



F&F (383220)

2Q24 Preview : 내수 매출 부진 지속

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 92,000원

| | |
|----------------|-------------------|
| 현재 주가(7/8) | 59,300원 |
| 상승여력 | 55.1% |
| 시가총액 | 22,716억원 |
| 발행주식수 | 38,307천주 |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 119,000 / 59,300원 |
| 90 일 일평균 거래대금 | 77.48억원 |
| 외국인 지분율 | 13.0% |

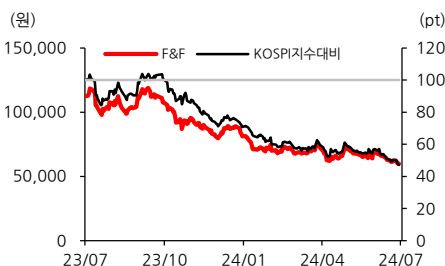
| | |
|-------------------|-------|
| 주주 구성 | |
| F&F 홀딩스 (외 10 인) | 62.1% |
| 브이아이피자산운용 (외 1 인) | 6.7% |
| 국민연금공단 (외 1 인) | 6.3% |

| 추가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 절대수익률 | -14.3 | -15.4 | -27.1 | -47.2 |
| 상대수익률(KOSPI) | -19.3 | -20.6 | -38.4 | -60.3 |

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

| 재무정보 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 1,809 | 1,978 | 2,092 | 2,245 |
| 영업이익 | 525 | 552 | 530 | 558 |
| EBITDA | 605 | 626 | 621 | 659 |
| 지배주주순이익 | 442 | 425 | 396 | 421 |
| EPS | 11,532 | 11,096 | 10,389 | 11,038 |
| 순차입금 | 137 | 18 | -244 | -540 |
| PER | 12.5 | 8.0 | 5.7 | 5.4 |
| PBR | 6.0 | 2.6 | 1.4 | 1.2 |
| EV/EBITDA | 9.4 | 5.5 | 3.3 | 2.6 |
| 배당수익률 | 1.1 | 1.9 | 3.5 | 3.9 |
| ROE | 60.4 | 38.4 | 27.2 | 23.5 |

주가 추이



2Q24 Preview

F&F는 2Q24 매출액 4,071억원(+0.4% YoY), 영업이익 920억원(-16.4% YoY)를 기록해 매출액과 영업이익 시장 전망치 대비 각각 -2.7%, -8.6% 하회하는 실적을 기록할 것으로 추정된다. 시장 기대치를 하회할 것으로 추정되는 주요 원인은 내수 판매 부진이다. 소비자들의 화폐환상이 깨지면서 2분기부터 급격하게 소비가 위축되는 모습이 관찰되고 있다. 이 때문에 2분기 주요 유통업체의 매출이 1Q24 대비 부진한 것으로 파악되고 있는 데 내수 소비 침체로 동사의 2Q24 내수 판매도 부진할 것으로 추정된다.

브랜드별 2Q24 내수 매출 성장률은 MLB -19% YoY, KIDS -4% YoY, 디스커버리 -3% YoY를 추정한다. MLB의 경우, 내수 부진뿐만 아니라 국내에서의 브랜드력 훼손이 지속 관찰되고 있다고 판단된다.

MLB 중국법인은 2Q24 매출액 1,614억원(+15.2% YoY)로 견조한 성장을 이어나갔을 것으로 보인다. 618 행사에서 MLB의 세부 카테고리 별 순위가 전년대비 상승했다는 점(모자 1위(전년 1위), 스포츠 약세서리 3위(전년 5위), 캐주얼 신발 18위(전년 21위))에서 중국 내에서는 MLB의 브랜드력이 꾸준히 우상향 중이라는 것을 확인할 수 있었다.

실마리는 결국 중국에

국내에서 나타나고 있는 MLB의 브랜드력 하락은 단기간 내에 추세를 뒤바꾸기엔 쉽지 않다. 그나마 브랜드력이 유지되고 있는 중국에서의 성장률 확대로 내수 판매 부진을 상쇄해야만 동사의 실적이 다시금 우상향할 수 있을 전망이다. 결국 중국의 소비 회복이 동사 주가의 주요한 키가 될 것이라 판단한다. 세컨 브랜드인 듀베타카와 수프라 등의 실적이 가세도 중요하겠다. 다만 듀베타카는 하이엔드 아웃도어 브랜드라는 정체성을 유지할 수 있도록 단기 실적 성장과 브랜드 가치 유지에 균형추를 잘 유지하는 전략이 요구된다고 판단한다.

