

# F&F (383220)

## 모멘텀 부재, 주가는 바닥 아래 지하

2024년 5월 2일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	95,000 원 (유지)
✓ 상승여력	44.2%	✓ 현재주가 (4월 30일)	65,900 원

### 신한생각 주가에 차고도 넘치게 반영된 악재

수출 비중 50% 이상에 ROE가 30%에 가까운 강인한 체력에도 불구하고, 성장률 둔화가 장기간 악재로 작용. 현 시가총액은 기업의 체질을 충분히 반영하지 못하고 있다고 판단. 지속적으로 주가 바닥 다질 것으로 예상

### 1Q24 Review : 국내 실적 부진, 중국 실적 양호

1Q24 연결매출 5,070억원(+2% YoY), 영업이익 1,302억원(-13% YoY)으로 분기 성장 둔화 추세 지속. 당사 추정 영업이익(1,395억원)과 컨센서스(1,344억원) 대비로는 부합. [브랜드별]로는 Discovery 매출 -4% YoY, MLB 내수 -18% YoY로 내수 시장 성장을 하회. 다만 [수출형]은 중국법인 매출 2,390억원, 홍콩법인 222억원으로 양쪽 모두 15% YoY 증가. 동남아도 123억원으로 예상 수준 초과함. 해외 > 한국 실적 양호함

내수가 6개 분기 연속 역성장 보이면서 고정비용 부담도 증가하는 것으로 파악됨. 과시즌 제품 판매 비중이 증가하면서 원가 부담을 높이고 있을 것으로 추정. 이런 기조면 Discovery 연매출 목표 5,000억원 달성은 어려울 것으로 판단(당사 추정치 4,608억원). 다만 하반기로 갈수록 기저효과 부각 가능. MLB 중국 매장수는 1,104개로 순증은 4개에 그치나 점포당 매출은 1억원 수준은 유지하는 것으로 파악. 면적당 매출 효율은 유사 브랜드 내 상위권 수준. 이외 엔터 부문에서 약 27억원 손실 반영. 직전 분기에 비하면 손실폭 축소 추세인 점은 긍정적

### Valuation

2Q24도 당사 실적 추정치(매출 4,209억원, 영업이익 1,052억원)에 부합 예상. 2024~2025년 실적 추정치 유지. FW12개월 추정 EPS에 Target P/E 8배(패션 브랜드사 평균)를 적용하여 산출한 목표주가 95,000원을 유지함

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2022	1,808.9	524.9	441.8	12.5	9.4	6.0	60.4	1.1
2023	1,978.5	551.8	425.1	8.0	5.5	2.6	38.4	1.9
2024F	2,065.4	541.1	423.9	6.0	4.0	1.6	29.0	3.7
2025F	2,237.0	592.8	459.1	5.6	3.7	1.3	25.4	4.0
2026F	2,442.5	674.1	523.7	4.9	3.2	1.1	23.8	4.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### [섭유/익복]

박현진 연구위원

✉ hpark@shinhan.com

주지은 연구원

✉ jieun.ju@shinhan.com

### Revision

실적추정치	유지
Valuation	유지

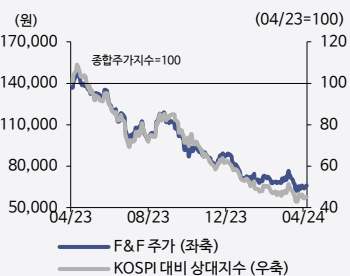
시가총액	2,524.4 십억원
발행주식수(유통비율)	38.3 백만주/37.6%
52주 최고가/최저가	147,800 원/62,100 원
일평균 거래액 (60 일)	12,080 백만원
외국인 지분율	13.33%

### 주요주주

F&F홀딩스 외 9 인	61.63%
브이아이피자산운용	6.65%

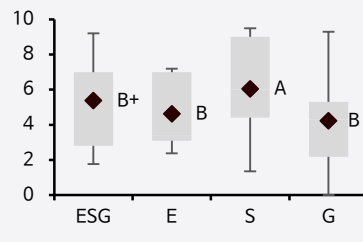
수익률(%)	1M	3M	12M	YTD
절대	-6.3	-6.3	-53.3	-24.5
상대	-4.4	-13.0	-56.6	-25.1

