

F&F (383220/KS)

불안한 실적 흐름 지속

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 90,000 원(하향)

현재주가: 61,000 원

상승여력: 47.5%

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

Company Data

발행주식수	3,831 만주
시가총액	2,337 십억원
주요주주	
F&F홀딩스(외9)	62.27%
브이아이피자산운용	6.65%

Stock Data

주가(24/07/26)	61,000 원
KOSPI	2,731.90 pt
52주 최고가	119,000 원
52주 최저가	58,800 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

주가 및 상대수익률



2Q24 Review: 영업이익 시장 컨센서스 하회

동사의 2 분기 실적은 매출액 3,915 억 원(-3.5% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 918억 원(-16.6%, OPM23.5%) 기록하며 매출액과 영업이익 모두 시장 컨센서스를 하회했다. 부문별 매출 성장률은 MLB 중국만이 전년 동기 대비 성장한 +10.3%를 기록했다. 2 분기 말 중국 오프라인 매장 수는 1,095 개로 전분기 말 대비 9 개 감소했으나, 전년 동기 대비해서는 130 개(+13.5%) 증가했다. MLB 국내 부문은 타이궁 매출을 의도적으로 줄이면서 면세 채널과 비면세 채널 매출이 각각 15.1%, 15.5% 감소했다. 디스커버리는 매출액 1.0% 감소해 부진한 내수 의류 소비의 환경 속에서도 잘 방어해 매출 기준 국내 아웃도어 2 위 브랜드로서의 입지를 지켜냈다. 영업이익률은 전년 동기 대비 3.6%p 감소했는데, 국내 부문의 매출이 부진함에 따라 수익성이 감소한 영향과, 유무형 자산 상각비가 증가했기 때문이다.

성장 모멘텀 부재

MLB 중국의 성장률이 감소하고 있고, MLB 국내 부문도 부진한 실적을 이어가고 있다. 그나마 디스커버리가 국내 의류 산업 내에서 아웃퍼폼 중이지만 매출액은 전년 동기 대비 감소했다. MLB 중국 부문 매출이 나홀로 성장을 이어가고는 있지만, 동사는 올해 연말 기준 목표 매장 수를 기존 1,200 개에서 1,100 개(전년 동기 대비 Flat)로 수정하여 제시했다. 이에 따라 당사의 MLB 중국 매출액 추정치를 기존 9,370 억 원 대비 8,970 억 원으로 하향 조정했다.

목표주가 하향

동사의 밸류에이션 멀티플은 분할 전 기준으로 역사적 저점에 위치해 디레이팅 받고 있다. 국내 부문 실적 감소와, 지속가능한 성장 모멘텀 부재가 가장 큰 원인일 것이다. 하반기에는 내수 소비 약세 영향이 상반기 대비 완화되면서 국내 부문 실적이 상반기 대비 개선될 것으로 전망하나, 브랜드력 약화와, 중국에서의 성장률 하락에 대한 우려가 해소되기 전까지 보수적인 관점에서 접근하길 추천한다. F&F 목표주가를 기존 101,000 원에서 90,000 원으로 하향하며, 투자 의견은 '매수'를 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	1,089	1,809	1,978	2,023	2,100	2,297
영업이익	십억원	323	525	552	523	549	600
순이익(지배주주)	십억원	226	442	425	413	441	477
EPS	원	5,893	11,532	11,096	10,783	11,520	12,452
PER	배	32.1	12.5	8.0	5.7	5.3	4.9
PBR	배	13.3	5.9	2.6	1.4	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	21.3	9.4	5.5	3.5	3.7	3.0
ROE	%	41.7	60.4	38.4	28.2	24.2	21.5

