



F&F (383220)

4Q23 리뷰 : 아쉬웠던 가이드نس

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 100,000원

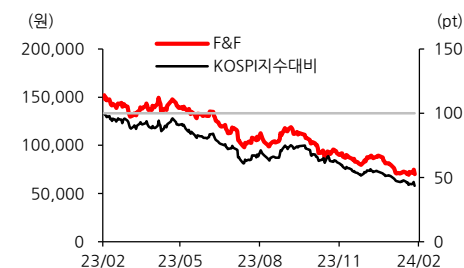
현재 주가(2/8)	70,000원
상승여력	▲ 42.9%
시가총액	26,815억원
발행주식수	38,307천주
52 주 최고가 / 최저가	153,000 / 69,400원
90 일 일평균 거래대금	91.25억원
외국인 지분율	14.1%
주주 구성	
F&F 홀딩스 (외 10 인)	60.5%
국민연금공단 (외 1 인)	7.3%
브이아이피자산운용 (외 1 인)	6.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-13.9	-25.7	-33.9	-53.3
상대수익률(KOSPI)	-15.9	-33.9	-35.7	-58.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	1,089	1,809	1,979	2,155
영업이익	323	525	552	576
EBITDA	351	605	624	661
지배주주순이익	226	442	427	441
EPS	5,893	11,532	11,193	11,552
순차입금	249	137	-102	-349
PER	32.1	12.5	12.5	6.1
PBR	2.7	6.0	4.2	1.6
EV/EBITDA	21.3	9.4	8.5	3.5
배당수익률	0.6	1.1	1.4	3.4
ROE	n/a	60.4	38.6	29.9

주가 추이



4Q23 Review

F&F는 4분기 매출액 5,832억원(+4.4% YoY), 영업이익 1,440억원(-8.2% YoY)를 기록했다. 이는 컨센서스 대비 매출액 -3%, 영업이익 -12%를 하회한 것이다. 중국법인은 +69.2% YoY 성장한 2,047억원의 매출을 기록해 당초 전망치를 상회했으나, 소비자의 소비여력 둔화(MLB 순수내수 -13% YoY, 디스커버리 -5% YoY), 면세점 매출 감소(MLB -28% YoY) 등 내수 부진의 영향으로 실적이 부진했다. 매출 부진과 함께 신규 브랜드의 육성과 위안화 약세, 신사업 투자 확대 등의 영향으로 OPM은 -8.2%p YoY 하락한 24.7%를 기록했다.

아쉬웠던 24년 가이드نس

동사는 4분기 실적 발표와 함께 24년 가이드نس를 제시하였다. MLB의 중국 출점 목표는 1,200점(+71점 YoY)에 불과했으며, 듀베티카와 수프라의 중국 출점 목표는 각각 48개점(+34점 YoY), 35개점(+20개점 YoY)으로 기존 계획 대비 크게 후퇴하였다. 외형 확장보다는 질적 성장을 꾀하겠다는 전략이다. 중국법인의 24년 매출 성장은 +13% YoY를 전망한다고 밝혔다. 당사의 기존 전망치(+29% YoY)를 크게 하회한 것이다. 중국의 내수 경기가 부진하기에 무리한 외형 확장보다는 내실을 다지고, 다시 외형확장을 꾀한다는 전략이라 판단된다. 내수에 대한 전망(MLB -10%대 YoY)/디스커버리 flat YoY)도 밝지 않았다. 내수 전망에 대해서는 과하게 보수적인 전망이라 판단된다. 디스인플레이션 구간 진입에 따라 현재 내수 경기는 부진하나 점진적인 회복이 기대되기 때문이다. 특히 MLB의 경우 면세매출 가이드نس를 -20% YoY 수준으로 제시하였는데, 전체 면세산업이 지난해의 낮은 기저 영향 등으로 강하게 반등할 것으로 예상되는 것과는 괴리가 크다. 이 경우 브랜드력에 대한 시장의 우려를 낳게 할 수 있다고 판단된다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 10만원 하향

F&F에 대해 투자의견 BUY를 유지하나, 목표주가를 10만원으로 하향한다. 목표주가의 하향은 실적 전망치 하향에 따른다. 주가 반등을 위해선 MLB의 추세 전환이나 신규 브랜드 및 사업 성과 도출, 주주환원 확대 등이 필요하다. 현 주가는 P/E 6배로 주가 하방은 지지될 수 있다.

