



힐라홀딩스 (081660)

3Q24 Review : 17~19년 사이클의 향기가 난다

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 63,000원

현재 주가(11/14)	38,250원
상승여력	▲64.7%
시가총액	22,987억원
발행주식수	60,096천주
52 주 최고가 / 최저가	44,450 / 37,000원
90 일 일평균 거래대금	52.15억원
외국인 지분율	44.5%

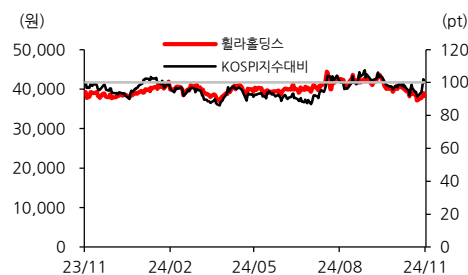
주주 구성	
피에몬테 (외 6 인)	35.9%
국민연금공단 (외 1 인)	6.8%
자사주신탁 (외 1 인)	2.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.9	-9.9	-2.9	-2.0
상대수익률(KOSPI)	1.9	-1.4	8.5	-1.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	4,222	4,007	4,325	4,549
영업이익	435	303	396	534
EBITDA	548	436	549	687
지배주주순이익	344	43	140	267
EPS	5,658	701	2,360	4,496
순차입금	880	871	780	385
PER	5.9	55.2	16.2	8.5
PBR	1.1	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	5.3	7.4	5.6	3.9
배당수익률	4.8	2.8	3.1	5.0
ROE	19.7	2.3	7.3	13.0

주가 추이



3Q24 Review

힐라홀딩스는 3Q24 매출액 1.05조원(+6% YoY), 영업이익 934억원(+1% YoY)을 기록해 시장 기대치 대비 영업이익은 9% 하회했다. FILA USA의 구조조정 관련 일회성 비용 180억원을 제외할 경우, 영업이익 컨센서스를 +8% 상회한 것이다. 일회성비용 제외 시, 힐라부문의 이익 기여가 약 20억원으로 본격화된 것이 고무적이다. 힐라코리아는 매출액 810억원(+5% YoY), 영업이익 104억원(+33% YoY)을 기록했다. 비우호적인 영업환경에도 확대되고 있는 브랜드력에 힘입어 DSF 제외 매출액은 +5% YoY 성장했으며, 중국법인의 강세는 지속되며 DSF 매출은 +6% YoY 성장했다. DSF 제외 GPM은 52.4%(+1.4%p YoY)를 기록해 브랜드력 상승에 따른 할인률 축소에 따라 수익성 개선도 나타나는 모습이었다. FILA USA는 매출액 530억원(-19% YoY), 영업적자 -255억원(-20억원 YoY)을 기록했다. 정가율 개선으로 GPM이 32.3%(+23.1%p)를 기록하며 수익성 개선이 나타났지만, 앞서 언급한 일회성 비용 180억원 영향으로 부진했다. 로열티 매출액은 176억원(-5% YoY)로 유럽/남미 영업호조로 역성장 폭을 축소하였다.

브랜드력 개선이 글로벌로 확장되는 초입 구간

과거 디스rupt2를 중심으로 글로벌리 브랜드력을 확장했던 초입 구간의 향기가 난다. 국내 브랜드력 반등에 주효했던 신규 프랜차이즈 모델(예사페, 인터런 등)의 글로벌 확장이 이뤄지고 있기 때문이다. 이미 아시아권을 중심으로 확대되고 있는 데, 25SS 시즌부터는 유럽/남미 등 서구권 라이선시에도 수출이 될 가능성이 높아보인다. 과거 디스rupt2는 낮은 가격으로 확산이 역설적으로 힐라 브랜드의 디브랜딩으로 연결되었지만, 현재의 신규 프랜차이즈 모델은 상대적으로 높은 가격대의 상품이기 때문에 힐라의 브랜드력 훼손을 이끄는 문제가 발생하지는 않을 수 있다는 것이 긍정적이다. 미국법인 구조조정에 따른 힐라부문 수익성 개선 가능성도 기대 요인이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 6.3만원 상향

목표주가를 6.3만원으로 상향한다. 힐라부문 가치를 0.3조원, Acushnet 지분가치를 0.1조원 상향했으며, 자사주 매입(1,000억원)에 따른 주식수 감소도 반영하였다. 올해 총주주환원률은 122%에 달할 전망이다.

