



# F&F (383220)

4Q23 프리뷰 : 내수 판매 부진

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

**Buy (유지)**

목표주가(하향): 130,000원

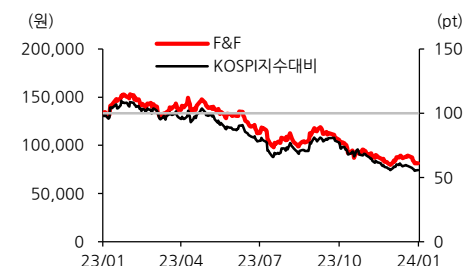
현재 주가(1/10)	80,300원
상승여력	▲ 61.9%
시가총액	30,761억원
발행주식수	38,307천주
52 주 최고가 / 최저가	153,000 / 79,800원
90 일 일평균 거래대금	99.88억원
외국인 지분율	13.7%
주주 구성	
F&F 홀딩스 (외 10 인)	60.5%
국민연금공단 (외 1 인)	7.3%
브이아이피자산운용 (외 1 인)	6.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.0	-24.3	-27.6	-38.1
상대수익률(KOSPI)	0.3	-30.6	-28.9	-47.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,809	2,001	2,424	2,708
영업이익	525	569	703	786
EBITDA	605	641	787	884
지배주주순이익	442	456	572	634
EPS	11,532	11,945	15,002	16,611
순차입금	137	-121	-485	-905
PER	12.5	11.8	5.4	4.8
PBR	6.0	4.1	1.7	1.3
EV/EBITDA	9.4	8.2	3.3	2.5
배당수익률	1.1	1.4	3.0	3.6
ROE	60.4	40.7	36.5	30.4

## 주가 추이



F & F의 4분기 실적은 시장 기대치를 소폭 하회할 것으로 추정합니다. 실적 하회의 주된 요인은 소비여력 둔화, 온화한 기상 환경 속에서 내수 판매가 부진했기 때문입니다. 중국 성장률 둔화 우려에 따라 밸류에이션 디레이팅을 겪고 있습니다. MLB의 지속 성장과 신규 브랜드가 세로 성장률에 대한 우려를 불식시킬 경우 주가 반등이 가능할 것으로 예상합니다.

## 4Q23 Preview

F&F는 4분기 매출액 6,052억원(+8.3% YoY), 영업이익 1,608억원(+2.5% YoY)을 기록해 시장 기대치 대비 각각 4%, 9% 하회할 것으로 추정된다. 소비자의 소비여력 둔화와 예년 대비 온화했던 기상 환경 속에서 내수 판매가 부진했던 것이 시장 기대치 하회의 주요 원인이다. MLB 내수 판매는 -13% YoY가 추정되며, 디스커버리는 -4% YoY를 기록할 것으로 예상된다. 중국법인은 +64% YoY 성장한 1,989억원의 매출이 기록할 것으로 추정돼 견조한 성장이 이어질 것이다. 위안화 환율 약세가 매출 성장률을 다소 희석할 수 있을 것이다.

## 24년에도 MLB 성장 지속, 신규 브랜드의 가세 본격화

F&F는 23년 밸류에이션의 디레이팅을 경험했다. 현 주가는 12M FWD 기준으로 P/E 7배에 불과하다. 내수 부진에 따른 실적 약세도 영향이 있겠지만, MLB의 중국 성장률 둔화에 따른 우려가 주가를 눌러왔다고 판단한다. 성장률에 대한 우려를 불식한다면, 주가 반등이 충분히 가능할 것으로 전망한다. 점포 출점 여력은 충분하다. 주요 스포츠 브랜드의 중국 내 점포 수는 6~8,000개 수준인 데, 동사의 점포 수는 23년말을 기준으로 약 1,100개점에 불과하기 때문이다. 24년에도 점포 출점을 중심으로 +21% YoY 수준의 중국 내 성장률을 기록할 수 있을 것으로 전망된다. 여기에 신규 브랜드(수프라, 듀베티카)가 성과를 낸다면, +30% YoY 이상의 성장률도 충분히 기대 가능할 것이다.

## 투자의견 BUY 유지, 목표주가 13만원 하향

F&F에 대해 투자의견 BUY를 유지하나, 목표주가는 기존 13만원으로 하향 조정한다. 목표 P/E를 기존 13배에서 9배로 하향 조정한 영향이다. 목표 P/E 9배는 중국 진출 이전 평균 P/E 수준이다.