### 주가



### ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



## F&amp;F 1Q24 실적 Review

(억원,%)	1Q24	1Q23	% YoY	4Q23	% QoQ	신한 추정치	% 차이	컨센서스	% 차이
연결매출	5,070	4,974	1.9	5,828	(13.0)	5,263	(3.7)	5,098	(0.5)
영업이익	1,302	1,488	(12.5)	1,441	(9.6)	1,395	(6.7)	1,344	(3.1)
지배주주순이익	957	1,186	(19.3)	1,016	(5.8)	975	(1.8)	1,019	(6.1)

자료: 신한투자증권

## F&amp;F 분기, 연간 실적 전망

(억원,%)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
연결매출	4,974	4,055	4,928	5,832	5,070	4,209	5,363	6,011	19,785	20,654	22,370
% YoY	13.8	9.2	11.6	4.4	1.9	3.8	8.8	3.1	9.4	4.4	8.3
영업이익	1,488	1,101	1,485	1,440	1,302	1,052	1,469	1,588	5,518	5,411	5,928
% of sales	29.9	27.1	30.1	24.7	25.7	25.0	27.4	26.4	27.9	26.2	26.5
% YoY	10.6	15.9	7.3	(8.3)	(12.5)	(4.4)	(1.1)	10.3	5.1	(1.9)	9.5

자료: 신한투자증권

## F&amp;F 실적 추정치 변경

(억원,%)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		Consensus	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
연결매출	20,654	22,370	20,844	22,308	(0.9)	0.3	20,988	22,757
영업이익	5,411	5,928	5,419	5,912	(0.1)	0.3	5,554	6,083
지배주주순이익	4,239	4,591	4,328	4,751	(2.1)	(3.4)	4,264	4,683

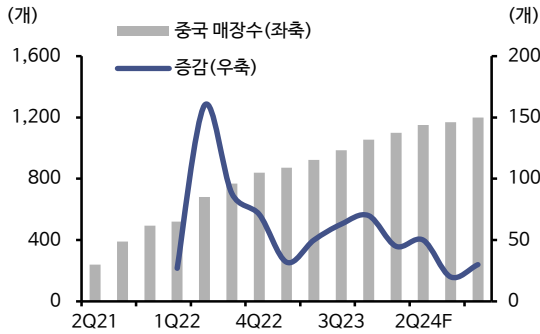
자료: 신한투자증권

## F&amp;F 목표주가 산정

구분	비고
FW12개월 추정 EPS (원)	11,525
Target P/E (배)	8
목표주가 (원)	95,000

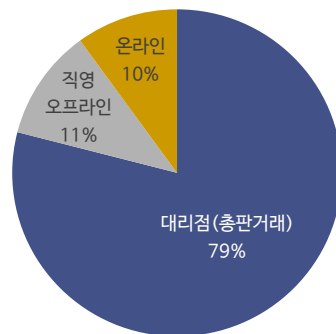
자료: 신한투자증권

## MLB 브랜드 중국 점포수 추이



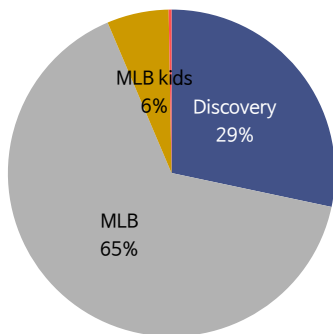
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 중국 유통채널별 매출 비중



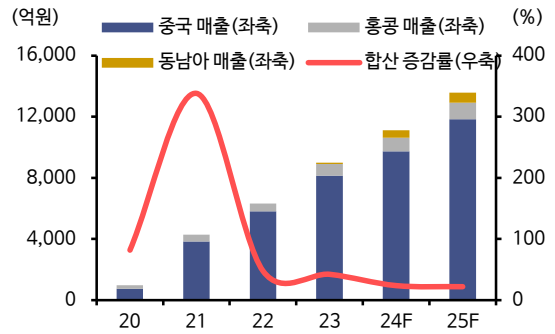
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## F&amp;F 브랜드별 매출 비중



