

F&F (383220/KS)

실적 모멘텀 부재

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 84,000 원(하향)

현재주가: 65,800 원

상승여력: 27.7%

Analyst
형권훈kh.hyung@sk.com.kr
3773-9997

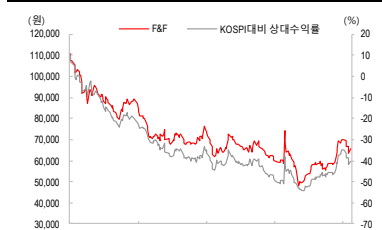
Company Data

발행주식수	3,831 만주
시가총액	2,521 십억원
주요주주	
F&F홀딩스(외9)	62.82%
브이아이피자산운용	6.65%

Stock Data

주가(24/10/14)	65,800 원
KOSPI	2,623.29 pt
52주 최고가	103,200 원
52주 최저가	48,000 원
60일 평균 거래대금	14 십억원

주가 및 상대수익률



3Q24 Preview: 국내는 역 성장, 중국은 성장 둔화

F&F의 3분기 전사 실적은 매출액 4,806억 원(-2.5% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 1,303억 원(-12.3%, OPM 27.1%) 기록해 시장 컨센서스를 하회할 것으로 추정한다. 매출액의 경우 국내 부문의 매출 감소폭이 중국 매출 증가 폭을 상회함에 따라 감소했을 것으로 본다. 국내 부문의 매출액 감소를 예상하는 배경에는 ① 국내 의류 소비 부진, ② 브랜드 국내 경쟁력 약화, ③ 늦더위로 인한 간절기 제품 소비 감소가 있다. MLB 국내(면세, 비면세, 키즈 합산) 채널과 디스커버리의 매출액이 각각 전년 동기 대비 17.9%, 8.0% 감소한 것으로 본다. MLB 중국 매출액은 전년 동기 대비 5.1% 증가한 것으로 추정한다.

기초체력에 대한 의문은 여전

동사의 올해 실적에 대한 눈높이는 지속적으로 낮아져 왔다. 그 배경을 국내와 중국으로 나눠서 생각해 보면, 우선 두 국가 모두 거시경제 환경의 영향으로 패션 소비가 부진하다는 공통점이 있다. 그 외에 국내는 라이선스 브랜드의 패션 산업 내 경쟁력 약화가, 중국은 오프라인 매장의 추가 출점이 제한됨에 따른 성장성 둔화가 주된 원인이라고 본다. 최근 중국의 강도 높은 부양책 발표로 중국 경기에 대한 시장의 기대가 높아지고 있다. 당사는 내수 패션 소비도 올해 4분기를 기점으로 점진적으로 회복할 것으로 전망한다. 다만 업황 회복 변수를 제외하고 보면 MLB와 디스커버리 브랜드의 국내 경쟁력과, MLB의 중국에서의 성장성에 대한 의문은 여전히 남아있다.

트레이딩 관점에서 접근 유효

최근 중국 정부가 부동산 및 내수 소비 부양책을 발표하며 동사의 주가도 상승했다. 그간 중국에 대한 부정적인 시장의センチ먼트가 동사의 주가 약세의 주된 요인이었던 만큼, 이에 대한 되돌림이 있었다. 다만, 내수 시장에서의 경쟁력, 중국에서의 성장성에 대해서는 여전히 의문이 남아 있는 만큼, 트레이딩 관점에서 접근할 것을 추천한다. F&F의 '24년과 '25년 이익추정치를 하향 조정함에 따라 목표주가를 기존 90,000원에서 84,000원으로 하향 제시하며, 투자 의견은 '매수'를 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	1,089	1,809	1,978	1,977	2,033	2,136
영업이익	십억원	323	525	552	479	520	546
순이익(지배주주)	십억원	226	442	425	380	418	435
EPS	원	5,893	11,532	11,096	9,928	10,904	11,352
PER	배	32.1	12.5	8.0	6.6	6.0	5.8
PBR	배	13.3	5.9	2.6	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	배	21.3	9.4	5.5	4.2	4.3	3.6
ROE	%	41.7	60.4	38.4	26.3	23.4	20.3

