

**BUY**

목표주가(12M) **45,000원**
 현재주가(11.21) **39,250원**

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,510.42
52주 최고/최저(원)	40,800/32,550
시가총액(십억원)	2,384.5
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	60,752.2
60일 평균 거래량(천주)	125.4
60일 평균 거래대금(십억원)	4.7
외국인지분율(%)	43.53
주요주주 지분율(%)	
파에몬테 외 5인	34.42
국민연금공단	6.71

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	4,055.6	4,172.9
영업이익(십억원)	333.3	504.2
순이익(십억원)	231.8	380.4
EPS(원)	2,219	4,325
BPS(원)	33,327	36,624

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	3,794.0	4,221.8	4,066.2	4,107.7
영업이익	492.9	435.1	336.9	501.5
세전이익	512.8	453.1	343.2	524.9
순이익	235.2	343.7	87.1	200.8
EPS	3,872	5,658	1,433	3,306
증감율	69.38	46.13	(74.67)	130.70
PER	9.26	5.88	27.39	11.87
PBR	1.34	1.07	1.26	1.20
EV/EBITDA	5.05	6.56	8.38	5.89
ROE	16.20	19.71	4.65	10.45
BPS	26,845	31,217	31,087	32,830
DPS	1,000	1,580	1,580	1,580



Analyst 서현정 hjs0214@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2023년 11월 21일 | 기업분석_Earnings Review

힐라홀딩스 (081660)

브랜드력이 모든 걸 가른다**3분기 영업이익 926억원(YoY -24%) 기록**

3분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 8%, 24% 감소한 9,902억원과 926억원을 기록했다. 힐라 그룹 매출은 35% 감소, 영업적자 63억원을 기록하면서 부진했다. 힐라 순수 국내 매출이 39% 감소했고, 중국 디자인수수료도 -5%로 역성장 전환했다. 힐라 미국 사업 부문 매출은 47% 감소했고, 로열티 부문도 14% 감소했다. 반면 자회사의 Acushnet 매출이 6% 증가(달러 기준)하며 전체 실적을 견인했다. Acushnet 호조에도 불구하고 국내와 미국 부문에서 적자를 기록하면서 전체 연결 영업이익률은 9.3%(YoY -1.9%p)로 하락했다.

Acushnet 견조 vs. 힐라 브랜드 부진

3분기 기준 Acushnet가 연결 실적에서 차지하는 매출 비중은 79%, 영업이익 기준 100%를 넘어선다. 반면, 힐라 사업부문의 영업손실은 63억원을 기록하며 2개 분기 연속 적자를 지속하고 있다. 국내 사업은 공격적인 채널 구조조정으로 미국 사업은 재고 소진에 집중하면서 매출과 이익 모두 큰 폭의 감소가 나타나고 있다. 내년까지도 이러한 사업 구조조정 전략들이 유지되면서 힐라 그룹 매출이 성장할 수 있을지 불확실하다. 단순 기저효과로 40% 이상 증익이 되는 점은 위안이다. 다만, 지금 힐라홀딩스는 수익성 개선이 아니라 브랜드 인지도 제고가 관건이다. 즉, 이익보다는 매출이 우선이다. 내년에는 힐라 본업(국내 + 미국 부문)의 매출 성장을 회복이 나타나야 중장기 성장 가시성이 확보될 것이다. 4분기 영업적자 80억원을 추산한다. 재고 소진과 글로벌 마케팅/리뉴얼 작업이 이어질 것으로 예상되기 때문이다.

투자의견 BUY, 목표주가 45,000원 유지

실적 추정치 하향 조정에도 밸류에이션 시점이 변경된 영향 목표주가 45,000원을 유지한다. Acushnet 지분가치 상승은 고무적이지만, 힐라 본업(국내+미국)의 브랜드력 저하에 따른 추가적인 실적 저하 우려까지 감안하면 밸류에이션 부담이 커질 수 있는 상황이다. 현재 주가 12MF PER 12배로 브랜드 경쟁력 강화와 국내와 미국 부문의 의미 있는 실적 가시성 확보 전까지 주가 모멘텀은 제한적이다.

