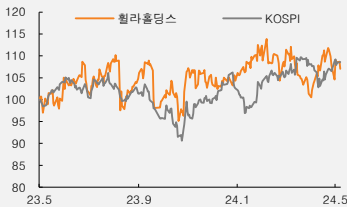


투자의견(유지)	중립
목표주가(유지)	40,000원
현재주가(24/5/14)	39,400원
상승여력	1.5%

영업이익(24F,십억원)	433
Consensus 영업이익(24F,십억원)	438
EPS 성장률(24F,%)	298.8
MKT EPS 성장률(24F,%)	74.8
P/E(24F,x)	14.1
MKT P/E(24F,x)	11.2
KOSPI	2,730.34
시가총액(십억원)	2,394
발행주식수(백만주)	60
유동주식비율(%)	63.2
외국인 보유비중(%)	45.9
벤투(12M) 일간수익률	0.67
52주 최저가(원)	35,000
52주 최고가(원)	41,900

(%)	1M	6M	12M
절대주가	2.7	0.9	10.4
상대주가	0.9	-10.1	0.1



[화장품/유통/의료]

배송이  
songyi.bae@miraeasset.com

081660 · 섬유/의복

## 힐라홀딩스

### 천천히 체질 개선

#### 1Q24 Review: 우려 대비 크지 않았던 미국 적자

힐라홀딩스의 1Q24 실적은 매출액 11,826억원(YoY +7%), 영업이익 1,633억원(YoY +2%)으로 시장 기대치에 부합했다. 아쿠시네트를 제외한 힐라그룹 실적은 매출액 2,427억원(YoY +4%), 영업이익 60억원(YoY +46%, QoQ 흑전)으로 이익 개선되었다. 미국 적자가 축소된 효과이다.

국내(중국 DSF 제외) 실적은 매출액 680억원(YoY -15%), 영업적자 57억원(YoY 적전, QoQ 적축)을 기록했다. 매출 하락과 적자 기조가 수 개 분기동안 이어지고 있다. 다만 주력 신제품의 긍정적인 판매 성과와 홀세일 비중 축소(2023년 30%→1Q24 20%)에 비롯해 원가율과 적자 규모 전반 개선되었다.

미국은 매출액 859억원(YoY +12%), 영업적자 107억원(YoY, QoQ 적축)을 기록했다. 미국 사업은 2년여 전부터 할인 판매를 통한 재고 소진에 집중하면서 매출 하락과 대규모 적자를 기록하고 있다. 금번 분기는 11개 분기만에 매출이 성장 전환하였으며, 재고도 상당 부분 정리된 효과로 영업 적자도 축소되었다. 금번 분기말 재고자산은 연결 기준 YoY -24%, 힐라그룹 기준 YoY -44%까지 줄었다.

로열티 매출은 169억원(YoY -11%)을 기록했다. 주요 사업지역인 아시아, 남미, 유럽 등에서 비우호적인 소비 환경 영향으로 매출 하락했다.

#### 이익 추정치 하향은 일단락. 매출 회복을 기다리자

동사는 지난 2년여간 국내에서는 채널 믹스 개선, 미국에서는 재고소진을 진행하면서 이익 체력이 다소 약해졌다. 특히 지난 해 적자가 커지면서 이익 가시성이 크게 훼손되었는데(연간 영업적자 국내 260억원, 미국 1,420억원), 금번 분기는 적자가 우려 대비 확대되지 않았다(영업적자 국내 57억원, 미국 107억원). 체질 개선 효과가 일부 확인되는 중으로 판단한다. 사측에서도 향후 과도한 할인 판매는 지양한다는 계획인만큼 추가적으로 적자 규모가 확대될 가능성은 제한적으로 보인다.

추정치 하향이 일단락되었고, 우호적인 주주 환원 정책과 아쿠시네트 지분가치 등을 감안하면 주가는 하방을 다졌다고 판단한다. 주가 모멘텀은 매출 회복이다. 매출 성장에 따라 영업레버리지 효과 및 정상 마진으로의 회복을 기대할 수 있기 때문이다. 주가는 당분간 방어적 흐름 예상하며, 매출 반등 시점에 상승 기대한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	4,222	4,007	4,107	4,100	4,271
영업이익 (십억원)	435	303	433	545	595
영업이익률 (%)	10.3	7.6	10.5	13.3	13.9
순이익 (십억원)	344	43	168	258	295
EPS (원)	5,658	701	2,795	4,298	4,915
ROE (%)	19.7	2.3	8.6	12.4	13.1
P/E (배)	5.9	55.2	14.1	9.2	8.0
P/B (배)	1.1	1.2	1.2	1.1	1.0
배당수익률 (%)	4.8	2.8	3.8	5.1	6.3

