

## F&amp;F (383220/KS)

내수 부진, 중국 견조

SK증권 리서치센터

## 매수(유지)

목표주가: 101,000 원(유지)

현재주가: 65,900 원

상승여력: 53.3%

Analyst  
형권훈kh.hyung@sks.co.kr  
3773-9997

## Company Data

발행주식수	3,831 만주
시가총액	2,524 십억원
주요주주	
F&F홀딩스(외9)	61.63%
브이아이피자산운용	6.65%

## Stock Data

주가(24/04/30)	65,900 원
KOSPI	2,692.06 pt
52주 최고가	147,800 원
52주 최저가	62,100 원
60일 평균 거래대금	12 십억원

## 주가 및 상대수익률



## 1Q24 Review: 컨센서스 부합

1분기 실적은 매출액 5,070억 원(+1.9% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 1,302억 원(-12.5%) 기록해 시장 컨센서스에 부합했다. 국내 부문의 매출 성장률은 MLB와 Discovery 각각 -25.6%, -4.2% 기록해 예상대로 부진한 흐름을 이어갔으나, MLB 중국 매출액은 15.0% 성장하며 당사 추정치인 8.0% 성장률을 상회했다. 영업이익률의 경우 ① 국내 부문의 판매 할인을 증가, ② 1분기 위안화 약세, ③ 고정비 증가 영향으로 전년 동기 대비 4.2%p 감소했다.

## 당분간 재정비의 시간이 지속될 것

동사의 실적은 영업이익을 기준으로 최근 2개 분기 연속으로 역 성장 중이다. 실적 역 성장 원인은 국내 부문의 실적 감소와, 이를 상쇄할 만큼의 충분한 실적 성장률이 중국 부문에서 나오지 않고 있는 것으로 요약할 수 있다. 국내 부문의 부진은 거시경제 환경상 내수 소비 자체가 부진한 영향도 물론 있으나 브랜드력 저하가 더 큰 영향을 주고 있는 것으로 분석한다. 이는 Discovery 보다 MLB에서 더욱 명확하게 관찰되고 있다. 중국의 경우 1분기 매출 성장률이 예상보다 잘 나오긴 했으나, 매장 수 증가율에 비하면 다소 아쉬운 수준이라고 판단하며, 무엇보다 국내 부문의 실적 부진을 상쇄하기에는 부족했다. 동사는 MLB 제품력 보완, MLB 중국 점포 개편, 듀베티카와 수프라 중국 신 사업을 통해 기존 사업을 재정비하고 있고 신규 사업을 육성 중이나, 성과가 실적으로 가시화되기까지는 다소 시간이 걸릴 전망이다.

## 트레이딩 관점에서의 접근 유효 관점 유지

하반기에 국내 부문의 기저가 작년에 워낙 낮았기 때문에 실적의 부담감은 연말로 갈수록 완화될 전망이다. 또한 최근 중국 제조업과 수출 경기의 회복 시그널이 조금씩 나타나고 있다. 동사의 시장 컨센서스 기준 12개월 선행 PER은 5.9배 수준으로 역사적 저점에 위치해 있다. 실적 부진과 중국 경기에 대한 우려는 주가에 충분히 반영되었다고 판단하며, 중국 경기회복 모멘텀 등 사소한 호재에도 민감하게 반응할 만한 주가 레벨이며, 트레이딩 관점에서의 매력도가 존재한다고 판단한다. F&F 투자 의견 '매수', 목표주가 101,000 원을 유지한다.

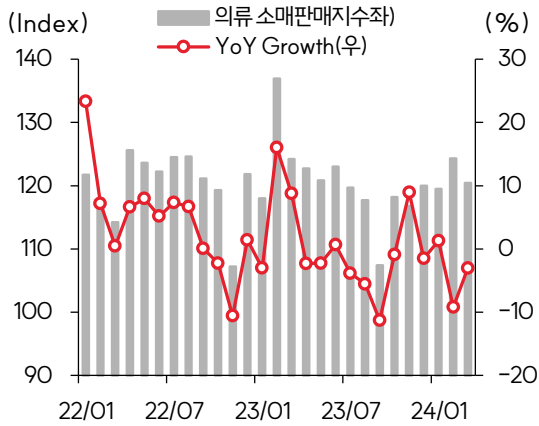
## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	1,089	1,809	1,978	2,105	2,196	2,402
영업이익	십억원	323	525	552	560	596	651
순이익(지배주주)	십억원	226	442	425	441	478	519
EPS	원	5,893	11,532	11,096	11,503	12,468	13,537
PER	배	32.1	12.5	8.0	5.7	5.3	4.9
PBR	배	13.3	5.9	2.6	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA	배	21.3	9.4	5.5	3.4	3.5	2.8
ROE	%	41.7	60.4	38.4	29.8	25.5	22.5