투자의견 BUY, 목표주가 9.2만원 유지

F&F에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 9.2만원을 유지한다.

[표1] F&F 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2023 | 2024E | 2025E |
|----------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 497 | 405 | 492 | 583 | 507 | 407 | 563 | 615 | 1,978 | 2,092 | 2,245 |
| YoY | 14% | 9% | 11% | 4% | 2% | 0% | 14% | 5% | 9% | 6% | 7% |
| MLB 한국 | 255 | 202 | 361 | 254 | 235 | 229 | 354 | 276 | 1,071 | 1,094 | 1,204 |
| 내수 | 68 | 70 | 56 | 66 | 55 | 57 | 49 | 58 | 260 | 219 | 225 |
| 면세 | 42 | 40 | 31 | 45 | 36 | 32 | 25 | 36 | 157 | 128 | 144 |
| MLB KIDS | 29 | 23 | 31 | 32 | 30 | 22 | 31 | 32 | 116 | 115 | 123 |
| MLB 중국 | 208 | 140 | 261 | 205 | 239 | 161 | 313 | 224 | 813 | 938 | 998 |
| 오프라인 | 187 | 118 | 246 | 170 | 215 | 136 | 290 | 183 | 721 | 824 | 851 |
| 온라인 | 21 | 22 | 14 | 35 | 24 | 24 | 16 | 36 | 92 | 100 | 102 |
| MLB 홍콩 | 19 | 19 | 18 | 21 | 22 | 19 | 21 | 25 | 77 | 88 | 101 |
| DISCOVERY | 111 | 88 | 72 | 195 | 107 | 86 | 76 | 205 | 467 | 472 | 487 |
| Duvetica | 2 | 1 | 8 | 6 | 8 | 5 | 11 | 7 | 17 | 31 | 34 |
| Stretch Angels | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3 | 0 | 0 |
| 영업이익 | 149 | 110 | 149 | 144 | 130 | 92 | 156 | 152 | 551 | 530 | 558 |
| OPM | 30% | 27% | 30% | 25% | 26% | 23% | 28% | 25% | 27.9% | 25.3% | 24.9% |
| YoY | 11% | 16% | 7% | -8% | -13% | -16% | 5% | 5% | 5% | -4% | 5% |

자료: F&F, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,089 | 1,809 | 1,978 | 2,092 | 2,245 |
| 매출총이익 | 796 | 1,276 | 1,346 | 1,380 | 1,504 |
| 영업이익 | 323 | 525 | 552 | 530 | 558 |
| EBITDA | 351 | 605 | 626 | 621 | 659 |
| 순이자손익 | -3 | -8 | -5 | -4 | -1 |
| 외화관련손익 | 4 | -3 | 4 | 3 | 0 |
| 지분법손익 | -9 | 89 | 8 | 8 | 12 |
| 세전계속사업손익 | 314 | 605 | 555 | 534 | 569 |
| 당기순이익 | 226 | 443 | 425 | 397 | 421 |
| 지배주주순이익 | 226 | 442 | 425 | 396 | 421 |
| 증가율(%) | | | | | |
| 매출액 | n/a | 66.1 | 9.4 | 5.7 | 7.3 |
| 영업이익 | n/a | 62.7 | 5.1 | -3.9 | 5.3 |
| EBITDA | n/a | 72.4 | 3.4 | -0.7 | 6.1 |
| 순이익 | n/a | 96.1 | -4.0 | -6.6 | 6.1 |
| 이익률(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 73.1 | 70.6 | 68.0 | 66.0 | 67.0 |
| 영업이익률 | 29.6 | 29.0 | 27.9 | 25.3 | 24.9 |
| EBITDA 이익률 | 32.2 | 33.5 | 31.6 | 29.7 | 29.4 |
| 세전이익률 | 28.9 | 33.5 | 28.0 | 25.5 | 25.3 |
| 순이익률 | 20.7 | 24.5 | 21.5 | 19.0 | 18.8 |

