



힐라홀딩스 (081660)

가치가 높아지는 F박스와 K패션 해외 진출 수혜

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 54,000원

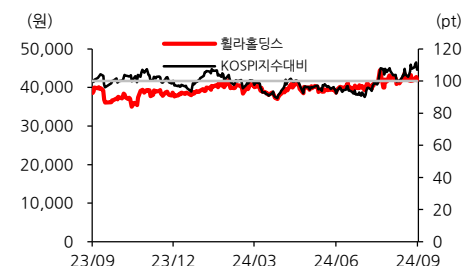
현재 주가(9/13)	42,700원
상승여력	▲ 26.5%
시가총액	25,661억원
발행주식수	60,096천주
52 주 최고가 / 최저가	44,450 / 35,000원
90 일 일평균 거래대금	35.3억원
외국인 지분율	46.8%
주주 구성	
피에몬테 (외 6 인)	35.9%
국민연금공단 (외 1 인)	6.8%
자사주신탁 (외 1 인)	0.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.5	10.3	6.6	10.6
상대수익률(KOSPI)	2.2	16.9	11.0	9.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	4,222	4,007	4,315	4,535
영업이익	435	303	411	528
EBITDA	548	436	565	681
지배주주순이익	344	43	178	264
EPS	5,658	701	2,998	4,445
순차입금	880	871	689	368
PER	5.9	55.2	14.2	9.6
PBR	1.1	1.2	1.3	1.2
EV/EBITDA	5.3	7.4	5.8	4.3
배당수익률	4.8	2.8	3.5	4.4
ROE	19.7	2.3	9.1	12.6

주가 추이



힐라, 리브랜딩 작업 진행 중

지난해 하반기부터 국내를 중심으로 시작된 힐라의 리브랜딩 작업이 올해 하반기 글로벌로 확대되고 있다. 힐라코리아를 중심으로 출시된 에사페, 인터런 등 히트 제품은 라인업 확대를 진행하면서 새로운 프랜차이즈 모델로 자리잡아가고 있다. 특히, 에사페의 경우, 중국, 동남아 등 아시아 라이선스에 수출되고 있다. 하반기에는 미국법인이 중심이 된 까사 힐라 신제품 출시와 프리미엄 라인인 힐라플러스 출시 등 글로벌 리브랜딩 작업이 이어졌다. 특히 초고가 라인인 힐라플러스가 잘 안착할 경우, 힐라의 F박스 로고에 대한 이미지 개선이 이뤄지며, 상대적으로 저가 브랜드 이미지인 힐라의 ASP를 높일 수 있는 모멘텀으로 작용할 수 있을 전망이다.

중화권 리테일 사업에도 주목

K뷰티, K푸드 뿐만 아니라 3마(마르디, 마뽕킴, 마리페)로 대표되는 인디 K패션 브랜드들에 대해서도 관심이 커지고 있다. 다만, 뷰티와 푸드 대비 시장에서 부각이 되지 못했던 이유는 관련 수혜주가 없었기 때문이다. 우리는 K패션 수혜주로 힐라홀딩스에 주목한다. 동사는 지난해 Misto Brand Holdings를 설립한 이후, K패션 브랜드의 중화권 리테일 사업을 본격화 하였다. 동사가 전개하고 있는 마르디는 지난해 8월 상해매장을 오픈한 이후, 현재 중국 내 9개 매장을 운영 중에 있다. 마르디의 라이선서인 피스피스스튜디오는 올해 해외 매출액 목표치를 500억원으로 제시하고 있는 데, 점포 수를 감안 시 이중 상당 부분이 동사가 담당하는 중국 지역 매출일 가능성이 높다. 마뽕킴은 하반기 신규 매장을 출점할 예정이다. 마르디, 마뽕킴 외에도 동사는 홀리넘버세븐 등 K패션 인디 브랜드를 전개 중이며, 브랜드 라인업은 지속 확장될 전망이다. K인디 브랜드가 동사와의 협업을 선택하는 이유는 안타와의 JV를 통해 중화권 유통사업을 성공한 레코드를 지닌 사실상 유일한 국내 패션 기업이기 때문이다. 이에 중화권 시장을 개척하고자 하는 K패션 브랜드들에게 동사와의 협업은 유력한 선택지일 것이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 5.4만원 상향

투자의견을 유지하며, 목표주가는 자사주 매입을 반영해 5.4만원으로 소폭 상향한다. 의류업종 최선희주 의견을 유지할 수 있도록 하겠다.

