

힐라홀딩스 (081660/KS)

조금씩 좋아지는 기초체력

SK증권 리서치센터

중립(유지)

목표주가: 43,000 원(상향)

현재주가: 39,700 원

상승여력: 8.3%



Analyst
형권훈

kh.hyun@sk.com.kr
3773-9997

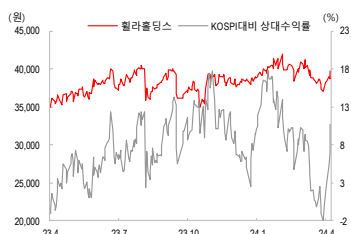
Company Data

발행주식수	6,010 만주
시가총액	2,412 십억원
주요주주	
피에몬테(외5)	35.48%
국민연금공단	6.71%

Stock Data

주가(24/04/17)	39,700 원
KOSPI	2,584.18 pt
52주 최고가	41,900 원
52주 최저가	35,000 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



1Q24 Preview: 본업의 턴어라운드는 아직

동사의 1 분기 실적은 전사 기준 매출액 1 조 1,125 억 원(+0.3% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 1,529 억 원(-4.7%, OPM 13.7%), 부문별로는 **힐라 부문** 매출액 1,969 억 원(-15.6%), 영업이익 14 억 원(-65.7%, OPM 0.7%), **아쿠쉬네트 부문** 매출액 9,156 억 원(+4.6%), 영업이익 1,515 억 원(-3.1%, OPM 16.5%) 기록한 것으로 추정한다. 세부 분류별 원화 기준 매출액 YoY 성장률은 힐라코리아 국내 -15.6%, 중국 DSF -1.1%, 힐라 USA -19.8%, 로열티 -11.6% 기록한 것으로 본다. 힐라코리아 국내 매출은 1 분기 높은 내수 소비 기저와 홀세일 채널 축소의 영향을(홀세일 매출비중 -10%p YoY 추정), 중국 DSF 매출은 부진한 중국 내수 소비의 영향을 받았을 것으로 추정한다. 힐라 USA 의 경우 미국 신발 소비 부진과 소매 업체의 보수적인 재고매입 기조가 이어졌다. 하지만 '23 년 내내 재고조정을 실시하며 재고 건전성이 많이 개선되어 영업적자는 전년 동기 대비 45 억 원 축소된 것으로 추정한다. 글로벌 로열티 매출은 유럽 지역의 경기 부진 영향을 받았을 것이다.

그래도 브랜드 기초체력은 조금씩 좋아지는 중

그 간 힐라 부문의 실적이 부진했던 주요 원인은 ① 힐라 USA 과잉재고 조정을 위한 할인판매, ② 국내 홀세일 채널 비중 축소, ③ 힐라 브랜드 경쟁력 약화였다. 올해 세 가지 요인이 실적에 미칠 하방 압력은 작년과 비교했을 때 완화될 것으로 전망한다. ① 힐라 USA 의 재고는 '23 년 말 수량 기준으로 전년 동기 대비 53% 이상 감소해 재고건전성이 크게 개선되었다. 하반기부터 미국 신발 홀세일 업황이 개선될 것이며, 이에 따라 영업적자 폭의 개선세가 두드러질 것으로 전망한다. ② 국내 홀세일 채널 비중 4Q23 기준으로 목표치인 20%에 근접한 수준이다. ③ 힐라 브랜드 경쟁력은 최근 '인터런', '에사페' 등 인기 제품 출시로 개선이 진행 중이다. '디스럽트 2' 이후 뚜렷한 인기 제품이 없었던 것에 비해 '인터런', '에사페' 등 신제품의 판매가 호조를 보이는 점은 고무적이다. 브랜드 가치 회복은 한국에서 미국 순서로 진행될 것이며, 미국은 '25 년부터 턴어라운드 가시성이 생길 것이다. 아쿠쉬네트의 최근 주가 상승으로 인한 지분가치 상승을 반영해 힐라홀딩스의 목표주가를 기존 41,000 원에서 43,000 원으로 상향하며, 투자 의견은 '중립'을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	3,794	4,222	4,007	4,158	4,303	4,526
영업이익	십억원	493	435	303	452	552	624
순이익(지배주주)	십억원	235	344	43	251	309	349
EPS	원	3,872	5,658	701	4,177	5,135	5,803
PER	배	9.3	5.9	55.2	9.5	7.7	6.8
PBR	배	1.3	1.1	1.2	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	5.0	6.6	8.8	6.6	5.5	4.8
ROE	%	16.2	19.7	2.3	12.7	14.3	14.4

