



Buy(Maintain)

목표주가: 120,000원

주가(2/7): 74,600원

시가총액: 2조 8,577억원



화학품/섬유업 Analyst 조소정

sojcho@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/7)	2,609.58pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	153,000원	69,400원
등락률	-51.2%	7.5%
수익률	절대	상대
1M	-8.1%	-9.2%
6M	-30.1%	-30.9%
1Y	-50.3%	-53.3%

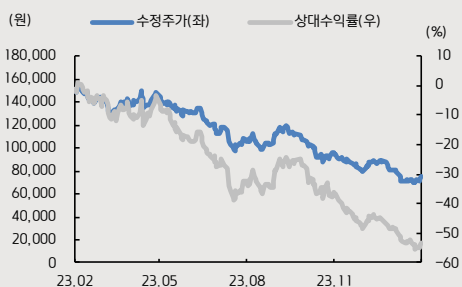
Company Data

발행주식수	38,307천주
일평균 거래량(3M)	112천주
외국인 지분율	14.2%
배당수익률(23E)	2.6%
BPS(23E)	32,579원
주요 주주	F&F 홀딩스 외 9 인
	60.5%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,089.2	1,808.9	1,978.0	2,087.7
영업이익	322.7	524.9	551.8	566.5
EBITDA	351.0	605.2	568.1	582.0
세전이익	314.3	605.2	560.0	571.8
순이익	225.8	442.7	428.5	428.8
지배주주지분순이익	225.8	441.8	418.4	430.0
EPS(원)	8,852	11,532	10,922	11,225
증감률(% YoY)	NA	30.3	-5.3	2.8
PER(배)	21.4	12.5	8.2	6.6
PBR(배)	13.38	6.01	2.74	1.81
EV/EBITDA(배)	21.3	9.4	5.9	4.4
영업이익률(%)	29.6	29.0	27.9	27.1
ROE(%)	41.7	60.4	38.6	30.4
순차입금비용(%)	46.1	14.5	-6.2	-18.9

Price Trend



F&F (383220)

2보 전진을 위한 1보 후퇴



F&F의 4Q 매출액은 5,832억원 (+4% YoY), 영업이익은 1,440억원 (-8% YoY, OPM 24.7%)을 기록, 시장예상치를 하회했다. 내수 부진과 위안화 약세 때문이었다. 24년은 실적 성장폭이 크지 않을 것으로 예상되지만, 향후 중국 내 영업환경이 개선될 경우 동사에 대한 관심이 증가할 가능성은 염두에 둘 필요가 있다.

>>> 4Q: 내수 부진, 위안화 약세로 아쉬웠던 실적

F&F의 4분기 매출액은 5,832억원 (+4% YoY), 영업이익은 1,440억원 (-8% YoY, OPM 24.7%)을 기록, 시장예상치를 하회했다. 내수 부진과 위안화 약세 때문이었다.

국내: 내수와 면세는 예상대로 부진했다. 면세 매출은 540억원 (-24% YoY), 내수 매출은 2,764억원 (-8% YoY)을 기록했다. 면세는 B2B 영업 축소와 자체적인 물량 조정 영향으로, 내수는 국내 의류 경기 위축 영향으로 부진했다.

- 내수: MLB -13%, 키즈 -10%, Discovery -5%
- 면세: MLB -28%, 키즈 Flat, Discovery +6%

중화권: 성장세는 견조했지만, 이번 분기도 위안화 약세가 아쉬웠다. 중국법인 매출은 2,047억원 (+69%, 위안화 기준 +76%), 홍콩법인은 212억원 (+22% YoY)을 기록했다. 채널 확대와 높은 브랜드 수요 덕분에 견조한 성장세를 유지했다. 4분기 말 기준 중국 내 오프라인 매장은 1,129개 (대리상 1,048개, 직영점 81개), 홍콩 19개였다.

