



BUY

목표주가(12M) 120,000원(하향)  
현재주가(1.04) 83,200원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,587.02
52주 최고/최저(원)	153,000/79,800
시가총액(십억원)	3,187.1
시가총액비중(%)	0.15
발행주식수(천주)	38,307.1
60일 평균 거래량(천주)	114.8
60일 평균 거래대금(십억원)	10.3
외국인지분율(%)	13.64
주요주주 지분율(%)	
F&F홀딩스 외 9인	60.51
국민연금공단	7.33

#### Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	2,039.0	2,370.0
영업이익(십억원)	587.5	679.3
순이익(십억원)	467.3	530.9
EPS(원)	12,017	13,694
BPS(원)	32,143	43,631

#### Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,089.2	1,808.9	2,003.2	2,238.7
영업이익	322.7	524.9	568.1	634.5
세전이익	314.3	605.2	623.0	646.1
순이익	225.8	441.8	453.9	483.6
EPS	8,852	11,532	11,849	12,624
증감율	N/A	30.28	2.75	6.54
PER	21.35	12.53	7.53	6.59
PBR	13.29	5.88	2.56	1.82
EV/EBITDA	21.34	9.41	8.34	7.21
ROE	41.71	60.40	40.60	31.70
BPS	14,224	24,554	34,810	45,840
DPS	1,100	1,600	1,600	1,600



Analyst 서현정 hjs0214@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2023년 1월 5일 | 기업분석\_Earnings Preview

## F&F (383220)

### 4Q23Pre: 소비 부진과 성장통의 이중고

#### 4분기 영업이익 1,606원(YoY 2%) 추산

4분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 9%, 2% 증가한 6,075억원과 1,606억원으로 시장기대치(OP 1,780억원)를 하회할 것으로 예상된다. 실적 부진은 국내적 요인이 컸다. 내수 매출이 YoY 10% 이상 역신장한 것으로 파악되는데 국내 소비 둔화 및 온화했던 겨울 날씨 영향에 기인한다. ① **MLB 한국**의 순수 내수 매출액은 YoY 20% 하락한 606억원, 면세 매출은 25% 감소한 464억원으로 전망한다. ② **디스커버리** 역시 4분기 성수기임에도 불구하고 매출이 YoY 9% 하락할 것으로 추산한다. ③ **MLB 키즈** 매출은 YoY 2% 감소한 314억원을 기록할 전망이다. 반면, ④ **중국 법인**은 전년도 기저효과로 YoY 57% 성장하며 전반적인 외형 성장을 견인할 전망이다. 온라인 부문은 YoY 15%, 오프라인은 70% 증가를 전망하며 매장수는 1,100개까지 확장한 듯 하다. 영업이익률은 26.4%(YoY -1.6%p)까지 하락할 것으로 예상되는데, i) 국내 매출 역신장에 따른 고정비 부담 증가, ii) 위안화 환율 하락 및 원가율 상승, iii) 신규 브랜드 투자(엔터/듀베티카/수프라 등) 영향 때문이다.

#### 소비 부진 영향 지속, 중장기 성장 요인 모색 과정

전년도 낮은 베이스 및 성수기 효과를 감안하면 부진한 실적이다. 2024년 연결 매출은 2조 2,387억원(YoY 12%), 영업이익 6,345억원(YoY 12%)을 전망한다. 2024년 내수 성장률은 5%, 중국 법인 매출 증가율은 18%로 추정한다. 국내 소비지표 악화는 내수 실적 부담으로 작용할 것이며, 중국 법인은 점포수 증가폭 둔화에 따라 성장 둔화가 불가피할 것으로 보인다. 향후 공격적 출점보다는 기존 매장의 영업면적 확대, 점포 리뉴얼을 통한 점포당 매출 초점에 주력할 계획이다. 구조적 성장이 어려운 상황에서 무엇보다도 신규 브랜드 인지도 상승 및 사업다각화(엔터사업/테일러메이드 IPO) 등 새로운 성장 동력이 필요한 시점이다.

