



Outperform(Maintain)

목표주가: 44,000원

주가(11/14): 39,050원

시가총액: 2조 3,720억원



화장품/섬유외복 Analyst 조소정
sojcho@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/14)	2,433.25pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	40,800원	32,550원
등락률	-4.3%	20.0%
수익률	절대	상대
1M	4.4%	5.4%
6M	9.4%	11.3%
1Y	13.8%	15.8%

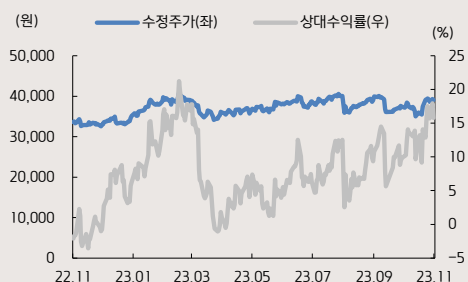
Company Data

발행주식수	60,752천주
일평균 거래량(3M)	143천주
외국인 지분율	43.5%
배당수익률(23E)	3.3%
BPS(23E)	34,513원
주요 주주	피에몬테 외 5인 34.4%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	3,794.0	4,221.8	4,011.2	4,184.4
영업이익	492.9	435.1	303.9	385.0
EBITDA	592.1	547.5	437.0	494.9
세전이익	512.8	453.1	311.5	397.9
순이익	337.8	467.5	235.9	298.4
지배주주지분순이익	235.2	343.7	173.4	219.4
EPS(원)	3,872	5,658	2,855	3,611
증감률(% YoY)	69.4	46.1	-49.5	26.5
PER(배)	9.3	5.9	13.7	10.8
PBR(배)	1.35	1.08	1.13	1.01
EV/EBITDA(배)	5.1	6.6	7.3	5.9
영업이익률(%)	13.0	10.3	7.6	9.2
ROE(%)	16.2	19.7	8.7	9.9
순차입금비율(%)	5.4	34.5	1.6	-8.4

Price Trend



힐라홀딩스 (081660)

내년 본업 회복이 절실

힐라홀딩스의 3분기 연결기준 매출액은 9,891억원 (-8% YoY), 영업이익은 967억원 (-21% YoY, OPM 10%)를 기록, 낮아진 시장예상치를 상회했다. 아쿠쉬네트 실적은 견조했고, 본업 힐라는 부진했다. 그래도 내년부터는 좀더 개선된 모습을 기대한다. 최근의 부진은 힐라USA가 가장 큰 원인이다. 현재 미국 법인의 재고 조정이 원활하게 이뤄지고 있고, 그동안 고정비 부담도 많이 축소되었기 때문에, 내년부터는 더 나은 모습을 기대한다.

>>> 힐라 부진, 아쿠쉬네트 성장 견조

힐라홀딩스의 3분기 연결기준 매출액은 9,891억원 (-8% YoY), 영업이익은 967억원 (-21% YoY, OPM 10%)를 기록, 낮아진 시장예상치를 상회했다. 아쿠쉬네트 실적은 견조했고, 힐라 실적은 부진했다.

힐라: 힐라의 매출은 2,112억원 (-35% YoY), 영업손실 63억원 (적자전환)을 기록했다. 국내는 채널 조정과 리브랜딩 영향으로, 해외는 글로벌 경기 둔화 영향으로 실적이 부진했다.

- 국내: 내수 매출은 629억원 (-39% YoY), 영업손실 63억원 (적자전환)을 기록했다. 브랜드 가치 제고를 위한 저가 채널 축소로 매출이 감소했고, 매출 감소 영향으로 이익이 감소했다.
- 미국: 미국 법인 매출은 652억원 (-47% YoY), 영업손실 234억원 (적자지속)을 기록했다. 재고 소진을 위한 할인 판매 영향으로 영업적자가 지속되었다.
- 로열티사업: 글로벌 로열티 매출은 185억원 (-14% YoY)을 기록했다. 유럽은 소비 심리 둔화, 남미는 화폐가치 하락으로 부진했던 반면, 아시아 지역이 판매 호조를 보이면서 매출 감소폭이 축소되었다.
- DFS(중국): DFS 매출은 142억원 (-8% YoY)을 기록했다. 높은 기저 부담과 수요 부진 영향으로 매출이 감소한 것으로 파악된다.

