



F&F (383220)

1Q24 Preview : MLB의 브랜드력은 유지되고 있는가?

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 92,000원

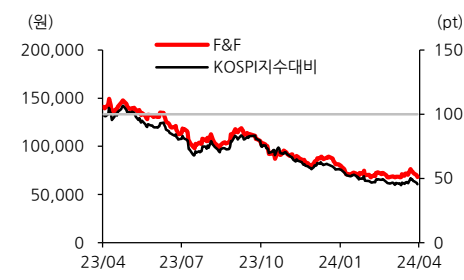
현재 주가(4/9)	68,100원
상승여력	▲ 35.1%
시가총액	26,087억원
발행주식수	38,307천주
52 주 최고가 / 최저가	149,400 / 67,700원
90 일 일평균 거래대금	113.81억원
외국인 지분율	13.5%
주주 구성	
F&F 홀딩스 (외 10 인)	61.3%
브이아이피자산운용 (외 1 인)	6.7%
국민연금공단 (외 1 인)	6.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.1	-16.3	-36.7	-50.3
상대수익률(KOSPI)	-1.1	-22.0	-49.0	-59.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,809	1,978	2,106	2,228
영업이익	525	552	526	569
EBITDA	605	626	617	667
지배주주순이익	442	425	391	424
EPS	11,532	11,096	10,249	11,117
순차입금	137	18	-225	-535
PER	12.5	8.0	6.6	6.1
PBR	6.0	2.6	1.6	1.3
EV/EBITDA	9.4	5.5	3.9	3.1
배당수익률	1.1	1.9	3.1	3.4
ROE	60.4	38.4	26.9	23.7

주가 추이



F&F 의 1 분기 실적은 시장 기대치를 하회할 것으로 추정됩니다. 내수 소비 부진의 영향이 큰 데, MLB 의 내수 매출 하락이 시장 대비 큰 것이 우려됩니다. 이 같은 추세 지속 시, MLB 브랜드력 위축 우려가 대두될 수 있습니다. 추세 반전이 필요합니다.

1Q24 Preview

F&F는 1Q24 매출액 5,120억원(+2.9% YoY), 영업이익 1,271억원(-14.6% YoY)를 기록하여, 시장 기대치 대비 매출액은 부합하나, 영업이익은 약 8% 하회할 것으로 추정한다. 낮은 기저에 실질 가치분 소득의 턴어라운드 가시화되고 있으나, 신선식품을 중심으로 한 물가 상승이 가파르면서 의류 등 경소비재에 대한 소비 여력이 반등하기 어려운 환경이었다. 이에 따라 내수 패션 시장의 위축은 1Q24에도 지속되었으며, 동사의 내수 판매실적이 기대보다 하회한 것이 실적 부진의 주요한 요인이다. MLB 순수 내수 매출은 -23% YoY 역성장한 것으로 추정되며, 디스커버리는 -3% YoY, MLB 키즈는 -6% YoY를 예상한다. 중국법인은 +7% YoY 성장이 예상되며, 가이던스 수준의 성장이 예상된다. 신규 브랜드 확대, 엔터테인먼트 등 신 사업 투자 및 홀세일 비중 증가에 따른 GPM 감소 등의 영향으로 OPM는 전년대비 5.1%p 감소한 24.8%를 기록할 것으로 추정된다.

MLB의 반등이 필요

앞서 언급한 바와 같이 MLB의 순수 내수 매출은 -23% YoY를 기록한 것으로 추정한다. 내수 패션 시장(-low to mid single) 위축 대비 역성장 폭이 큰 것이 우려된다. 일시적인 요인이 아니라 이 같은 추세가 지속된다면, 국내에서 MLB의 브랜드력 위축 가능성이 대두될 수 있을 것이다. 추세 반전이 필요하다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 9.2만원 하향

F&F의 목표주가를 실적 전망치 하향을 반영하여 기존 10만원에서 9.2만원으로 하향한다. MLB의 국내외 매출 반등 혹은 신규 브랜드의 매출 기여 확대 등이 나타나기 전까지는 당장의 주가 상승 모멘텀은 크지 않아 보인다. 그럼에도 투자의견 BUY를 유지하는 이유는 P/E 6배에 불과해 역사적 저점 수준의 밸류에이션에 불과하기 때문이다.