F&F 부문별 실적추정치									(단위: 십억 원, %)			
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	22	23	24E	25E
매출액	497	405	493	583	507	413	550	634	1,809	1,979	2,105	2,196
YoY (%)	14	9	12	4	2	2	12	9	22	9	6	4
QoQ (%)	-11	-18	22	18	-13	-18	33	15	-	-	-	-
MLB 한국	152	132	102	136	111	106	94	129	603	521	441	453
성인	122	109	87	111	91	88	79	102	515	428	360	371
성인 면세	42	39	31	45	36	32	28	40	238	157	135	142
성인 비면세	80	70	56	66	55	56	51	62	276	272	225	229
아동	30	23	15	25	21	18	16	26	88	93	81	82
MLB 중국	208	140	261	205	239	162	305	237	581	813	944	1,044
MLB 홍콩	19	19	18	21	22	21	20	23	51	77	86	94
디스커버리	111	88	70	195	107	89	74	210	492	465	479	489
기타	7	26	19	16	15	24	33	24	76	68	96	116
부문별 매출액 YoY 성장률												
MLB 한국	-6	-10	-19	-20	-26	-19	-8	-5	1	-14	-15	3
성인	-12	-13	-23	-20	-26	-19	-10	-7	-1	-17	-16	3
성인 면세	-37	-33	-39	-27	-16	-18	-10	-10	9	-34	-14	5
성인 비면세	14	3	-10	-13	-31	-19	-9	-6	-8	-2	-17	2
아동	29	14	16	-22	-30	-21	2	5	15	5	-13	2
MLB 중국	38	31	29	69	15	16	17	16	52	40	16	11
MLB 홍콩	86	62	54	23	15	9	12	10	20	52	11	10
디스커버리	0	-9	-11	-5	-4	0	5	8	11	-6	3	2
기타	200	220	-13	-63	124	-7	75	47	489	-10	41	20
매출총이익	344	284	330	388	333	279	356	426	1,276	1,346	1,393	1,465
GPM (%)	69	70	67	66	66	68	65	67	71	68	66	67
영업이익	149	110	149	144	130	100	162	168	525	552	560	596
OPM (%)	30	27	30	25	26	24	29	27	29	28	27	27
YoY (%)	9	16	7	-7	-13	-9	9	17	63	5	2	6
QoQ (%)	-4	-26	35	-3	-10	-23	62	4	-	-	-	-