[표1] 휠라홀딩스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	1,109	1,147	990	761	1,183	1,175	1,049	917	4,007	4,325	4,549
YoY	3%	-2%	-8%	-15%	7%	2%	6%	21%	-5%	8%	5%
FILA	233	241	212	212	243	238	205	265	898	951	1,139
KOREA	97	95	77	99	89	95	81	113	368	378	407
DSF	17	17	14	24	18	20	15	28	72	81	86
US	77	92	65	54	86	76	53	68	287.7	282.7	398.2
Royalty	19	20	19	20	17	17	18	20	78	72	74
기타	40	35	51	42	51	49	54	65	169	218	260
Acushnet	875	906	778	545	940	938	844	652	3,105	3,374	3,410
영업이익	160	92	93	-41	163	140	93	-1	303	396	534
YoY	-5%	-40%	-24%	적지	2%	52%	1%	적지	-30%	30%	35%
FILA	4	-46	-10	-9	2	-5	-18	17	-61	-5	95
KOREA	17	14	8	7	6	19	10	22	46	58	80
US	-28	-77	-23	-13	-11	-29	-25	-5	-142.0	-70.6	-9.2
Royalty	19	20	19	20	17	17	18	20	78	72	74
Acushnet	156	138	103	-33	161	145	112	-18	365	400	439
영업이익률	14%	8%	9%	-5%	14%	12%	9%	0%	8%	9%	12%
FILA	2%	-19%	-5%	-4%	1%	-2%	-9%	6%	-7%	0%	8%
KOREA	18%	15%	10%	7%	7%	20%	13%	20%	13%	15%	20%
US	-36%	-84%	-36%	-25%	-13%	-38%	-48%	-8%	-49%	-25%	-2%
Acushnet	18%	15%	13%	-6%	17%	16%	13%	-3%	12%	12%	13%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 휠라홀딩스 P/E 밸류에이션

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	12MF	비고
휠라부문	940	Acushnet 제외, Full Prosect 지분법이익 포함
Target P/E	17	글로벌 주요 스포츠브랜드 30% 할인
휠라부문 영업 가치	16,086	
Acushnet 지분 가치	20,019	30% 할인
휠라홀딩스 적정시가총액	36,105	
발행주식 수	57,481	자사주 제외
휠라홀딩스 적정가치	62,811	

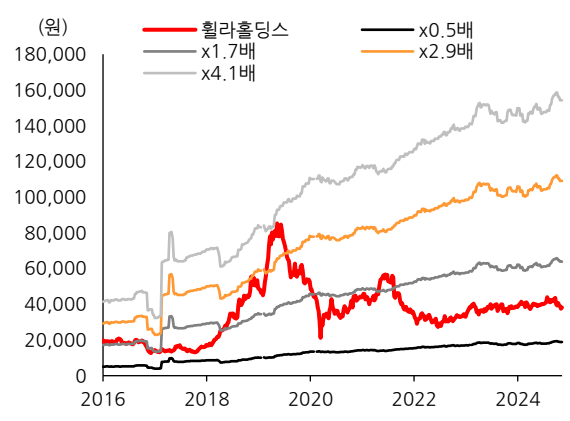
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 힐라홀딩스 P/E 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 힐라홀딩스 P/B 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	3,794	4,222	4,007	4,325	4,549
매출총이익	1,880	2,029	1,970	2,272	2,198
영업이익	493	435	303	396	534
EBITDA	592	548	436	549	687
순이자손익	-21	-29	-74	-88	-82
외화관련손익	-7	-19	-5	2	0
지분법손익	49	46	64	65	71
세전계속사업손익	513	453	277	367	523
당기순이익	338	468	153	276	382
지배주주순이익	235	344	43	140	267
증가율(%)					
매출액	415.4	11.3	-5.1	7.9	5.2
영업이익	402.2	-11.7	-30.2	30.4	34.9
EBITDA	448.0	-7.5	-20.3	25.9	25.1
순이익	251.3	38.4	-67.3	80.1	38.5
이익률(%)					
매출총이익률	49.6	48.1	49.2	52.5	48.3
영업이익률	13.0	10.3	7.6	9.1	11.7
EBITDA 이익률	15.6	13.0	10.9	12.7	15.1
세전이익률	13.5	10.7	6.9	8.5	11.5
순이익률	8.9	11.1	3.8	6.4	8.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	525	-139	578	362	456
당기순이익	338	468	153	276	382
자산상각비	99	112	133	154	154
운전자본증감	4	-603	247	-12	106
매출채권 감소(증가)	53	-25	30	-196	4
재고자산 감소(증가)	-115	-524	266	180	106
매입채무 증가(감소)	74	5	-39	37	-4
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	-208	-151
차입금의 증가(감소)	-196	418	155	-42	-100
자본의 증가(감소)	-42	-146	-98	-97	-51
배당금의 지급	-42	-146	-98	-86	-51
총현금흐름	463	612	371	312	350
(-)운전자본증가(감소)	-5	592	-258	-29	-106
(-)설비투자	50	85	160	91	80
(+)자산매각	-6	-117	-40	-1	-1
Free Cash Flow	411	-182	430	249	375
(-)기타투자	-16	12	58	60	-71
잉여현금	427	-194	372	189	446
NOPLAT	325	315	167	297	390
(+) Dep	99	112	133	154	154
(-)운전자본투자	-5	592	-258	-29	-106
(-)Capex	50	85	160	91	80
OpFCF	378	-249	399	389	569