도표 1. 휠라홀딩스 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022년	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2023년F
매출	1,074	1,172	1,080	897	4,222	1,109	1,147	990	820	4,066
FILA	343	343	326	277	1,289	233	241	211	226	911
국내	133	126	118	119	496	97	95	77	100	369
미국	135	118	122	88	464	77	92	65	47	280
로열티	17	20	21	21	79	19	20	19	19	77
Acushnet	730	829	754	620	2,933	875	906	779	595	3,155
영업이익	169	152	122	-8	435	160	92	93	-8	337
FILA	46	40	23	-23	85	4	-46	-6	-18	-66
국내	26	26	20	15	86	17	14	8	14	53
미국	-3	-11	-15	-37	-66	-28	-77	-23	-40	-169
로열티	17	20	21	21	79	19	20	19	19	77
Acushnet	123	112	99	16	350	156	138	99	10	403
세전이익	178	148	118	9	453	155	86	88	15	343
지배순익	76	74	59	134	344	62	-7	26	6	87
영업이익률(%)	15.7	13.0	11.3	-0.9	10.3	14.5	8.0	9.3	-1.0	8.3
FILA	13.4	11.6	7.0	-8.5	6.6	1.8	-19.2	-3.0	-7.9	-7.3
국내	19.3	20.3	17.1	12.5	17.4	17.7	15.3	10.2	13.6	14.4
미국	-2.1	-9.1	-12.5	-42.3	-14.3	-36.4	-84.2	-36.0	-86.7	-60.3
로열티	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Acushnet	16.8	13.6	13.1	2.5	11.9	17.9	15.2	12.7	1.7	12.8
세전이익률(%)	16.6	12.7	10.9	1.0	10.7	14.0	7.5	8.8	1.8	8.4
순이익률(%)	7.1	6.3	5.5	15.0	8.1	5.6	-0.6	2.7	0.8	2.1

자료: 휠라홀딩스, 하나증권

도표 2. 필라홀딩스 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출	3,794	4,222	4,066	4,108	4,228
FILA	1,336	1,289	911	909	992
국내	539	496	369	381	401
미국	569	464	280	254	276
로열티	66	79	77	79	81
Acushnet	2,458	2,933	3,155	3,198	3,235
영업이익	493	435	337	502	571
FILA	201	85	-66	91	138
국내	106	86	53	72	82
미국	15	-66	-169	-25	6
로열티	66	79	77	79	81
Acushnet	291	350	403	411	433
세전이익	513	453	343	525	615
지배순익	235	344	87	201	252
적정시가총액	2,052	2,257	2,483	2,731	3,004
주식수(천주)	60,096	60,096	60,096	60,096	60,096
적정주가(원)	34,147	37,562	41,318	45,450	49,995
적정PER(배)	8.7	6.6	28.5	13.6	11.9
EPS(원)	3,914	5,720	1,449	3,342	4,201
매출 (YoY,%)	21.3	11.3	-3.7	1.0	2.9
FILA	9.0	-3.6	-29.3	-0.2	9.1
국내	1.9	-7.9	-25.7	3.2	5.3
미국	11.5	-18.4	-39.6	-9.5	8.7
로열티	-0.6	20.1	-3.4	3.3	2.1
Acushnet	29.2	19.3	7.6	1.4	1.1
영업이익 (YoY,%)	44.5	-11.7	-22.6	48.9	13.8
FILA	13.8	-57.7	-177.8	흑전	52.1
국내	12.5	-18.7	-38.4	35.3	13.9
미국	55.1	적전	적지	적지	흑전
로열티	-0.6	20.1	-3.4	3.3	2.1
Acushnet	77.6	20.0	15.3	1.8	5.4
순이익 (YoY,%)	69.2	46.1	-74.7	130.7	25.7

자료: 필라홀딩스, 하나증권

도표 3. 휠라홀딩스 SoTP Valuation

(단위: 십억원)

