



F&F (383220)

2Q24 Review : 구체화된 디스커버리 중국 진출 계획

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 92,000원

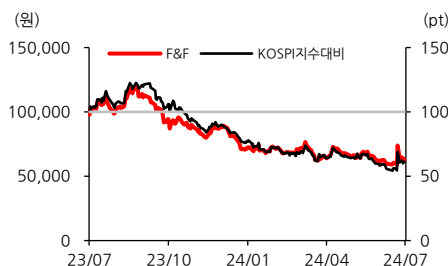
현재 주가(7/26)	61,000원
상승여력	▲ 50.8%
시가총액	23,367억원
발행주식수	38,307천주
52 주 최고가 / 최저가	119,000 / 58,800원
90 일 일평균 거래대금	125.99억원
외국인 지분율	13.1%
주주 구성	
F&F 홀딩스 (외 10 인)	62.3%
브이아이피자산운용 (외 1 인)	6.7%
국민연금공단 (외 1 인)	6.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.5	-4.7	-16.1	-37.6
상대수익률(KOSPI)	1.7	-7.5	-26.3	-43.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,809	1,978	2,028	2,185
영업이익	525	552	511	545
EBITDA	605	626	602	646
지배주주순이익	442	425	388	411
EPS	11,532	11,096	10,163	10,778
순차입금	137	18	-240	-522
PER	12.5	8.0	6.0	5.7
PBR	6.0	2.6	1.5	1.2
EV/EBITDA	9.4	5.5	3.5	2.8
배당수익률	1.1	1.9	3.4	3.8
ROE	60.4	38.4	26.7	23.2

주가 추이



2Q24 Review

F&F는 2Q24 매출액 3,915억원(-3.5% YoY), 영업이익 918억원(-16.6% YoY)을 기록해 영업이익 시장기대치인 992억원은 소폭 하회했으나, 당사 전망치인 920억원에는 부합하는 실적을 기록했다. 내수 소비 부진과 MLB 브랜드에 대한 브랜드력 하락으로 국내 내수 매출이 전반적으로 부진했으며, 중국 성장률도 기대치에 미치지 못했다. 내수 매출은 MLB -16% YoY, MLB 키즈 -9% YoY, 디스커버리 -1% YoY를 기록했다. 중국법인 성장률은 +10% YoY를 기록해 당초 기대했던 +15% YoY 성장률을 하회했다. 국내와 마찬가지로 중국 현지 소비가 2Q24 들어 약해진 것이 기대치 하회의 주요한 이유이다. 당사는 중국 소비 부진으로 24년 중국 성장 가이드스를 +10% YoY로 하향하였다.

디스커버리 중국 진출 모멘텀 본격화

금번 실적 발표를 통해 디스커버리 브랜드의 중국 진출 계획이 보다 구체적으로 공유되었다. 올해 상해 1호점 오픈을 시작으로 25년 SS시 즈까지 30개 점포, 25년 말까지 100개 점포를 출점할 계획이다. Anta Sports가 전개하고 있는 코오롱 아웃도어 브랜드가 17년 진출해 현재 약 160개 점포를 전개하고 있다는 것을 감안하면 상당히 공격적인 출점 계획이라고 판단된다. 참고로 과거 MLB가 1Q21을 기점으로 112개 점포를 출점했는데, 2Q20~1Q21까지의 4개분기 누적 오프라인 매출액이 766억원 수준이었다. MLB 만큼의 성과를 낼 수 있다면, 디스커버리가 동사의 25년 중국법인의 성장률을 약 10% 가량 끌어올릴 수 있겠다. 디스커버리의 경우 아웃도어 브랜드이기에 라이프스타일 브랜드인 MLB 대비 평균 상품가격이 높다.

투자의견 BUY, 목표주가 9.2만원 유지

투자의견 BUY와 목표주가 9.2만원을 유지한다. MLB의 성장 활력이 전반적으로 둔화된 가운데, 디스커버리 브랜드의 중국 진출이 다가오고 있다. 관건은 둔화되는 동사의 성장률을 반등시켜줄 수 있는지가 될 것이다. 디스커버리는 MLB와 달리 중국인들의 호응을 국내에서 체감하지 못했기 때문에 중국 진출에 대한 성과를 확인하며 대응하는 전략이 유효하겠다.