아쿠쉬네트: 아쿠쉬네트 매출은 7,779억원 (+3% YoY), 영업이익은 1,030억원 (+4% YoY, OPM 13%)를 기록했다. 타이틀리스트 클럽 신제품 출시로 판매가 견조했다.

>>> 24년, 미국 법인 비용 부담 축소 기대

현재 실적 부진의 가장 큰 원인은 힐라USA다. 그동안 미국 법인은 주요 경쟁사들의 재고 소진 경쟁으로 인한 비용 부담 가중, 인력 감축 관련 일회성 비용 등 영향으로 실적이 부진했지만, 내년부터는 더 나아진 모습을 보일 것이다. (1) 하반기 재고 소진 계획이 원활하게 이행되면서, 올해 말 까지 재고 부담이 전년 동기대비 -50% 줄어들 것으로 예상되고, 이에 내년 수익 구조가 개선될 것으로 기대되기 때문이다. 아울러 (2) 그동안의 구조조정으로 고정비 부담이 축소되었기 때문에 내년부터는 좀더 가벼워진 몸으로 새 출발을 할 수 있을 것이다.

이에 투자의견 Outperform 유지, 목표주가 44,000원으로 상향조정한다.

힐라홀딩스 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출	1,073.6	1,171.9	1,079.5	896.7	1,108.6	1,147.3	989.1	766.2	4,221.7	4,011.2	4,184.3
	+9%	+15%	+16%	+4%	+3%	-2%	-8%	-15%	+11%	-5%	+4%
힐라	343.3	342.9	325.7	276.7	233.2	241.0	211.2	202.7	1,288.6	888.1	963.3
YoY	+1%	+8%	+1%	-22%	-32%	-30%	-35%	-27%	-4%	-31%	+8%
한국	116.9	110.5	103.0	99.1	79.9	77.2	62.9	89.2	496.3	373.0	399.5
YoY	-5%	-10%	+1%	-25%	-32%	-30%	-39%	-10%	-8%	-25%	+7%
중국	15.9	15.8	15.4	19.7	17.1	17.3	14.2	15.2	66.8	63.7	67.1
YoY	+20%	+7%	+36%	-3%	+7%	+10%	-8%	-23%	+12%	-5%	+5%
미국	135.3	117.8	122.4	88.2	76.8	91.5	65.2	28.9	463.7	262.4	282.9
YoY	-8%	-8%	-20%	-37%	-43%	-22%	-47%	-67%	-18%	-43%	+8%
글로벌로열티	17.4	19.7	21.5	20.8	19.0	20.0	18.5	18.9	79.4	76.5	79.3
YoY	+14%	+15%	+32%	+20%	+10%	+1%	-14%	-9%	+20%	-4%	+4%
아쿠쉬네트	730.3	829.0	753.8	620.0	875.4	906.3	777.9	563.5	2,933.2	3,123.1	3,221.0
YoY	+13%	+18%	+24%	+23%	+20%	+9%	+3%	-9%	+19%	+6%	+3%
매출총이익	529.9	565.3	519.7	414.3	556.9	519.7	475.2	359.3	2,029.3	1,911.2	2,090.0
YoY	+6%	+8%	+15%	+2%	+5%	-8%	-9%	-13%	+8%	-6%	+9%
GPM	49%	48%	48%	46%	50%	45%	48%	47%	48%	48%	50%
영업이익	168.8	152.4	121.8	-7.9	160.4	93.8	96.7	-47.0	435.1	303.9	385.0
YoY	-8%	-12%	+10%	적전	-5%	-38%	-21%	적자	-12%	-30%	+27%
OPM	16%	13%	11%	-1%	14%	8%	10%	-6%	10%	8%	9%
힐라	46.2	39.9	22.7	-23.5	4.1	-46.2	-6.3	-25.4	85.3	-73.9	-21.3
YoY	-12%	-23%	-55%	적전	-91%	적전	적전	적자	-58%	적전	적자
OPM	13%	12%	7%	-8%	2%	-19%	-3%	-13%	7%	-8%	-2%
한국	9.7	9.9	4.8	-4.9	0.1	-2.8	-6.3	-1.5	19.5	-10.5	-6.7
YoY	-24%	-24%	-43%	적전	-99%	적전	적전	적자	-58%	적전	적자
OPM	8%	9%	5%	-5%	0%	-4%	-10%	-2%	4%	-3%	-2%
미국	-2.8	-10.8	-15.3	-37.3	-28.0	-77.1	-23.4	-34.8	-66.2	-163.3	-68.0
YoY	적전	적전	적전	적자	적자	적자	적자	적자	적전	적자	적자
OPM	-2%	-9%	-13%	-42%	-36%	-84%	-36%	-120%	-14%	-62%	-24%
아쿠쉬네트	122.6	112.5	99.1	15.6	156.3	140.0	103.0	-21.6	350	378	406
YoY	-6%	-8%	+64%	흑전	+27%	+24%	+4%	적전	+20%	+8%	+8%
OPM	17%	14%	13%	3%	18%	15%	13%	-4%	12%	12%	13%
세전이익	178.0	148.5	117.5	9.1	154.7	95.8	94.1	-33.1	453.1	311.5	397.9
YoY	-4%	-18%	+7%	-75%	-13%	-36%	-20%	적전	-12%	-31%	+28%
%	17%	13%	11%	1%	14%	8%	10%	-4%	11%	8%	10%
당기순이익	123.1	114.4	93.9	136.2	118.3	71.8	70.6	-24.8	467.5	235.9	298.4
%	-8%	-16%	+24%	흑전	-4%	-37%	-25%	적전	+38%	-50%	+27%
NPM	11%	10%	9%	15%	11%	6%	7%	-3%	11%	6%	7%