구분	2023F	2024F	비 고
FILA KOREA 영업가치(A)	-87	-35	
KOREA 순이익	-22	-9	
적정PER(배)	4	4	휠라 단일 브랜드라는 점에서 국내 의류 평균 대비 20% 할인
FILA USA+Royalty 영업가치(B)	-693	192	
USA 순이익	-173	-27	
ROYALTY 순이익	58	59	
적정PER(배)	6	6	해외 스포츠 브랜드 업체 평균 대비 60% 할인, 국내 상장/미국 적자
Full Prospect 지분가치(C)	1,309	1,403	
디자인 수수료	70	76	
지분법 이익	44	47	보통주 지분을 15%
배당 수익	10	10	
적정PER(배)	11	11	안타스포츠 12MF PER 50% 할인 적용
Acushnet 기업가치(D)	1,440	1,464	상장사: 시가총액*지분을* 50%
당기순이익	302	307	
적정PER(배)	18	18	현재 Acushnet 12MF PER 대입
홀딩스 순차입금(E)	180	180	휠라홀딩스 자체 순차입금
적정 시가총액(A+B+C+D-E)	1,789	2,844	
발행주식수(천주)	60,096	60,096	
적정주가 I(원)	29,773	47,319	
적정주가 II(원)	45,000		연도별 시간 가중치 적용
목표주가(원)	45,000		
현재주가(원)	39,250		11월 21일 주가
상승여력(%)	15%		

자료: 휠라홀딩스, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	3,794.0	4,221.8	4,066.2	4,107.7	4,227.6
매출원가	1,913.7	2,192.4	2,013.6	2,007.6	2,054.9
매출총이익	1,880.3	2,029.4	2,052.6	2,100.1	2,172.7
판매비	1,387.4	1,594.2	1,715.7	1,598.7	1,601.8
영업이익	492.9	435.1	336.9	501.5	570.9
금융손익	(28.9)	(32.2)	(52.2)	(39.1)	(22.5)
종속/관계기업손익	48.6	45.6	58.9	62.8	66.9
기타영업외손익	0.3	4.7	(0.4)	(0.2)	(0.1)
세전이익	512.8	453.1	343.2	524.9	615.2
법인세	175.0	(14.4)	115.0	173.2	203.0
계속사업이익	337.8	467.5	228.2	351.7	412.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	337.8	467.5	228.2	351.7	412.2
비지배주주지분 순이익	102.6	123.8	141.2	150.9	159.7
지배주주순이익	235.2	343.7	87.1	200.8	252.5
지배주주지분포괄이익	329.2	430.4	165.8	255.5	299.5
NOPAT	324.7	448.9	224.0	336.0	382.5
EBITDA	592.1	547.5	435.1	587.8	647.1
성장성(%)					
매출액증가율	21.26	11.28	(3.69)	1.02	2.92
NOPAT증가율	63.66	38.25	(50.10)	50.00	13.84
EBITDA증가율	34.11	(7.53)	(20.53)	35.10	10.09
영업이익증가율	44.50	(11.73)	(22.57)	48.86	13.84
(지배주주)순이익증가율	69.21	46.13	(74.66)	130.54	25.75
EPS증가율	69.38	46.13	(74.67)	130.70	25.71
수익성(%)					
매출총이익률	49.56	48.07	50.48	51.13	51.39
EBITDA이익률	15.61	12.97	10.70	14.31	15.31
영업이익률	12.99	10.31	8.29	12.21	13.50
계속사업이익률	8.90	11.07	5.61	8.56	9.75

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	3,872	5,658	1,433	3,306	4,156
BPS	26,845	31,217	31,087	32,830	35,423
CFPS	7,613	10,066	7,611	10,362	11,631
EBITDAPS	9,746	9,013	7,162	9,675	10,651
SPS	62,450	69,491	66,931	67,615	69,587
DPS	1,000	1,580	1,580	1,580	1,580
주기지표(배)					
PER	9.26	5.88	27.39	11.87	9.44
PBR	1.34	1.07	1.26	1.20	1.11
PCFR	4.71	3.30	5.16	3.79	3.37
EV/EBITDA	5.05	6.56	8.38	5.89	5.04
PSR	0.57	0.48	0.59	0.58	0.56
재무비율(%)					
ROE	16.20	19.71	4.65	10.45	12.30
ROA	5.85	7.55	1.79	4.01	4.79
ROIC	13.46	15.27	6.82	10.58	12.27
부채비율	85.95	87.29	82.77	76.71	70.70
순부채비율	5.05	33.98	23.72	11.61	0.31
이자보상배율(배)	21.43	12.45	7.89	11.75	13.36