[표1] F&F 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023P	2024E	2025E
매출액	497	405	492	583	526	421	576	632	1,978	2,155	2,279
YoY	14%	9%	11%	4%	6%	4%	17%	8%	9%	9%	6%
MLB 한국	255	202	361	254	299	238	360	282	1,072	1,178	1,218
내수	80	70	56	66	71	66	53	63	272	254	261
면세	42	40	31	45	34	32	25	36	157	126	142
MLB KIDS	29	23	31	32	30	24	32	34	116	120	127
MLB 중국	208	140	261	205	219	156	316	225	813	917	969
오프라인	187	118	246	170	193	131	293	184	721	801	825
온라인	21	22	14	35	21	24	16	36	92	97	99
MLB 홍콩	19	19	18	21	23	23	21	25	77	92	106
DISCOVERY	111	88	72	195	117	93	79	214	467	503	518
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	149	106	163	159	551	576	619
OPM	30%	27%	30%	25%	28%	25%	28%	25%	27.9%	26.7%	27.1%
YoY	11%	16%	7%	-8%	0%	-4%	9%	10%	5%	5%	7%

자료: 한화투자증권 리서치센터

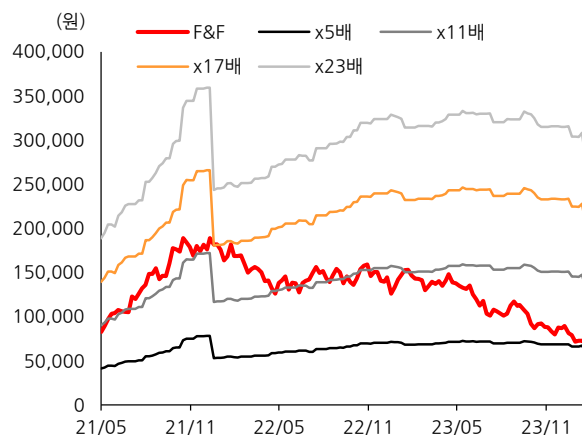
[표2] F&F P/E 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, 천주, 원)

	24E	비고
지배순이익	4,406	
Target P/E	9	
적정 시가총액	39,655	
발행주식 수	38,143	자사주 제외
적정주가	103,964	

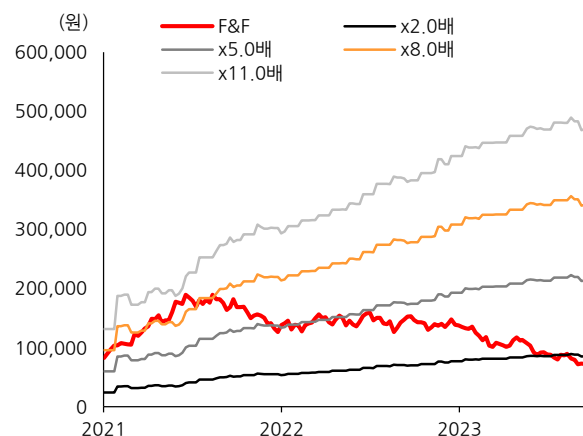
자료: 한화투자증권 리서치센터

[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	2023P	2024E	2025E
매출액	1,089	1,809	1,979	2,155	2,279
매출총이익	796	1,276	1,347	1,458	1,565
영업이익	323	525	552	576	619
EBITDA	351	605	624	661	717
순이자손익	-3	-8	-6	-3	0
외화관련손익	4	-3	6	0	0
지분법손익	-9	89	20	30	30
세전계속사업손익	314	605	560	604	648
당기순이익	226	443	428	441	473
지배주주순이익	226	442	427	441	473
증가율(%)					
매출액	n/a	66.1	9.4	8.9	5.8
영업이익	n/a	62.7	5.1	4.4	7.3
EBITDA	n/a	72.4	3.1	6.0	8.4
순이익	n/a	96.1	-3.2	2.8	7.4
이익률(%)					
매출총이익률	73.1	70.6	68.1	67.6	68.6
영업이익률	29.6	29.0	27.9	26.7	27.1
EBITDA 이익률	32.2	33.5	31.5	30.7	31.4
세전이익률	28.9	33.5	28.3	28.0	28.4
순이익률	20.7	24.5	21.7	20.4	20.8