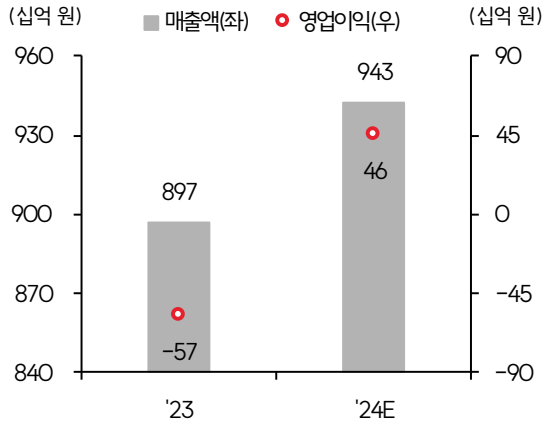
윌라홀딩스 부문별 실적추정치									(단위: 십억 원, %)		
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	23	24E	25E
매출액	1,109	1,147	990	761	1,112	1,168	1,040	837	4,007	4,158	4,303
(/YoY)	3.3	-2.1	-8.3	-15.2	0.3	1.8	5.0	10.1	-5.1	3.8	3.5
FILA	233	241	211	212	197	235	242	269	897	943	1,112
FILA Korea	97	95	77	99	84	102	86	112	368	385	418
FILA Domestic	80	77	63	75	67	86	72	87	295	313	342
DSF	17	17	14	24	17	17	14	25	72	72	76
FILA USA	77	92	65	54	62	80	80	86	288	307	411
FILA Royalty	19	20	19	20	17	19	19	22	78	76	78
아쿠쉬네트	875	906	779	549	916	933	798	569	3,109	3,215	3,191
매출총이익	557	535	490	389	578	616	529	435	1,970	2,157	2,237
(/YoY)	5.1	-5.4	-5.8	-6.2	3.7	15.1	7.9	12.1	-2.9	9.5	3.7
영업이익	160	92	93	-41	153	174	129	-4	303	452	552
(/YoY)	-5	-40	-24	423	-5	89	39	-90	-30	49	22
FILA	4	-46	-6	-8	1	15	13	17	-57	46	135
FILA Korea	17	14	8	7	13	20	15	28	46	75	113
FILA Domestic	0	-3	-6	-17	-4	3	1	3	-26	3	37
DSF	17	17	14	24	17	17	14	25	72	72	76
FILA USA	-28	-77	-23	-13	-23	-20	-10	-9	-142	-62	-10
FILA Royalty	19	20	19	20	17	19	19	22	78	76	78
아쿠쉬네트	156	138	99	-33	151	159	115	-21	360	405	416
OPM	14.5	8.0	9.3	-5.4	13.7	14.9	12.4	-0.5	7.6	10.9	12.8
FILA	2	-19	-3	-4	1	6	5	6	-6	5	12
FILA Korea	18	15	10	7	15	20	17	25	13	20	27
FILA Domestic	0	-4	-10	-22	-6	4	1	4	-9	1	11
DSF	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
FILA USA	-36	-84	-36	-25	-38	-25	-13	-10	-49	-20	-2
FILA Royalty	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
아쿠쉬네트	18	15	13	-6	17	17	14	-4	12	13	13