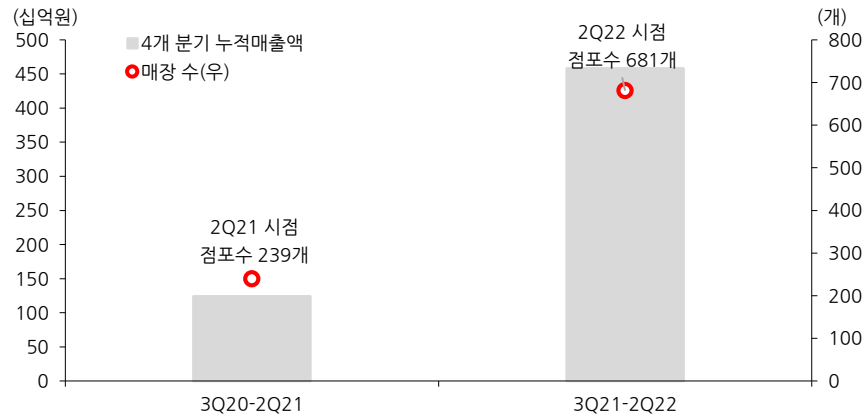
[표1] F&F 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	497	405	492	583	507	391	524	605	1,978	2,028	2,185
YoY	14%	9%	11%	4%	2%	-3%	7%	4%	9%	3%	8%
MLB 한국	255	202	361	254	235	162	326	268	1,071	992	1,182
내수	68	70	56	66	55	58	47	58	260	218	225
면세	42	40	31	45	36	33	26	37	157	132	149
MLB KIDS	29	23	31	32	30	20	31	33	116	113	121
MLB 중국	208	140	261	205	239	155	288	217	813	899	959
오프라인	187	118	246	170	215	133	266	177	721	790	840
온라인	21	22	14	35	24	22	15	35	92	96	99
MLB 홍콩	19	19	18	21	22	17	16	21	77	76	88
DISCOVERY	111	88	72	195	107	87	71	205	467	469	483
Duvetica	2	1	8	6	8	2	11	7	17	29	31
Stretch Angels	1	1	1	0	0	0	0	0	3	0	0
영업이익	149	110	149	144	130	92	141	148	551	511	545
OPM	30%	27%	30%	25%	26%	23%	27%	24%	27.9%	25.2%	24.9%
YoY	11%	16%	7%	-8%	-13%	-17%	-5%	3%	5%	-7%	7%

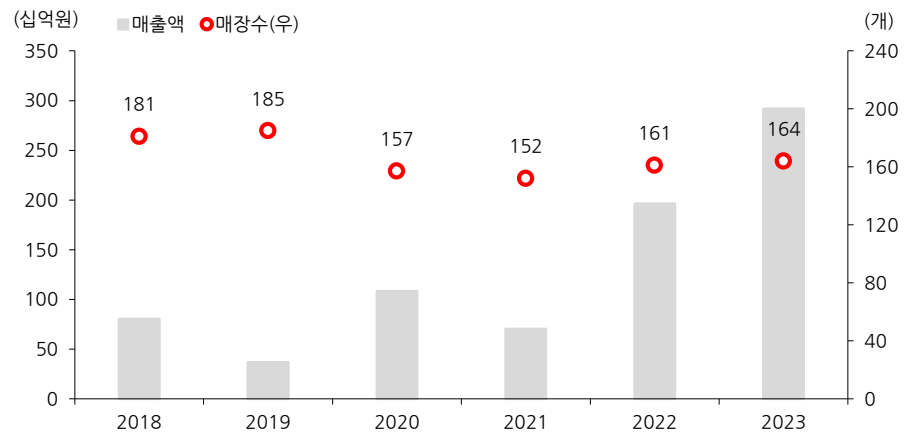
자료: F&F, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] MLB 중국 점포수 및 4개분기 누적 매출액 추이 비교