#### 투자의견 BUY, 목표주가 12만원 하향

실적추정치 및 밸류에이션 하향 조정에 따라 목표주가를 12만원으로 내린다. 목표주가 12만원은 12MF PER 10배다. 제한적인 실적모멘텀과 중국 성장률 둔화 등으로 현재 주가 12MF PER 6.6배까지 하락했다. 단기 주가 모멘텀 회복은 i) 국내외 소비경기 회복과 이에 따른 ii) 추가적인 실적 추정치 하향 조정 일단락이 전제되어야 한다. 향후 분기 실적을 확인하면서 접근이 유효하다.

표 1. F&amp;F 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2023년	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024년
<b>매출</b>	<b>497</b>	<b>405</b>	<b>493</b>	<b>608</b>	<b>2,003</b>	<b>552</b>	<b>444</b>	<b>569</b>	<b>674</b>	<b>2,239</b>
국내	406	325	484	502	1,717	442	357	511	588	1,899
MLB	255	202	360	249	1,067	284	218	379	319	1,200
MLB Kids	29	23	31	31	115	29	25	33	33	120
Discovery	111	88	70	186	456	106	92	73	204	475
해외	227	159	279	213	878	281	192	321	237	1,030
홍콩	19	19	18	23	79	21	22	20	24	87
중국	208	140	261	191	799	261	170	301	212	944
<b>영업이익</b>	<b>149</b>	<b>110</b>	<b>149</b>	<b>161</b>	<b>568</b>	<b>157</b>	<b>114</b>	<b>176</b>	<b>187</b>	<b>635</b>
세전이익	152	107	161	204	623	154	112	183	197	646
순이익	119	87	119	129	455	116	84	138	148	485
<b>매출(YoY,%)</b>	<b>13.8</b>	<b>9.2</b>	<b>11.6</b>	<b>8.7</b>	<b>10.7</b>	<b>11.0</b>	<b>9.4</b>	<b>15.4</b>	<b>11.0</b>	<b>11.8</b>
국내	-0.4	11.7	13.6	1.5	6.1	8.9	9.9	5.6	17.2	10.6
MLB	-3.0	18.1	15.1	1.8	7.5	11.3	8.1	5.2	27.8	12.5
MLB Kids	-2.0	10.5	12.4	-2.0	4.0	-0.1	5.6	7.2	4.6	4.3
Discovery	-0.3	-8.4	-11.0	-9.4	-7.4	-5.0	4.0	4.0	9.9	4.2
해외	40.9	33.8	30.6	54.1	39.0	23.9	20.4	15.1	11.1	17.4
홍콩	85.5	62.4	58.3	30.3	55.3	8.0	15.0	10.0	7.9	10.1
중국	37.8	30.7	29.0	57.5	37.5	25.4	21.2	15.4	11.4	18.1
<b>영업이익(YoY,%)</b>	<b>10.6</b>	<b>15.9</b>	<b>7.3</b>	<b>2.4</b>	<b>8.2</b>	<b>5.5</b>	<b>3.8</b>	<b>18.6</b>	<b>16.4</b>	<b>11.7</b>
세전이익(YoY,%)	12.9	14.1	4.5	-8.8	2.9	1.8	3.8	14.3	-3.3	3.7
순이익(YoY,%)	23.3	26.2	8.8	-22.7	2.7	-2.7	-4.3	15.5	14.0	6.5

주: MLB와 MLB Kids 매출에는 면세와 수출 실적 포함

자료: F&amp;F, 하나증권

표 2. F&amp;F 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출</b>	<b>1,809</b>	<b>2,003</b>	<b>2,239</b>	<b>2,411</b>
국내	1,619	1,717	1,899	2,045
MLB	992	1,067	1,200	1,304
MLB Kids	111	115	120	128
Discovery	492	456	475	498
해외	632	878	1,030	1,111
홍콩	51	79	87	94
상해	581	799	944	1,017
<b>영업이익</b>	<b>525</b>	<b>568</b>	<b>635</b>	<b>684</b>
세전이익	605	623	646	682
지배순이익	442	454	484	511
적정시가총액	3,799	4,178	4,596	5,056
주식수(천주)	38,307	38,307	38,307	38,307
적정주가(원)	99,160	109,077	119,984	131,983
적정PER(배)	8.6	9.2	9.5	9.9
EPS(원)	11,532	11,849	12,624	13,332
영업이익률(%)	29.0	28.4	28.3	28.3
매출 (YoY,%)	22.1	10.7	11.8	7.7
영업이익 (YoY,%)	23.8	8.2	11.7	7.7
순이익 (YoY,%)	41.9	2.7	6.5	5.6