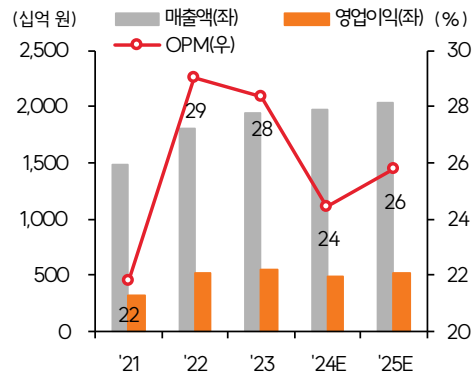
F&F 부문별 실적 추정치									(단위: 십억 원, %)			
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	22	23	24E	25E
매출액	497	405	493	583	507	391	481	598	1,809	1,979	1,977	2,083
YoY (%)	13.7	9.2	11.6	4.4	2.0	-3.5	-2.5	2.5	22.1	9.4	-0.1	5.4
QoQ (%)	-11.1	-18.4	21.5	18.3	-13.1	-22.8	22.8	24.3	-	-	-	-
MLB 한국	152	132	102	136	111	110	84	122	603	521	427	420
성인	122	109	87	111	91	92	70	97	515	428	350	339
성인 면세	42	39	31	45	36	33	25	38	238	157	132	125
성인 비면세	80	70	56	66	55	59	45	59	276	272	218	214
아동	30	23	15	25	21	18	14	25	88	93	78	82
MLB 중국	208	140	261	205	239	155	274	224	581	813	891	983
MLB 홍콩	19	19	18	21	22	17	16	19	51	77	74	71
디스커버리	111	88	70	195	107	87	64	205	492	465	463	486
영업이익	6.9	26.3	18.8	16.1	15.4	14.5	24.5	18.5	76.0	68.1	72.9	72.8
OPM (%)	149	110	149	144	130	92	130	132	525	551	483	524
YoY (%)	29.9	27.1	30.1	24.7	25.7	23.5	27.0	22.0	29.0	27.9	24.4	25.1
QoQ (%)	9.0	15.9	7.4	-7.1	-12.5	-16.6	-12.8	-8.6	62.7	5.1	-12.4	8.4

자료: F&F, SK 증권 추정

F&F 목표주가 산정 로직				
항목	단위	구분	내용	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	411.5	
발행주식 수	주	(B)	38,307,075	
12MF EPS	원	(C)	10,741	(A)/(B)
Peer Group 12MF PER	배	(D)	15.8	Anta, Li Ning 평균
멀티플 할인율	%	(E)	50	F&F 내수 부문 및 피어 대비 중국 사업의 규모와 성장 가시성 고려
Target PER	배	(F)	7.9	
목표주가	원	(G)	84,000	(C)*(D)
현재 주가	원	(H)	65,800	
주가 업사이드	%	(I)	27.7	(G)/(H)-1