>>> 24: 2보 전진을 위한 1보 후퇴

24년 매출은 2조 877억원 (+6% YoY), 영업이익은 5,665억원 (+3% YoY, OPM 27%)을 기록할 전망이다. 올해 중국은 신규 브랜드 육성과 질적 성장에 초점을 맞출 계획이다. 기존 유통망을 활용하여 신규 브랜드 듀베티카와 수프라를 육성하고, 기존 브랜드 MLB는 채널 확장 보다는 각 매장의 매출 확대에 집중할 계획이다. 한편 비중국 채널은 기존 국가 내 채널 확장과 신규 국가(인도, 중동 6개국) 진출이 예정되어 있다. 신규 브랜드 육성, 수익성 중심 경영, 지역 포트폴리오 다변화는 향후 동사의 중장기적인 성장을 위해 거쳐야 하는 단계다. 24년은 미래 성장을 위해 잠시 쉬어가는 시기가 될 것이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가는 120,000원으로 하향조정한다. 단기적으로 실적 눈높이를 낮출 필요가 있다. 국내 매출은 내수 소비 둔화, 다이고 채널 축소 영향으로 회복이 어렵고, 중국은 불안정한 매크로 환경으로 인해 보수적인 관점을 유지, 그 외 해외 비중국 채널은 당장 주목하기엔 비중이 아직 작다. 다만 향후 중국 내 영업환경이 개선될 경우, 동사에 대한 관심이 증가할 가능성은 염두에 둘 필요가 있다.

F&F 실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출		497.4	405.5	491.9	583.2	500.5	406.5	529.5	651.1	1,809.1	1,978.0	2,087.7
		+14%	+9%	+11%	+4%	+1%	+0%	+8%	+12%	+50%	+9%	+6%
국내		404.6	323.8	470.4	489.9	386.2	315.6	479.5	497.3	1,610.7	1,688.7	1,678.7
		+0%	+12%	+11%	-0%	-5%	-3%	+2%	+2%	+14%	+5%	-1%
	MLB	255.0	202.0	360.0	253.6	233.6	182.5	355.9	239.9	991.0	1,070.6	1,012.0
		-3%	+18%	+15%	+4%	-8%	-10%	-1%	-5%	+13%	+8%	-5%
	면세	42.4	39.5	31.0	44.5	33.0	29.0	29.0	30.0	238.6	157.4	121.0
		-37%	-32%	-39%	-28%	+0%	-27%	-6%	-33%	-20%	-34%	-23%
	내수	68.4	69.8	56.0	66.2	60.2	59.3	50.4	59.6	272.1	260.4	229.5
		+3%	+4%	-10%	-13%	-12%	-15%	-10%	-10%	+21%	-4%	-12%
	MLB Kids	29.4	23.2	31.0	32.3	30.9	25.2	34.2	34.1	109.9	115.9	124.4
		+0%	+10%	+13%	+1%	+5%	+9%	+10%	+6%	+18%	+5%	+7%
	Discovery	111.4	88.0	70.0	194.8	112.0	98.3	79.8	213.6	491.5	464.2	510.6
		+0%	-8%	-12%	-5%	+1%	+12%	+14%	+10%	+11%	-6%	+10%
해외		227.2	159.0	278.0	225.9	247.8	179.6	314.5	264.8	631.8	890.1	1,006.7
		+41%	+34%	+30%	+63%	+9%	+13%	+13%	+17%	+48%	+41%	+13%
	중국	207.9	140.0	260.5	204.7	225.0	157.5	293.1	239.3	581.0	813.1	915.0
		+38%	+31%	+29%	+69%	+8%	+13%	+13%	+17%	+51%	+40%	+13%
	오프라인	187.1	118.0	246.2	169.9	201.1	132.2	274.9	187.3	500.1	721.2	795.5
		+40%	+32%	+40%	+91%	+7%	+12%	+12%	+10%	+56%	+44%	+10%
	온라인	20.8	22.0	14.3	34.8	23.9	25.3	18.3	52.0	80.7	91.9	119.5
		+22%	+25%	+1%	+9%	+15%	+15%	+28%	+49%	+33%	+14%	+30%
	홍콩	19.3	19.0	17.5	21.2	22.8	22.1	21.3	25.5	50.8	77.0	91.7
		+86%	+62%	+54%	+23%	+18%	+16%	+22%	+20%	+20%	+52%	+19%
영업이익		148.8	110.4	148.5	144.0	145.3	103.9	143.8	173.6	524.9	551.8	566.5
YoY		+11%	+16%	+7%	-8%	-2%	-6%	-3%	+21%	+49%	+5%	+3%
OPM		29.9%	27.2%	30.2%	24.7%	29.0%	25.5%	27.2%	26.7%	29.0%	27.9%	27.1%
세전이익		151.6	107.4	160.5	140.5	143.9	101.4	155.1	171.3	605.2	560.0	571.8
YoY		+13%	+14%	+4%	-37%	-5%	-6%	-3%	+22%	+77%	-7%	+2%
		30.5%	26.5%	32.6%	24.1%	28.8%	25.0%	29.3%	26.3%	33.5%	28.3%	27.4%
당기순이익		118.9	87.4	119.1	103.1	108.0	76.1	116.3	128.5	442.7	428.5	428.8
YoY		+23%	+26%	+9%	-38%	-9%	-13%	-2%	+25%	+79%	-3%	+0%
NPM		23.9%	21.5%	24.2%	17.7%	21.6%	18.7%	22.0%	19.7%	24.5%	21.7%	20.5%

