

힐라홀딩스 (081660)

3Q23 리뷰 : 소비자 반응 관찰 요망



▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638 / RA 최영주 yeongjuchoi@hanwha.com 3772-7647

Buy (유지)

목표주가(유지): 47,000원

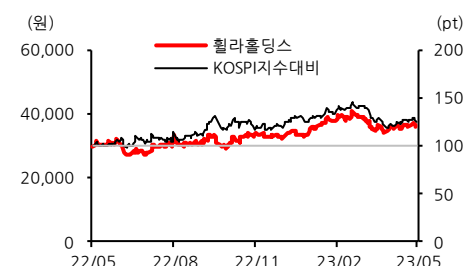
| | |
|---------------------------|------------------|
| 현재 주가(11/14) | 39,050원 |
| 상승여력 | ▲ 20.4% |
| 시가총액 | 23,724억원 |
| 발행주식수 | 60,752천주 |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 40,800 / 32,550원 |
| 90 일 일평균 거래대금 | 53.26억원 |
| 외국인 지분율 | 43.5% |
| 주주 구성 | |
| 피에몬테 (외 6 인) | 34.4% |
| 국민연금공단 (외 1 인) | 6.7% |
| TempletonAssetManagement, | 5.2% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|--------------|-----|------|------|------|
| 절대수익률 | 4.4 | -2.6 | 9.4 | 13.8 |
| 상대수익률(KOSPI) | 5.3 | 2.7 | 11.1 | 15.5 |

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

| 재무정보 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 3,794 | 4,222 | 4,070 | 4,443 |
| 영업이익 | 493 | 435 | 341 | 563 |
| EBITDA | 592 | 548 | 473 | 694 |
| 지배주주순이익 | 235 | 344 | 75 | 284 |
| EPS | 3,872 | 5,658 | 1,255 | 4,718 |
| 순차입금 | 123 | 880 | 512 | 304 |
| PER | 9.3 | 5.9 | 31.1 | 8.3 |
| PBR | 1.4 | 1.1 | 1.2 | 1.1 |
| EV/EBITDA | 3.9 | 5.3 | 6.1 | 3.9 |
| 배당수익률 | 2.8 | 4.8 | 4.6 | 5.6 |
| ROE | 16.2 | 19.7 | 4.0 | 14.1 |

주가 추이



힐라홀딩스의 3 분기 실적은 아쿠쉬네트의 호조로 시장 기대치를 상회했습니다. 23년까지는 브랜드 가치 재고를 위한 준비 과정이었다면, 24년부터 브랜드 마케팅, 글로벌 디자인팀 가동 등 실제 소비자가 체감할 수 있는 활동이 본격화될 것입니다. 당장의 실적 반등을 기대하기 어렵겠지만, 소비자 반응이 우호적일 경우 밸류에이션 반등부터 우선 나타날 것으로 전망합니다.

3Q23 Review

힐라홀딩스는 3분기 연결 매출액 9,902억원(-8.3% YoY), 영업이익 926억원을 기록해, 시장 기대치를 상회하였다. 아쿠쉬네트 실적 호조에 따른 것이다. 힐라 부문은 매출액 2,112억원(-35.1% YoY), 영업이익 -63억원(+5억원 YoY)로 시장 기대치에 소폭 상회하는 실적을 기록했다고 평가한다. 외형 축소 흐름은 이어졌다. 채널 조정 중인 코리아(ex DSF)는 -39% YoY 역성장했으며, 재고감축 작업을 진행 중인 USA -47% YoY를 기록했다. 로열티도 매크로 부진 영향에 -13% YoY 역성장했다. DSF 매출은 현지화 기준 두자리 수 성장에도 위안화 가치 하락에 따른 영향으로 -8% 역성장 인식했다. 외형 축소에도 수익성은 다소간 개선된 것으로 평가한다. 코리아의 경우 판가 인상 등 브랜드 개선 작업의 효과로 GPM(ex DSF)이 +4.1%p YoY 개선되었으며, USA도 4Q22 이후 가장 높은 9.2%의 GPM을 기록하였다.