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	2,041	2,293	2,242	2,434	2,619
현금성자산	710	430	641	767	1,062
매출채권	471	481	456	658	654
재고자산	758	1,291	1,045	905	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	5,228	5,340
유동부채	1,051	1,093	1,161	1,153	1,049
매입채무	566	529	504	606	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	2,588	2,484
자본금	61	61	61	61	61
자본잉여금	108	53	57	39	39
이익잉여금	1,406	1,650	1,629	1,685	1,901
자본조정	36	112	161	169	169
자기주식	-20	-20	-20	-12	-12
자본총계	2,306	2,575	2,554	2,640	2,856

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	3,872	5,658	701	2,360	4,496
BPS	26,517	30,889	31,409	32,509	36,106
DPS	1,000	1,580	1,090	1,200	1,900
CFPS	7,613	10,066	6,109	5,183	5,818
ROA(%)	5.8	7.5	0.9	2.7	5.1
ROE(%)	16.2	19.7	2.3	7.3	13.0
ROIC(%)	14.2	11.4	5.2	9.2	12.3
Multiples(x, %)					
PER	9.3	5.9	55.2	16.2	8.5
PBR	1.4	1.1	1.2	1.2	1.1
PSR	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5
PCR	4.7	3.3	6.3	7.4	6.6
EV/EBITDA	3.9	5.3	7.4	5.6	3.9
배당수익률	2.8	4.8	2.8	3.1	5.0
안정성(%)					
부채비율	85.9	87.3	95.0	98.0	87.0
Net debt/Equity	5.3	34.2	34.1	29.5	13.5
Net debt/EBITDA	20.7	160.7	199.6	141.9	56.0
유동비율	194.1	209.9	193.0	211.2	249.7
이자보상배율(배)	21.4	12.4	3.5	3.7	5.4
자산구조(%)					
투자자본	69.7	82.0	76.1	76.4	70.3
현금+투자자산	30.3	18.0	23.9	23.6	29.7
자본구조(%)					
차입금	26.5	33.7	37.2	36.9	33.6
자기자본	73.5	66.3	62.8	63.1	66.4

[Compliance Notice]

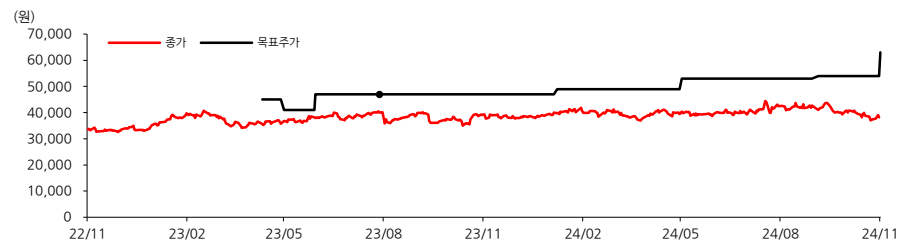
(공표일: 2024년 11월 15일)

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 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	2024.09.27	2024.10.16	2024.10.25	2024.11.01	2024.11.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	54,000	54,000	54,000	54,000	54,000	54,000
일 시	2024.11.15					
투자의견	Buy					
목표가격	63,000					

[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	-18.81	-14.49
2024.05.16	Buy	53,000	-23.04	-16.13
2024.09.19	Buy	54,000	-25.80	-19.17
2024.11.15	Buy	63,000		

[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 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: 2024 년 09 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%