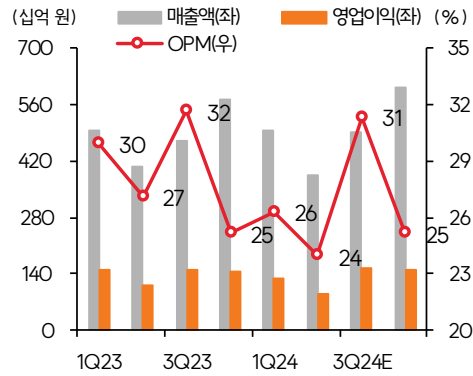
F&F 부문별 실적 추정치									(단위: 십억 원, %)			
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	'22	'23	'24E	'25E
매출액	497	405	469	573	495	383	494	603	1,809	1,944	2,023	2,100
YoY (%)	13.7	9.2	6.2	2.4	-0.5	-5.5	5.4	5.3	22.1	7.5	4.1	3.8
QoQ (%)	-11.1	-18.4	15.7	22.0	-13.6	-22.5	29.0	22.0	-	-	-	-
MLB 한국	152	132	102	136	111	110	87	121	603	521	430	442
성인	122	109	87	111	91	92	72	96	515	428	351	362
성인 면세	42	39	31	45	36	33	25	36	238	157	130	137
성인 비면세	80	70	56	66	55	59	47	60	276	272	221	225
아동	30	23	15	25	21	18	15	25	88	93	79	80
MLB 중국	208	140	261	205	239	155	283	220	581	813	897	970
MLB 홍콩	19	19	18	21	22	17	16	19	51	77	74	82
디스커버리	111	88	70	195	107	87	69	208	492	465	472	481
기타	7	26	19	16	15	14	40	33	76	68	103	125
매출총이익	358	284	330	388	333	271	340	412	1,276	1,361	1,356	1,418
GPM (%)	72.0	70.1	70.4	67.8	67.2	70.8	68.7	68.3	70.6	70.0	67.0	67.5
영업이익	149	110	149	144	130	92	155	152	525	551	529	559
OPM (%)	29.9	27.1	31.7	25.2	26.3	24.0	31.4	25.2	29.0	28.4	26.1	26.6
YoY (%)	9.0	15.9	7.4	-7.1	-12.5	-16.6	4.4	5.4	62.7	5.1	-4.1	5.8
QoQ (%)	-4.0	-26.0	34.9	-3.0	-9.6	-29.5	68.9	-2.1	-	-	-	-

자료: F&F, SK 증권 추정

F&F 목표주가 산정 로직				
항목	단위	구분	내용	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	429.6	
상장주식 수	주	(B)	38,307,075	
12MF EPS	원	(C)	11,213	(A)/(B)
Peer Group 12MF PER	배	(D)	11.5	Anta, Li Ning 의 12MF PER 평균치
멀티플 할인율	%	(E)	30	
Target PER	배	(F)	8.0	
목표주가	원	(G)	90,000	(C)*(D)
현재 주가	원	(H)	61,000	
주가 상승여력	%	(I)	47.5	(G)/(H)-1