현금흐름표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업현금흐름	292	344	452	420	459
당기순이익	226	443	428	441	473
자산상각비	28	80	72	85	98
운전자본증감	-39	-139	5	-22	-21
매출채권 감소(증가)	-40	-23	18	-13	-12
재고자산 감소(증가)	-98	-57	-3	-28	-27
매입채무 증가(감소)	74	-20	7	19	18
투자현금흐름	-568	-146	-96	-97	-98
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	557	441	480
(-)운전자본증가(감소)	45	91	21	22	21
(-)설비투자	12	18	20	16	16
(+)자산매각	-5	-11	-65	-104	-104
Free Cash Flow	302	493	450	300	338
(-)기타투자	566	155	-15	-24	-23
잉여현금	-264	338	465	323	362
NOPLAT	232	384	422	421	452
(+) Dep	28	80	72	85	98
(-)운전자본투자	45	91	21	22	21
(-)Capex	12	18	20	16	16
OpFCF	204	355	453	468	513

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	388	601	748	985	1,244
현금성자산	22	124	245	442	662
매출채권	118	161	151	164	177
재고자산	242	297	327	355	381
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	1,840	2,174	2,525
유동부채	564	576	430	399	367
매입채무	188	192	220	239	257
유동성이자부채	241	234	85	35	-15
비유동부채	35	51	88	89	90
비유동이자부채	30	27	58	58	58
부채총계	599	627	518	488	457
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	314	314	317	317	317
이익잉여금	226	625	990	1,355	1,736
자본조정	-2	-22	-22	-22	-22
자기주식	-4	-19	-19	-19	-19
자본총계	541	943	1,322	1,686	2,068

주요지표 (단위: 원, 배)					
12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주당지표					
EPS	5,893	11,532	11,193	11,552	12,409
BPS	70,647	24,055	33,671	43,182	53,149
DPS	1,100	1,600	2,000	2,400	2,900
CFPS	9,481	16,008	14,529	11,521	12,519
ROA(%)	-	32.6	25.0	22.0	20.1
ROE(%)	-	60.4	38.6	29.9	25.7
ROIC(%)	-	115.5	84.4	67.5	61.2
Multiples(x, %)					
PER	32.1	12.5	12.5	6.1	5.6
PBR	2.7	6.0	4.2	1.6	1.3
PSR	6.6	3.1	2.7	1.2	1.2
PCR	19.9	9.0	9.7	6.1	5.6
EV/EBITDA	21.3	9.4	8.5	3.5	2.9
배당수익률	0.6	1.1	1.4	3.4	4.1
안정성(%)					
부채비율	110.7	66.5	39.2	28.9	22.1
Net debt/Equity	46.1	14.5	-7.7	-20.7	-29.9
Net debt/EBITDA	71.0	22.7	-16.4	-52.8	-86.4
유동비율	68.9	104.4	173.8	247.0	339.3
이자보상배율(배)	68.1	50.1	50.2	89.7	151.8
자산구조(%)					
투자자본	25.0	33.1	34.8	35.1	34.8
현금+투자자산	75.0	66.9	65.2	64.9	65.2
자본구조(%)					
차입금	33.4	21.7	9.8	5.2	2.0
자기자본	66.6	78.3	90.2	94.8	98.0

[Compliance Notice]

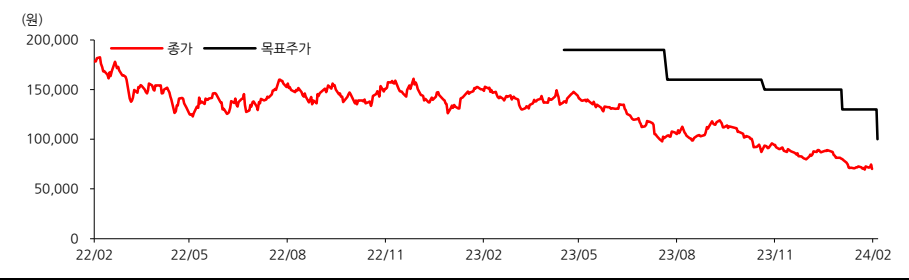
(공표일: 2024년 2월 13일)

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

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(₩)	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		

[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: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
------	----	----	----	----

금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%
------------	-------	------	------	--------