현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|----------------|------|------|------|-------|-------|
| 영업현금흐름 | 292 | 369 | 477 | 374 | 417 |
| 당기순이익 | 226 | 443 | 425 | 397 | 421 |
| 자산상각비 | 28 | 80 | 74 | 91 | 101 |
| 운전자본증감 | -39 | -114 | -13 | -97 | -24 |
| 매출채권 감소(증가) | -40 | -23 | 14 | -20 | -13 |
| 재고자산 감소(증가) | -98 | -57 | -19 | -48 | -30 |
| 매입채무 증가(감소) | 74 | -20 | -22 | -9 | 19 |
| 투자현금흐름 | -568 | -171 | -100 | -89 | -42 |
| 유형자산처분(취득) | -12 | -18 | -23 | -72 | -16 |
| 무형자산 감소(증가) | -5 | -36 | -51 | -26 | -26 |
| 투자자산 감소(증가) | 21 | -10 | -6 | 8 | -1 |
| 재무현금흐름 | 158 | -109 | -261 | -25 | -130 |
| 차입금의 증가(감소) | 162 | -51 | -212 | -22 | -50 |
| 자본의 증가(감소) | -4 | -58 | -61 | -68 | -80 |
| 배당금의 지급 | 0 | -42 | -61 | -65 | -80 |
| 총현금흐름 | 363 | 613 | 630 | 474 | 441 |
| (-)운전자본증감(감소) | 45 | 91 | -32 | 55 | 24 |
| (-)설비투자 | 12 | 18 | 23 | 72 | 16 |
| (+)자산매각 | -5 | -36 | -50 | -26 | -26 |
| Free Cash Flow | 302 | 468 | 589 | 321 | 376 |
| (-)기타투자 | 566 | 130 | 66 | 40 | 0 |
| 잉여현금 | -264 | 338 | 523 | 281 | 376 |
| NOPLAT | 232 | 384 | 423 | 394 | 413 |
| (+) Dep | 28 | 80 | 74 | 91 | 101 |
| (-)운전자본투자 | 45 | 91 | -32 | 55 | 24 |
| (-)Capex | 12 | 18 | 23 | 72 | 16 |
| OpFCF | 204 | 355 | 505 | 358 | 474 |

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 388 | 601 | 746 | 1,060 | 1,349 |
| 현금성자산 | 22 | 124 | 242 | 485 | 731 |
| 매출채권 | 118 | 161 | 148 | 169 | 182 |
| 재고자산 | 242 | 297 | 341 | 387 | 417 |
| 비유동자산 | 752 | 969 | 1,259 | 1,274 | 1,296 |
| 투자자산 | 663 | 759 | 947 | 938 | 950 |
| 유형자산 | 72 | 77 | 135 | 138 | 136 |
| 무형자산 | 17 | 133 | 178 | 197 | 210 |
| 자산총계 | 1,140 | 1,570 | 2,005 | 2,334 | 2,645 |
| 유동부채 | 564 | 576 | 487 | 494 | 462 |
| 매입채무 | 188 | 192 | 248 | 245 | 263 |
| 유동성이자부채 | 241 | 234 | 86 | 77 | 27 |
| 비유동부채 | 35 | 51 | 201 | 191 | 192 |
| 비유동이자부채 | 30 | 27 | 173 | 164 | 164 |
| 부채총계 | 599 | 627 | 687 | 684 | 654 |
| 자본금 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 자본잉여금 | 314 | 314 | 318 | 318 | 318 |
| 이익잉여금 | 226 | 625 | 988 | 1,319 | 1,660 |
| 자본조정 | -2 | -22 | -19 | -22 | -22 |
| 자기주식 | -4 | -19 | -19 | -23 | -23 |
| 자본총계 | 541 | 943 | 1,318 | 1,650 | 1,991 |