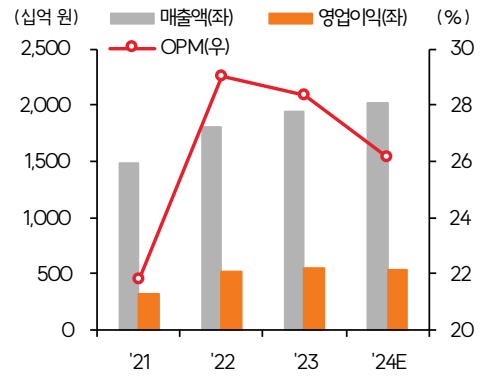
자료: SK 증권

F&F 분기 실적 추이 및 추정치



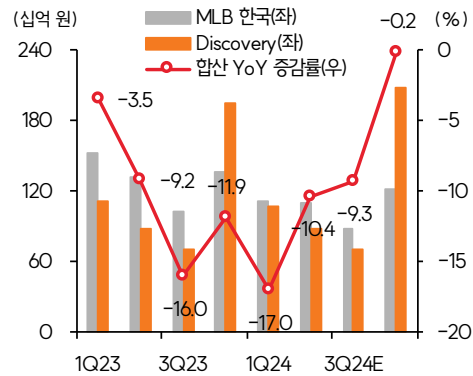
자료: F&F, SK 증권 추정

F&F 분기 실적 추이 및 추정치



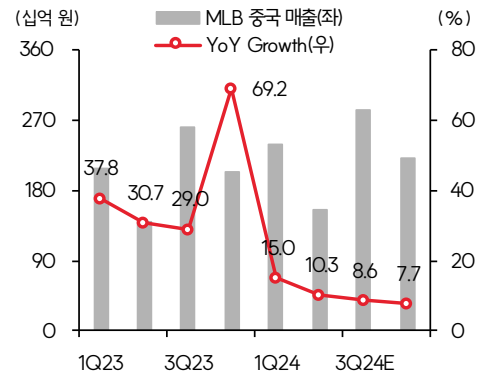
자료: F&F, SK 증권 추정

국내 부문 브랜드별 매출 추이 및 추정치



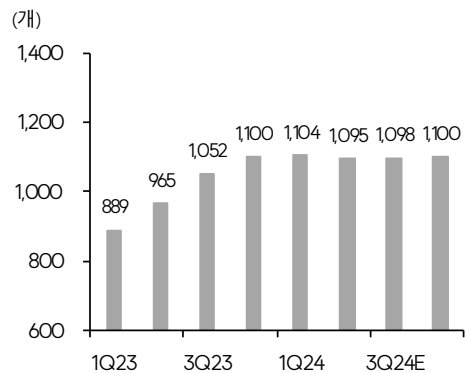
자료: F&F, SK 증권 추정

MLB 중국 매출 추이 및 추정치



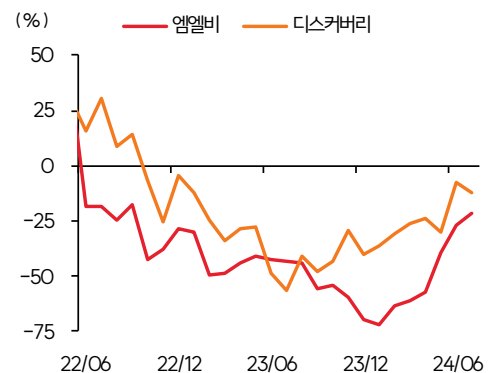
자료: F&F, SK 증권 추정

MLB 중국 매장 수 추이 및 추정치



자료: F&F, SK 증권 추정

무신사 플랫폼 월별 리뷰 수 YoY 증감률 추이



자료: SK 증권 집계

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	601	746	1,075	844	1,220
현금및현금성자산	102	220	509	204	521
매출채권 및 기타채권	161	148	152	174	190
재고자산	297	341	349	369	404
비유동자산	969	1,259	1,282	1,812	1,882
장기금융자산	9	20	20	81	81
유형자산	77	135	136	474	470
무형자산	133	178	185	187	188
자산총계	1,570	2,005	2,357	2,656	3,102
유동부채	576	487	496	420	451
단기금융부채	234	86	88	75	82
매입채무 및 기타채무	150	199	204	201	219
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	51	201	195	193	195
장기금융부채	27	173	173	170	170
장기매입채무 및 기타채무	4	6	6	6	6
장기충당부채	1	3	3	3	4
부채총계	627	687	691	613	647
지배주주지분	921	1,291	1,639	2,016	2,428
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	1,336	1,713	2,126
비지배주주지분	22	27	27	27	27
자본총계	943	1,318	1,666	2,043	2,455
부채와자본총계	1,570	2,005	2,357	2,656	3,102

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	369	477	483	435	538
당기순이익(손실)	443	425	413	441	477
비현금성항목등	171	205	174	186	201
유형자산감가상각비	49	67	67	75	75
무형자산상각비	32	7	8	13	13
기타	90	132	100	97	113
운전자본감소(증가)	-114	-13	-4	-111	-27
매출채권및기타채권의감소(증가)	-23	14	-3	-22	-16
재고자산의감소(증가)	-57	-19	-8	-20	-35
매입채무및기타채무의증가(감소)	-20	-22	4	-3	19
기타	-262	-284	-246	-208	-274
법인세납부	-132	-144	-146	-127	-161
투자활동현금흐름	-171	-100	-97	-705	-161
금융자산의감소(증가)	-10	-6	-0	-69	-3
유형자산의감소(증가)	-18	-23	-67	-414	-70
무형자산의감소(증가)	-36	-51	-15	-15	-15
기타	-107	-21	-14	-207	-73
재무활동현금흐름	-109	-261	-63	-81	-57
단기금융부채의증가(감소)	-15	-165	2	-13	7
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	289	-304	316
기초현금	15	102	220	509	205
기말현금	102	220	509	205	521
FCF	351	454	416	22	468

