

# 힐라홀딩스 (081660)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자 의견

**Marketperform**

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

**40,000**

유지

현재주가

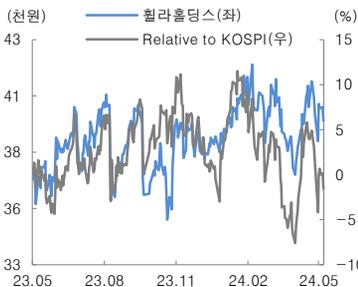
**39,400**

(24.05.14)

섬유의복업종

KOSPI	2730.34
시가총액	2,394십억원
시가총액비중	0.11%
자본금(보통주)	61십억원
52주 최고/최저	41,900원 / 35,000원
120일 평균거래대금	38억원
외국인지분율	45.95%
주요주주	피에몬테 외 5 인 35.48% 국민연금공단 6.71%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.7	-3.1	0.9	10.4
상대수익률	0.9	-7.0	-10.1	0.1



## 아직은 아쿠시넷이 이익의 전부

- 1분기 미국 법인 GPM 개선
- 재고가 문제되었던 미국 법인 적자 보다 국내 적자가 더 문제
- 아직은 아쿠시넷이 이익의 전부, FILA 브랜드력 회복에 시간 더 필요

### 투자 의견 Marketperform과 목표주가 40,000원 유지

투자 의견 Marketperform과 목표주가 40,000원(24~25년 평균 P/E 10배) 유지

한국과 미국에서 여전히 적자 상태. 다만 적자폭이 크게 줄어들고 있는 점은 긍정적. 1분기 미국 법인 GPM이 26.1%로 전년동기의 5.8% 대비 크게 개선되었으나 추세적으로 이어질지는 지켜봐야 함. 회사측은 미국 법인 GPM 상승에도 올해 가이던스를 그대로 유지한다고 언급(국내 법인 영업이익 -150~-50억원, 미국 법인 영업이익 -600~-400억원)

당사는 지난 보고서에서도 언급했듯이 미국 법인 보다 국내 시장에서의 실적 부진이 더 문제라고 생각. 올해는 로열티 성장률 가이던스도 EMEA 및 남미 지역 부진으로 -20~-10%로 제시. 2024~2025년은 지난 해와 같은 대규모 적자가 없어 손익 개선 예상되나 주가 상승을 위한 브랜드력 회복에는 시간이 더 필요하다는 판단

### 1Q24 Review: 미국 적자 줄었지만 내수 적자 여전

1분기 매출액과 영업이익은 각각 1조 1,816억원(+7%), 1,633억원(+2%) 기록(yoy). 저가 채널 정리 영향으로 국내와 미국 법인 매출 감소 지속. 순수 국내 부문은 신제품 매출이 규모 있게 커지지 않고 채널 정리 영향 지속되며 매출이 yoy 11% 감소. 영업적자 55억원 기록하며 적자 지속. 미국 법인은 매출 yoy 8% 증가(USD 기준), 영업적자 107억원으로 yoy 172억원 축소. 중국 수수료는 달러 기준 yoy flat% 성장. 그러나 로열티 증가율은 EMEA 지역이 20% 줄고, 남미 지역이 폐소화 가치 폭락 등으로 15% 감소(USD 기준). 자회사 Acushnet(NYSE:GOLF)은 골프 볼, 클럽 매출 호조로 매출 3% 증가, 그러나 비용 증가로 영업이익은 yoy 3% 감소한 \$121.4mm(약 1,614억원) 기록

(단위: 십억원 %)

구분	1Q23	4Q23	직전추정	확정치	1Q24			2Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,109	761	1,197	1,183	6.7	55.4	1,145	1,223	6.6	3.4
영업이익	160	-41	161	163	1.8	흑전	161	132	43.1	-19.4
순이익	62	-38	25	72	16.6	흑전	45	68	흑전	-5.1

자료: 힐라홀딩스, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,222	4,007	4,228	4,270	4,496
영업이익	435	303	407	492	528
세전순이익	453	277	419	502	529
총당기순이익	468	153	302	362	381
지배지분순이익	344	43	196	253	267
EPS	5,658	701	3,227	4,169	4,389
PER	5.9	55.6	12.1	9.4	8.9
BPS	30,889	31,409	35,715	39,751	44,309
PBR	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
ROE	19.7	2.3	9.6	11.0	10.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 힐라홀딩스, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	4,229	4,311	4,228	4,270	0.0	-1.0
영업이익	411	504	407	492	-0.9	-2.3
지배지분순이익	206	271	196	253	-4.8	-6.7
영업이익률	9.7	11.7	9.6	11.5		
순이익률	7.5	9.0	7.1	8.5		