자료: 윌라홀딩스, SK 증권 추정

윌라홀딩스 목표주가 산정 로직				
항목	단위	구분	내용	비고
윌라 부문 12MF 지배주주 순이익	십억원	(A)	130	
글로벌 피어그룹 12MF PER 평균	배	(B)	13.6	Anta, Li Ning, UA, Puma 평균
멀티플 할인율	%	(C)	20	
적용 목표 멀티플	배	(D)	10.9	(B) * (1 - (C))
윌라 목표 시가총액	십억원	(E)	1,422	(A) * (D)
아쿠쉬네트 시가총액	십억원	(F)	5,287	아쿠쉬네트 6개월 평균 시가총액
아쿠쉬네트 지분율	%	(G)	52	
아쿠쉬네트 지분가치	십억원	(H)	2,749	(F) * (G)
아쿠쉬네트 지분가치 할인율	%	(I)	50	
할인율 적용 후 아쿠쉬네트 지분가치	십억원	(J)	1,375	(H) * (1 - (I))
윌라홀딩스 자회사 지분가치 합산 총액	십억원	(K)	2,797	(E) + (J)
윌라홀딩스 별도기준 순차입금	십억원	(L)	208	
윌라홀딩스 목표 시가총액	십억원	(M)	2,589	(K) - (L)
총 발행주식수	주	(N)	60,095,839	
목표주가	원	(O)	43,000	(M) / (N)
현재주가	원	(P)	39,700	
주가 상승여력	%	(Q)	8.3	

