



힐라홀딩스 (081660)

4Q23 프리뷰 : 무에서 유를 창조할 24년

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 49,000원

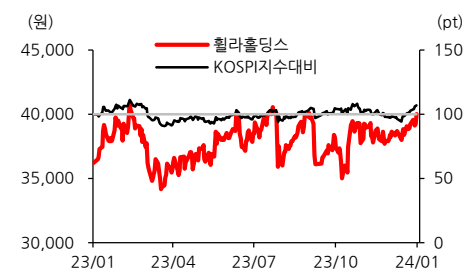
현재 주가(1/19)	40,000원
상승여력	▲ 22.5%
시가총액	24,301억원
발행주식수	60,752천주
52 주 최고가 / 최저가	40,800 / 34,150원
90 일 일평균 거래대금	37.39억원
외국인 지분율	44.9%
주주 구성	
피에몬테 (외 6 인)	34.9%
국민연금공단 (외 1 인)	6.7%
TempletonAssetManagement,	1.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.1	4.7	3.9	13.6
상대수익률(KOSPI)	8.9	2.4	9.1	9.8

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	4,222	4,023	4,343	4,677
영업이익	435	304	487	627
EBITDA	548	437	622	758
지배주주순이익	344	58	251	328
EPS	5,658	961	4,170	5,463
순차입금	880	633	441	245
PER	5.9	36.4	9.6	7.3
PBR	1.1	1.1	1.2	1.1
EV/EBITDA	5.3	6.3	4.6	3.5
배당수익률	4.8	5.1	5.5	6.5
ROE	19.7	3.1	12.9	15.6

주가 추이



4Q23 Preview

힐라홀딩스의 4분기 실적은 매출액 7,772억원(-13.3% YoY), 영업적자 -411억원(적지 YoY)을 기록하며 부진할 것으로 추정된다. 내수 소비 여력 둔화에 따른 리테일 판매 부진과 홀세일 채널 조정의 영향으로 DSF를 제외한 힐라코리아의 매출액은 전년 대비 -37% YoY 감소할 것으로 보이며, 외형 부진과 함께 재고관련 손실로 영업적자는 -122억 원으로 추정된다. 미국법인은 과잉재고 소진 작업 지속에 따라 매출액 491억원(-44% YoY), 영업적자 -349억원(적지 YoY)이 추정된다. 미국 법인 내 재고 수준은 계획과 같이 -50% YoY 이상 감소했을 것으로 전망된다. DSF는 중국 현지법인 호조로 +20% YoY 성장을 예상한다.

브랜드 가치 제고를 위한 이벤트가 이어질 24년

24년은 동사의 브랜드 가치 제고를 위한 이벤트들이 이어질 것이다. 동사는 영국 스트리트 브랜드인 팔라스의 설립자인 레브 탄주를 크리에이티브 디렉터로 영입했으며, 그가 기존 힐라의 상위 브랜드인 힐라 플러스를 담당하게 되었다고 밝혔다. 힐라플러스의 출시는 24FW시즌에 맞춰 예정되어 있다. 그에 앞선 24SS시즌에는 글로벌 디자인팀이 조직된 이후 해당 팀이 주도한 첫 프리미엄 컬렉션을 선보일 예정이다. 연이은 이벤트를 통해 브랜드에 대한 소비자 인식 변화가 나타날 수 있을 지 주목된다. 크리에이티브 디렉터의 역량으로 브랜드의 명운이 바뀔 사례는 심심치 않게 찾아볼 수 있기에 사실상 시장에서 인정받지 못하고 있는 힐라 브랜드 가치 반등에 대한 기대감이 확대될 수 있을 것으로 판단된다. 기대감은 밸류에이션 반등으로 이어질 수 있다. 본격적인 실적 반등은 힐라플러스와 글로벌팀 프리미엄 라인인 디자인이 각 로컬법인으로 이어질 25년부터 가능할 전망이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 4.9만원 상향