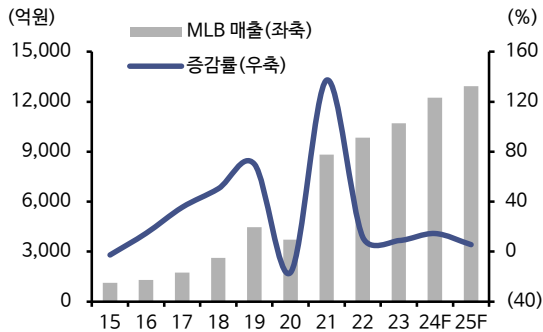
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## F&amp;F 해외법인 매출 추이



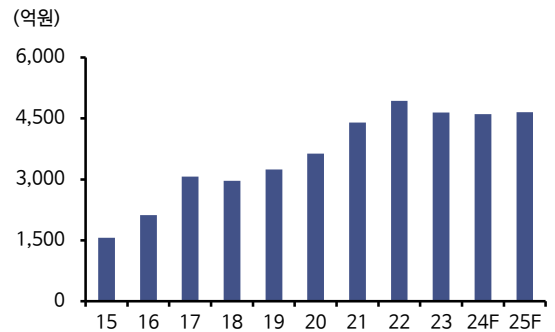
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## F&amp;F MLB 매출 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## F&amp;F 디스커버리 익스페디션 매출 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 글로벌 패션 기업 컨센서스 및 밸류에이션 추이

(백만달러, %, 배)		NIKE	LULU LEMON	ADIDAS	PUMA	F&F	FILA	신세계 인터내셔널	한섬
시가총액		139,253	45,439	43,347	7,004	1,821	1,797	462	331
매출액	23	51,217	9,619	23,174	9,303	1,515	3,068	1,037	1,171
	24F	51,678	10,796	24,179	9,513	1,546	3,046	1,030	1,133
	25F	52,497	11,859	26,558	10,275	1,669	3,153	1,090	1,180
영업이익	23	5,915	2,133	290	672	423	232	37	77
	24F	6,553	2,494	1,059	702	419	347	51	82
	25F	7,044	2,772	1,973	823	452	402	61	93
순이익	23	5,070	1,550	(81)	330	325	33	30	64
	24F	5,632	1,774	630	376	318	149	48	63
	25F	5,947	1,980	1,386	472	346	186	57	72
EBITDA	23	7,203	2,795	1,474	1,059	479	334	82	128
	24F	7,268	2,924	2,295	1,087	473	433	91	130
	25F	7,802	3,249	3,221	1,222	501	489	100	141
EPS 성장률 (%)	23	(14.6)	82.5	-	(14.0)	(3.7)	(87.6)	(66.9)	(31.8)
	24F	14.4	10.1	574.0	13.6	(2.5)	362.1	58.5	4.6
	25F	7.1	13.0	120.1	26.0	8.6	24.9	18.7	13.6
PER (배)	23	32.6	32.0	-	24.9	8.0	54.6	16.7	5.0
	24F	25.0	25.7	70.2	18.5	5.8	11.8	9.7	5.2
	25F	23.3	22.7	31.9	14.7	5.3	9.5	8.2	4.6
PBR (배)	23	11.5	12.6	7.2	3.0	2.6	1.2	0.8	0.3
	24F	10.0	8.1	7.9	2.4	1.5	1.2	0.7	0.3
	25F	9.7	6.4	6.7	2.2	1.2	1.1	0.7	0.3
ROE	23	34.6	29.0	(1.6)	12.1	38.4	2.3	4.7	6.1
	24F	39.9	36.1	11.6	13.9	30.5	10.6	7.6	6.2
	25F	41.4	30.8	21.7	15.8	26.0	12.1	8.6	6.6

자료: Bloomberg, 신한투자증권

주: 2024년 4월 30일 기준

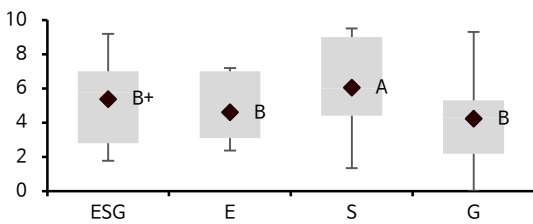
## ESG Insight

### Analyst Comment

- ◆ 친환경 패션 트렌드를 창조하는 기업으로서 2040년까지 2020년 온실가스 배출량 대비 50% 감축 목표
- ◆ 고객 권익 보호를 위해 고객 만족도 조사에서 '만족' 응답 고객 비율이 2030년까지 90% 이상 유지되는 것을 목표
- ◆ 2023년 ESG협의회 발족해 ESG 전략과제 설정. ESG 경영의 내재화를 위해 ESG분과위원회 신설하여 운영