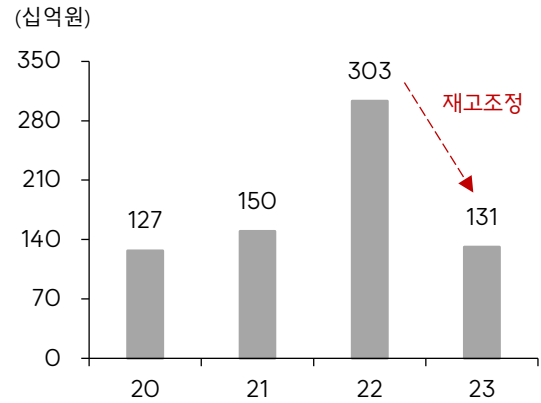
자료: SK 증권

힐라 부문 연간 실적 및 전망치



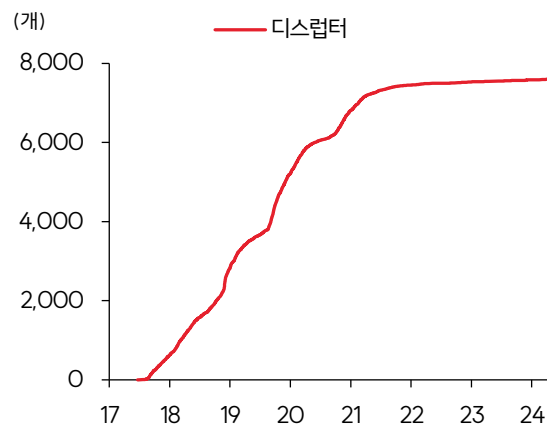
자료: KOSIS, SK 증권

힐라 USA 재고자산 추정치



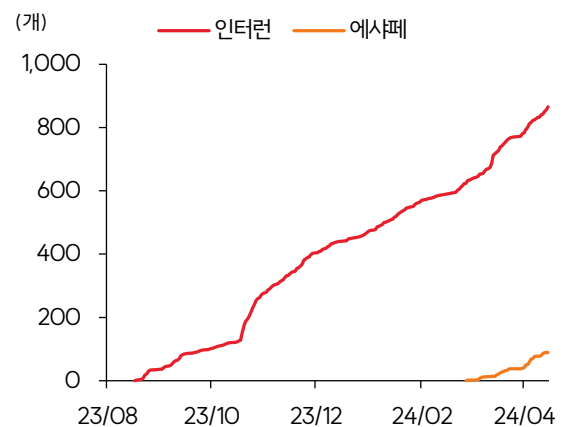
자료: 국가통계국, SK 증권

'디스럽터 2' 무신사 누적 리뷰 수



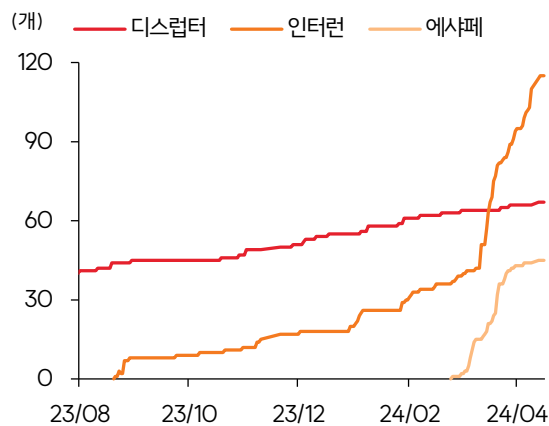
자료: KOSIS, SK 증권

'인터런', '에사페' 무신사 누적 리뷰 수



자료: 국가통계국, SK 증권

힐라 공식 온라인몰 제품별 누적 리뷰 수



자료: KOSIS, SK 증권

'인터런', '에사페' 제품 사진



자료: Fila, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,293	2,242	2,181	2,271	2,475
현금및현금성자산	407	586	438	468	579
매출채권 및 기타채권	481	456	473	490	515
재고자산	1,291	1,045	1,085	1,123	1,181
비유동자산	2,528	2,738	2,841	2,931	3,034
장기금융자산	26	20	21	22	22
유형자산	500	601	619	628	649
무형자산	1,741	1,778	1,797	1,821	1,835
자산총계	4,822	4,980	5,023	5,202	5,509
유동부채	1,093	1,161	1,039	1,080	1,132
단기금융부채	419	489	324	335	353
매입채무 및 기타채무	318	279	309	326	343
단기충당부채	4	4	4	5	5
비유동부채	1,155	1,265	1,207	1,024	884
장기금융부채	876	1,005	955	764	611
장기매입채무 및 기타채무	15	17	17	17	17
장기충당부채	3	6	7	7	7
부채총계	2,247	2,426	2,246	2,104	2,016
지배주주지분	1,877	1,908	2,052	2,276	2,560
자본금	61	61	61	61	61
자본잉여금	53	57	57	57	57
기타자본구성요소	-29	-29	-29	-29	-29
자기주식	-20	-20	-20	-20	-20
이익잉여금	1,650	1,629	1,815	2,059	2,343
비지배주주지분	698	646	725	822	933
자본총계	2,575	2,554	2,777	3,098	3,493
부채와자본총계	4,822	4,980	5,023	5,202	5,509

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	-139	578	390	454	487
당기순이익(손실)	468	153	330	406	459
비현금성항목등	144	218	178	194	210
유형자산감가상각비	80	92	92	93	96
무형자산상각비	32	40	41	41	41
기타	32	85	45	60	72
운전자본감소(증가)	-603	247	-9	-20	-41
매출채권및기타채권의감소(증가)	-25	30	-17	-17	-25
재고자산의감소(증가)	-524	266	-39	-38	-58
매입채무및기타채무의증가(감소)	5	-39	30	17	17
기타	-270	-159	-202	-240	-274
법인세납부	-123	-119	-93	-114	-133
투자활동현금흐름	-203	-246	-216	-180	-175
금융자산의감소(증가)	0	-0	-2	-2	-3
유형자산의감소(증가)	-79	-159	-110	-102	-117
무형자산의감소(증가)	-123	-41	-60	-65	-55
기타	-1	-47	-44	-11	0
재무활동현금흐름	29	-307	-280	-244	-200
단기금융부채의증가(감소)	0	0	-165	11	17
장기금융부채의증가(감소)	418	155	-50	-191	-153
자본의증가(감소)	-55	4	0	0	0
배당금지급	-146	-98	-65	-65	-65
기타	-187	-368	-0	0	-0
현금의 증가(감소)	-292	178	-148	30	111
기초현금	699	407	586	438	468
기말현금	407	586	438	468	579
FCF	-218	419	280	352	370