자료: F&F, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,089.2	1,808.9	1,978.0	2,087.7	2,203.6
매출원가	292.8	532.7	631.2	646.2	682.1
매출총이익	796.4	1,276.2	1,346.8	1,441.5	1,521.5
판관비	473.7	751.3	795.0	875.0	1,050.0
영업이익	322.7	524.9	551.8	566.5	471.5
EBITDA	351.0	605.2	568.1	582.0	486.2
영업외손익	-8.4	80.3	8.2	5.2	55.4
이자수익	1.3	2.2	7.9	13.4	18.4
이자비용	4.7	10.5	14.9	18.5	22.1
외환관련이익	6.6	10.0	9.2	9.2	9.2
외환관련손실	2.4	12.5	9.2	9.2	9.2
종속 및 관계기업손익	-9.4	88.9	10.3	10.3	61.0
기타	0.2	2.2	4.9	0.0	-1.9
법인세차감전이익	314.3	605.2	560.0	571.8	526.9
법인세비용	88.6	162.5	131.5	142.9	131.7
계속사업순이익	225.8	442.7	428.5	428.8	395.1
당기순이익	225.8	442.7	428.5	428.8	395.1
지배주주순이익	225.8	441.8	418.4	430.0	396.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	NA	66.1	9.3	5.5	5.6
영업이익 증감율	NA	62.7	5.1	2.7	-16.8
EBITDA 증감율	NA	72.4	-6.1	2.4	-16.5
지배주주순이익 증감율	NA	95.7	-5.3	2.8	-7.9
EPS 증감율	NA	30.3	-5.3	2.8	-7.9
매출총이익율(%)	73.1	70.6	68.1	69.0	69.0
영업이익률(%)	29.6	29.0	27.9	27.1	21.4
EBITDA Margin(%)	32.2	33.5	28.7	27.9	22.1
지배주주순이익률(%)	20.7	24.4	21.2	20.6	18.0

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	291.5	344.1	393.0	427.6	345.6
당기순이익	225.8	442.7	428.5	428.8	395.1
비현금항목의 가감	137.4	170.5	145.9	154.6	90.5
유형자산감가상각비	27.4	48.5	5.0	5.3	5.6
무형자산감가상각비	0.9	31.8	11.3	10.1	9.1
지분법평가손익	-9.4	-88.9	-10.3	-10.3	-61.0
기타	118.5	179.1	139.9	149.5	136.8
영업활동자산부채증감	-39.0	-139.1	-53.3	-18.1	-15.1
매출채권및기타채권의감소	-39.6	-23.3	-15.0	-9.7	-10.3
재고자산의감소	-97.8	-56.6	-27.8	-18.0	-19.0
매입채무및기타채무의증가	74.2	-20.0	20.2	18.2	19.9
기타	24.2	-39.2	-30.7	-8.6	-5.7
기타현금흐름	-32.7	-130.0	-128.1	-137.7	-124.9
투자활동 현금흐름	-567.5	-145.8	-210.7	-210.9	-152.4
유형자산의 취득	-12.0	-17.9	-8.0	-8.0	0.0
유형자산의 처분	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-5.3	-11.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-572.4	7.2	-91.2	-91.2	-40.5
단기금융자산의감소(증가)	-7.0	-14.5	-2.2	-2.4	-2.6
기타	29.0	-109.4	-109.3	-109.3	-109.3
재무활동 현금흐름	158.4	-108.9	12.5	-34.2	-38.0
차입금의 증가(감소)	185.0	-14.9	110.0	90.0	90.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-3.6	-15.5	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-42.1	-61.0	-87.7	-91.5
기타	-23.0	-36.4	-36.5	-36.5	-36.5
기타현금흐름	3.1	-1.9	129.8	129.8	129.8
현금 및 현금성자산의 순증가	-114.5	87.4	324.7	312.4	285.0
기초현금 및 현금성자산	129.1	14.6	102.0	426.7	739.1
기말현금 및 현금성자산	14.6	102.0	426.7	739.1	1,024.1