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

표 1. 힐라홀딩스 연간 실적 전망

(십억원)

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	3,794	4,222	4,007	4,107	4,100	4,271
FILA	1,336	1,289	897	890	916	973
국내	479	430	295	282	297	312
중국	60	67	72	81	89	98
미국	569	464	288	294	295	318
로열티	66	79	78	66	65	67
Acushnet	2,458	2,933	3,109	3,218	3,184	3,298
영업이익	493	435	303	433	545	595
FILA	201	85	(57)	64	176	208
국내	47	19	(26)	(10)	3	8
중국	60	67	72	81	89	98
미국	15	(66)	(142)	(53)	6	12
로열티	66	79	78	66	65	67
Acushnet	291	350	360	370	370	387
세전이익	513	453	277	416	535	593
지배주주귀속순이익	235	344	43	168	258	295
영업이익률(%)	13.0	10.3	7.6	10.6	13.3	13.9
FILA	15.1	6.6	(6.3)	7.2	19.2	21.4
국내	9.7	4.5	(8.8)	(3.5)	1.0	2.5
미국	2.7	(14.3)	(49.4)	(18.0)	1.9	3.9
로열티	100	100	100	100	100	100
Acushnet	11.9	11.9	11.6	11.5	11.6	11.7
매출액(YoY %)	21.3	11.3	(5.1)	2.5	(0.2)	4.2
FILA	9.0	(3.6)	(30.4)	(0.8)	3.0	6.2
국내	(0.7)	(10.4)	(31.2)	(4.4)	5.3	5.0
중국	29.7	12.0	8.2	12.2	9.9	9.9
미국	11.5	(18.4)	(38.0)	2.3	0.2	8.0
로열티	(0.6)	20.1	(1.8)	(15.6)	(1.9)	4.0
Acushnet	29.2	19.3	6.0	3.5	(1.0)	3.6
영업이익(YoY %)	44.5	(11.7)	(30.2)	42.8	25.8	9.1
FILA	13.8	(57.7)	적전	흑전	175.9	18.6
국내	(3.7)	(58.2)	적전	적지	흑전	162.5
중국	29.7	12.0	8.2	12.2	9.9	9.9
미국	55.1	적전	적지	적지	흑전	121.7
로열티	(0.6)	20.1	(1.8)	(15.6)	(1.9)	4.0
Acushnet	77.6	20.0	3.0	2.6	(0.0)	4.6
순이익(YoY %)	69.2	46.1	(87.6)	295.6	53.4	14.3