[표1] F&F 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	497	405	492	583	512	406	568	620	1,978	2,106	2,228
YoY	14%	9%	11%	4%	3%	0%	15%	6%	9%	6%	6%
MLB 한국	255	202	361	254	295	230	357	280	1,072	1,162	1,201
내수	80	70	56	66	62	59	53	63	272	237	244
면세	42	40	31	45	36	32	25	36	157	128	145
MLB KIDS	29	23	31	32	28	23	32	34	116	116	124
MLB 중국	208	140	261	205	223	154	312	222	813	912	963
오프라인	187	118	246	170	197	129	289	181	721	797	819
온라인	21	22	14	35	21	24	16	36	92	96	98
MLB 홍콩	19	19	18	21	23	23	21	25	77	92	106
DISCOVERY	111	88	72	195	108	88	76	205	467	476	491
Duvetica	2	1	8	6	4	2	11	7	17	24	26
Stretch Angels	1	1	1	0	0	0	0	0	3	0	0
영업이익	149	110	149	144	127	97	148	154	552	526	569
OPM	30%	27%	30%	25%	25%	24%	26%	25%	27.9%	25.0%	25.5%
YoY	11%	16%	7%	-8%	-15%	-12%	0%	7%	5%	-5%	8%

자료: F&F, 한화투자증권 리서치센터

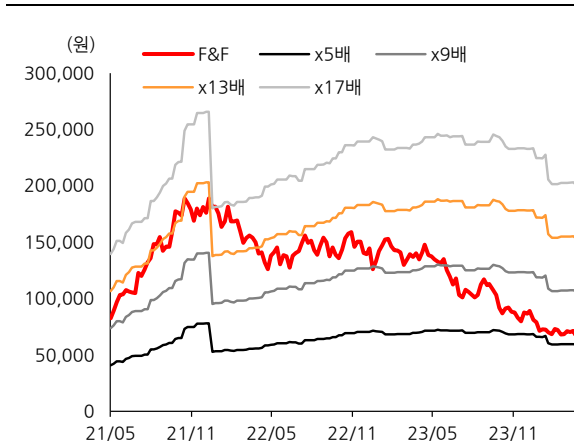
[표2] F&F P/E 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, 천주, 원)

	24년	비고
지배순이익	3,909	
Target P/E	9	
적정 시가총액	35,182	
발행주식 수	38,143	자사주 제외
적정주가	92,239	

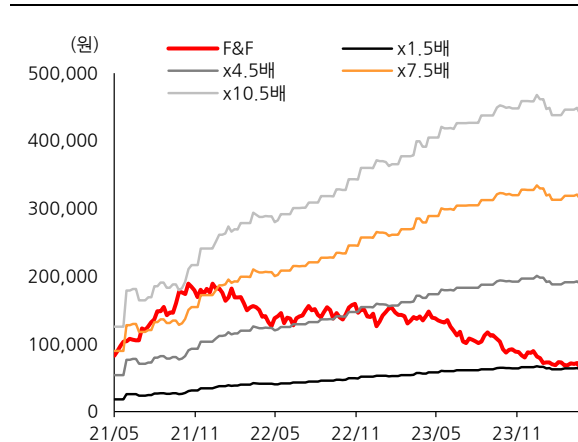
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] F&F P/E 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] F&F P/B 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,089	1,809	1,978	2,106	2,228
매출총이익	796	1,276	1,346	1,403	1,506
영업이익	323	525	552	526	569
EBITDA	351	605	626	617	667
순이자손익	-3	-8	-5	-2	0
외화관련손익	4	-3	4	0	0
지분법손익	-9	89	8	12	12
세전계속사업손익	314	605	555	536	581
당기순이익	226	443	425	391	424
지배주주순이익	226	442	425	391	424
증가율(%)					
매출액	n/a	66.1	9.4	6.4	5.8
영업이익	n/a	62.7	5.1	-4.7	8.1
EBITDA	n/a	72.4	3.4	-1.5	8.2
순이익	n/a	96.1	-4.0	-8.0	8.5
이익률(%)					
매출총이익률	73.1	70.6	68.0	66.6	67.6
영업이익률	29.6	29.0	27.9	25.0	25.5
EBITDA 이익률	32.2	33.5	31.6	29.3	29.9
세전이익률	28.9	33.5	28.0	25.4	26.1
순이익률	20.7	24.5	21.5	18.6	19.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	292	344	477	336	418
당기순이익	226	443	425	391	424
자산상각비	28	80	74	91	98
운전자본증감	-39	-139	-13	-73	-24
매출채권 감소(증가)	-40	-23	14	-22	-13
재고자산 감소(증가)	-98	-57	-19	-49	-30
매입채무 증가(감소)	74	-20	-22	-2	19
투자현금흐름	-568	-146	-100	-29	-29
유형자산처분(취득)	-12	-18	-23	-16	-16
무형자산 감소(증가)	-5	-11	-51	-12	-12
투자자산 감소(증가)	21	-10	-6	-1	-1
재무현금흐름	158	-109	-261	-115	-130
차입금의 증가(감소)	162	-51	-212	-50	-50
자본의 증가(감소)	-4	-58	-61	-65	-80
배당금의 지급	0	-42	-61	-65	-80
총현금흐름	363	613	630	409	442
(-)운전자본증가(감소)	45	91	-32	73	24
(-)설비투자	12	18	23	16	16
(+)자산매각	-5	-11	-50	-12	-12
Free Cash Flow	302	493	589	308	390
(-)기타투자	566	155	66	0	0
잉여현금	-264	338	523	308	390
NOPLAT	232	384	423	384	415
(+) Dep	28	80	74	91	98
(-)운전자본투자	45	91	-32	73	24
(-)Capex	12	18	23	16	16
OpFCF	204	355	505	385	474