자료: 힐라홀딩스, 대신증권 Research Center

표 1. 힐라홀딩스 실적 추이 및 전망

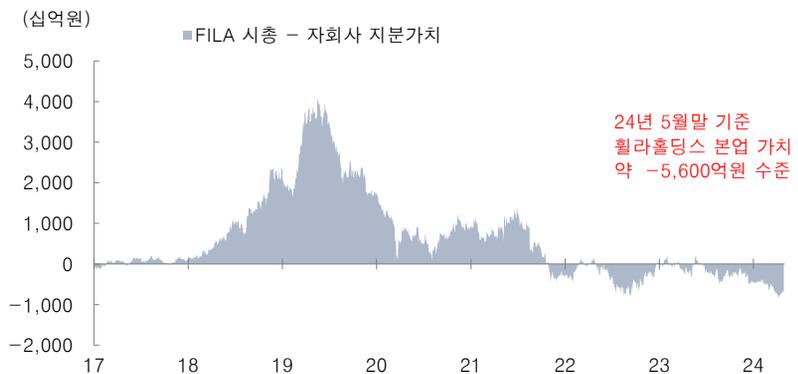
(단위: 십억원, %)

	2023				2024F				2023	2024F	2025F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	1,109	1,147	990	761	1,183	1,223	1,026	796	4,007	4,228	4,270
Acushnet	876	907	778	541	941	954	802	558	2,670	3,255	3,243
국내	97	95	77	99	86	102	83	109	368	380	411
중국	17	17	14	24	18	24	18	14	69	73	76
중국제외	80	77	63	75	68	78	66	95	298	307	335
USA	77	92	65	71	86	93	68	56	304	303	306
Royalty	19	20	19	20	17	18	17	18	81	69	70
영업이익	160	92	93	-41	163	132	97	15	304	407	492
Acushnet	156	138	103	-32	161	134	104	14	365	413	406
국내	17	14	8	7	12	18	13	16	46	60	90
중국제외	0	-3	-6	-17	-5	-6	-4	2	-23	-13	14
USA	-28	-77	-23	-18	-11	-14	-14	-8	-146	-47	17
영업이익률	14.5	8.0	9.3	-5.4	13.8	10.8	9.5	1.9	7.6	9.6	11.5
YoY											
매출액	3.3	-2.1	-8.3	-15.2	6.7	6.6	3.7	4.6	-5.1	5.5	1.0
Acushnet	20.0	9.1	4.1	-10.9	7.4	5.2	3.1	3.2	5.1	4.9	-0.4
국내	-26.9	-25.0	-34.9	-16.7	-11.3	8.0	8.0	10.0	-25.9	3.4	8.0
중국	7.5	9.5	-8.1	20.4	4.0	38.5	23.9	-40.0	3.7	5.9	3.4
중국제외	-31.6	-30.0	-38.9	-24.1	-14.6	1.2	4.4	25.8	-30.5	2.9	9.1
USA	-43.3	-22.3	-46.7	-19.6	11.9	2.2	4.1	4.2	-34.4	5.6	1.0
Royalty	9.7	1.1	-13.7	-1.9	-11.2	-8.9	-10.8	-13.3	2.1	-14.5	0.3
영업이익	-5.0	-39.7	-24.0	적확	1.8	43.1	5.0	흑전	-30.2	34.0	21.0

주: K-IFRS 연결기준

자료: 힐라홀딩스, 대신증권 Research Center

그림 1. 힐라홀딩스 시총 - Acushnet 지분가치



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

## 1. 기업개요

### 기업 및 경영진 현황

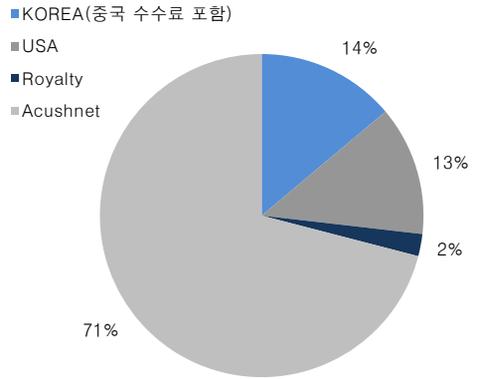
- 1991년 설립되었으며, 2007년 FILA Global 상표권 및 사업권을 인수하여 사업을 영위하고 있음
- 스포츠 전문 브랜드로 힐라, 힐라언더웨어, 힐라키즈, 힐라골프 브랜드를 보유하고 있음
- 자산 4조 9,801억원, 부채 2조 4,262억원, 자본 2조 5,539억원
- 발행주식수: 60,752,222주 (자기 주식수 656,383주)