자료: 힐라홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 힐라홀딩스 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023년	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024년
매출액	1,109	1,147	990	761	4,007	1,183	1,168	1,009	747	4,107
FILA	233	241	211	212	897	243	235	211	201	890
국내	80	77	63	75	295	68	73	64	78	282
중국	17	17	14	24	72	18	20	16	28	81
미국	77	92	65	54	288	86	91	65	52	294
로열티	19	20	19	20	78	17	16	15	17	66
Acushnet	875	906	779	549	3,109	940	934	798	546	3,218
영업이익	160	92	93	(41)	303	163	141	118	11	433
FILA	4	(46)	(6)	(8)	(57)	6	7	16	34	64
국내	0	(3)	(6)	(17)	(26)	(6)	(3)	(1)	(0)	(10)
중국	17	17	14	24	72	18	20	16	28	81
미국	(28)	(77)	(23)	(13)	(142)	(11)	(16)	(13)	(13)	(53)
로열티	19	20	19	20	78	17	16	15	17	66
Acushnet	156	138	99	(33)	360	157	134	101	(23)	370
세전이익	155	86	88	(51)	277	163	137	110	6	416
자배주주순이익	62	(7)	26	(38)	43	72	60	49	(13)	168
영업이익률(%)	14.5	8.0	9.3	(5.4)	7.6	13.8	12.1	11.7	1.5	10.6
FILA	1.8	(19.2)	(3.0)	(3.9)	(6.3)	2.5	3.1	7.7	16.9	7.2
국내	0.1	(3.6)	(10.0)	(22.4)	(8.8)	(8.4)	(4.0)	(1.5)	(0.4)	(3.5)
미국	(36.4)	(84.2)	(36.0)	(24.9)	(49.4)	(12.5)	(18.0)	(20.0)	(24.5)	(18.0)
로열티	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Acushnet	17.9	15.2	12.7	(6.0)	11.6	16.7	14.3	12.7	(4.2)	11.5
세전이익률(%)	14.0	7.5	8.8	(6.7)	6.9	13.8	11.8	10.9	0.8	10.1
순이익률(%)	5.6	(0.6)	2.7	(5.0)	1.1	6.1	5.2	4.9	(1.7)	4.1
매출액(YoY %)	3.3	(2.1)	(8.3)	(15.2)	(5.1)	6.7	1.9	1.9	(1.8)	2.5
FILA	(32.1)	(29.7)	(35.1)	(23.5)	(30.4)	4.1	(2.7)	0.1	(5.0)	(0.8)
국내	(31.6)	(30.1)	(38.9)	(24.1)	(31.2)	(14.9)	(6.0)	2.0	3.1	(4.4)
중국	7.5	9.5	(8.1)	20.4	8.2	5.5	12.8	13.7	15.8	12.2
미국	(43.3)	(22.3)	(46.7)	(38.6)	(38.0)	11.9	(0.4)	(0.3)	(3.6)	2.3
로열티	9.7	1.1	(13.7)	(1.9)	(1.8)	(11.2)	(18.9)	(17.5)	(14.8)	(15.6)
Acushnet	19.9	9.3	3.3	(11.4)	6.0	7.4	3.1	2.4	(0.6)	3.5
영업이익(YoY %)	(5.0)	(39.7)	(24.0)	적지	(30.2)	1.8	53.7	27.1	흑전	42.8
FILA	(91.1)	적전	적전	적지	적전	45.6	흑전	흑전	흑전	흑전
국내	(99.2)	적전	적전	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지
중국	7.5	9.5	(8.1)	20.4	8.2	5.5	12.8	13.7	15.8	12.2
미국	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
로열티	9.7	1.1	(13.7)	(1.9)	(1.8)	(11.2)	(18.9)	(17.5)	(14.8)	(15.6)
Acushnet	27.4	22.8	(0.2)	적전	3.0	0.6	(3.1)	2.5	적지	2.6
순이익(YoY %)	(18.7)	적전	(55.6)	적전	(87.6)	16.6	흑전	86.1	적지	295.6

자료: 힐라홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 힐라홀딩스 Valuation Table

(십억원)

구분	2024F	2025F	비고
FILA 영업가치(A)	299	698	Full Prospect 디자인 수수료 제외한 순수 국내
KOREA 순이익	(8)	2	
USA 순이익	(28)	3	
Royalty	66	65	
적정 PER(배)	10	10	
Full Prospect 지분가치(B)	395	434	보통주 지분율 15%
디자인 수수료	81	89	
지분법 이익	71	79	
배당 수익	2	2	
적정 PER(배)	17	17	
Acushnet 지분가치(C)	1,353	1,353	지분 51%에 대한 지분 가치
시가총액	5,307	5,307	
할인율(%)	50	50	
적정시가총액(A+B+C)	2,047	2,485	
발행주식수(천주)	60,096	60,096	
적정주가(원)	34,066	41,350	
적정주가 II(원)	36,494		
목표주가(원)	40,000		
현재주가(원)	39,400		
상승여력(%)	1.5		