주요지표

(단위: 원, 배)

| 12 월 결산 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표 | | | | | |
| EPS | 5,893 | 11,532 | 11,096 | 10,389 | 11,038 |
| BPS | 70,647 | 24,055 | 33,689 | 42,258 | 51,158 |
| DPS | 1,100 | 1,600 | 1,700 | 2,100 | 2,300 |
| CFPS | 9,481 | 16,008 | 16,458 | 12,368 | 11,518 |
| ROA(%) | | 32.6 | 23.8 | 18.3 | 16.9 |
| ROE(%) | | 60.4 | 38.4 | 27.2 | 23.5 |
| ROIC(%) | | 115.5 | 75.6 | 54.8 | 53.1 |
| Multiples(x, %) | | | | | |
| PER | 32.1 | 12.5 | 8.0 | 5.7 | 5.4 |
| PBR | 2.7 | 6.0 | 2.6 | 1.4 | 1.2 |
| PSR | 6.6 | 3.1 | 1.7 | 1.1 | 1.0 |
| PCR | 19.9 | 9.0 | 5.4 | 4.8 | 5.1 |
| EV/EBITDA | 21.3 | 9.4 | 5.5 | 3.3 | 2.6 |
| 배당수익률 | 0.6 | 1.1 | 1.9 | 3.5 | 3.9 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 110.7 | 66.5 | 52.2 | 41.5 | 32.8 |
| Net debt/Equity | 46.1 | 14.5 | 1.3 | -14.8 | -27.1 |
| Net debt/EBITDA | 71.0 | 22.7 | 2.8 | -39.3 | -81.9 |
| 유동비율 | 68.9 | 104.4 | 153.2 | 214.8 | 291.8 |
| 이자보상배율(배) | 68.1 | 50.1 | 47.8 | 44.7 | 56.3 |
| 자산구조(%) | | | | | |
| 투하자본 | 25.0 | 33.1 | 36.5 | 34.7 | 32.2 |
| 현금+투자자산 | 75.0 | 66.9 | 63.5 | 65.3 | 67.8 |
| 자본구조(%) | | | | | |
| 차입금 | 33.4 | 21.7 | 16.4 | 12.8 | 8.8 |
| 자기자본 | 66.6 | 78.3 | 83.6 | 87.2 | 91.2 |

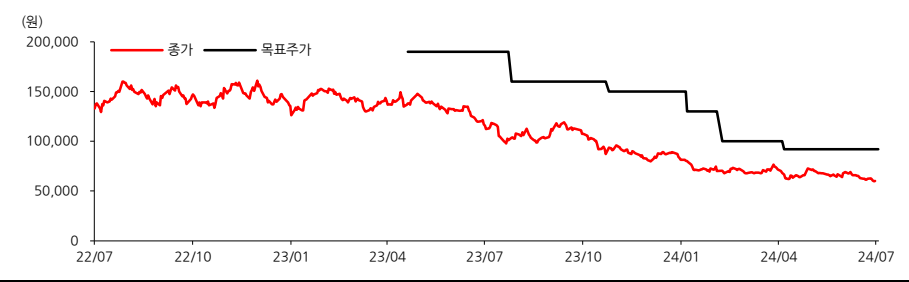
[Compliance Notice]

(공표일: 2024년 7월 9일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 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 다룬 종목의 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.

[F&F 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

| | | | | | | |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 일시 | 2023.04.25 | 2023.04.25 | 2023.05.03 | 2023.07.31 | 2023.10.13 | 2023.10.30 |
| 투자의견 | 담당자변경 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표가격 | 이진협 | 190,000 | 190,000 | 160,000 | 160,000 | 150,000 |
| 일시 | 2023.11.01 | 2023.11.29 | 2023.12.28 | 2024.01.11 | 2024.01.26 | 2024.02.13 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표가격 | 150,000 | 150,000 | 150,000 | 130,000 | 130,000 | 100,000 |
| 일시 | 2024.04.11 | 2024.05.02 | 2024.07.09 | | | |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | | | |
| 목표가격 | 92,000 | 92,000 | 92,000 | | | |

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

| 일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%) | |
|------------|------|---------|---------|-------------|
| | | | 평균주가 대비 | 최고(최저)주가 대비 |
| 2023.04.25 | Buy | 190,000 | -33.25 | -22.21 |
| 2023.07.31 | Buy | 160,000 | -33.99 | -25.63 |
| 2023.10.30 | Buy | 150,000 | -41.77 | -36.20 |
| 2024.01.11 | Buy | 130,000 | -44.14 | -38.38 |
| 2024.02.13 | Buy | 100,000 | -29.72 | -23.50 |
| 2024.04.11 | Buy | 92,000 | | |

[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 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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: 2024년 06월 30일)

| 투자등급 | 매수 | 중립 | 매도 | 합계 |
|------------|-------|------|------|--------|
| 금융투자상품의 비중 | 95.4% | 4.6% | 0.0% | 100.0% |