힐라홀딩스에 대해 투자의견 BUY을 유지하며, 목표주가 4.9만원으로 상향한다. 목표주가 상향은 목표주가 산정시점을 24년 실적 전망치로 변경한 것과 아쿠쉬네트 지분가치 상향에 따른다. 아쿠쉬네트의 지분가치(약 2.8조원)는 동사의 주가 하방을 지지할 것이며, 올해 이어질 동사의 브랜드 가치 제고 이벤트에 대한 모멘텀이 주가 반등을 이끌 것으로 전망한다. 당사 의류업종 Top Pick으로 제시한다.

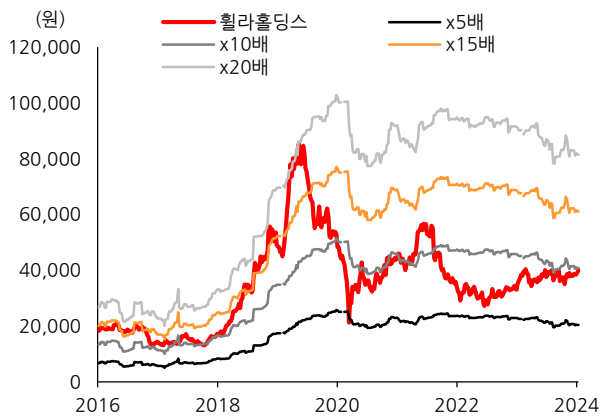
[표1] 힐라홀딩스 실적 추이 및 전망

(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	777	4,222	4,023	4,343
YoY	9%	15%	16%	4%	3%	-2%	-8%	-13%	11%	-5%	8%
FILA	343	342	333	277	233	241	212	218	1,295	905	1,120
KOREA	133	126	118	119	97	95	77	86	496	355	366
DSF	16	16	15	20	17	17	14	24	67	73	79
US	135	118	122	88	77	92	65	49	464	283	418
Royalty	17	20	21	21	19	20	19	18	79	75	76
기타	58	79	70	49	40	35	51	65	255	192	260
Acushnet	730	830	747	620	875	906	778	559	2,927	3,118	3,223
영업이익	169	152	122	-8	160	92	93	-41	435	304	487
YoY	-8%	-12%	65%	적전	-5%	-40%	-24%	적지	-12%	-30%	60%
FILA	46	40	23	-23	4	-46	-10	-20	85	-72	67
KOREA	26	26	20	15	17	14	8	12	86	52	71
US	-3	-11	-15	-37	-28	-77	-23	-35	-66	-163	-60
Royalty	17	20	21	21	19	20	19	18	79	75	76
Acushnet	127	112	102	16	156	138	103	-21	356	376	420
영업이익률	16%	13%	11%	-1%	14%	8%	9%	-5%	10%	8%	11%
FILA	13%	12%	7%	-8%	2%	-19%	-5%	-9%	7%	-8%	6%
KOREA	19%	20%	17%	12%	18%	15%	10%	14%	17%	15%	19%
US	-2%	-9%	-13%	-42%	-36%	-84%	-36%	-71%	-14%	-58%	-14%
Acushnet	17%	13%	14%	3%	18%	15%	13%	-4%	12%	12%	13%

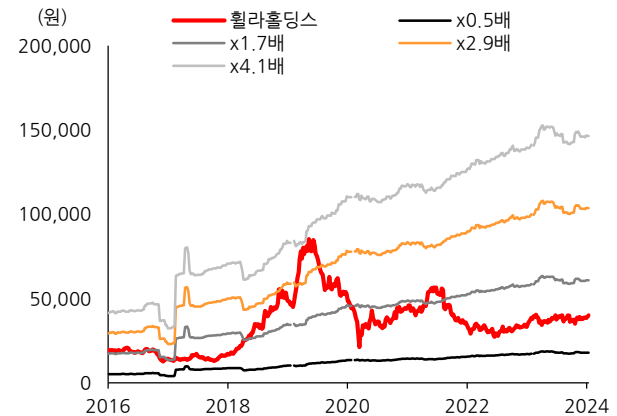
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 힐라홀딩스 P/E 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 힐라홀딩스 P/B 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