자료: 미래에셋증권 리서치센터

힐라홀딩스 (081660)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	4,007	4,107	4,100	4,271
매출원가	2,036	2,032	2,029	2,113
매출총이익	1,971	2,075	2,071	2,158
판매비와관리비	1,667	1,642	1,526	1,563
조정영업이익	303	433	545	595
영업이익	303	433	545	595
비영업손익	-26	-17	-10	-2
금융손익	-74	-76	-69	-61
관계기업등 투자손익	64	71	79	86
세전계속사업손익	277	416	535	593
계속사업법인세비용	124	104	134	148
계속사업이익	153	312	401	445
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	153	312	401	445
지배주주	43	168	258	295
비지배주주	110	143	143	150
총포괄이익	235	312	401	445
지배주주	93	202	261	289
비지배주주	142	109	141	156
EBITDA	436	558	665	710
FCF	418	151	393	353
EBITDA 마진율 (%)	10.9	13.6	16.2	16.6
영업이익률 (%)	7.6	10.5	13.3	13.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.1	4.1	6.3	6.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,242	2,360	2,691	3,054
현금 및 현금성자산	586	610	944	1,197
매출채권 및 기타채권	454	446	445	501
재고자산	1,045	1,150	1,148	1,196
기타유동자산	157	154	154	160
비유동자산	2,738	2,762	2,743	2,743
관계기업투자등	224	220	220	229
유형자산	601	620	592	570
무형자산	1,778	1,786	1,795	1,803
자산총계	4,980	5,122	5,433	5,797
유동부채	1,161	1,149	1,147	1,276
매입채무 및 기타채무	279	274	273	285
단기금융부채	489	500	500	602
기타유동부채	393	375	374	389
비유동부채	1,265	1,180	1,180	1,090
장기금융부채	1,005	931	931	831
기타비유동부채	260	249	249	259
부채총계	2,426	2,329	2,327	2,366
지배주주지분	1,908	2,005	2,174	2,349
자본금	61	61	61	61
자본잉여금	57	57	57	57
이익잉여금	1,629	1,723	1,892	2,069
비지배주주지분	646	789	932	1,082
자본총계	2,554	2,794	3,106	3,431

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	578	254	443	403
당기순이익	153	312	401	445
비현금수익비용가감	218	169	179	173
유형자산감가상각비	92	84	78	73
무형자산상각비	40	41	42	42
기타	86	44	59	58
영업활동으로인한자산및부채의변동	247	-111	1	-70
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	30	8	1	-55
재고자산 감소(증가)	266	-105	2	-48
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-39	-5	0	10
법인세납부	-119	-104	-134	-148
투자활동으로 인한 현금흐름	-246	-152	-100	-109
유형자산처분(취득)	-159	-103	-50	-50
무형자산감소(증가)	-41	-50	-50	-50
장단기금융자산의 감소(증가)	-32	1	0	-2
기타투자활동	-14	0	0	-7
재무활동으로 인한 현금흐름	-307	-414	-301	-322
장단기금융부채의 증가(감소)	198	-81	0	2
자본의 증가(감소)	4	0	0	0
배당금의 지급	-98	-75	-89	-119
기타재무활동	-411	-258	-212	-205
현금의 증가	178	25	334	253
기초현금	407	586	610	944
기말현금	586	610	944	1,197

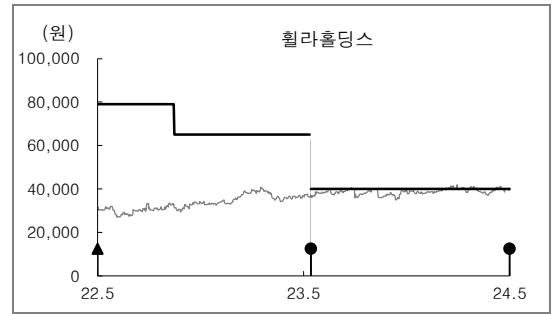
자료: 힐라홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	55.2	14.1	9.2	8.0
P/CF (x)	6.3	4.9	4.1	3.8
P/B (x)	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	8.8	7.1	5.6	5.1
EPS (원)	701	2,795	4,298	4,915
CFPS (원)	6,109	7,976	9,655	10,289
BPS (원)	31,737	33,685	36,504	39,415
DPS (원)	1,090	1,500	2,000	2,500
배당성향 (%)	42.8	28.5	29.5	33.3
배당수익률 (%)	2.8	3.8	5.1	6.3
매출액증가율 (%)	-5.1	2.5	-0.2	4.2
EBITDA증가율 (%)	-20.3	28.0	19.0	6.8
조정영업이익증가율 (%)	-30.2	42.8	25.8	9.1
EPS증가율 (%)	-87.6	298.8	53.8	14.3
매출채권 회전율 (회)	8.9	9.6	9.6	9.4
재고자산 회전율 (회)	3.4	3.7	3.6	3.6
매입채무 회전율 (회)	7.5	8.0	8.1	8.2
ROA (%)	3.1	6.2	7.6	7.9
ROE (%)	2.3	8.6	12.4	13.1
ROIC (%)	4.9	9.4	11.8	12.8
부채비율 (%)	95.0	83.4	74.9	69.0
유동비율 (%)	193.0	205.5	234.5	239.3
순차입금/자기자본 (%)	33.4	27.2	13.7	5.0
조정영업이익/금융비용 (x)	3.5	4.7	6.0	6.6

### 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



\* 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(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

### 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

\* 2024년 03월 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.