[표1] F&amp;F 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	437	371	442	559	497	405	492	605	1,809	2,000	2,424
YoY	53.0%	18.9%	34.3%	-0.8%	13.8%	9.2%	11.4%	8.3%	21.4%	10.5%	21.2%
MLB 한국	263	171	314	245	255	202	361	273	992	1,091	1,365
내수	71	68	63	76	80	70	56	66	278	272	272
면세	68	58	51	62	42	40	31	54	239	167	255
MLB KIDS	30	21	28	32	29	23	31	29	110	113	135
MLB 중국	151	107	202	121	208	140	261	199	581	807	1,038
오프라인	134	90	188	89	187	118	246	157	501	708	873
온라인	17	18	14	32	21	22	14	37	80	94	105
MLB 홍콩	10	12	11	17	19	19	18	20	51	76	91
DISCOVERY	112	97	79	205	111	88	72	197	492	469	469
Duvetica	2	1	1	5	2	1	8	15	9	26	36
Stretch Angels	1	2	2	2	1	1	1	2	6	5	6
영업이익	135	95	138	157	149	110	149	161	525	568	703
OPM	30.8%	25.6%	31.3%	28.1%	29.9%	27.1%	30.2%	26.6%	29.0%	28.4%	29.0%
YoY	92.3%	25.9%	44.5%	흑전	10.6%	15.9%	7.3%	2.5%	123.4%	8.3%	23.6%

자료: 한화투자증권 리서치센터

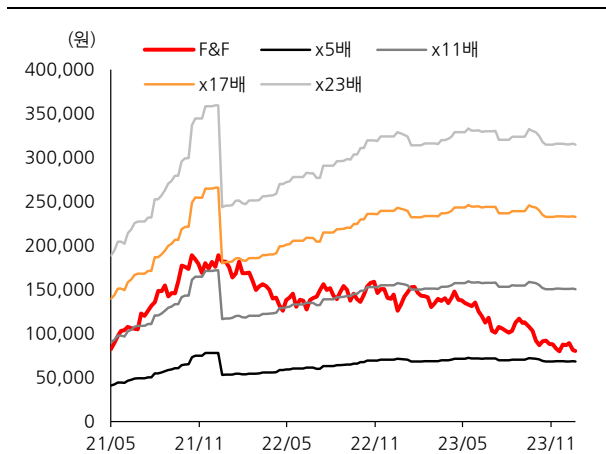
[표2] F&amp;F P/E 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, 천주, 원)

	24년	비고
지배순이익	5,628	
Target P/E	9	
적정 시가총액	50,649	
발행주식 수	38,143	자사주 제외
적정주가	132,788	

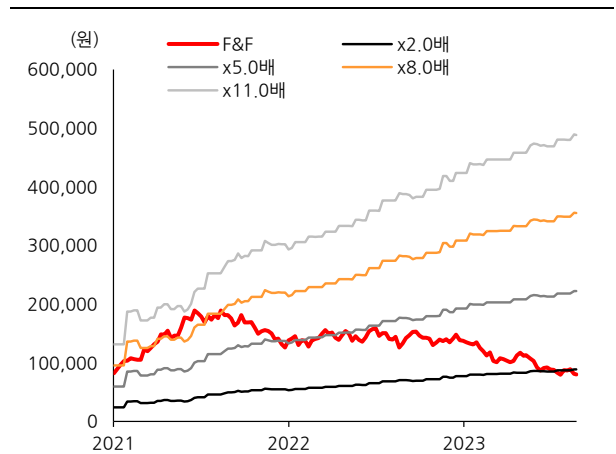
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] F&amp;F P/E 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] F&amp;F P/B 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,089	1,809	2,001	2,424	2,708
매출총이익	796	1,276	1,374	1,664	1,858
영업이익	323	525	569	703	786
EBITDA	351	605	641	787	884
순이자손익	-3	-8	-6	-3	0
외화관련손익	4	-3	6	0	0
지분법손익	-9	89	35	100	100
세전계속사업손익	314	605	604	800	886
당기순이익	226	443	460	584	647
지배주주순이익	226	442	456	572	634
증가율(%)					
매출액	n/a	66.1	10.6	21.2	11.7
영업이익	n/a	62.7	8.3	23.6	11.8
EBITDA	n/a	72.4	5.8	22.9	12.3
순이익	n/a	96.1	4.0	26.9	10.7
이익률(%)					
매출총이익률	73.1	70.6	68.7	68.6	68.6
영업이익률	29.6	29.0	28.4	29.0	29.0
EBITDA 이익률	32.2	33.5	32.0	32.5	32.6
세전이익률	28.9	33.5	30.2	33.0	32.7
순이익률	20.7	24.5	23.0	24.1	23.9