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 코오롱스포츠 중국 내 매출액 및 점포수 추이



자료: 코오롱인더스트리, ANTA Sports, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,089	1,809	1,978	2,028	2,185
매출총이익	796	1,276	1,346	1,347	1,473
영업이익	323	525	552	511	545
EBITDA	351	605	626	602	646
순이자손익	-3	-8	-5	-4	-1
외화관련손익	4	-3	4	3	0
지분법손익	-9	89	8	8	12
세전계속사업손익	314	605	555	520	556
당기순이익	226	443	425	388	411
지배주주순이익	226	442	425	388	411
증가율(%)					
매출액	n/a	66.1	9.4	2.5	7.8
영업이익	n/a	62.7	5.1	-7.3	6.6
EBITDA	n/a	72.4	3.4	-3.7	7.2
순이익	n/a	96.1	-4.0	-8.7	5.9
이익률(%)					
매출총이익률	73.1	70.6	68.0	66.4	67.4
영업이익률	29.6	29.0	27.9	25.2	24.9
EBITDA 이익률	32.2	33.5	31.6	29.7	29.5
세전이익률	28.9	33.5	28.0	25.7	25.4
순이익률	20.7	24.5	21.5	19.1	18.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	292	369	477	370	404
당기순이익	226	443	425	388	411
자산상각비	28	80	74	91	101
운전자본증감	-39	-114	-13	-92	-28
매출채권 감소(증가)	-40	-23	14	-18	-15
재고자산 감소(증가)	-98	-57	-19	-42	-34
매입채무 증가(감소)	74	-20	-22	-13	22
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	465	431
(-)운전자본증감(감소)	45	91	-32	50	28
(-)설비투자	12	18	23	72	16
(+)자산매각	-5	-36	-50	-26	-26
Free Cash Flow	302	468	589	317	362
(-)기타투자	566	130	66	40	0
잉여현금	-264	338	523	277	362
NOPLAT	232	384	423	381	403
(+) Dep	28	80	74	91	101
(-)운전자본투자	45	91	-32	50	28
(-)Capex	12	18	23	72	16
OpFCF	204	355	505	350	460

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	388	601	746	1,048	1,329
현금성자산	22	124	242	481	713
매출채권	118	161	148	167	182
재고자산	242	297	341	381	416
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	2,322	2,625
유동부채	564	576	487	490	462
매입채무	188	192	248	241	263
유동성이자부채	241	234	86	77	27
비유동부채	35	51	201	191	192
비유동이자부채	30	27	173	164	164
부채총계	599	627	687	681	653
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	314	314	318	318	318
이익잉여금	226	625	988	1,311	1,642
자본조정	-2	-22	-19	-22	-22
자기주식	-4	-19	-19	-23	-23
자본총계	541	943	1,318	1,641	1,972

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	5,893	11,532	11,096	10,163	10,778
BPS	70,647	24,055	33,689	42,033	50,673
DPS	1,100	1,600	1,700	2,100	2,300
CFPS	9,481	16,008	16,458	12,143	11,258
ROA(%)		32.6	23.8	17.9	16.6
ROE(%)		60.4	38.4	26.7	23.2
ROIC(%)		115.5	75.6	53.3	52.1
Multiples(x, %)					
PER	32.1	12.5	8.0	6.0	5.7
PBR	2.7	6.0	2.6	1.5	1.2
PSR	6.6	3.1	1.7	1.2	1.1
PCR	19.9	9.0	5.4	5.0	5.4
EV/EBITDA	21.3	9.4	5.5	3.5	2.8
배당수익률	0.6	1.1	1.9	3.4	3.8
안정성(%)					
부채비율	110.7	66.5	52.2	41.5	33.1
Net debt/Equity	46.1	14.5	1.3	-14.6	-26.5
Net debt/EBITDA	71.0	22.7	2.8	-39.9	-80.9
유동비율	68.9	104.4	153.2	213.9	288.0
이자보상배율(배)	68.1	50.1	47.8	43.1	55.0
자산구조(%)					
투하자본	25.0	33.1	36.5	34.6	32.4
현금+투자자산	75.0	66.9	63.5	65.4	67.6
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]

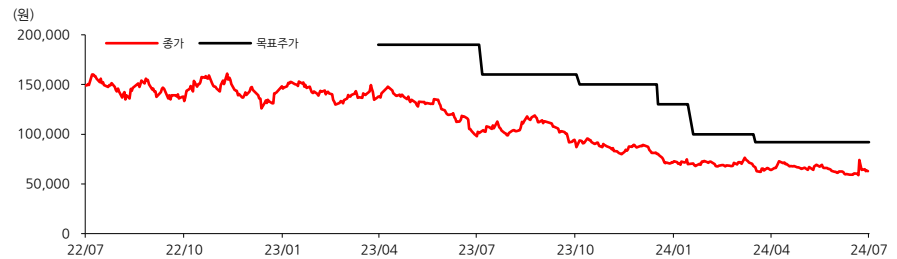
(공표일: 2024년 7월 29일)

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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[F&F 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	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
일 시	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
일 시	2024.04.11	2024.05.02	2024.07.09	2024.07.17	2024.07.29	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	92,000	92,000	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%