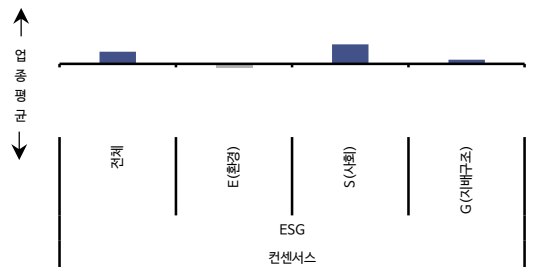
#### 신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

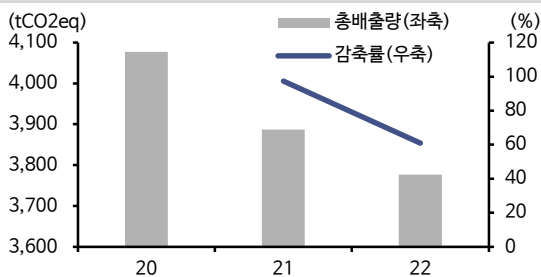
#### ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

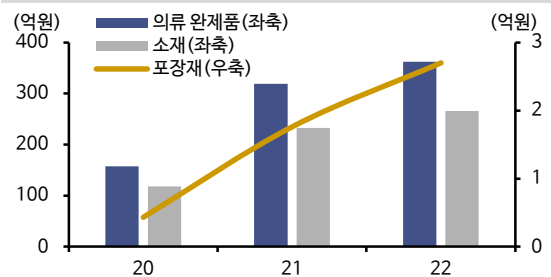
### Key Chart

#### 온실가스 배출량 및 감축률 추이



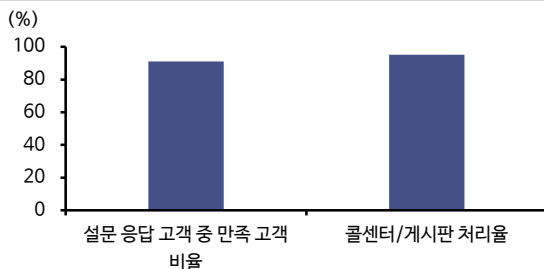
자료: F&F, 신한투자증권

#### 친환경 원부자재 활용을 위한 친환경 구매액 추이



자료: F&F, 신한투자증권

#### 고객 만족도 조사(2022년 기준)



자료: F&F, 신한투자증권

#### 3개년 주주환원정책 발표

구분	내용
환원재원	별도 당기순이익 * 20% 이상
시행기간	2024~2026년 사업연도
방식	현금배당 및 자사주 취득

자료: F&F, 신한투자증권

## 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>1,570.2</b>	<b>2,005.1</b>	<b>2,071.0</b>	<b>2,209.4</b>	<b>2,368.7</b>
유동자산	601.2	745.6	808.4	914.7	1,009.1
현금및현금성자산	102.0	220.0	235.0	285.0	321.5
매출채권	129.4	119.8	130.5	150.1	163.9
재고자산	297.5	341.1	375.2	406.4	443.7
비유동자산	969.0	1,259.5	1,262.7	1,293.1	1,358.0
유형자산	77.2	135.2	129.7	120.9	123.8
무형자산	132.9	177.7	158.5	142.6	138.8
투자자산	644.7	654.1	682.0	737.0	802.9
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	1.6	1.6
<b>부채총계</b>	<b>627.0</b>	<b>687.4</b>	<b>715.5</b>	<b>777.6</b>	<b>828.0</b>
유동부채	575.9	486.9	513.7	573.5	621.0
단기차입금	195.0	30.7	35.7	55.7	55.7
매입채무	99.7	94.2	98.3	106.5	116.2
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	51.1	200.5	201.7	204.1	207.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	27.0	173.0	173.0	173.0	173.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>943.2</b>	<b>1,317.7</b>	<b>1,657.4</b>	<b>2,012.7</b>	<b>2,433.5</b>
자본금	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	313.9	317.6	317.6	317.6	317.6
기타자본	(19.1)	(19.1)	(23.1)	(24.0)	(24.0)
기타포괄이익누계액	(2.5)	0.5	15.5	15.5	15.5
이익잉여금	625.4	987.8	1,316.4	1,672.7	2,093.7
<b>지배주주지분</b>	<b>921.5</b>	<b>1,290.5</b>	<b>1,630.2</b>	<b>1,985.6</b>	<b>2,406.5</b>
비지배주주지분	21.7	27.2	27.2	27.1	27.0
*총차입금	260.7	259.4	266.8	291.6	297.4
*순차입금(순현금)	137.2	17.6	9.1	(18.0)	(51.0)

