

# 힐라홀딩스 (081660/KS)

## 다시 관심 가져야 할 때

SK증권 리서치센터

### 중립(유지)

목표주가: 45,000 원(상향)

현재주가: 39,400 원

상승여력: 14.2%



Analyst  
형권훈

kh.hyung@sks.co.kr  
3773-9997

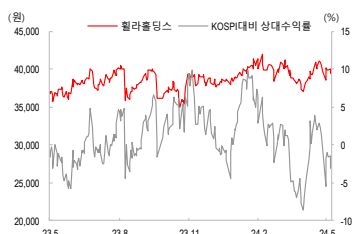
#### Company Data

발행주식수	6,010 만주
시가총액	2,394 십억원
주요주주	
피에몬테(외5)	35.48%
국민연금공단	6.71%

#### Stock Data

주가(24/05/14)	39,400 원
KOSPI	2,730.34 pt
52주 최고가	41,900 원
52주 최저가	35,000 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

#### 주가 및 상대수익률



### 1Q24 Review: 시장 컨센서스 부합

1분기 매출액 1조 1,826 억 원(+6.7% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 1,633 억 원(+1.8%, OPM 13.8%) 기록해 시장 컨센서스에 부합했다. 부문별로 힐라 매출액 2,427 억 원(+4.1%), 영업이익 60 억 원(+45.8%), 아쿠슈네트 매출액 9,400 억 원(+7.4%), 영업이익 1,573 억 원(+0.6%) 기록했다. 힐라 부문의 사업별 매출액 성장률은 힐라코리아 국내 -11.3%, DSF 5.5%, 힐라 USA 11.9%, 로열티 -11.7%다. 힐라코리아는 홀세일 채널 조정과 내수 소비 부진의 영향이 있었고, 힐라 USA는 재고 건전화에 따른 ASP 상승의 영향이 있었다. 로열티 매출은 글로벌 경기 부진의 영향을 받아 감소했다.

### 들려오기 시작한 희소식들

힐라 코리아와 힐라 USA 에서 펀더멘탈이 개선되는 징후가 조금씩 포착되기 시작했다. 힐라 코리아의 경우 '23년 8월에 출시한 '인터런'과 '24년 2월 출시한 '에사페' 신발 제품의 소비자 반응이 뜨겁다. 무신사와 공식 온라인몰의 리뷰 트래픽이 급증하고 있으며, 인기 컬러와 사이즈의 경우 재입고와 동시에 품절되고 있다. '17년 출시한 디스 럽터 2 의 메가 히트 이후 뚜렷한 인기 제품이 없었던 것과 비교하면 힐라의 제품력이 분명히 개선되고 있다. 힐라 USA 의 경우 '23년 말 재고가 금액 기준 전년 동기 대비 57% 감소해 재고 건전성이 대폭 개선된 것으로 분석하며, 그 결과 힐라 USA 의 1분기 GPM 은 전년 동기 대비 약 20%p 개선되었다. 외형 성장 여부는 올해 F/W 시즌 신제품 출시 이후 소비자 반응을 지켜봐야 하겠으나 재고 건전성이 크게 개선되었고, 미국 신발 소매 유통업체의 재고 건전성도 지속적으로 개선될 것으로 전망되어 힐라 USA 의 올해 영업적자는 올해 대폭 축소될 것이다.

### 다시 관심 가져야 할 때

브랜드 턴어라운드까지 넘어야 할 산이 많이 남았지만, 현재까지는 동사가 '21년에 수립한 5 개년 전략의 방향성 대로 순조롭게 진행되고 있다. 힐라코리아와 힐라 USA 를 통해 브랜드 기초 체력 회복이 확인되고 있어 동사에 다시 관심 가지기 시작해야 할 때다. 힐라 부문의 12 개월 선행 이익 추정치를 상향 적용해 힐라홀딩스 목표주가를 기존 43,000 원에서 45,000 원으로 상향하며, 투자의견 '중립'을 유지한다.