### 주가 변동요인

- 미국 법인의 매출 및 영업이익 개선 강도
- 로열티 수입 규모
- 중국 시장 판매 호조 여부와 이에 따른 수수료 수입 추이

주: 자산 규모는 2023년 12월말 기준  
 자료: 힐라홀딩스, 대신증권 Research Center

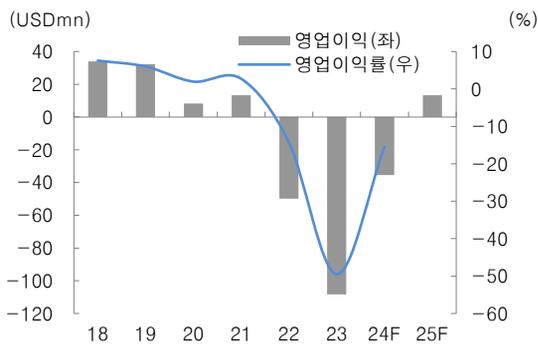
### 매출 비중 추이



주: 2022년 말 기준  
 자료: 힐라홀딩스, 대신증권 Research Center

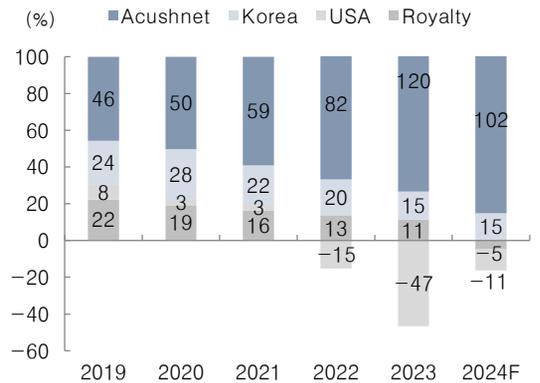
## 2. Earnings Driver

### FILA 미국 법인 영업이익(률) 추이



자료: 힐라홀딩스, 대신증권 Research Center

### 부문별 영업이익 기여도



자료: 힐라홀딩스, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,222	4,007	4,228	4,270	4,496
매출원가	2,192	2,036	2,122	2,135	2,247
매출총이익	2,029	1,970	2,106	2,135	2,249
판매비와관리비	1,594	1,667	1,699	1,643	1,721
영업이익	435	303	407	492	528
영업이익률	10.3	7.6	9.6	11.5	11.7
EBITDA	548	436	547	641	683
영업외손익	18	-26	12	10	1
관계기업손익	46	64	64	64	64
금융수익	54	43	35	25	25
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-86	-126	-80	-72	-81
외환관련손실	44	27	31	20	20
기타	5	-7	-7	-7	-7
법인세비용차감전순손익	453	277	419	502	529
법인세비용	14	-124	-117	-141	-148
계속사업순손익	468	153	302	362	381
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	468	153	302	362	381
당기순이익률	11.1	3.8	7.1	8.5	8.5
비배지분순이익	124	110	106	109	114
지배지분순이익	344	43	196	253	267
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	12	8	8	8	8
포괄순이익	592	235	384	444	463
비배지분포괄이익	162	142	134	133	139
지배지분포괄이익	430	93	250	311	324

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	5,658	701	3,227	4,169	4,389
PER	5.9	55.6	12.1	9.4	8.9
BPS	30,889	31,409	35,715	39,751	44,309
PBR	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
EBITDAPS	9,013	7,183	9,007	10,548	11,248
EV/EBITDA	6.6	8.9	7.0	5.8	5.2
SPS	69,491	65,950	69,594	70,283	74,014
PSR	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
CFPS	10,066	6,109	10,142	11,683	12,383
DPS	1,580	1,090	1,600	1,800	1,800

