



힐라홀딩스 (081660)

4Q23 리뷰 : 무에서 유를 창조하는 중

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 49,000원

현재 주가(3/20)	39,150원
상승여력	▲ 25.2%
시가총액	23,784억원
발행주식수	60,752천주
52 주 최고가 / 최저가	41,900 / 34,150원
90 일 일평균 거래대금	40.15억원
외국인 지분율	45.6%

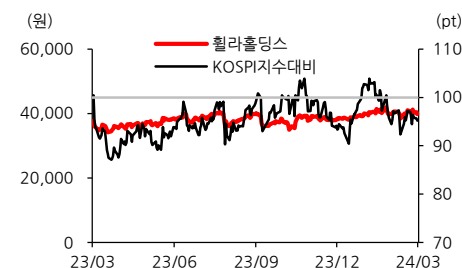
주주 구성	
피에몬테 (외 6 인)	35.5%
국민연금공단 (외 1 인)	6.7%
TempletonAssetManagement,	1.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.9	2.0	-2.4	4.5
상대수익률(KOSPI)	-3.1	-0.9	-7.5	-8.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	4,222	4,007	4,276	4,535
영업이익	435	303	439	520
EBITDA	548	437	573	651
지배주주순이익	344	43	226	274
EPS	5,658	709	3,758	4,556
순차입금	880	631	414	235
PER	5.9	49.4	10.4	8.6
PBR	1.1	1.1	1.2	1.1
EV/EBITDA	5.3	6.3	4.9	4.0
배당수익률	4.8	3.1	3.8	4.8
ROE	19.7	2.3	11.7	13.0

주가 추이



4Q23 Review

힐라홀딩스의 4분기 매출액은 7,608억원(-15.2% YoY), 영업적자 -414억원(적화 YoY)를 기록해, 당사 기존 전망치에 대체로 부합하는 실적을 기록했다. 힐라부문은 매출액 2,117억원(-23.5% YoY), 영업적자 -83억원을 기록해 당사 전망치인 영업적자 -200억원을 상회했다. 미국법인의 수익성이 회복한 영향이 크다. 미국법인의 재고는 전년 대비 -54% 감소한 것으로 나타났다. 동사는 4분기 실적과 함께 연결 기준 매출액은 -5%~+5% 성장, 영업이익은 +30%~+40% 증가를 예상하는 24년 연간 가이드언스를 제시했다. 이는 컨센서스 및 당사 전망치를 하회하는 것인 데, 주요 사업부문인 한국과 미국 법인의 적자 규모는 당사 전망치 수준이었으나, DSF 매출 관련 가이드언스를 제시하지 않고 환율 등 매크로 환경에 대한 보수적인 전망치에 기반한 로열티 매출 전망치(-10%~-20%)의 영향이라 판단된다. 가이드언스 수준은 아쉬우나, 동사에 대해 긍정적인 전망을 하는 주요한 원인이 당장의 실적 개선 보다는 브랜드 가치 제고에 따른 밸류에이션 반등 가능성에 있기에 큰 우려 요인이 아니라 판단된다.

브랜드 가치 반등 확인 중

브랜드 가치 제고를 위한 신제품의 출시가 리테일 중심인 국내 시장부터 23FW에 본격화되었고, 인터런과 예사페 등 신규 제품에 대한 소비자 반응이 확인되고 있다. 리테일에 비해 리드타임이 긴 홀세일 중심인 미국 법인의 신제품 출시는 24FW 시즌부터 본격화될 것이다. 24FW에는 레브 탄주가 이끄는 힐라플러스 브랜드의 론칭도 앞두고 있다. 당사는 브랜드에 대한 가치가 밸류에이션을 결정한다고 판단하는데, 동사의 브랜드 가치가 사실상 시장에서 인정받지 못하고 있기 때문에 이어지는 이벤트를 통한 브랜드 가치에 대한 방향성은 다운사이드 리스크는 제한되고 업사이드 리스크가 열려있다고 판단된다. 이 때문에 기대감을 가질 필요가 있겠다.

투자의견 BUY, 목표주가 4.9만원, 당사 최선호주 의견 유지

투자의견과 목표주가를 유지한다. 또한 당사 의류업종 최선호주 의견도 유지하겠다. 실적과 함께 자사주 매입 및 소각 등 주주환원정책도 발표했다. 밸류업 프로그램에 대한 수혜도 충분히 기대해볼 수 있겠다.