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	3,794	4,222	4,007	4,301	4,411	4,639
영업이익	십억원	493	435	303	464	552	625
순이익(지배주주)	십억원	235	344	43	248	297	338
EPS	원	3,872	5,658	701	4,126	4,937	5,632
PER	배	9.3	5.9	55.2	9.5	8.0	7.0
PBR	배	1.3	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	5.0	6.6	8.8	6.6	5.5	4.8
ROE	%	16.2	19.7	2.3	12.5	13.8	14.1

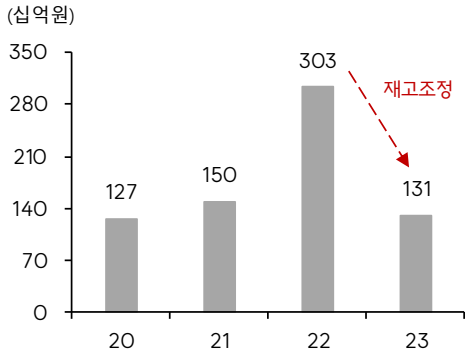
힐라홀딩스 부문별 실적추정치										(단위: 십억 원, %)			
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	22	23	24E	25E	
<b>매출액</b>	<b>1,109</b>	<b>1,147</b>	<b>990</b>	<b>761</b>	<b>1,183</b>	<b>1,195</b>	<b>1,070</b>	<b>852</b>	<b>4,222</b>	<b>4,007</b>	<b>4,301</b>	<b>4,411</b>	
(/YoY)	3.3	-2.1	-8.3	-15.2	6.7	4.2	8.1	12.0	11.3	-5.1	7.3	2.6	
FILA	233	241	211	212	243	226	249	274	1,289	897	991	1,151	
FILA Korea	97	95	77	99	86	104	87	113	496	368	390	423	
FILA Domestic	80	77	63	75	68	86	72	87	430	295	313	343	
DSF	17	17	14	24	18	18	15	25	67	72	77	81	
FILA USA	77	92	65	54	86	72	85	92	464	288	336	429	
FILA Royalty	19	20	19	20	17	17	17	19	79	78	71	72	
아쿠슈네트	875	906	779	549	940	969	822	579	2,933	3,109	3,309	3,260	
<b>영업이익</b>	<b>160</b>	<b>92</b>	<b>93</b>	<b>-41</b>	<b>163</b>	<b>174</b>	<b>131</b>	<b>-5</b>	<b>435</b>	<b>303</b>	<b>464</b>	<b>552</b>	
(/YoY)	-5	-40	-24	423	2	89	42	-87	-12	-30	53	19	
FILA	4	-46	-6	-8	6	22	16	15	85	-57	60	133	
FILA Korea	17	14	8	7	12	22	15	26	86	46	76	121	
FILA Domestic	0	-3	-6	-17	-6	4	-1	1	19	-26	-1	40	
DSF	17	17	14	24	18	18	15	25	67	72	77	81	
FILA USA	-28	-77	-23	-13	-11	-14	-5	-6	-66	-142	-35	-6	
FILA Royalty	19	20	19	20	17	17	17	19	79	78	71	72	
아쿠슈네트	156	138	99	-33	157	152	115	-20	350	360	404	419	
<b>OPM</b>	<b>14.5</b>	<b>8.0</b>	<b>9.3</b>	<b>-5.4</b>	<b>13.8</b>	<b>14.6</b>	<b>12.3</b>	<b>-0.6</b>	<b>10.3</b>	<b>7.6</b>	<b>10.8</b>	<b>12.5</b>	
FILA	2	-19	-3	-4	2	10	7	6	7	-6	6	12	
FILA Korea	18	15	10	7	14	22	17	23	17	13	19	29	
FILA Domestic	0	-4	-10	-22	-8	5	-1	1	5	-9	0	12	
DSF	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	
FILA USA	-36	-84	-36	-25	-13	-19	-6	-7	-14	-49	-11	-1	
FILA Royalty	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	
아쿠슈네트	18	15	13	-6	17	16	14	-4	12	12	12	13	