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금흐름	292	344	456	467	538
당기순이익	226	443	460	584	647
자산상각비	28	80	72	85	98
운전자본증감	-39	-139	-5	-36	-32
매출채권 감소(증가)	-40	-23	12	-21	-19
재고자산 감소(증가)	-98	-57	-15	-46	-41
매입채무 증가(감소)	74	-20	15	31	27
투자현금흐름	-568	-146	-81	-27	-28
유형자산처분(취득)	-12	-18	-19	-16	-16
무형자산 감소(증가)	-5	-11	-66	-104	-104
투자자산 감소(증가)	21	-10	1	-1	-1
재무현금흐름	158	-109	-235	-126	-142
차입금의 증가(감소)	162	-51	-185	-50	-50
자본의 증가(감소)	-4	-58	-61	-76	-92
배당금의 지급	0	-42	-61	-76	-92
총현금흐름	363	613	570	503	570
(-)운전자본증감(감소)	45	91	31	36	32
(-)설비투자	12	18	20	16	16
(+)자산매각	-5	-11	-65	-104	-104
Free Cash Flow	302	493	454	347	418
(-)기타투자	566	155	-30	-94	-93
잉여현금	-264	338	484	440	511
NOPLAT	232	384	433	513	574
(+) Dep	28	80	72	85	98
(-)운전자본투자	45	91	31	36	32
(-)Capex	12	18	20	16	16
OpFCF	204	355	454	546	624

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	388	601	785	1,166	1,594
현금성자산	22	124	264	579	948
매출채권	118	161	157	178	197
재고자산	242	297	339	385	425
비유동자산	752	969	1,093	1,189	1,281
투자자산	663	759	815	821	828
유형자산	72	77	82	84	85
무형자산	17	133	196	285	368
자산총계	1,140	1,570	1,877	2,355	2,875
유동부채	564	576	438	419	396
매입채무	188	192	228	259	286
유동성이자부채	241	234	85	35	-15
비유동부채	35	51	88	89	90
비유동이자부채	30	27	58	58	58
부채총계	599	627	527	508	487
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	314	314	317	317	317
이익잉여금	226	625	1,019	1,515	2,057
자본조정	-2	-22	-22	-22	-22
자기주식	-4	-19	-19	-19	-19
자본총계	541	943	1,351	1,847	2,389

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표					
EPS	5,893	11,532	11,945	15,002	16,611
BPS	70,647	24,055	34,421	47,368	61,517
DPS	1,100	1,600	2,000	2,400	2,900
CFPS	9,481	16,008	14,887	13,130	14,875
ROA(%)	n/a	32.6	26.4	27.0	24.2
ROE(%)	n/a	60.4	40.7	36.5	30.4
ROIC(%)	n/a	115.5	85.7	80.1	74.7
Multiples(x, %)					
PER	32.1	12.5	11.8	5.4	4.8
PBR	2.7	6.0	4.1	1.7	1.3
PSR	6.6	3.1	2.7	1.3	1.1
PCR	19.9	9.0	9.4	6.1	5.4
EV/EBITDA	21.3	9.4	8.2	3.3	2.5
배당수익률	0.6	1.1	1.4	3.0	3.6
안정성(%)					
부채비율	110.7	66.5	39.0	27.5	20.4
Net debt/Equity	46.1	14.5	-9.0	-26.3	-37.9
Net debt/EBITDA	71.0	22.7	-18.9	-61.7	-102.4
유동비율	68.9	104.4	179.0	278.1	402.2
이자보상배율(배)	68.1	50.1	51.7	109.4	192.8
자산구조(%)					
투하자본	25.0	33.1	34.7	33.5	31.8
현금+투자자산	75.0	66.9	65.3	66.5	68.2
자본구조(%)					
차입금	33.4	21.7	9.6	4.8	1.8
자기자본	66.6	78.3	90.4	95.2	98.2

## [ Compliance Notice ]

(공표일: 2024년 1월 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&amp;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		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	150,000	150,000	150,000	130,000		

## [ 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	-33.79	-25.63
2023.10.30	Buy	150,000	-41.68	-36.20
2024.01.11	Buy	130,000		

## [ 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 추정치에 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: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%