자료: F&amp;F, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,089.2	1,808.9	2,003.2	2,238.7	2,411.5
매출원가	292.8	532.7	621.0	694.7	749.1
매출총이익	796.4	1,276.2	1,382.2	1,544.0	1,662.4
판매비	473.7	751.3	814.1	909.5	978.8
영업이익	322.7	524.9	568.1	634.5	683.6
금융손익	0.3	(9.6)	(7.8)	(7.6)	(7.4)
종속/관계기업손익	(9.4)	88.9	62.2	18.7	5.6
기타영업외손익	0.8	1.0	0.6	0.6	0.6
세전이익	314.3	605.2	623.0	646.1	682.3
법인세	88.6	162.5	168.2	161.5	170.6
계속사업이익	225.8	442.7	454.8	484.6	511.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	225.8	442.7	454.8	484.6	511.7
비배주주지분 순이익	0.0	0.9	0.9	1.0	1.0
지배주주순이익	225.8	441.8	453.9	483.6	510.7
지배주주지분포괄이익	227.1	437.7	453.9	483.6	510.7
NOPAT	231.8	383.9	414.7	475.9	512.7
EBITDA	351.0	605.2	617.5	666.4	705.0
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	66.08	10.74	11.76	7.72
NOPAT증가율	N/A	65.62	8.02	14.76	7.73
EBITDA증가율	N/A	72.42	2.03	7.92	5.79
영업이익증가율	N/A	62.66	8.23	11.69	7.74
(지배주주)순이익증가율	N/A	95.66	2.74	6.54	5.60
EPS증가율	N/A	30.28	2.75	6.54	5.61
수익성(%)					
매출총이익률	73.12	70.55	69.00	68.97	68.94
EBITDA이익률	32.23	33.46	30.83	29.77	29.23
영업이익률	29.63	29.02	28.36	28.34	28.35
계속사업이익률	20.73	24.47	22.70	21.65	21.22

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	8,852	11,532	11,849	12,624	13,332
BPS	14,224	24,554	34,810	45,840	57,579
CFPS	14,242	16,008	17,320	17,192	17,581
EBITDAPS	13,764	15,799	16,120	17,395	18,404
SPS	42,707	47,221	52,294	58,442	62,952
DPS	1,100	1,600	1,600	1,600	1,600
주기지표(배)					
PER	21.35	12.53	7.53	6.59	6.24
PBR	13.29	5.88	2.56	1.82	1.44
PCFR	13.27	9.03	5.15	4.84	4.73
EV/EBITDA	21.34	9.41	8.34	7.21	6.26
PSR	4.43	3.06	1.71	1.42	1.32
재무비율(%)					
ROE	41.71	60.40	40.60	31.70	26.03
ROA	19.80	32.60	25.45	21.69	18.91
ROIC	80.18	97.77	85.97	102.18	111.01
부채비율	110.68	66.48	49.39	39.79	33.02
순부채비율	46.07	14.54	(16.12)	(31.87)	(43.08)
이자보상배율(배)	68.13	50.11	54.86	60.23	63.84