자료 : F&F, SK증권 추정

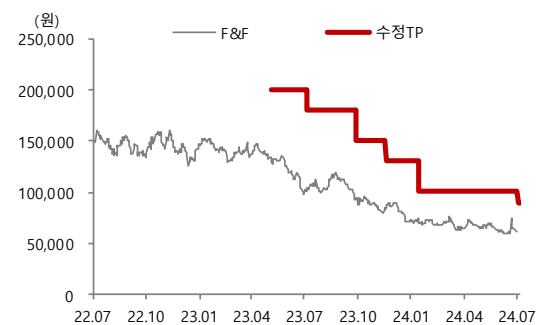
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,809	1,978	2,023	2,100	2,297
매출원가	533	632	668	682	746
매출총이익	1,276	1,346	1,356	1,418	1,550
매출총이익률(%)	70.6	68.0	67.0	67.5	67.5
판매비와 관리비	751	794	833	869	950
영업이익	525	552	523	549	600
영업이익률(%)	29.0	27.9	25.8	26.1	26.1
비영업손익	80	3	37	20	38
순금융손익	-8	-6	36	36	38
외환관련손익	-3	4	0	-11	0
관계기업등 투자손익	89	8	0	-6	0
세전계속사업이익	605	555	559	568	638
세전계속사업이익률(%)	33.5	28.0	27.6	27.1	27.8
계속사업법인세	163	130	146	127	161
계속사업이익	443	425	413	441	477
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	443	425	413	441	477
순이익률(%)	24.5	21.5	20.4	21.0	20.8
지배주주	442	425	413	441	477
지배주주귀속 순이익률(%)	24.4	21.5	20.4	21.0	20.8
비지배주주	1	-0	-0	-0	-0
총포괄이익	439	424	413	441	477
지배주주	438	426	415	443	479
비지배주주	1	-2	-2	-2	-2
EBITDA	605	626	597	637	688

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	66.1	9.4	2.3	3.8	9.4
영업이익	62.7	5.1	-5.3	4.9	9.4
세전계속사업이익	92.5	-8.3	0.8	1.6	12.3
EBITDA	72.4	3.4	-4.6	6.7	8.1
EPS	95.7	-3.8	-2.8	6.8	8.1
수익성 (%)					
ROA	32.7	23.8	18.9	17.6	16.6
ROE	60.4	38.4	28.2	24.2	21.5
EBITDA마진	33.5	31.6	29.5	30.3	30.0
안정성 (%)					
유동비율	104.4	153.2	216.9	200.9	270.4
부채비율	66.5	52.2	41.5	30.0	26.3
순차입금/자기자본	14.5	1.3	-16.2	0.5	-12.3
EBITDA/이자비용(배)	57.8	54.2	65.6	71.9	79.2
배당성향	13.8	15.3	15.6	14.6	13.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	11,532	11,096	10,783	11,520	12,452
BPS	24,554	34,188	43,278	53,119	63,893
CFPS	13,629	13,024	12,719	13,822	14,757
주당 현금배당금	1,600	1,700	1,700	1,700	1,700
Valuation지표 (배)					
PER	12.5	8.0	5.7	5.3	4.9
PBR	5.9	2.6	1.4	1.1	1.0
PCR	10.6	6.8	4.8	4.4	4.1
EV/EBITDA	9.4	5.5	3.5	3.7	3.0
배당수익률	1.1	1.9	2.8	2.8	2.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.07.29	매수	90,000원	6개월		
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 07월 29일 기준)

매수	96.91%	중립	3.09%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------