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	11.3	-5.1	5.5	1.0	5.3
영업이익 증가율	-11.7	-30.2	34.1	21.0	7.3
순이익 증가율	38.4	-67.3	97.0	20.0	5.3
수익성					
ROC	13.9	4.7	8.2	9.6	10.1
ROA	9.6	6.2	8.0	9.3	7.8
ROE	19.7	2.3	9.6	11.0	10.4
안정성					
부채비율	87.3	95.0	84.9	76.5	146.0
순차입금비율	34.0	33.9	27.4	21.2	15.0
이자보상배율	12.4	3.5	8.4	9.6	8.7

자료: 힐라홀딩스, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,293	2,242	2,390	2,517	5,262
현금및현금성자산	407	586	621	687	3,343
매출채권 및 기타채권	481	456	520	570	599
재고자산	1,291	1,045	1,103	1,114	1,173
기타유동자산	115	155	146	146	147
비유동자산	2,528	2,738	2,816	2,886	2,950
유형자산	500	601	658	705	744
관계기업투자금	178	224	288	352	416
기타비유동자산	1,850	1,913	1,870	1,829	1,789
자산총계	4,822	4,980	5,206	5,403	8,212
유동부채	1,093	1,161	1,128	1,075	3,602
매입채무 및 기타채무	529	504	518	521	536
차입금	377	373	298	239	191
유동성채무	0	0	22	20	2,574
기타유동부채	186	284	290	296	302
비유동부채	1,155	1,265	1,262	1,267	1,272
차입금	767	864	856	856	856
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	388	401	406	411	416
부채총계	2,247	2,426	2,390	2,342	4,874
지배지분	1,877	1,908	2,170	2,415	2,692
자본금	61	61	61	61	61
자본잉여금	53	57	57	57	57
이익잉여금	1,650	1,629	1,825	1,982	2,141
기타지분변동	112	161	227	315	433
비배지분	698	646	646	646	646
자본총계	2,575	2,554	2,816	3,061	3,338
순차입금	875	865	772	648	502

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-139	578	338	454	465
당기순이익	0	0	302	362	381
비현금항목의 가감	144	218	315	348	371
감가상각비	112	133	140	148	155
외환손익	5	-2	8	7	7
지분법평가손익	-46	-64	-64	-64	-64
기타	73	151	231	257	273
자산부채의 증감	-603	247	-117	-68	-83
기타현금흐름	320	113	-161	-187	-204
투자활동 현금흐름	-203	-246	-222	-222	-222
투자자산	0	-47	-63	-63	-63
유형자산	-79	-159	-159	-159	-159
기타	-124	-41	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	29	-307	-425	-522	2,034
단기차입금	0	0	-75	-60	-48
사채	0	457	0	0	0
장기차입금	418	-302	-8	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-146	-98	0	-96	-108
기타	-242	-364	-342	-366	2,190
현금의 증감	-292	178	35	66	2,656
기초 현금	699	407	586	621	687
기말 현금	407	586	621	687	3,343
NOPLAT	449	167	293	355	380
FCF	353	100	274	343	376

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:유정현)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

### 힐라홀딩스(081660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	24.05.16	24.03.21	24.01.12	23.12.02	23.11.15	23.10.04
투자의견	Marketperfor	Marketperfor	Marketperfor	Buy	Buy	Buy
목표주가	40,000	40,000	40,000	44,000	44,000	44,000
과리율(평균.%)		(0.60)	0.46	(13.40)	(13.68)	(14.05)
과리율(최대/최소.%)		4.75	4.75	(8.86)	(8.86)	(8.86)
제시일자	23.08.16	23.07.05	23.06.28	23.05.15	23.03.31	23.03.22
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	44,000	44,000	44,000	44,000	44,000	44,000
과리율(평균.%)	(13.15)	(11.78)	(15.49)	(15.70)	(16.07)	(14.80)
과리율(최대/최소.%)	(8.86)	(7.84)	(7.27)	(7.27)	(7.27)	(7.27)
제시일자	23.01.05	22.11.16	22.11.15	22.11.05	22.09.27	22.08.15
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	44,000	47,000	47,000	47,000	47,000	47,000
과리율(평균.%)	(14.16)	(28.88)	(34.63)	(34.74)	(35.05)	(35.88)
과리율(최대/최소.%)	(7.27)	(25.64)	(27.02)	(27.02)	(27.66)	(28.72)
제시일자	22.06.17	22.05.16				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	47,000	47,000				
과리율(평균.%)	(36.98)	(34.56)				
과리율(최대/최소.%)	(29.15)	(31.70)				

### 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일 자:20240513)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	94.4%	5.6%	0.0%

**산업 투자의견**

- Overweigh(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

**기업 투자의견**

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상