23년까지 준비 과정. 24년, 브랜드 인식 재고 본격화 전망

23년까지는 브랜드 개선 작업을 위한 준비 과정이었다. 디브랜딩 채널 축소, 재고 감축, 조직 재편 등이 지속되었다. 24년에도 이어지겠지만, 동시에 소비자를 직접 겨냥한 브랜드 가치 확대 작업이 개시될 것이다. 4분기에는 TV 광고 등 매스 마케팅을 시작했으며, 24년 SS 시즌부터 글로벌 디자인팀의 신규 라인업을 선보일 것이다. 글로벌 디자인팀의 신 제품이 각국의 현지 법인의 디자인으로 녹아들기까지는 레깅이 있어 즉각적인 실적 반등을 기대하기 어렵다. 다만 브랜드 마케팅과 신규 라인업에 대한 소비자 반응이 우호적일 경우, 밸류에이션의 반등이 우선적으로 나타날 수 있다. 이에 소비자 반응을 관찰이 필요하다.

투자의견 BUY, 목표주가 4.7만원 유지

힐라홀딩스에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 4.7만원을 유지한다.

[표1] 힐라홀딩스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

| | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23E | 2022 | 2023E | 2024E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,074 | 1,172 | 1,080 | 897 | 1,109 | 1,147 | 990 | 824 | 4,222 | 4,070 | 4,443 |
| YoY | 9% | 15% | 16% | 4% | 3% | -2% | -8% | -8% | 11% | -4% | 9% |
| FILA | 343 | 342 | 333 | 277 | 233 | 241 | 212 | 241 | 1,295 | 927 | 1,266 |
| KOREA | 133 | 126 | 118 | 119 | 97 | 95 | 77 | 84 | 496 | 353 | 377 |
| DSF | 16 | 16 | 15 | 20 | 17 | 17 | 14 | 22 | 67 | 71 | 77 |
| US | 135 | 118 | 122 | 88 | 77 | 92 | 65 | 74 | 464 | 307 | 548 |
| Royalty | 17 | 20 | 21 | 21 | 19 | 20 | 19 | 18 | 79 | 75 | 81 |
| 기타 | 58 | 79 | 70 | 49 | 40 | 35 | 51 | 65 | 255 | 192 | 260 |
| Acushnet | 730 | 830 | 747 | 620 | 875 | 906 | 778 | 584 | 2,927 | 3,143 | 3,177 |
| 영업이익 | 169 | 152 | 122 | -8 | 160 | 92 | 93 | -4 | 435 | 341 | 563 |
| YoY | -8% | -12% | 65% | -113% | -5% | -40% | -24% | -53% | -12% | -22% | 65% |
| FILA | 46 | 40 | 23 | -23 | 4 | -46 | -10 | -5 | 85 | -58 | 158 |
| KOREA | 26 | 26 | 20 | 15 | 17 | 14 | 8 | 18 | 86 | 58 | 73 |
| US | -3 | -11 | -15 | -37 | -28 | -77 | -23 | -26 | -66 | -155 | 25 |
| Royalty | 17 | 20 | 21 | 21 | 19 | 20 | 19 | 18 | 79 | 75 | 81 |
| Acushnet | 127 | 112 | 102 | 16 | 156 | 138 | 103 | 1 | 356 | 399 | 405 |
| 영업이익률 | 16% | 13% | 11% | -1% | 14% | 8% | 9% | 0% | 10% | 8% | 13% |
| FILA | 13% | 12% | 7% | -8% | 2% | -19% | -5% | -2% | 7% | -6% | 12% |
| KOREA | 19% | 20% | 17% | 12% | 18% | 15% | 10% | 22% | 17% | 16% | 19% |
| US | -2% | -9% | -13% | -42% | -36% | -84% | -36% | -35% | -14% | -50% | 4% |
| Acushnet | 17% | 13% | 14% | 3% | 18% | 15% | 13% | 0% | 12% | 13% | 13% |