자료: 힐라홀딩스, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	3,794.0	4,221.8	4,011.2	4,184.4	4,365.0
매출원가	1,913.7	2,192.4	2,100.1	2,094.3	2,184.7
매출총이익	1,880.3	2,029.3	1,911.2	2,090.0	2,180.2
판관비	1,387.4	1,594.2	1,607.3	1,705.0	1,808.6
영업이익	492.9	435.1	303.9	385.0	371.6
EBITDA	592.1	547.5	437.0	494.9	463.6
영업외손익	19.9	18.1	7.6	12.8	12.8
이자수익	2.3	5.6	17.1	21.3	25.2
이자비용	23.0	35.0	35.0	35.0	35.0
외환관련이익	17.5	25.2	13.3	13.3	13.3
외환관련손실	24.4	44.0	27.6	27.6	27.6
종속 및 관계기업손익	48.6	45.6	50.9	48.3	48.3
기타	-1.1	20.7	-11.1	-7.5	-11.4
법인세차감전이익	512.8	453.1	311.5	397.9	384.5
법인세비용	175.0	-14.4	75.6	99.5	96.1
계속사업손익	337.8	467.5	235.9	298.4	288.4
당기순이익	337.8	467.5	235.9	298.4	288.4
지배주주순이익	235.2	343.7	173.4	219.4	212.0
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	21.3	11.3	-5.0	4.3	4.3
영업이익 증감률	44.5	-11.7	-30.2	26.7	-3.5
EBITDA 증감률	34.1	-7.5	-20.2	13.2	-6.3
지배주주순이익 증감률	69.2	46.1	-49.5	26.5	-3.4
EPS 증감률	69.4	46.1	-49.5	26.5	-3.4
매출총이익율(%)	49.6	48.1	47.6	49.9	49.9
영업이익률(%)	13.0	10.3	7.6	9.2	8.5
EBITDA Margin(%)	15.6	13.0	10.9	11.8	10.6
지배주주순이익률(%)	6.2	8.1	4.3	5.2	4.9

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	524.6	-138.7	1,277.1	787.6	763.8
당기순이익	337.8	467.5	235.9	298.4	288.4
비현금항목의 가감	124.7	144.0	207.6	206.7	181.6
유형자산감가상각비	72.2	80.1	96.5	74.4	57.6
무형자산감가상각비	27.0	32.3	36.5	35.5	34.4
지분법평가손익	-48.6	-45.6	-50.9	-48.3	-48.3
기타	74.1	77.2	125.5	145.1	137.9
영업활동자산부채증감	4.4	-602.9	457.6	-73.9	-69.7
매출채권및기타채권의감소	52.6	-25.2	24.0	-19.7	-20.6
재고자산의감소	-114.9	-524.2	488.3	-34.6	-36.1
매입채무및기타채무의증가	74.4	5.0	-18.4	7.8	8.4
기타	-7.7	-58.5	-36.3	-27.4	-21.4
기타현금흐름	395.5	320.2	376.0	356.4	363.5
투자활동 현금흐름	-39.6	-202.8	-37.4	-42.2	-20.8
유형자산의 취득	-50.2	-85.4	-19.6	-21.6	0.0
유형자산의 처분	0.6	6.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-6.5	-122.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	4.4	22.3	5.3	2.7	2.7
단기금융자산의감소(증가)	-0.2	1.5	1.2	1.0	0.9
기타	12.3	-24.5	-24.3	-24.3	-24.4
재무활동 현금흐름	-297.2	29.4	-337.2	-320.4	-344.4
차입금의 증가(감소)	-196.3	417.9	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-41.9	-146.2	-95.0	-78.1	-102.2
기타	-59.0	-242.3	-242.2	-242.3	-242.2
기타현금흐름	40.8	20.3	-60.1	-110.0	-110.0
현금 및 현금성자산의 순증가	228.6	-291.8	842.4	315.0	288.6
기초현금 및 현금성자산	470.6	699.2	407.4	1,249.8	1,564.8
기말현금 및 현금성자산	699.2	407.4	1,249.8	1,564.8	1,853.4