[표1] 힐라홀딩스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	1,109	1,147	990	761	1,144	1,188	1,063	882	4,007	4,276	4,535
YoY	3%	-2%	-8%	-15%	3%	4%	7%	16%	-5%	7%	6%
FILA	233	241	212	212	249	257	258	267	898	1,030	1,160
KOREA	97	95	77	99	104	101	86	110	368	400	439
DSF	17	17	14	24	19	19	15	26	72	79	85
US	77	92	65	54	63	73	90	74	288	300	388
Royalty	19	20	19	20	17	18	17	18	78	70	73
기타	40	35	51	42	65	65	65	65	169	260	260
Acushnet	875	906	778	545	896	931	805	614	3,105	3,246	3,375
영업이익	160	92	93	-41	160	166	122	-9	303	439	520
YoY	-5%	-40%	-24%	423%	0%	81%	32%	-77%	-30%	45%	19%
FILA	4	-46	-10	-9	11	8	8	4	-61	31	91
KOREA	17	14	8	7	23	17	9	17	46	67	76
US	-28	-77	-23	-13	-20	-17	-8	-11	-142	-57	-8
Royalty	19	20	19	20	17	18	17	18	78	70	73
Acushnet	156	138	103	-33	149	158	115	-14	365	408	429
영업이익률	14%	8%	9%	-5%	14%	14%	11%	-1%	8%	10%	11%
FILA	2%	-19%	-5%	-4%	4%	3%	3%	2%	-7%	3%	8%
KOREA	18%	15%	10%	7%	22%	17%	11%	16%	13%	17%	17%
US	-36%	-84%	-36%	-25%	-32%	-23%	-9%	-15%	-49%	-19%	-2%
Acushnet	18%	15%	13%	-6%	17%	17%	14%	-2%	12%	13%	13%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 힐라홀딩스 2024년 자사주 취득계획

1. 목적	자기주식 취득을 통한 주주가치 제고
2. 기간	2024년 3월 21일 ~ 2024년 12월 26일
3. 규모	최대 500억원 한도
4. 방법	신탁계약을 통한 취득
5. 상세	1) 2024년 3월 21일~9월 20일간 100억원 규모의 자기주식을 신탁계약을 통해 취득 계획 2) 이후 연중 잔여재원에 대하여 이사회 결의로 추가 자기주식 취득 결정 계획

자료: 힐라홀딩스, DART, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 힐라홀딩스 자사주 소각계획

1. 소각할 주식의 종류와 수	보통주 656,383
2. 발행주식 총수	보통주 60,752,222
3. 1주당 가액(원)	1,000
4. 소각예정금액(원)	261억 (시가총액 대비 1.08%)
5. 소각할 주식의 취득방법	기취득 자기주식
6. 소각 예정일	2024-03-28
7. 이사회결의일(결정일)	2024-03-20
8. 기타 투자판단과 관련한 중요사항	- 상기 '소각예정금액'은 이사회 전일(2024년 3월 19일) 종가 39,800원 기준으로 산정하였으며, 향후 주가 변동에 따라 실제 소각 금액 변동 가능 - 상기 소각은 상법 제 343 조에 따라 배당가능이익 범위 내 이익잉여금을 재원으로 기 취득하여 보유 중인 자기주식의 소각임. 발행주식총수(보통주식)는 감소하나, 자본금은 감소하지 않음

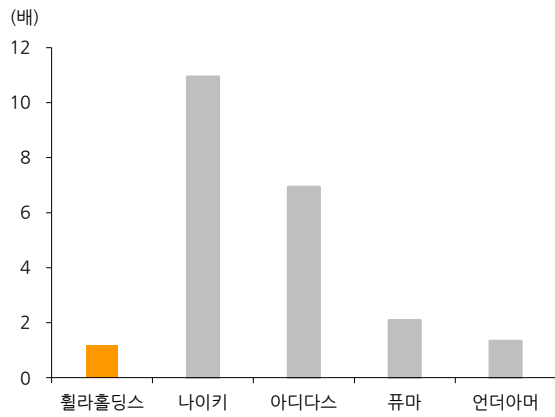
자료: 힐라홀딩스, DART, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 힐라홀딩스 2024년 가이던스 연간 목표 성장률