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 3,129 | 3,794 | 4,222 | 4,070 | 4,443 |
| 매출총이익 | 1,545 | 1,880 | 2,029 | 1,988 | 2,114 |
| 영업이익 | 341 | 493 | 435 | 341 | 563 |
| EBITDA | 442 | 592 | 548 | 473 | 694 |
| 순이자손익 | -34 | -21 | -29 | -76 | -70 |
| 외화관련손익 | 11 | -7 | -19 | -2 | 0 |
| 지분법손익 | 43 | 49 | 46 | 56 | 62 |
| 세전계속사업손익 | 340 | 513 | 453 | 318 | 555 |
| 당기순이익 | 198 | 338 | 468 | 206 | 405 |
| 지배주주순이익 | 139 | 235 | 344 | 75 | 284 |
| 증가율(%) | | | | | |
| 매출액 | -9.3 | 21.3 | 11.3 | -3.6 | 9.2 |
| 영업이익 | -27.5 | 44.5 | -11.7 | -21.6 | 65.2 |
| EBITDA | -21.7 | 34.1 | -7.5 | -13.7 | 46.8 |
| 순이익 | -41.5 | 70.8 | 38.4 | -56.0 | 96.9 |
| 이익률(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 49.4 | 49.6 | 48.1 | 48.8 | 47.6 |
| 영업이익률 | 10.9 | 13.0 | 10.3 | 8.4 | 12.7 |
| EBITDA 이익률 | 14.1 | 15.6 | 13.0 | 11.6 | 15.6 |
| 세전이익률 | 10.9 | 13.5 | 10.7 | 7.8 | 12.5 |
| 순이익률 | 6.3 | 8.9 | 11.1 | 5.1 | 9.1 |

현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|----------------|------|------|------|-------|-------|
| 영업현금흐름 | 445 | 525 | -139 | 722 | 341 |
| 당기순이익 | 198 | 338 | 468 | 206 | 405 |
| 자산상각비 | 100 | 99 | 112 | 132 | 130 |
| 운전자본증감 | 102 | 4 | -603 | 449 | -11 |
| 매출채권 감소(증가) | -2 | 53 | -25 | -57 | -78 |
| 재고자산 감소(증가) | 106 | -115 | -524 | 504 | -12 |
| 매입채무 증가(감소) | 4 | 74 | 5 | 15 | 77 |
| 투자현금흐름 | -55 | -40 | -203 | -193 | -26 |
| 유형자산처분(취득) | -38 | -50 | -79 | -124 | -80 |
| 무형자산 감소(증가) | -10 | -6 | -123 | -40 | -3 |
| 투자자산 감소(증가) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 재무현금흐름 | -135 | -297 | 29 | -71 | -207 |
| 차입금의 증가(감소) | -21 | -196 | 418 | 72 | -100 |
| 자본의 증가(감소) | -70 | -42 | -146 | -95 | -107 |
| 배당금의 지급 | -46 | -42 | -146 | -95 | -107 |
| 총현금흐름 | 340 | 463 | 612 | 289 | 352 |
| (-)운전자본증가(감소) | -202 | -5 | 592 | -431 | 11 |
| (-)설비투자 | 39 | 50 | 85 | 124 | 80 |
| (+)자산매각 | -9 | -6 | -117 | -39 | -3 |
| Free Cash Flow | 494 | 411 | -182 | 556 | 258 |
| (-)기타투자 | 107 | -16 | 12 | 12 | -57 |
| 잉여현금 | 387 | 427 | -194 | 544 | 315 |
| NOPLAT | 198 | 325 | 315 | 220 | 411 |
| (+) Dep | 100 | 99 | 112 | 132 | 130 |
| (-)운전자본투자 | -202 | -5 | 592 | -431 | 11 |
| (-)Capex | 39 | 50 | 85 | 124 | 80 |
| OpFCF | 462 | 378 | -249 | 659 | 451 |

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 1,686 | 2,041 | 2,293 | 2,433 | 2,636 |
| 현금성자산 | 475 | 710 | 430 | 955 | 1,062 |
| 매출채권 | 518 | 471 | 481 | 549 | 626 |
| 재고자산 | 616 | 758 | 1,291 | 813 | 825 |
| 비유동자산 | 2,072 | 2,248 | 2,528 | 2,712 | 2,669 |
| 투자자산 | 216 | 277 | 288 | 337 | 342 |
| 유형자산 | 405 | 418 | 500 | 570 | 552 |
| 무형자산 | 1,451 | 1,553 | 1,741 | 1,805 | 1,775 |
| 자산총계 | 3,758 | 4,289 | 4,822 | 5,145 | 5,305 |
| 유동부채 | 995 | 1,051 | 1,093 | 1,177 | 1,161 |
| 매입채무 | 434 | 566 | 555 | 541 | 617 |
| 유동성이자부채 | 396 | 327 | 427 | 466 | 366 |
| 비유동부채 | 906 | 931 | 1,155 | 1,298 | 1,298 |
| 비유동이자부채 | 617 | 506 | 882 | 1,001 | 1,001 |
| 부채총계 | 1,901 | 1,982 | 2,247 | 2,475 | 2,458 |
| 자본금 | 61 | 61 | 61 | 61 | 61 |
| 자본잉여금 | 107 | 108 | 53 | 62 | 62 |
| 이익잉여금 | 1,179 | 1,406 | 1,650 | 1,680 | 1,857 |
| 자본조정 | -55 | 36 | 112 | 112 | 112 |
| 자기주식 | -20 | -20 | -20 | -20 | -20 |
| 자본총계 | 1,857 | 2,306 | 2,575 | 2,670 | 2,847 |