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	388	601	746	1,010	1,313
현금성자산	22	124	242	435	694
매출채권	118	161	148	171	184
재고자산	242	297	341	390	420
비유동자산	752	969	1,259	1,270	1,281
투자자산	663	759	947	959	971
유형자산	72	77	135	133	131
무형자산	17	133	178	179	180
자산총계	1,140	1,570	2,005	2,280	2,594
유동부채	564	576	487	435	404
매입채무	188	192	248	247	265
유동성이자부채	241	234	86	36	-14
비유동부채	35	51	201	201	202
비유동이자부채	30	27	173	173	173
부채총계	599	627	687	637	606
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	314	314	318	318	318
이익잉여금	226	625	988	1,314	1,658
자본조정	-2	-22	-19	-19	-19
자기주식	-4	-19	-19	-19	-19
자본총계	541	943	1,318	1,644	1,988

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	5,893	11,532	11,096	10,249	11,117
BPS	70,647	24,055	33,689	42,201	51,179
DPS	1,100	1,600	1,700	2,100	2,300
CFPS	9,481	16,008	16,458	10,680	11,539
ROA(%)	-	32.6	23.8	18.2	17.4
ROE(%)	-	60.4	38.4	26.9	23.7
ROIC(%)	-	115.5	75.6	53.1	53.1
Multiples(x, %)					
PER	32.1	12.5	8.0	6.6	6.1
PBR	2.7	6.0	2.6	1.6	1.3
PSR	6.6	3.1	1.7	1.2	1.2
PCR	19.9	9.0	5.4	6.4	5.9
EV/EBITDA	21.3	9.4	5.5	3.9	3.1
배당수익률	0.6	1.1	1.9	3.1	3.4
안정성(%)					
부채비율	110.7	66.5	52.2	38.7	30.5
Net debt/Equity	46.1	14.5	1.3	-13.7	-26.9
Net debt/EBITDA	71.0	22.7	2.8	-36.5	-80.2
유동비율	68.9	104.4	153.2	232.1	325.0
이자보상배율(배)	68.1	50.1	47.8	46.5	62.7
자산구조(%)					
투하자본	25.0	33.1	36.5	35.4	32.4
현금+투자자산	75.0	66.9	63.5	64.6	67.6
자본구조(%)					
차입금	33.4	21.7	16.4	11.3	7.4
자기자본	66.6	78.3	83.6	88.7	92.6

[Compliance Notice]

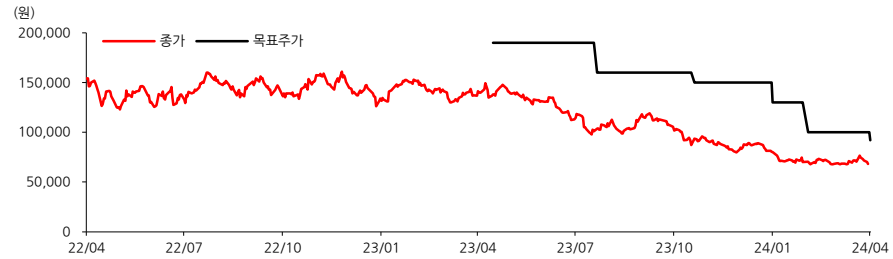
(공표일: 2024년 4월 11일)

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]

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					
투자의견	Buy					
목표가격	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 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%