연결 매출액	-5% ~ +5%
힐라USA	-5% ~ +5%
힐라코리아 (DSF제외)	0 ~ +10%
Global Royalty	-20% ~ -10%
아쿠쉬네트홀딩스	중간값 +3.9%
연결 영업이익	+30% ~ +40%
힐라USA	영업손실 600억원 ~ 400억원
힐라코리아 (DSF제외)	영업손실 150억원 ~ 50억원
아쿠쉬네트홀딩스	중간값 +5.0%

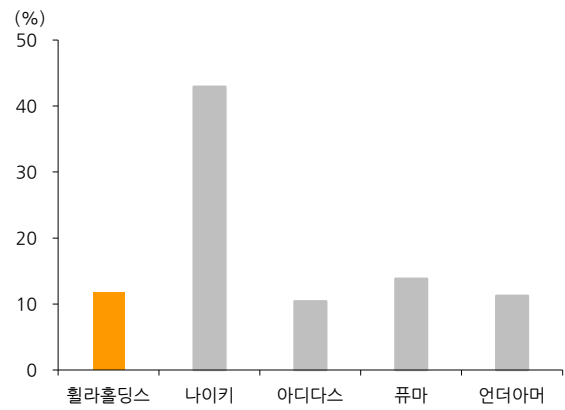
자료: 힐라홀딩스, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 24년 기준 브랜드별 PBR 배수



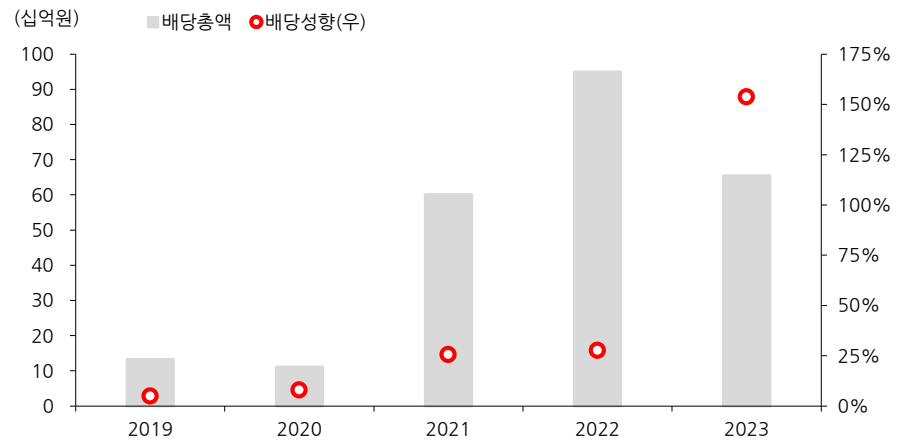
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 24년 기준 브랜드별 ROE 배수



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 힐라홀딩스 배당총액 및 배당성향 추이



자료: 힐라홀딩스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	3,794	4,222	4,007	4,276	4,535
매출총이익	1,880	2,029	1,970	2,054	2,193
영업이익	493	435	303	439	520
EBITDA	592	548	437	573	651
순이자손익	-21	-29	-71	-60	-54
외화관련손익	-7	-19	1	0	0
지분법손익	49	46	57	63	69
세전계속사업손익	513	453	277	442	536
당기순이익	338	468	153	323	391
지배주주순이익	235	344	43	226	274
증가율(%)					
매출액	21.3	11.3	-5.1	6.7	6.0
영업이익	44.5	-11.7	-30.2	44.5	18.6
EBITDA	34.1	-7.5	-20.3	31.3	13.6
순이익	70.8	38.4	-67.3	110.9	21.2
이익률(%)					
매출총이익률	49.6	48.1	49.2	48.0	48.4
영업이익률	13.0	10.3	7.6	10.3	11.5
EBITDA 이익률	15.6	13.0	10.9	13.4	14.4
세전이익률	13.5	10.7	6.9	10.3	11.8
순이익률	8.9	11.1	3.8	7.5	8.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	525	-139	728	309	290
당기순이익	338	468	153	323	391
자산상각비	99	112	133	135	131
운전자본증감	4	-603	473	11	-46
매출채권 감소(증가)	53	-25	-11	-80	-36
재고자산 감소(증가)	-115	-524	546	11	-47
매입채무 증가(감소)	74	5	-48	79	35
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	-166	-190
차입금의 증가(감소)	-196	418	-92	-100	-100
자본의 증가(감소)	-42	-146	-95	-66	-90
배당금의 지급	-42	-146	-95	-66	-90
총현금흐름	463	612	280	298	336
(-)운전자본증가(감소)	-5	592	-443	-11	46
(-)설비투자	50	85	129	80	80
(+)자산매각	-6	-117	-40	-5	-5
Free Cash Flow	411	-182	554	224	205
(-)기타투자	-16	12	23	-58	-64
잉여현금	427	-194	531	282	269
NOPLAT	325	315	167	320	380
(+) Dep	99	112	133	135	131
(-)운전자본투자	-5	592	-443	-11	46
(-)Capex	50	85	129	80	80
OpFCF	378	-249	614	386	385