## 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>369.3</b>	<b>477.0</b>	<b>556.0</b>	<b>521.6</b>	<b>597.5</b>
당기순이익	442.7	425.0	423.8	459.0	523.7
유형자산상각비	48.5	66.5	50.6	41.3	43.1
무형자산상각비	31.8	7.3	59.2	65.9	63.8
외화환산손실(이익)	2.5	0.8	(0.3)	1.4	(0.5)
자산처분손실(이익)	1.4	1.0	1.0	1.0	1.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(88.9)	(7.8)	(9.6)	(10.6)	(10.6)
운전자본변동	(113.9)	(13.1)	(56.4)	(24.7)	(10.9)
(법인세납부)	(132.0)	(143.9)	(36.5)	(145.0)	(165.4)
기타	177.2	141.2	124.2	133.3	153.2
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(171.1)</b>	<b>(100.3)</b>	<b>(117.0)</b>	<b>(129.5)</b>	<b>(160.8)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(17.9)	(23.2)	(30.1)	(32.5)	(46.0)
유형자산의감소	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(36.4)	(50.7)	(40.0)	(50.0)	(60.0)
투자자산의감소(증가)	3.3	0.2	(18.4)	(44.5)	(55.4)
기타	(120.0)	(26.9)	(28.6)	(2.5)	0.6
<b>FCF</b>	<b>355.2</b>	<b>505.2</b>	<b>469.0</b>	<b>505.5</b>	<b>559.4</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(108.9)</b>	<b>(261.3)</b>	<b>(96.6)</b>	<b>(72.0)</b>	<b>(87.2)</b>
차입금의 증가(감소)	(14.9)	(164.6)	7.4	24.8	5.8
자기주식의처분(취득)	15.5	0.0	(4.0)	(0.9)	0.0
배당금	(42.1)	(61.0)	(85.0)	(95.2)	(102.8)
기타	(67.4)	(35.7)	(15.0)	(0.7)	9.8
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(1.9)	2.6	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>87.4</b>	<b>118.0</b>	<b>342.4</b>	<b>320.1</b>	<b>349.5</b>
기초현금	14.6	102.0	220.0	562.4	882.5
기말현금	102.0	220.0	562.4	882.5	1,232.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 포괄손익계산서