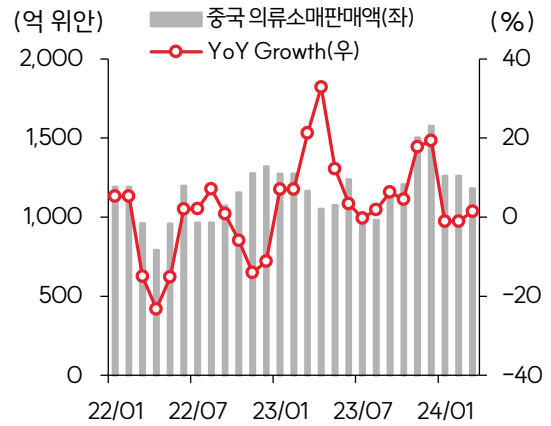
자료: F&F, SK 증권 추정

### 국내 월별 의류 소매판매액지수



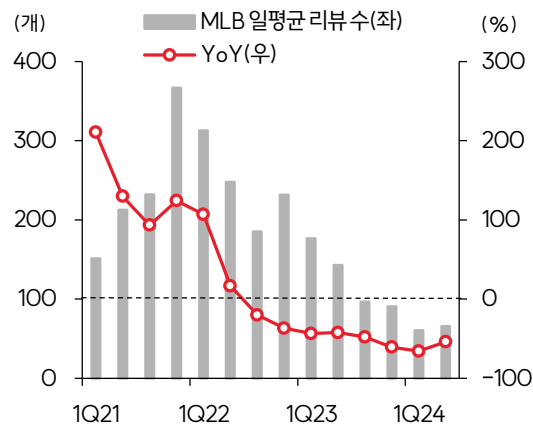
자료: KOSIS, SK 증권

### 중국 월별 의류 소매판매액



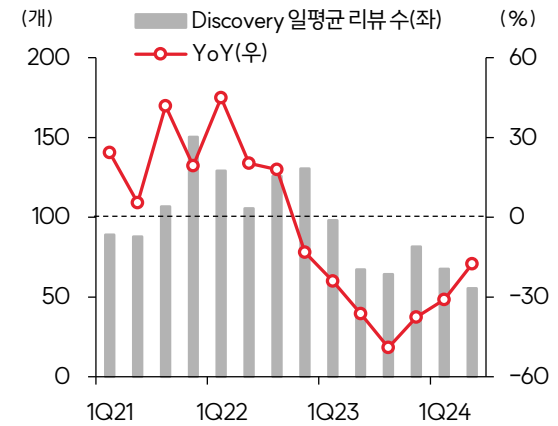
자료: 국가통계국, SK 증권

### MLB 무신사 분기별 일평균 리뷰 수



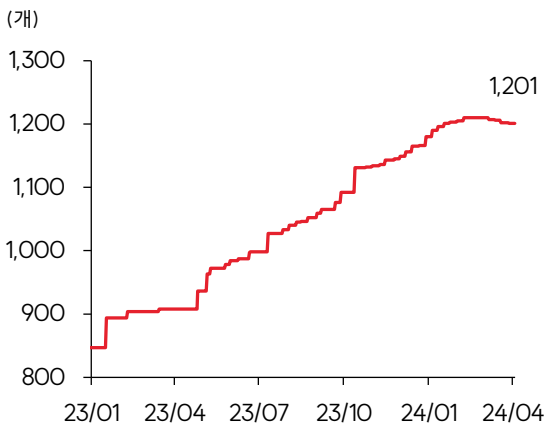
자료: SK 증권

### Discovery 무신사 분기별 일평균 리뷰 수



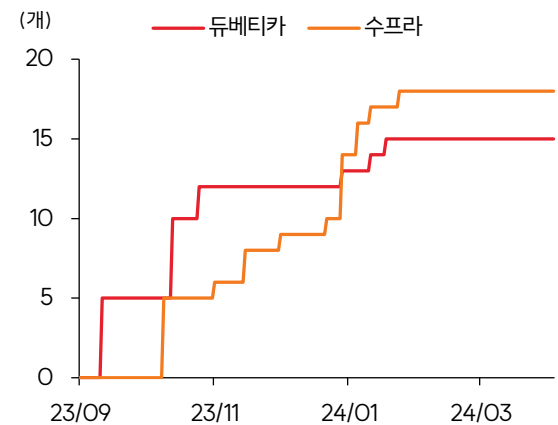
자료: SK 증권

### MLB 중국 매장 수 추이



자료: F&F China, SK 증권

### 듀베티카, 수프라 중국 매장 수 추이



자료: F&F China, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	601	746	1,094	888	1,304
현금및현금성자산	102	220	504	220	573
매출채권 및 기타채권	161	148	158	181	198
재고자산	297	341	363	386	422
<b>비유동자산</b>	969	1,259	1,308	1,844	1,916
장기금융자산	9	20	20	81	81
유형자산	77	135	136	474	470
무형자산	133	178	185	187	188
<b>자산총계</b>	1,570	2,005	2,402	2,732	3,220
<b>유동부채</b>	576	487	512	431	464
단기금융부채	234	86	92	78	85
매입채무 및 기타채무	150	199	212	209	228
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	51	201	196	194	197
장기금융부채	27	173	173	170	170
장기매입채무 및 기타채무	4	6	6	6	6
장기충당부채	1	3	3	4	4
<b>부채총계</b>	627	687	708	626	660
<b>지배주주지분</b>	921	1,291	1,666	2,079	2,533
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	314	318	318	318	318
기타자본구성요소	-19	-19	-19	-19	-19
자기주식	-19	-19	-19	-19	-19
이익잉여금	625	988	1,364	1,777	2,230
비지배주주지분	22	27	27	27	27
<b>자본총계</b>	943	1,318	1,693	2,106	2,560
<b>부채외자본총계</b>	1,570	2,005	2,402	2,732	3,220

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동현금흐름</b>	369	477	504	463	578
당기순이익(손실)	443	425	441	478	518
비현금성항목등	171	205	184	196	211
유형자산감가상각비	49	67	67	75	75
무형자산상각비	32	7	8	13	13
기타	90	132	110	108	123
운전자본감소(증가)	-114	-13	-11	-120	-28
매출채권및기타채권의감소(증가)	-23	14	-10	-23	-17
재고자산의감소(증가)	-57	-19	-22	-23	-36
매입채무및기타채무의증가(감소)	-20	-22	13	-3	20
기타	-262	-284	-266	-230	-298
법인세납부	-132	-144	-156	-138	-175
<b>투자활동현금흐름</b>	-171	-100	-124	-710	-164
금융자산의감소(증가)	-10	-6	-1	-70	-3
유형자산의감소(증가)	-18	-23	-67	-414	-70
무형자산의감소(증가)	-36	-51	-15	-15	-15
기타	-107	-21	-41	-212	-76
<b>재무활동현금흐름</b>	-109	-261	-59	-81	-57
단기금융부채의증가(감소)	-15	-165	6	-14	7
장기금융부채의증가(감소)	-36	-47	0	-3	0
자본의증가(감소)	0	4	0	0	0
배당금지급	-42	-61	-65	-65	-65
기타	-15	8	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	87	118	284	-284	353
기초현금	15	102	220	504	220
기말현금	102	220	504	220	573
FCF	351	454	437	49	508