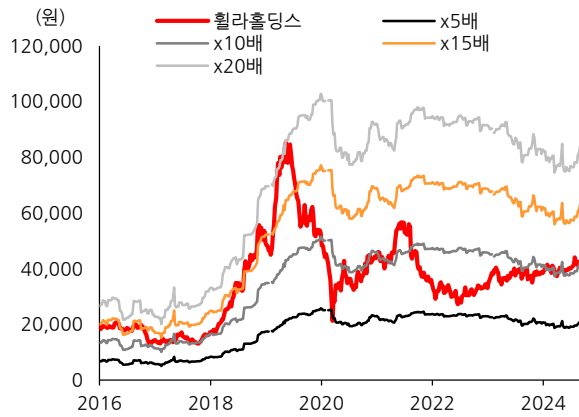
[표1] 힐라홀딩스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	1,109	1,147	990	761	1,183	1,175	1,072	886	4,007	4,315	4,535
YoY	3%	-2%	-8%	-15%	7%	2%	8%	16%	-5%	8%	5%
FILA	233	241	212	212	243	238	234	257	898	971	1,125
KOREA	97	95	77	99	89	95	84	111	368	379	408
DSF	17	17	14	24	18	20	15	26	72	79	84
US	77	92	65	54	86	76	70	64	288	296	388
Royalty	19	20	19	20	17	17	16	17	78	67	69
기타	40	35	51	42	51	49	65	65	169	230	260
Acushnet	875	906	778	545	940	938	838	629	3,105	3,344	3,410
영업이익	160	92	93	-41	163	140	117	-9	303	411	528
YoY	-5%	-40%	-24%	423%	2%	52%	26%	-78%	-30%	36%	28%
FILA	4	-46	-10	-9	2	-5	11	6	-61	14	87
KOREA	17	14	8	7	6	19	14	21	46	60	83
US	-28	-77	-23	-13	-11	-29	-9	-12	-142	-61	-14
Royalty	19	20	19	20	17	17	16	17	78	67	69
Acushnet	156	138	103	-33	161	145	106	-15	365	397	440
영업이익률	14%	8%	9%	-5%	14%	12%	11%	-1%	8%	10%	12%
FILA	2%	-19%	-5%	-4%	1%	-2%	5%	2%	-7%	1%	8%
KOREA	18%	15%	10%	7%	7%	20%	17%	19%	13%	16%	20%
US	-36%	-84%	-36%	-25%	-13%	-38%	-13%	-19%	-49%	-21%	-4%
Acushnet	18%	15%	13%	-6%	17%	16%	13%	-2%	12%	12%	13%

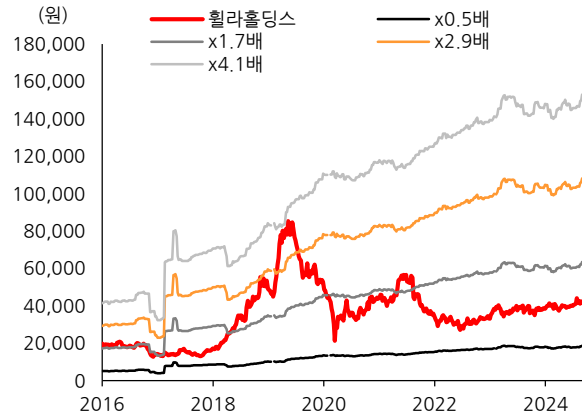
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 힐라홀딩스 P/E 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 힐라홀딩스 P/B 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

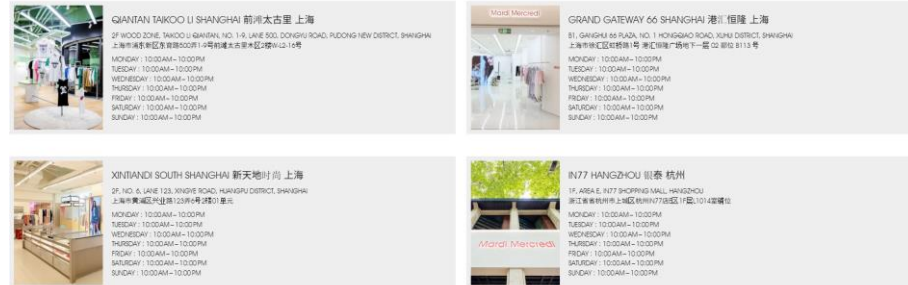
[표2] 힐라홀딩스 P/E 밸류에이션

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	12MF	비고
힐라부문	825	Acushnet 제외, Full Prosect 지분법이익 포함
Target P/E	16	글로벌 주요 스포츠브랜드 30% 할인
힐라부문 영업 가치	12,929	
Acushnet 지분 가치	18,810	30% 할인
힐라홀딩스 적정시가총액	31,738	
발행주식 수	58,473	자사주 제외
힐라홀딩스 적정가치	54,278	