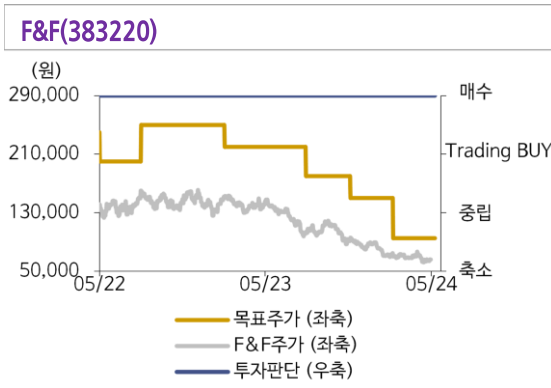
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>1,808.9</b>	<b>1,978.5</b>	<b>2,065.4</b>	<b>2,237.0</b>	<b>2,442.5</b>
증감률 (%)	66.1	9.4	4.4	8.3	9.2
<b>매출원가</b>	<b>532.7</b>	<b>632.3</b>	<b>660.9</b>	<b>704.6</b>	<b>764.5</b>
<b>매출총이익</b>	<b>1,276.2</b>	<b>1,346.2</b>	<b>1,404.5</b>	<b>1,532.3</b>	<b>1,678.0</b>
매출총이익률 (%)	70.6	68.0	68.0	68.5	68.7
<b>판매관리비</b>	<b>751.3</b>	<b>794.4</b>	<b>863.3</b>	<b>939.5</b>	<b>1,003.9</b>
<b>영업이익</b>	<b>524.9</b>	<b>551.8</b>	<b>541.1</b>	<b>592.8</b>	<b>674.1</b>
증감률 (%)	62.7	5.1	(1.9)	9.5	13.7
영업이익률 (%)	29.0	27.9	26.2	26.5	27.6
영업외손익	80.3	3.1	9.3	11.2	14.9
금융손익	(96.5)	1.2	42.9	31.4	58.3
기타영업외손익	10.4	(47.4)	(45.4)	(44.4)	(44.4)
중속 및 관계기업관련손익	889.2	77.3	95.0	125.0	135.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>605.2</b>	<b>555.0</b>	<b>550.4</b>	<b>604.0</b>	<b>689.0</b>
법인세비용	162.5	129.9	126.6	145.0	165.4
계속사업이익	442.7	425.0	423.8	459.0	523.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>442.7</b>	<b>425.0</b>	<b>423.8</b>	<b>459.0</b>	<b>523.7</b>
증감률 (%)	96.1	(4.0)	(0.3)	8.3	14.1
순이익률 (%)	24.5	21.5	20.5	20.5	21.4
(지배주주)당기순이익	441.8	425.1	423.9	459.1	523.7
(비지배주주)당기순이익	0.9	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
총포괄이익	438.6	424.3	438.8	459.0	523.7
(지배주주)총포괄이익	437.7	426.4	441.0	461.3	526.2
(비지배주주)총포괄이익	0.9	(2.1)	(2.2)	(2.3)	(2.6)
<b>EBITDA</b>	<b>605.2</b>	<b>625.7</b>	<b>650.9</b>	<b>699.9</b>	<b>781.1</b>
증감률 (%)	72.4	3.4	4.0	7.5	11.6
EBITDA 이익률 (%)	33.5	31.6	31.5	31.3	32.0

## 주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	11,556	11,095	11,063	11,983	13,670
EPS (지배순이익, 원)	11,532	11,096	11,064	11,985	13,671
BPS (자본총계, 원)	24,621	34,399	43,265	52,541	63,527
BPS (지배지분, 원)	24,055	33,689	42,556	51,833	62,821
DPS (원)	1,600	1,700	2,500	2,700	2,700
PER (당기순이익, 배)	12.5	8.0	6.0	5.6	4.9
PER (지배순이익, 배)	12.5	8.0	6.0	5.6	4.9
PBR (자본총계, 배)	5.9	2.6	1.5	1.3	1.0
PBR (지배지분, 배)	6.0	2.6	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA (배)	9.4	5.5	4.0	3.7	3.2
배당성향 (%)	13.8	15.3	22.5	22.4	19.6
배당수익률 (%)	1.1	1.9	3.7	4.0	4.0
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	33.5	31.6	31.5	31.3	32.0
영업이익률 (%)	29.0	27.9	26.2	26.5	27.6
순이익률 (%)	24.5	21.5	20.5	20.5	21.4
ROA (%)	32.7	23.8	20.8	21.4	22.9
ROE (지배순이익, %)	60.4	38.4	29.0	25.4	23.8
ROIC (%)	167.7	108.5	99.9	108.5	122.2
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	66.5	52.2	43.2	38.6	34.0
순차입금비율 (%)	14.5	1.3	0.5	(0.9)	(2.1)
현금비율 (%)	17.7	45.2	45.7	49.7	51.8
이자보상배율 (배)	50.1	47.8	46.3	47.8	51.6
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	20.1	16.5	17.6	15.9	15.5
재고자산회수기간 (일)	54.5	58.9	63.3	63.8	63.5
매출채권회수기간 (일)	23.1	23.0	22.1	22.9	23.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 01월 26일	매수	240,000	(35.0)	(24.0)
2022년 05월 03일	매수	200,000	(31.5)	(20.0)
2022년 08월 02일	매수	250,000	(41.9)	(35.6)
2023년 02월 02일	매수	220,000	(39.3)	(30.5)
2023년 07월 31일	매수	180,000	(41.9)	(33.9)
2023년 11월 06일	매수	150,000	(45.2)	(36.5)
2024년 02월 08일	매수	95,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박현진, 주지은)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

## 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 04월 30일 기준)

매수 (매수)	94.17%	Trading BUY (중립)	3.75%	중립 (중립)	2.08%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------