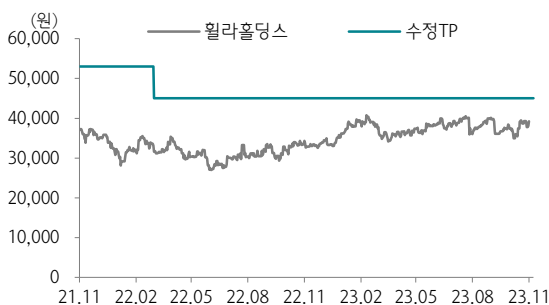
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,041.1	2,293.3	2,463.9	2,780.4	3,160.9
금융자산	716.3	434.7	673.7	971.9	1,299.7
현금성자산	699.2	407.4	647.3	945.2	1,272.4
매출채권	456.0	462.7	445.6	450.2	463.3
재고자산	757.8	1,290.5	1,243.0	1,255.7	1,292.3
기타유동자산	111.0	105.4	101.6	102.6	105.6
비유동자산	2,247.7	2,528.5	2,423.4	2,339.0	2,268.0
투자자산	169.0	192.3	185.5	187.3	192.6
금융자산	14.0	13.9	13.6	13.7	13.9
유형자산	418.2	499.8	433.1	377.5	331.2
무형자산	1,552.8	1,740.9	1,709.4	1,678.7	1,648.8
기타비유동자산	107.7	95.5	95.4	95.5	95.4
자산총계	4,288.9	4,821.8	4,887.3	5,119.3	5,428.9
유동부채	1,051.4	1,092.7	1,068.4	1,074.9	1,093.6
금융부채	326.9	427.3	425.8	426.2	427.4
매입채무	295.4	288.1	277.5	280.3	288.5
기타유동부채	429.1	377.3	365.1	368.4	377.7
비유동부채	931.0	1,154.6	1,144.9	1,147.5	1,154.9
금융부채	505.8	882.2	882.2	882.2	882.2
기타비유동부채	425.2	272.4	262.7	265.3	272.7
부채총계	1,982.4	2,247.2	2,213.3	2,222.4	2,248.5
지배주주지분	1,611.0	1,876.6	1,868.6	1,974.6	2,132.1
자본금	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1
자본잉여금	108.1	53.2	53.2	53.2	53.2
자본조정	(29.4)	(29.4)	(29.4)	(29.4)	(29.4)
기타포괄이익누계액	65.2	141.7	141.7	141.7	141.7
이익잉여금	1,406.0	1,649.9	1,642.0	1,747.9	1,905.4
비지배주주지분	695.5	698.0	805.4	922.4	1,048.3
자본총계	2,306.5	2,574.6	2,674.0	2,897.0	3,180.4
순금융부채	116.4	874.8	634.2	336.4	9.8

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	524.6	(138.7)	356.1	430.1	465.6
당기순이익	337.8	467.5	228.2	351.7	412.2
조정	182.4	(3.3)	98.3	86.3	76.2
감가상각비	99.2	112.5	98.2	86.3	76.2
외환거래손익	0.7	4.5	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(48.6)	(45.6)	0.0	0.0	0.0
기타	131.1	(74.7)	0.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	4.4	(602.9)	29.6	(7.9)	(22.8)
투자활동 현금흐름	(39.6)	(202.8)	(26.2)	(35.9)	(39.7)
투자자산감소(증가)	2.7	22.3	(27.0)	(35.6)	(39.1)
자본증가(감소)	(49.6)	(79.2)	0.0	0.0	0.0
기타	7.3	(145.9)	0.8	(0.3)	(0.6)
재무활동 현금흐름	(297.2)	29.4	(96.5)	(94.5)	(93.8)
금융부채증가(감소)	(189.3)	471.9	(1.6)	0.4	1.2
자본증가(감소)	0.9	(54.8)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(97.7)	(277.7)	0.1	0.1	0.0
배당지급	(11.1)	(110.0)	(95.0)	(95.0)	(95.0)
현금의 증감	187.8	(312.1)	284.2	298.0	327.2
Unlevered CFO	462.5	611.5	462.4	629.5	706.6
Free Cash Flow	474.4	(224.1)	356.1	430.1	465.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

윌라홀딩스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.3.22	BUY	45,000		
21.10.14	BUY	53,000	-34.29%	-23.58%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(서현정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2023년 11월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(서현정)는 2023년 11월 22일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.44%	5.09%	0.46%	100%

* 기준일: 2023년 11월 21일