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	388.5	601.2	974.8	1,322.0	1,644.6
현금 및 현금성자산	14.6	102.0	426.7	739.1	1,024.1
단기금융자산	7.0	21.6	23.7	26.1	28.7
매출채권 및 기타채권	118.4	160.6	175.6	185.4	195.7
재고자산	242.3	297.5	325.3	343.3	362.4
기타유동자산	6.2	19.5	23.5	28.1	33.7
비유동자산	751.9	969.0	1,062.2	1,156.3	1,243.1
투자자산	563.0	644.7	746.2	847.7	949.2
유형자산	71.5	77.2	80.2	82.9	77.3
무형자산	17.0	132.9	121.6	111.5	102.3
기타비유동자산	100.4	114.2	114.2	114.2	114.3
자산총계	1,140.3	1,570.2	2,037.0	2,478.3	2,887.7
유동부채	563.7	575.9	646.1	714.2	784.1
매입채무 및 기타채무	187.8	192.0	212.1	230.3	250.2
단기금융부채	241.4	233.7	283.7	333.7	383.7
기타유동부채	134.5	150.2	150.3	150.2	150.2
비유동부채	35.4	51.1	111.1	151.1	191.1
장기금융부채	29.6	27.0	87.0	127.0	167.0
기타비유동부채	5.8	24.1	24.1	24.1	24.1
부채총계	599.1	627.0	757.2	865.3	975.2
지배지분	541.3	921.5	1,248.0	1,582.4	1,883.0
자본금	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	313.9	313.9	313.9	313.9	313.9
기타자본	-3.6	-19.1	-19.1	-19.1	-19.1
기타포괄손익누계액	1.2	-2.5	-6.6	-10.7	-14.8
이익잉여금	226.0	625.4	956.0	1,294.5	1,599.2
비지배지분	0.0	21.7	31.8	30.6	29.5
자본총계	541.3	943.2	1,279.8	1,613.0	1,912.5

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	8,852	11,532	10,922	11,225	10,344
BPS	14,129	24,055	32,579	41,308	49,155
CFPS	14,242	16,008	14,994	15,230	12,679
DPS	5,500	1,600	2,300	2,400	2,400
주가배수(배)					
PER	21.4	12.5	8.2	6.6	7.2
PER(최고)	22.5	16.5	14.2		
PER(최저)	8.1	10.1	7.2		
PBR	13.38	6.01	2.74	1.81	1.52
PBR(최고)	14.13	7.90	4.77		
PBR(최저)	5.10	4.86	2.43		
PSR	4.43	3.06	1.73	1.37	1.30
PCFR	13.3	9.0	5.9	4.9	5.9
EV/EBITDA	21.3	9.4	5.9	4.4	4.9
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	18.6	13.8	20.5	21.3	23.2
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.6	1.1	2.6	3.2	3.2
ROA	19.8	32.7	23.8	19.0	14.7
ROE	41.7	60.4	38.6	30.4	22.9
ROIC	99.2	126.4	96.1	94.0	77.6
매출채권회전율	18.4	13.0	11.8	11.6	11.6
재고자산회전율	9.0	6.7	6.4	6.2	6.2
부채비율	110.7	66.5	59.2	53.6	51.0
순차입금비용	46.1	14.5	-6.2	-18.9	-26.3
이자보상배율	68.1	50.1	37.1	30.6	21.3
총차입금	270.9	260.7	370.7	460.7	550.7
순차입금	249.4	137.2	-79.7	-304.4	-502.1
NOPLAT	351.0	605.2	568.1	582.0	486.2
FCF	175.9	313.6	377.2	414.2	353.3