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,041.1	2,293.3	2,625.5	2,997.1	3,345.0
현금 및 현금성자산	699.2	407.4	1,249.8	1,564.8	1,853.4
단기금융자산	9.3	7.8	6.6	5.6	4.7
매출채권 및 기타채권	471.2	480.8	456.8	476.5	497.1
재고자산	757.8	1,290.5	802.2	836.9	873.0
기타유동자산	103.6	106.8	110.1	113.3	116.8
비유동자산	2,247.7	2,528.5	2,460.6	2,417.9	2,371.5
투자자산	167.3	190.6	236.2	281.8	327.4
유형자산	418.2	499.8	422.9	370.0	312.4
무형자산	1,552.8	1,740.9	1,704.4	1,669.0	1,634.5
기타비유동자산	109.4	97.2	97.1	97.1	97.2
자산총계	4,288.9	4,821.8	5,086.1	5,415.1	5,716.5
유동부채	1,051.4	1,092.7	1,074.3	1,082.1	1,090.5
매입채무 및 기타채무	566.3	554.9	536.5	544.4	552.8
단기금융부채	326.2	421.1	421.1	421.1	421.1
기타유동부채	158.9	116.7	116.7	116.6	116.6
비유동부채	931.0	1,154.6	1,154.6	1,154.6	1,154.6
장기금융부채	505.8	881.7	881.7	881.7	881.7
기타비유동부채	425.2	272.9	272.9	272.9	272.9
부채총계	1,982.4	2,247.2	2,228.8	2,236.7	2,245.1
지배지분	1,610.9	1,876.6	2,096.8	2,338.9	2,555.6
자본금	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1
자본잉여금	108.1	53.2	53.2	53.2	53.2
기타자본	-29.4	-29.4	-29.4	-29.4	-29.4
기타포괄손익누계액	65.2	141.7	266.6	391.5	516.4
이익잉여금	1,406.0	1,649.9	1,745.2	1,862.5	1,954.3
비지배지분	695.5	698.0	760.5	839.5	915.8
자본총계	2,306.5	2,574.6	2,857.2	3,178.4	3,471.4

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	3,872	5,658	2,855	3,611	3,490
BPS	26,517	30,889	34,513	38,499	42,066
CFPS	7,613	10,066	7,301	8,314	7,735
DPS	1,000	1,580	1,300	1,700	2,000
주기배수(배)					
PER	9.3	5.9	13.7	10.8	11.2
PER(최고)	15.4	6.5	14.3		
PER(최저)	8.6	4.7	11.3		
PBR	1.35	1.08	1.13	1.01	0.93
PBR(최고)	2.26	1.18	1.19		
PBR(최저)	1.25	0.86	0.93		
PSR	0.57	0.48	0.59	0.57	0.54
PCFR	4.7	3.3	5.3	4.7	5.0
EV/EBITDA	5.1	6.6	7.3	5.9	5.9
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	17.8	20.3	33.1	34.2	41.7
배당수익률(% ,보통주,현금)	2.8	4.8	3.3	4.4	5.1
ROA	8.4	10.3	4.8	5.7	5.2
ROE	16.2	19.7	8.7	9.9	8.7
ROIC	18.3	10.2	7.2	10.1	9.9
매출채권회전율	7.7	8.9	8.6	9.0	9.0
재고자산회전율	5.5	4.1	3.8	5.1	5.1
부채비율	85.9	87.3	78.0	70.4	64.7
순차입금비율	5.4	34.5	1.6	-8.4	-16.0
이자보상배율	21.4	12.4	8.7	11.0	10.6
총차입금	832.0	1,302.9	1,302.9	1,302.9	1,302.9
순차입금	123.5	887.7	46.5	-267.5	-555.2
NOPLAT	592.1	547.5	437.0	494.9	463.6
FCF	513.3	-381.9	801.2	303.2	301.0