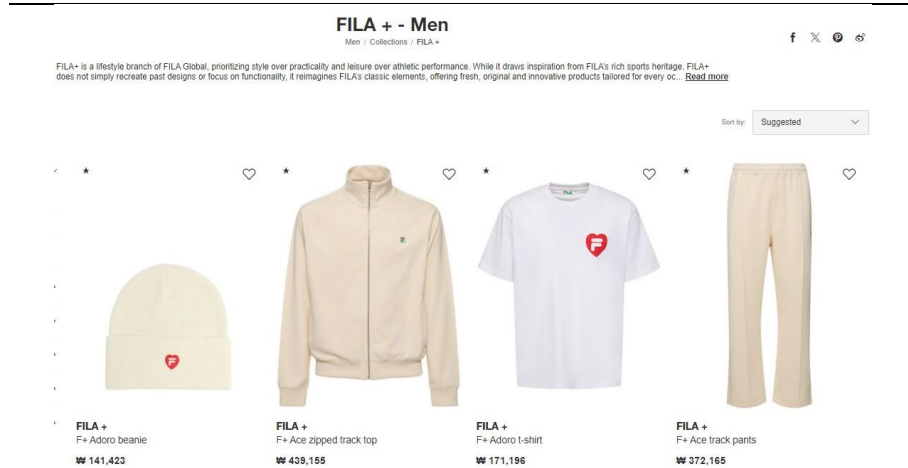
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 마르디 메르퀴 중국 매장 현황(현 기준 9개 매장 운영 중)



자료: 마르디 메르퀴, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] FILA+



자료: Luisa Via Roma, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] K 패션 브랜드, 일명 3 마(마리떼, 마뽕킴, 마르디)



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	3,794	4,222	4,007	4,315	4,535
매출총이익	1,880	2,029	1,970	2,207	2,194
영업이익	493	435	303	411	528
EBITDA	592	548	436	565	681
순이자손익	-21	-29	-74	-88	-82
외화관련손익	-7	-19	-5	2	0
지분법손익	49	46	64	65	71
세전계속사업손익	513	453	277	390	517
당기순이익	338	468	153	295	377
지배주주순이익	235	344	43	178	264
증가율(%)					
매출액	415.4	11.3	-5.1	7.7	5.1
영업이익	402.2	-11.7	-30.2	35.5	28.3
EBITDA	448.0	-7.5	-20.3	29.5	20.6
순이익	251.3	38.4	-67.3	93.0	27.8
이익률(%)					
매출총이익률	49.6	48.1	49.2	51.1	48.4
영업이익률	13.0	10.3	7.6	9.5	11.6
EBITDA 이익률	15.6	13.0	10.9	13.1	15.0
세전이익률	13.5	10.7	6.9	9.0	11.4
순이익률	8.9	11.1	3.8	6.8	8.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	525	-139	578	433	420
당기순이익	338	468	153	295	377
자산상각비	99	112	133	154	154
운전자본증감	4	-603	247	21	73
매출채권 감소(증가)	53	-25	30	-173	-18
재고자산 감소(증가)	-115	-524	266	211	75
매입채무 증가(감소)	74	5	-39	16	17
투자현금흐름	-40	-203	-246	-111	-10
유형자산처분(취득)	-50	-79	-159	-91	-80
무형자산 감소(증가)	-6	-123	-41	-1	-1
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	-297	29	-307	-188	-189
차입금의 증가(감소)	-196	418	155	-42	-100
자본의 증가(감소)	-42	-146	-98	-77	-89
배당금의 지급	-42	-146	-98	-66	-89
총현금흐름	463	612	371	349	347
(-)운전자본증가(감소)	-5	592	-258	-63	-73
(-)설비투자	50	85	160	91	80
(+)자산매각	-6	-117	-40	-1	-1
Free Cash Flow	411	-182	430	320	339
(-)기타투자	-16	12	58	60	-71
잉여현금	427	-194	372	260	410
NOPLAT	325	315	167	312	385
(+) Dep	99	112	133	154	154
(-)운전자본투자	-5	592	-258	-63	-73
(-)Capex	50	85	160	91	80
OpFCF	378	-249	399	437	532

