
순차입금/자기자본 (%)	45.4	51.3	43.9	38.1
조정영업이익/금융비용 (x)	8.4	10.9	24.7	49.7

자료: 힐라홀딩스, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
힐라홀딩스(081660)				
2020.03.25	매수	59,000	-	-
2020.01.09	매수	70,000	-43.22	-29.79
2019.10.04	매수	77,200	-28.28	-18.91
2018.12.03	분석 대상 제외		-	-
2018.06.11	매수	42,000	-3.64	33.81
2018.04.30	매수	32,000	-14.82	-5.47



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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
82.04%	12.57%	5.39%	0.00%

* 2020년 3월 31일 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.