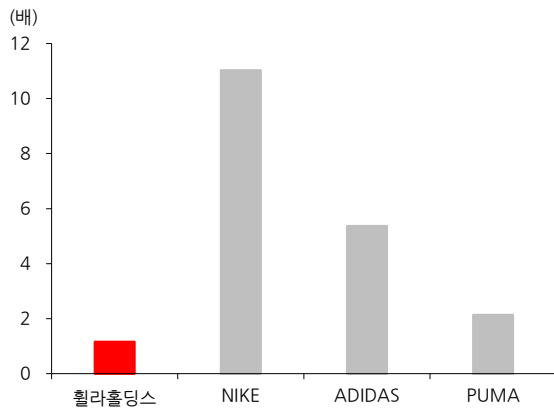
[표2] 힐라홀딩스 P/E 밸류에이션

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	24E	비고
힐라부문	467	Acushnet 제외
Target P/E	17	글로벌 주요 스포츠브랜드 30% 할인
힐라부문 영업 가치	8,158	
Acushnet 자본 가치	21,283	30% 할인
힐라홀딩스 적정시가총액	29,441	
발행주식 수	60,096	자사주 제외
힐라홀딩스 적정가치	48,990	

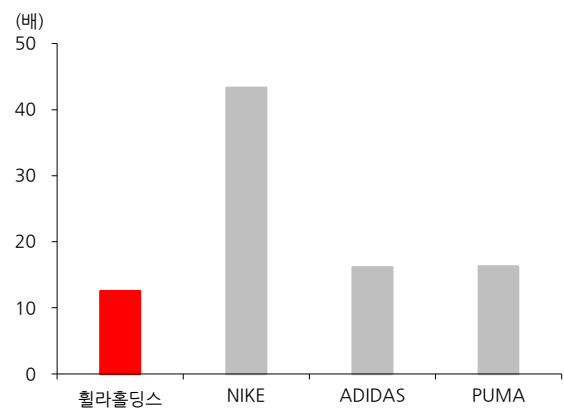
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 24년 기준 브랜드별 PBR 배수



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 24년 기준 브랜드별 ROE 배수



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 팔라스의 설립자 레브탄주, 힐라 플러스의 디렉터로 부임



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	3,794	4,222	4,023	4,343	4,677
매출총이익	1,880	2,029	1,967	2,035	2,226
영업이익	493	435	304	487	627
EBITDA	592	548	437	622	758
순이자손익	-21	-29	-71	-60	-54
외화관련손익	-7	-19	1	0	0
지분법손익	49	46	57	63	69
세전계속사업손익	513	453	284	490	642
당기순이익	338	468	180	358	469
지배주주순이익	235	344	58	251	328
증가율(%)					
매출액	21.3	11.3	-4.7	8.0	7.7
영업이익	44.5	-11.7	-30.2	60.4	28.7
EBITDA	34.1	-7.5	-20.2	42.3	21.9
순이익	70.8	38.4	-61.4	98.6	31.0
이익률(%)					
매출총이익률	49.6	48.1	48.9	46.8	47.6
영업이익률	13.0	10.3	7.6	11.2	13.4
EBITDA 이익률	15.6	13.0	10.9	14.3	16.2
세전이익률	13.5	10.7	7.0	11.3	13.7
순이익률	8.9	11.1	4.5	8.2	10.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금흐름	525	-139	726	326	348
당기순이익	338	468	180	358	469
자산상각비	99	112	133	135	131
운전자본증감	4	-603	456	4	-42
매출채권 감소(증가)	53	-25	-22	-88	-33
재고자산 감소(증가)	-115	-524	529	4	-43
매입채무 증가(감소)	74	5	-38	87	32
투자현금흐름	-40	-203	-223	-27	-21
유형자산처분(취득)	-50	-79	-128	-80	-80
무형자산 감소(증가)	-6	-123	-41	-5	-5
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	-297	29	-342	-207	-231
차입금의 증가(감소)	-196	418	-92	-100	-100
자본의 증가(감소)	-42	-146	-95	-107	-131
배당금의 지급	-42	-146	-95	-107	-131
총현금흐름	463	612	296	322	390
(-)운전자본증가(감소)	-5	592	-426	-4	42
(-)설비투자	50	85	129	80	80
(+)자산매각	-6	-117	-40	-5	-5
Free Cash Flow	411	-182	552	241	263
(-)기타투자	-16	12	23	-58	-64
잉여현금	427	-194	529	299	327
NOPLAT	325	315	193	356	458
(+) Dep	99	112	133	135	131
(-)운전자본투자	-5	592	-426	-4	42
(-)Capex	50	85	129	80	80
OpFCF	378	-249	623	414	466