자료: 힐라홀딩스, SK 증권 추정

힐라홀딩스 목표주가 산정 로직				
항목	단위	구분	내용	비고
힐라 부문 12MF 지배주주 순이익	십억원	(A)	122.3	
글로벌 피어그룹 12MF PER 평균	배	(B)	14.4	Anta, Li Ning, UA 평균
멀티플 할인율	%	(C)	20	
적용 목표 멀티플	배	(D)	11.5	(B) * (1 - (C))
<b>힐라 목표 시가총액</b>	<b>십억원</b>	<b>(E)</b>	<b>1,409</b>	<b>(A) * (D)</b>
아쿠슈네트 시가총액	십억원	(F)	5,519	아쿠슈네트 6개월 평균 시가총액
아쿠슈네트 지분율	%	(G)	52	
아쿠슈네트 지분가치	십억원	(H)	2,870	(F) * (G)
아쿠슈네트 지분가치 할인율	%	(I)	50	
<b>할인율 적용 후 아쿠슈네트 지분가치</b>	<b>십억원</b>	<b>(J)</b>	<b>1,435</b>	<b>(H) * (1 - (I))</b>
힐라홀딩스 자회사 지분가치 합산 총액	십억원	(K)	2,844	(E) + (J)
힐라홀딩스 별도기준 순차입금	십억원	(L)	193	
<b>힐라홀딩스 목표 시가총액</b>	<b>십억원</b>	<b>(M)</b>	<b>2,652</b>	<b>(K) - (L)</b>
총 발행주식수	주	(N)	60,095,839	
<b>목표주가</b>	<b>원</b>	<b>(O)</b>	<b>45,000</b>	<b>(M) / (N)</b>
현재주가	원	(P)	39,400	
<b>주가 상승여력</b>	<b>%</b>	<b>(Q)</b>	<b>14.2</b>	