Compliance Notice

- 당사는 2월 7일 현재 'F&F(383220)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

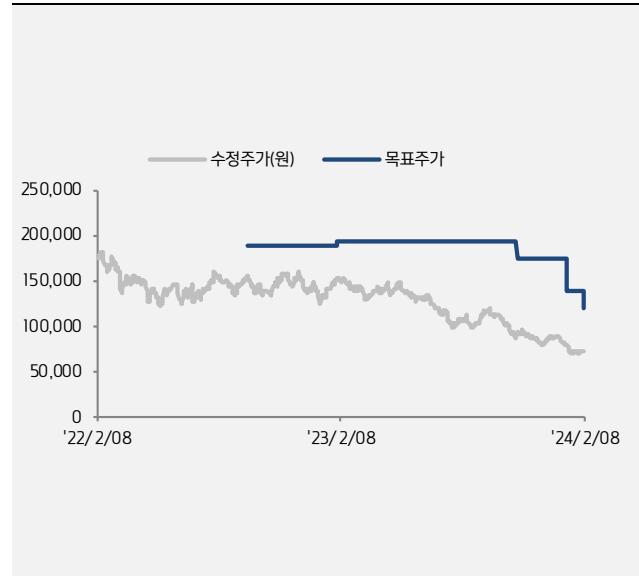
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
F&F (383220)	2022-09-20	Buy(Initiate)	190,000원	6개월	-25.09	-17.89
	2022-11-02	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-19.98	-16.32
	2022-11-29	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-23.29	-15.26
	2023-01-16	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-23.50	-15.26
	2023-02-02	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-27.32	-21.54
	2023-04-21	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-27.53	-21.54
	2023-05-03	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-28.09	-21.54
	2023-06-08	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-29.31	-21.54
	2023-07-06	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-31.55	-21.54
	2023-08-01	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-44.26	-38.97
	2023-10-06	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-45.69	-38.97
	2023-10-30	Buy(Maintain)	174,000원	6개월	-49.93	-45.00
	2024-01-12	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-47.45	-43.57
	2024-02-08	Buy(Maintain)	120,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

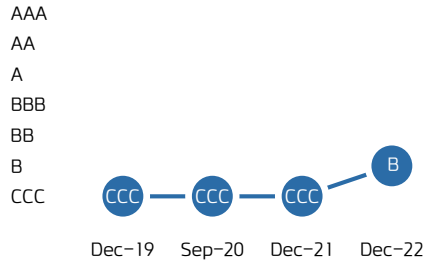
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/01/01~2023/12/31)

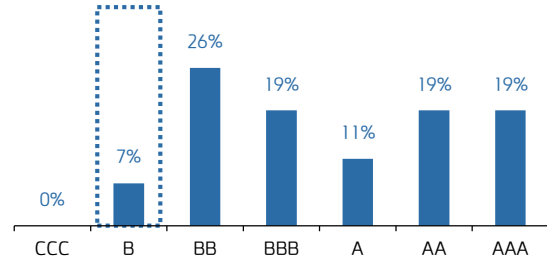
매수	중립	매도
96.65%	3.35%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주: MSCI ACWI 구성 종목 섬유·의복/사치재 기업 27개

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈에 대한 가중 평균	2.9	5		
환경	3.5	5.1	27.0%	▲0.6
원재료 출처	3.3	4.3	16.0%	
제품 탄소 발자국	3.8	6	11.0%	▲1.5
사회	2.7	4.5	36.0%	▲0.4
노동 관리	4.7	4.4	21.0%	▲0.8
화학적 안전성		3.9	15.0%	
지배구조	2.6	5.5	37.0%	▲1.7
기업 지배구조	3.1	6.2		▲0.7
기업 행동	5.0	6.2		▲3.2

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
	해당 없음

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

주요 피어 그룹 (섬유·의복/사치재)	원재료 출처	제품 탄소 발자국	화학적 안전성	노동 관리	기업 지배구조	기업 행동	등급	지표 추이			
LVMH	●●●●	●●●●	●●●●	●●	●●	●●	AA	▲			
에실로룩스티카	●●	●●●	●●●●	●	●●●●	●●●	AA	▲			
리치몬드	●●●	●●●●	●●	●●●●	●●●	●	AA	◀▶			
에르메스	●●	●●●	●●●	●●●	●●●	●●●	A	▲			
나이키	●●●●	●●●●	●	●	●	●●	BBB	▼			
F&F	●●	●	●	●●	●	●	B	▲			

평가 표시 : 최저 등급 ●, 최상 등급 ●●●●

등급 변화 추이: 유지 ◀▶ 한 단계 상향조정 ▲ 두 단계 이상 상향 조정 ▲▲ 하향조정 ▼ 두 단계 이상 하향 조정 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치