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,041	2,293	2,106	2,287	2,463
현금성자산	710	430	687	779	875
매출채권	471	481	517	605	638
재고자산	758	1,291	801	797	840
비유동자산	2,248	2,528	2,790	2,745	2,705
투자자산	277	288	353	358	363
유형자산	418	500	591	571	553
무형자산	1,553	1,741	1,845	1,816	1,788
자산총계	4,289	4,822	4,896	5,032	5,167
유동부채	1,051	1,093	1,526	1,518	1,456
매입채무	566	555	510	596	629
유동성이자부채	327	427	880	780	680
비유동부채	931	1,155	756	756	756
비유동이자부채	506	882	440	440	440
부채총계	1,982	2,247	2,282	2,274	2,212
자본금	61	61	61	61	61
자본잉여금	108	53	30	30	30
이익잉여금	1,406	1,650	1,663	1,807	2,004
자본조정	36	112	112	112	112
자기주식	-20	-20	-20	-20	-20
자본총계	2,306	2,575	2,614	2,758	2,955

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표					
EPS	3,872	5,658	961	4,170	5,463
BPS	26,517	30,889	30,735	33,099	36,346
DPS	1,000	1,580	1,780	2,180	2,580
CFPS	7,613	10,066	4,865	5,307	6,420
ROA(%)	5.8	7.5	1.2	5.0	6.4
ROE(%)	16.2	19.7	3.1	12.9	15.6
ROIC(%)	14.2	11.4	6.1	11.9	15.4
Multiples(x, %)					
PER	9.3	5.9	36.4	9.6	7.3
PBR	1.4	1.1	1.1	1.2	1.1
PSR	0.6	0.5	0.5	0.6	0.5
PCR	4.7	3.3	7.2	7.5	6.2
EV/EBITDA	3.9	5.3	6.3	4.6	3.5
배당수익률	2.8	4.8	5.1	5.5	6.5
안정성(%)					
부채비율	85.9	87.3	87.3	82.5	74.9
Net debt/Equity	5.3	34.2	24.2	16.0	8.3
Net debt/EBITDA	20.7	160.7	144.9	70.9	32.3
유동비율	194.1	209.9	138.0	150.6	169.1
이자보상배율(배)	21.4	12.4	3.6	6.7	9.3
자산구조(%)					
투자자본	69.7	82.0	74.3	72.3	70.6
현금+투자자산	30.3	18.0	25.7	27.7	29.4
자본구조(%)					
차입금	26.5	33.7	33.5	30.7	27.5
자기자본	73.5	66.3	66.5	69.3	72.5

[Compliance Notice]

(공표일: 2024년 1월 22일)

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	2024.01.22			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	47,000	47,000	49,000			

[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	-18.42	-13.72
2024.01.22	Buy	49,000		

[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 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100%