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	2,041	2,293	2,080	2,270	2,436
현금성자산	710	430	688	805	884
매출채권	471	481	506	587	622
재고자산	758	1,291	784	773	820
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	4,870	5,015	5,141
유동부채	1,051	1,093	1,515	1,500	1,441
매입채무	566	555	499	578	613
유동성이자부채	327	427	880	780	680
비유동부채	931	1,155	756	756	756
비유동이자부채	506	882	440	440	440
부채총계	1,982	2,247	2,271	2,256	2,197
자본금	61	61	61	61	61
자본잉여금	108	53	30	30	30
이익잉여금	1,406	1,650	1,648	1,809	1,993
자본조정	36	112	112	112	112
자기주식	-20	-20	-20	-20	-20
자본총계	2,306	2,575	2,599	2,760	2,944

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	3,872	5,658	709	3,758	4,556
BPS	26,517	30,889	30,485	33,125	36,158
DPS	1,000	1,580	1,090	1,490	1,890
CFPS	7,613	10,066	4,615	4,899	5,524
ROA(%)	5.8	7.5	0.9	4.6	5.4
ROE(%)	16.2	19.7	2.3	11.7	13.0
ROIC(%)	14.2	11.4	5.3	10.8	12.9
Multiples(x, %)					
PER	9.3	5.9	49.4	10.4	8.6
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	7.6	8.0	7.1
EV/EBITDA	3.9	5.3	6.3	4.9	4.0
배당수익률	2.8	4.8	3.1	3.8	4.8
안정성(%)					
부채비율	85.9	87.3	87.4	81.7	74.6
Net debt/Equity	5.3	34.2	24.3	15.0	8.0
Net debt/EBITDA	20.7	160.7	144.5	72.3	36.1
유동비율	194.1	209.9	137.3	151.3	169.1
이자보상배율(배)	21.4	12.4	3.6	6.0	7.8
자산구조(%)					
투자자본	69.7	82.0	74.2	71.7	70.3
현금+투자자산	30.3	18.0	25.8	28.3	29.7
자본구조(%)					
차입금	26.5	33.7	33.7	30.6	27.5
자기자본	73.5	66.3	66.3	69.4	72.5

[Compliance Notice]

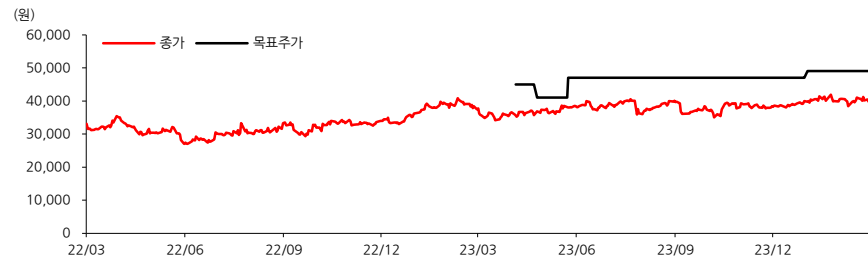
(공표일: 2024년 3월 21일)

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	2024.01.26	2024.02.29	2024.03.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	47,000	47,000	49,000	49,000	49,000	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%