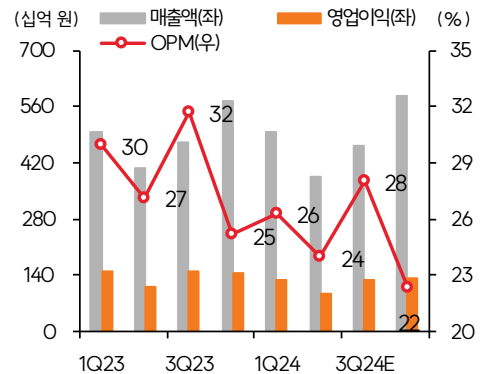
자료: SK 증권

F&F 연간 실적 추이



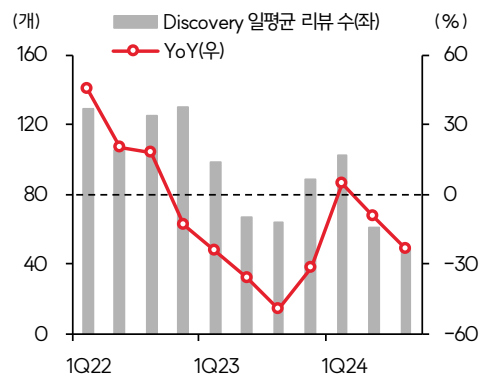
자료: F&F, SK 증권

F&F 연간 실적 추이



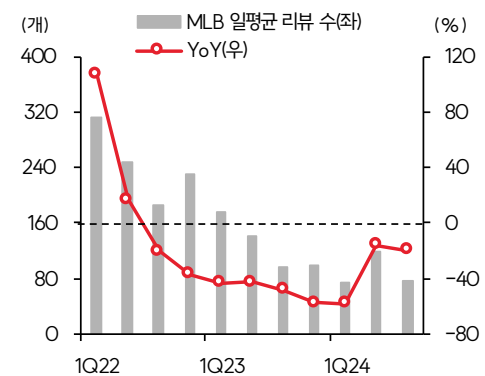
자료: F&F, SK 증권

'Discovery' 무신사 리뷰 트래픽



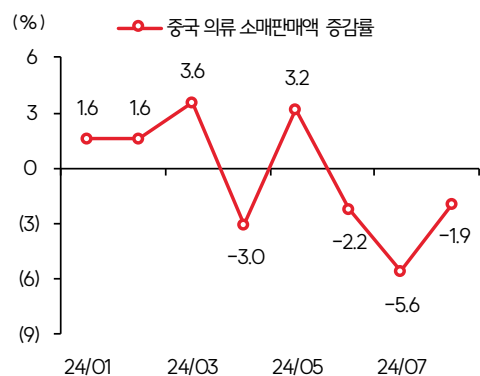
자료: 무신사, SK 증권

'MLB' 무신사 리뷰 트래픽



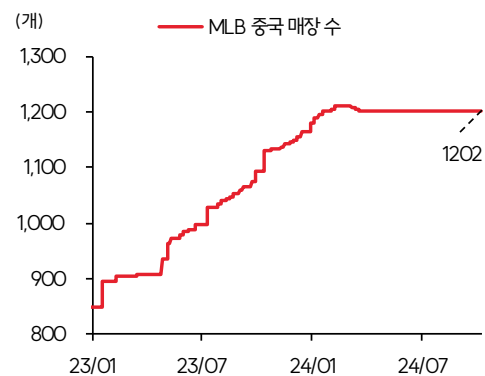
자료: 무신사, SK 증권

중국 의류 소매판매 추이



자료: 국가통계국, SK 증권

중국 의류 소매판매 추이



자료: F&F China, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	601	746	1,048	799	1,151
현금및현금성자산	102	220	494	178	499
매출채권 및 기타채권	161	148	148	168	177
재고자산	297	341	341	357	375
비유동자산	969	1,259	1,267	1,794	1,830
장기금융자산	9	20	20	81	81
유형자산	77	135	136	474	470
무형자산	133	178	185	187	188
자산총계	1,570	2,005	2,314	2,593	2,981
유동부채	576	487	487	414	431
단기금융부채	234	86	86	73	77
매입채무 및 기타채무	150	199	199	196	206
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	51	201	195	192	194
장기금융부채	27	173	173	170	170
장기매입채무 및 기타채무	4	6	6	6	6
장기충당부채	1	3	3	3	3
부채총계	627	687	681	606	624
지배주주지분	921	1,291	1,606	1,959	2,330
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	1,303	1,657	2,027
비지배주주지분	22	27	27	27	27
자본총계	943	1,318	1,633	1,987	2,357
부채외자본총계	1,570	2,005	2,314	2,593	2,981

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	369	477	455	420	509
당기순이익(손실)	443	425	380	418	435
비현금성항목등	171	205	163	181	190
유형자산감가상각비	49	67	67	75	75
무형자산상각비	32	7	8	13	13
기타	90	132	89	92	102
운전자본감소(증가)	-114	-13	0	-103	-14
매출채권및기타채권의감소(증가)	-23	14	0	-20	-9
재고자산의감소(증가)	-57	-19	0	-16	-18
매입채무및기타채무의증가(감소)	-20	-22	-0	-3	10
기타	-262	-284	-224	-195	-249
법인세납부	-132	-144	-135	-119	-147
투자활동현금흐름	-171	-100	-81	-702	-125
금융자산의감소(증가)	-10	-6	0	-69	-2
유형자산의감소(증가)	-18	-23	-67	-414	-70
무형자산의감소(증가)	-36	-51	-15	-15	-15
기타	-107	-21	1	-204	-39
재무활동현금흐름	-109	-261	-65	-80	-61
단기금융부채의증가(감소)	-15	-165	-0	-13	4
장기금융부채의증가(감소)	-36	-47	0	-3	0
자본의증가(감소)	0	4	0	0	0
배당금지급	-42	-61	-65	-64	-64
기타	-15	8	0	0	0
현금의 증가(감소)	87	118	274	-316	321
기초현금	15	102	220	494	178
기말현금	102	220	494	178	499
FCF	351	454	388	6	439