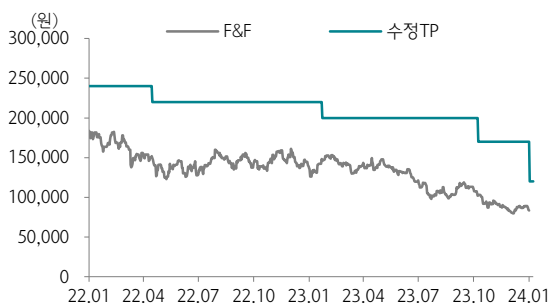
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	388.5	601.2	1,009.3	1,422.1	1,863.1
금융자산	21.6	123.5	480.3	831.0	1,226.3
현금성자산	14.6	102.0	456.5	804.3	1,197.5
매출채권	100.1	129.4	143.3	160.1	172.5
재고자산	242.3	297.5	329.4	368.2	396.6
기타유동자산	24.5	50.8	56.3	62.8	67.7
비유동자산	751.9	969.0	987.9	1,038.9	1,078.3
투자자산	563.0	644.7	713.1	795.9	856.7
금융자산	18.7	8.7	8.8	8.8	8.9
유형자산	71.5	77.2	52.6	40.1	33.7
무형자산	17.0	132.9	108.1	88.7	73.7
기타비유동자산	100.4	114.2	114.1	114.2	114.2
자산총계	1,140.3	1,570.2	1,997.2	2,461.1	2,941.3
유동부채	563.7	575.9	606.6	643.8	671.0
금융부채	241.4	233.7	237.9	243.0	246.7
매입채무	105.2	99.7	110.5	123.4	133.0
기타유동부채	217.1	242.5	258.2	277.4	291.3
비유동부채	35.4	51.1	53.7	56.8	59.1
금융부채	29.6	27.0	27.0	27.0	27.0
기타비유동부채	5.8	24.1	26.7	29.8	32.1
부채총계	599.1	627.0	660.3	700.6	730.1
지배주주지분	541.3	921.5	1,314.4	1,736.9	2,186.5
자본금	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	313.9	313.9	313.9	313.9	313.9
자본조정	(3.6)	(19.1)	(19.1)	(19.1)	(19.1)
기타포괄이익누계액	1.2	(2.5)	(2.5)	(2.5)	(2.5)
이익잉여금	226.0	625.4	1,018.2	1,440.8	1,890.4
비지배주주지분	0.0	21.7	22.6	23.6	24.7
자본총계	541.3	943.2	1,337.0	1,760.5	2,211.2
순금융부채	249.4	137.2	(215.5)	(561.1)	(952.7)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	291.5	344.1	488.7	496.9	519.8
당기순이익	225.8	442.7	454.8	484.6	511.7
조정	104.7	40.5	52.9	35.4	25.0
감가상각비	28.3	80.3	49.4	31.8	21.4
외환거래손익	(2.3)	2.5	0.0	0.0	0.0
지분법손익	9.4	(88.9)	0.0	0.0	0.0
기타	69.3	46.6	3.5	3.6	3.6
영업활동 자산부채변동	(39.0)	(139.1)	(19.0)	(23.1)	(16.9)
투자활동 현금흐름	(567.5)	(145.8)	(70.7)	(85.7)	(62.8)
투자자산감소(증가)	(553.5)	7.2	(68.4)	(82.9)	(60.8)
자본증가(감소)	(11.7)	(17.9)	0.0	0.0	0.0
기타	(2.3)	(135.1)	(2.3)	(2.8)	(2.0)
재무활동 현금흐름	158.4	(108.9)	(60.3)	(59.5)	(60.9)
금융부채증가(감소)	270.9	(10.2)	4.2	5.0	3.7
자본증가(감소)	317.7	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(430.2)	(56.6)	(3.5)	(3.5)	(3.6)
배당지급	0.0	(42.1)	(61.0)	(61.0)	(61.0)
현금의 증감	(117.6)	89.3	484.8	347.8	393.2
Unlevered CFO	363.2	613.2	663.5	658.6	673.5
Free Cash Flow	279.5	326.1	488.7	496.9	519.8

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

F&amp;F



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.1.5	BUY	120,000		
23.10.12	BUY	170,000	-47.40%	-39.29%
23.1.26	BUY	200,000	-36.46%	-23.50%
22.4.19	BUY	220,000	-35.35%	-26.82%
21.11.5	BUY	240,000	-29.59%	-18.42%

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(서현정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 1월 5일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(서현정)는 2024년 1월 5일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

## 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현재주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 하락 가능

## 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.01%	5.53%	0.46%	100%

\* 기준일: 2024년 01월 04일