Compliance Notice

- 당사는 11월 14일 현재 '힐라홀딩스(081660)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

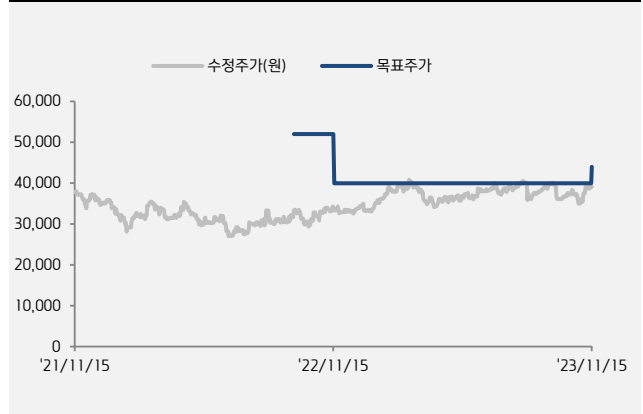
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
힐라홀딩스 (081660)	2022-09-20	Buy(Initiate)	52,000원	6개월	-38.03	-34.04
	2022-11-16	Outperform	40,000원	6개월	-10.14	2.00
	2023-05-15	Outperform (Downgrade)	40,000원	6개월	-5.12	1.38
	2023-11-15	Outperform (Maintain)	44,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

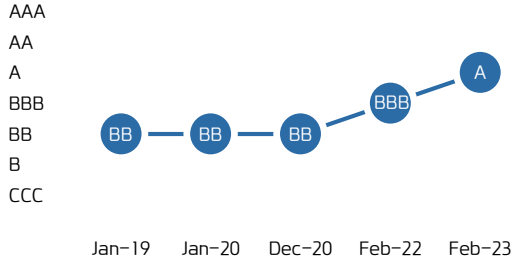
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2022/10/01~2023/09/30)

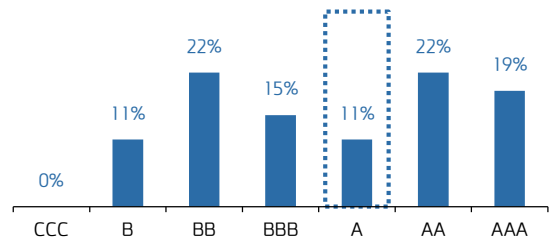
매수	중립	매도
96.99%	3.01%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치
 주: MSCI ACWI 구성 종목 섬유/의복/사치재 기업 27개

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈에 대한 가중 평균	4.9	5		
환경	3.5	5	22.0%	▲0.4
제품 탄소 발자국	2.9	4.2	13.0%	
원재료 출처	4.3	5.9	9.0%	▲0.9
사회	5.2	4.5	45.0%	▲0.3
공급망 노동 기준	6.5	5.5	21.0%	▼0.1
화학적 안전성	0.6	3.9	12.0%	
노동관리	7.5	4.5	12.0%	▲1.3
지배구조	5.5	5.5	33.0%	
기업 지배구조	5.5	6.2		
기업 행동	7.4	6.1		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
	해당 없음

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

주요 피어 그룹 (섬유/의복 & 사치재)	원재료 출처	제품 탄소 발자국	화학적 안전성	노동 관리	공급망 노동 기준	기업 지배구조	기업 행동	등급	지표 추이
LVMH	●●●●	●●●●	●●●●	●●	N/A	●●	●●●	AA	
에르메스	●●	●●●	●●●	●●●●	N/A	●●●	●●●	AA	▲
리치몬드	●●●	●●●●	●●	●●●●	N/A	●●	●	AA	◀▶
에실로룩소티카	●●●	●●●	●●●●	●	N/A	●●●	●●	A	▼
힐라홀딩스	●●	●	●	●●●●	●●●●	●●	●●●●	A	▲
나이키	●●●●	●●●●	●●	●	●	●	●●	BBB	▼

평가 표시 : 최저 등급 ● 최상 등급 ●●●●●
 등급 변화 추이: 유지 ◀▶ 한 단계 상향조정 ▲ 두 단계 이상 상향 조정 ▲▲ 하향조정 ▼ 두 단계 이상 하향 조정 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치