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	2,041	2,293	2,242	2,471	2,636
현금성자산	710	430	641	858	1,079
매출채권	471	481	456	636	654
재고자산	758	1,291	1,045	873	799
비유동자산	2,248	2,528	2,738	2,794	2,722
투자자산	277	288	360	240	240
유형자산	418	500	601	690	658
무형자산	1,553	1,741	1,778	1,865	1,824
자산총계	4,289	4,822	4,980	5,266	5,358
유동부채	1,051	1,093	1,161	1,132	1,049
매입채무	566	529	504	585	602
유동성이자부채	327	427	501	396	296
비유동부채	931	1,155	1,265	1,436	1,436
비유동이자부채	506	882	1,011	1,150	1,150
부채총계	1,982	2,247	2,426	2,567	2,484
자본금	61	61	61	61	61
자본잉여금	108	53	57	39	39
이익잉여금	1,406	1,650	1,629	1,743	1,918
자본조정	36	112	161	169	169
자기주식	-20	-20	-20	-12	-12
자본총계	2,306	2,575	2,554	2,698	2,873

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	3,872	5,658	701	2,998	4,445
BPS	26,517	30,889	31,409	33,477	36,390
DPS	1,000	1,580	1,090	1,500	1,900
CFPS	7,613	10,066	6,109	5,815	5,768
ROA(%)	5.8	7.5	0.9	3.5	5.0
ROE(%)	16.2	19.7	2.3	9.1	12.6
ROIC(%)	14.2	11.4	5.2	9.7	12.2
Multiples(x, %)					
PER	9.3	5.9	55.2	14.2	9.6
PBR	1.4	1.1	1.2	1.3	1.2
PSR	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
PCR	4.7	3.3	6.3	7.3	7.4
EV/EBITDA	3.9	5.3	7.4	5.8	4.3
배당수익률	2.8	4.8	2.8	3.5	4.4
안정성(%)					
부채비율	85.9	87.3	95.0	95.2	86.5
Net debt/Equity	5.3	34.2	34.1	25.5	12.8
Net debt/EBITDA	20.7	160.7	199.6	121.9	54.0
유동비율	194.1	209.9	193.0	218.4	251.4
이자보상배율(배)	21.4	12.4	3.5	3.9	5.3
자산구조(%)					
투자자본	69.7	82.0	76.1	74.6	70.0
현금+투자자산	30.3	18.0	23.9	25.4	30.0
자본구조(%)					
차입금	26.5	33.7	37.2	36.4	33.5
자기자본	73.5	66.3	62.8	63.6	66.5

[Compliance Notice]

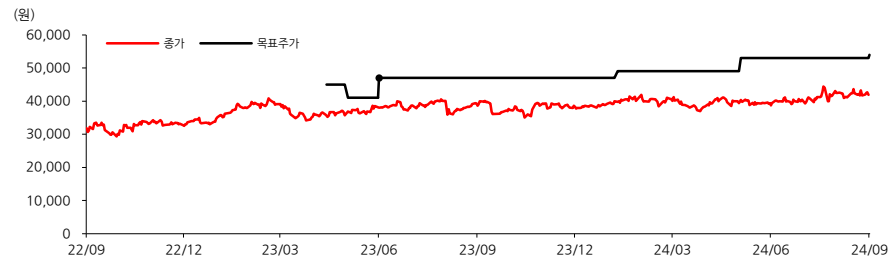
(공표일:2024년 9월 19일)

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)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 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 책임소장에 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
일 시	2024.03.29	2024.04.04	2024.04.23	2024.04.26	2024.05.16	2024.05.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	49,000	49,000	49,000	49,000	53,000	53,000
일 시	2024.06.04	2024.06.28	2024.07.09	2024.07.26	2024.08.16	2024.08.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	53,000	53,000	53,000	53,000	53,000	53,000
일 시	2024.09.19					
투자의견	Buy					
목표가격	54,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(₩)	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	-18.81	-14.49
2024.05.16	Buy	53,000	-23.08	-16.13
2024.09.19	Buy	54,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2024년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%