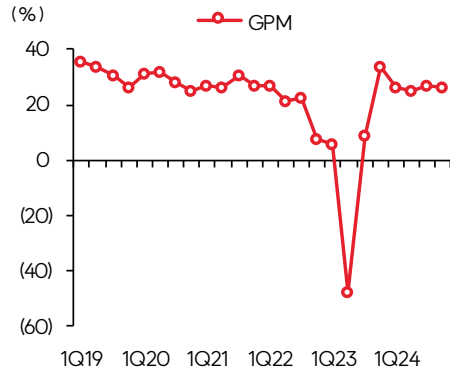
자료: SK 증권

필라USA 재고자산 추이



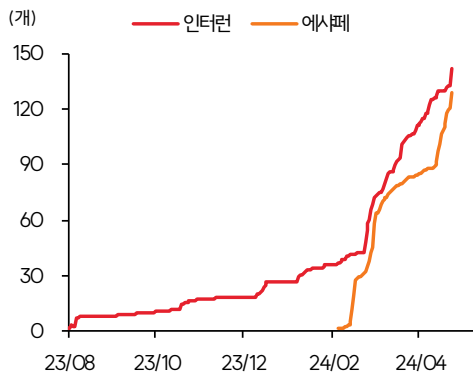
자료: 전자공시시스템, SK 증권 추정

필라USA 매출총이익률 추이 및 추정치



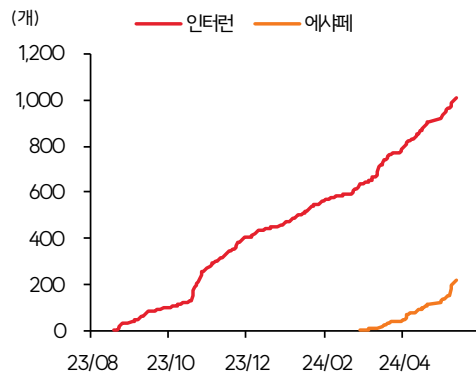
자료: 필라홀딩스, SK 증권 추정

'인터런', '에사페' 필라 온라인몰 누적 리뷰 수



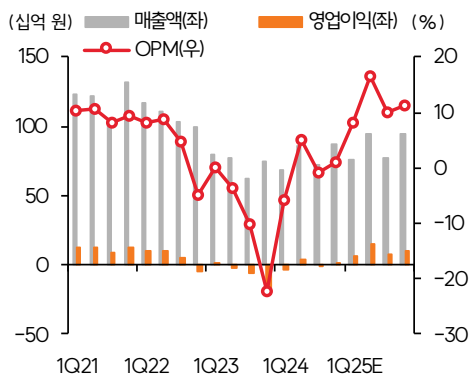
자료: 필라 온라인몰, SK 증권

'인터런', '에사페' 무신사 누적 리뷰 수



자료: 무신사, SK 증권

필라코리아(DSF 제외) 실적 추정치



자료: 필라홀딩스, SK 증권

필라코리아(DSF 제외) 실적 추정치 추이



자료: 필라홀딩스, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	2,293	2,242	2,197	2,262	2,452
현금및현금성자산	407	586	394	414	509
매출채권 및 기타채권	481	456	490	502	528
재고자산	1,291	1,045	1,122	1,151	1,210
<b>비유동자산</b>	2,528	2,738	2,842	2,932	3,035
장기금융자산	26	20	22	22	23
유형자산	500	601	619	628	649
무형자산	1,741	1,778	1,797	1,821	1,835
<b>자산총계</b>	4,822	4,980	5,039	5,193	5,487
<b>유동부채</b>	1,093	1,161	1,051	1,084	1,137
단기금융부채	419	489	324	332	349
매입채무 및 기타채무	318	279	309	325	342
단기충당부채	4	4	5	5	5
<b>비유동부채</b>	1,155	1,265	1,215	1,030	891
장기금융부채	876	1,005	955	764	611
장기매입채무 및 기타채무	15	17	17	17	17
장기충당부채	3	6	7	7	7
<b>부채총계</b>	2,247	2,426	2,266	2,115	2,028
<b>지배주주지분</b>	1,877	1,908	2,049	2,261	2,535
자본금	61	61	61	61	61
자본잉여금	53	57	57	57	57
기타자본구성요소	-29	-29	-29	-29	-29
자기주식	-20	-20	-20	-20	-20
이익잉여금	1,650	1,629	1,812	2,044	2,317
비지배주주지분	698	646	724	818	925
<b>자본총계</b>	2,575	2,554	2,773	3,079	3,459
<b>부채외자본총계</b>	4,822	4,980	5,039	5,193	5,487

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동현금흐름</b>	-139	578	349	446	472
당기순이익(손실)	468	153	326	390	445
비현금성항목등	144	218	194	210	225
유형자산감가상각비	80	92	92	93	96
무형자산상각비	32	40	41	41	41
기타	32	85	62	77	88
운전자본감소(증가)	-603	247	-46	-12	-42
매출채권및기타채권의감소(증가)	-25	30	-33	-13	-26
재고자산의감소(증가)	-524	266	-77	-29	-60
매입채무및기타채무의증가(감소)	5	-39	30	16	17
기타	-270	-159	-234	-272	-305
법인세납부	-123	-119	-109	-130	-148
<b>투자활동현금흐름</b>	-203	-246	-218	-180	-175
금융자산의감소(증가)	0	-0	-4	-2	-3
유형자산의감소(증가)	-79	-159	-110	-102	-117
무형자산의감소(증가)	-123	-41	-60	-65	-55
기타	-1	-47	-44	-11	0
<b>재무활동현금흐름</b>	29	-307	-280	-247	-200
단기금융부채의증가(감소)	0	0	-165	8	17
장기금융부채의증가(감소)	418	155	-50	-191	-153
자본의증가(감소)	-55	4	0	0	0
배당금지급	-146	-98	-65	-65	-65
기타	-187	-368	-0	-0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	-292	178	-192	20	96
기초현금	699	407	586	394	414
기말현금	407	586	394	414	509
FCF	-218	419	239	344	355