주요지표

(단위: 원, 배)

| 12 월 결산 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표 | | | | | |
| EPS | 2,288 | 3,872 | 5,658 | 1,255 | 4,718 |
| BPS | 21,274 | 26,517 | 30,889 | 31,535 | 34,441 |
| DPS | 185 | 1,000 | 1,580 | 1,780 | 2,180 |
| CFPS | 5,592 | 7,613 | 10,066 | 4,752 | 5,801 |
| ROA(%) | 3.7 | 5.8 | 7.5 | 1.5 | 5.4 |
| ROE(%) | 10.9 | 16.2 | 19.7 | 4.0 | 14.1 |
| ROIC(%) | 8.2 | 14.2 | 11.4 | 7.1 | 13.9 |
| Multiples(x, %) | | | | | |
| PER | 19.1 | 9.3 | 5.9 | 31.1 | 8.3 |
| PBR | 2.1 | 1.4 | 1.1 | 1.2 | 1.1 |
| PSR | 0.8 | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.5 |
| PCR | 7.8 | 4.7 | 3.3 | 8.2 | 6.7 |
| EV/EBITDA | 7.2 | 3.9 | 5.3 | 6.1 | 3.9 |
| 배당수익률 | 0.4 | 2.8 | 4.8 | 4.6 | 5.6 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 102.4 | 85.9 | 87.3 | 92.7 | 86.4 |
| Net debt/Equity | 28.9 | 5.3 | 34.2 | 19.2 | 10.7 |
| Net debt/EBITDA | 121.7 | 20.7 | 160.7 | 108.3 | 43.8 |
| 유동비율 | 169.4 | 194.1 | 209.9 | 206.7 | 227.1 |
| 이자보상배율(배) | 9.4 | 21.4 | 12.4 | 3.9 | 6.9 |
| 자산구조(%) | | | | | |
| 투자자본 | 76.8 | 69.7 | 82.0 | 69.7 | 67.6 |
| 현금+투자자산 | 23.2 | 30.3 | 18.0 | 30.3 | 32.4 |
| 자본구조(%) | | | | | |
| 차입금 | 35.3 | 26.5 | 33.7 | 35.5 | 32.4 |
| 자기자본 | 64.7 | 73.5 | 66.3 | 64.5 | 67.6 |

[Compliance Notice]

(공표일: 2023년 11월 15일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이진협, 최영주)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[힐라홀딩스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

| | | | | | | |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 일 시 | 2016.08.12 | 2023.04.25 | 2023.04.25 | 2023.05.15 | 2023.06.13 | 2023.08.16 |
| 투자의견 | 투자등급변경 | 담당자변경 | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표가격 | | 이진협 | 45,000 | 41,000 | 47,000 | 47,000 |
| 일 시 | 2023.11.01 | 2023.11.15 | | | | |
| 투자의견 | Buy | Buy | | | | |
| 목표가격 | 47,000 | 47,000 | | | | |

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

| 일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%) | |
|------------|------|---------|---------|-------------|
| | | | 평균주가 대비 | 최고(최저)주가 대비 |
| 2023.04.25 | Buy | 45,000 | -19.45 | -17.67 |
| 2023.05.15 | Buy | 41,000 | -9.49 | -5.73 |
| 2023.06.13 | Buy | 47,000 | | |

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2023년 09월 30일)

| 투자등급 | 매수 | 중립 | 매도 | 합계 |
|------------|-------|------|------|--------|
| 금융투자상품의 비중 | 95.6% | 3.8% | 0.6% | 100.0% |