자료 : 휠라홀딩스, SK증권 추정

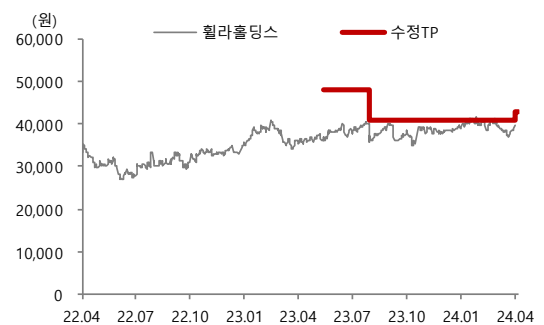
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	4,222	4,007	4,158	4,303	4,526
매출원가	2,192	2,036	2,001	2,066	2,129
매출총이익	2,029	1,970	2,157	2,237	2,397
매출총이익률(%)	48.1	49.2	51.9	52.0	53.0
판매비와 관리비	1,594	1,667	1,706	1,686	1,773
영업이익	435	303	452	552	624
영업이익률(%)	10.3	7.6	10.9	12.8	13.8
비영업손익	18	-26	-29	-32	-32
순금융손익	-29	-74	-33	-28	-24
외환관련손익	-19	-5	-6	-8	-9
관계기업등 투자손익	46	64	70	74	78
세전계속사업이익	453	277	423	520	592
세전계속사업이익률(%)	10.7	6.9	10.2	12.1	13.1
계속사업법인세	-14	124	93	114	133
계속사업이익	468	153	330	406	459
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	468	153	330	406	459
순이익률(%)	11.1	3.8	7.9	9.4	10.1
지배주주	344	43	251	309	349
지배주주귀속 순이익률(%)	8.1	1.1	6.0	7.2	7.7
비지배주주	124	110	79	97	110
총포괄이익	592	235	288	386	459
지배주주	430	93	114	153	182
비지배주주	162	142	174	233	277
EBITDA	548	436	584	685	761

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	11.3	-5.1	3.8	3.5	5.2
영업이익	-11.7	-30.2	48.8	22.1	13.1
세전계속사업이익	-11.6	-38.8	52.4	23.0	13.8
EBITDA	-7.5	-20.3	33.9	17.3	11.0
EPS	46.1	-87.6	496.0	22.9	13.0
수익성 (%)					
ROA	10.3	3.1	6.6	7.9	8.6
ROE	19.7	2.3	12.7	14.3	14.4
EBITDA마진	13.0	10.9	14.1	15.9	16.8
안정성 (%)					
유동비율	209.9	193.0	209.9	210.3	218.6
부채비율	87.3	95.0	80.9	67.9	57.7
순차입금/자기자본	34.0	33.9	28.6	18.8	9.6
EBITDA/이자비용(배)	15.7	5.0	16.7	22.8	29.1
배당성향	27.6	153.8	25.8	21.0	18.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,658	701	4,177	5,135	5,803
BPS	31,217	31,737	34,476	38,203	42,930
CFPS	7,509	2,888	6,384	7,360	8,087
주당 현금배당금	1,580	1,090	1,090	1,090	1,090
Valuation지표 (배)					
PER	5.9	55.2	9.5	7.7	6.8
PBR	1.1	1.2	1.2	1.0	0.9
PCR	4.4	13.4	6.2	5.4	4.9
EV/EBITDA	6.6	8.8	6.6	5.5	4.8
배당수익률	4.8	2.8	2.8	2.8	2.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.04.18	중립	43,000원	6개월		
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(증권사)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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 04월 18일 기준)

매수	96.57%	중립	3.43%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------