자료 : F&F, SK증권 추정

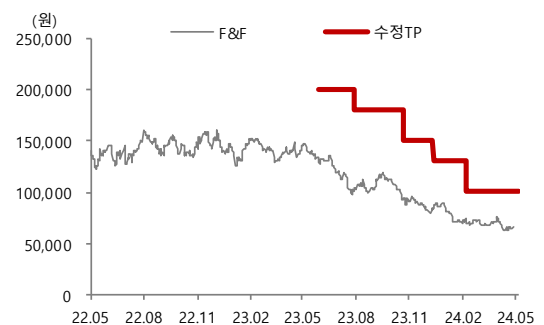
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	1,809	1,978	2,105	2,196	2,402
<b>매출원가</b>	533	632	712	732	800
<b>매출총이익</b>	1,276	1,346	1,393	1,465	1,602
매출총이익률(%)	70.6	68.0	66.2	66.7	66.7
<b>판매비와 관리비</b>	751	794	833	869	950
<b>영업이익</b>	525	552	560	596	651
영업이익률(%)	29.0	27.9	26.6	27.1	27.1
<b>비영업손익</b>	80	3	36	20	42
순금융손익	-8	-6	36	37	42
외환관련손익	-3	4	0	-11	0
관계기업등 투자손익	89	8	0	-6	0
<b>세전계속사업이익</b>	605	555	597	616	694
세전계속사업이익률(%)	33.5	28.0	28.3	28.0	28.9
<b>계속사업법인세</b>	163	130	156	138	175
<b>계속사업이익</b>	443	425	441	478	518
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	443	425	441	478	518
순이익률(%)	24.5	21.5	20.9	21.7	21.6
<b>지배주주</b>	442	425	441	478	519
지배주주귀속 순이익률(%)	24.4	21.5	20.9	21.7	21.6
<b>비지배주주</b>	1	-0	-0	-0	-0
<b>총포괄이익</b>	439	424	441	478	518
<b>지배주주</b>	438	426	443	480	521
<b>비지배주주</b>	1	-2	-2	-2	-3
<b>EBITDA</b>	605	626	634	684	740

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	66.1	9.4	6.4	4.3	9.4
영업이익	62.7	5.1	1.5	6.3	9.4
세전계속사업이익	92.5	-8.3	7.5	3.2	12.6
EBITDA	72.4	3.4	1.4	7.8	8.2
EPS	95.7	-3.8	3.7	8.4	8.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	32.7	23.8	20.0	18.6	17.4
ROE	60.4	38.4	29.8	25.5	22.5
EBITDA마진	33.5	31.6	30.1	31.1	30.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	104.4	153.2	213.6	205.9	281.3
부채비율	66.5	52.2	41.8	29.7	25.8
순차입금/자기자본	14.5	1.3	-15.5	-0.2	-13.8
EBITDA/이자비용(배)	57.8	54.2	69.2	76.3	84.0
배당성향	13.8	15.3	14.7	13.5	12.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	11,532	11,096	11,503	12,468	13,537
BPS	24,554	34,188	43,998	54,779	66,629
CFPS	13,629	13,024	13,439	14,770	15,842
주당 현금배당금	1,600	1,700	1,700	1,700	1,700
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	12.5	8.0	5.7	5.3	4.9
PBR	5.9	2.6	1.5	1.2	1.0
PCR	10.6	6.8	4.9	4.5	4.2
EV/EBITDA	9.4	5.5	3.4	3.5	2.8
배당수익률	1.1	1.9	2.7	2.7	2.7

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.02.08	매수	101,000원	6개월		
2023.12.14	매수	130,000원	6개월	-39.59%	-31.38%
2023.10.24	매수	150,000원	6개월	-41.05%	-36.20%
2023.07.31	매수	180,000원	6개월	-40.73%	-33.89%
2023.05.30	매수	200,000원	6개월	-39.92%	-32.40%



### Compliance Notice

작성자(형권훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 05월 02일 기준)

매수	95.98%	중립	4.02%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------