자료 : 윌라홀딩스, SK증권 추정

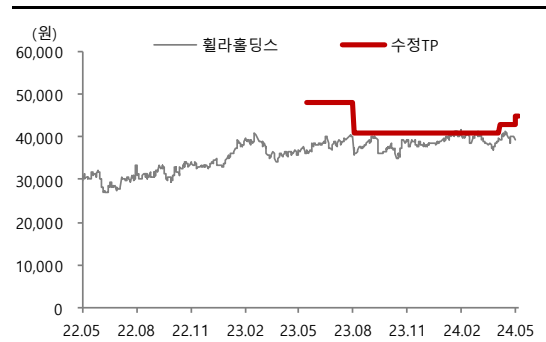
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	4,222	4,007	4,301	4,411	4,639
<b>매출원가</b>	2,192	2,036	2,061	2,125	2,190
<b>매출총이익</b>	2,029	1,970	2,240	2,286	2,449
매출총이익률(%)	48.1	49.2	52.1	51.8	52.8
<b>판매비와 관리비</b>	1,594	1,667	1,776	1,734	1,824
<b>영업이익</b>	435	303	464	552	625
영업이익률(%)	10.3	7.6	10.8	12.5	13.5
<b>비영업손익</b>	18	-26	-29	-32	-32
순금융손익	-29	-74	-33	-28	-24
외환관련손익	-19	-5	-6	-8	-9
관계기업등 투자손익	46	64	70	74	78
<b>세전계속사업이익</b>	453	277	435	520	594
세전계속사업이익률(%)	10.7	6.9	10.1	11.8	12.8
<b>계속사업법인세</b>	-14	124	109	130	148
<b>계속사업이익</b>	468	153	326	390	445
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	468	153	326	390	445
순이익률(%)	11.1	3.8	7.6	8.9	9.6
<b>지배주주</b>	344	43	248	297	338
지배주주귀속 순이익률(%)	8.1	1.1	5.8	6.7	7.3
<b>비지배주주</b>	124	110	78	94	107
총포괄이익	592	235	284	370	445
지배주주	430	93	113	147	176
비지배주주	162	142	172	224	269
<b>EBITDA</b>	548	436	596	686	763

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	11.3	-5.1	7.3	2.6	5.2
영업이익	-11.7	-30.2	52.8	19.0	13.3
세전계속사업이익	-11.6	-38.8	56.8	19.6	14.1
EBITDA	-7.5	-20.3	36.7	15.0	11.2
EPS	46.1	-87.6	488.7	19.6	14.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	10.3	3.1	6.5	7.6	8.3
ROE	19.7	2.3	12.5	13.8	14.1
EBITDA마진	13.0	10.9	13.9	15.5	16.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	209.9	193.0	209.1	208.6	215.7
부채비율	87.3	95.0	81.7	68.7	58.6
순차입금/자기자본	34.0	33.9	30.2	20.6	11.5
EBITDA/이자비용(배)	15.7	5.0	17.0	22.8	29.2
배당성향	27.6	153.8	26.1	21.8	19.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	5,658	701	4,126	4,937	5,632
BPS	31,217	31,737	34,425	37,953	42,509
CFPS	7,509	2,888	6,333	7,162	7,916
주당 현금배당금	1,580	1,090	1,090	1,090	1,090
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	5.9	55.2	9.5	8.0	7.0
PBR	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
PCR	4.4	13.4	6.2	5.5	5.0
EV/EBITDA	6.6	8.8	6.6	5.5	4.8
배당수익률	4.8	2.8	2.8	2.8	2.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.05.16	중립	45,000원	6개월		
2024.04.18	중립	43,000원	6개월	-6.71%	-4.30%
2023.08.16	중립	41,000원	6개월	-5.54%	2.20%
2023.05.30	매수	48,000원	6개월	-19.65%	-15.52%



**Compliance Notice**

작성자(형권훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 05월 16일 기준)**

매수	97.06%	중립	2.94%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------