자료 : F&F, SK증권 추정

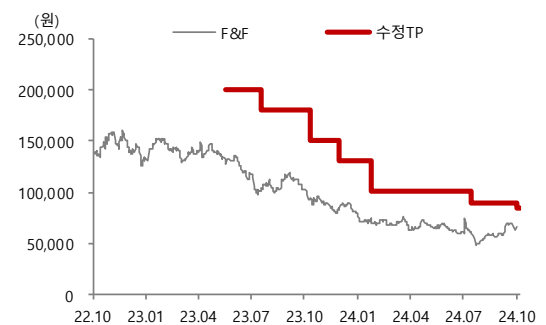
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,809	1,978	1,977	2,033	2,136
매출원가	533	632	674	645	678
매출총이익	1,276	1,346	1,303	1,388	1,458
매출총이익률(%)	70.6	68.0	65.9	68.3	68.3
판매비와 관리비	751	794	824	868	912
영업이익	525	552	479	520	546
영업이익률(%)	29.0	27.9	24.2	25.6	25.6
비영업손익	80	3	36	17	35
순금융손익	-8	-6	36	34	35
외환관련손익	-3	4	0	-11	0
관계기업등 투자손익	89	8	0	-6	0
세전계속사업이익	605	555	515	537	582
세전계속사업이익률(%)	33.5	28.0	26.0	26.4	27.2
계속사업법인세	163	130	135	119	147
계속사업이익	443	425	380	418	435
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	443	425	380	418	435
순이익률(%)	24.5	21.5	19.2	20.5	20.4
지배주주	442	425	380	418	435
지배주주귀속 순이익률(%)	24.4	21.5	19.2	20.6	20.4
비지배주주	1	-0	-0	-0	-0
총포괄이익	439	424	380	418	435
지배주주	438	426	382	420	437
비지배주주	1	-2	-2	-2	-2
EBITDA	605	626	553	608	635

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	66.1	9.4	-0.1	2.8	5.1
영업이익	62.7	5.1	-13.2	8.5	5.1
세전계속사업이익	92.5	-8.3	-7.2	4.3	8.3
EBITDA	72.4	3.4	-11.6	9.9	4.4
EPS	95.7	-3.8	-10.5	9.8	4.1
수익성 (%)					
ROA	32.7	23.8	17.6	17.0	15.6
ROE	60.4	38.4	26.3	23.4	20.3
EBITDA마진	33.5	31.6	28.0	29.9	29.7
안정성 (%)					
유동비율	104.4	153.2	215.4	192.9	267.4
부채비율	66.5	52.2	41.7	30.5	26.5
순차입금/자기자본	14.5	1.3	-15.7	1.8	-12.0
EBITDA/이자비용(배)	57.8	54.2	61.0	69.2	74.0
배당성향	13.8	15.3	16.9	15.4	14.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	11,532	11,096	9,928	10,904	11,352
BPS	24,554	34,188	42,423	51,649	61,322
CFPS	13,629	13,024	11,864	13,206	13,656
주당 현금배당금	1,600	1,700	1,700	1,700	1,700
Valuation지표 (배)					
PER	12.5	8.0	6.6	6.0	5.8
PBR	5.9	2.6	1.6	1.3	1.1
PCR	10.6	6.8	5.5	5.0	4.8
EV/EBITDA	9.4	5.5	4.2	4.3	3.6
배당수익률	1.1	1.9	2.5	2.5	2.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.10.15	매수	84,000원	6개월		
2024.07.29	매수	90,000원	6개월	-35.08%	-22.33%
2024.02.08	매수	101,000원	6개월	-33.84%	-24.26%
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 10월 15일 기준)

매수	97.63%	중립	2.37%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------