

F&F (383220/KS)

브랜드 경쟁력 제고가 필요하다

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 101,000 원(유지)

현재주가: 65,500 원

상승여력: 54.2%

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

Company Data

| | |
|------------|-----------|
| 발행주식수 | 3,831 만주 |
| 시가총액 | 2,509 십억원 |
| 주요주주 | |
| F&F홀딩스(외9) | 61.51% |
| 브이아이피자산운용 | 6.65% |

Stock Data

| | |
|--------------|-------------|
| 주가(24/04/17) | 65,500 원 |
| KOSPI | 2,584.18 pt |
| 52주 최고가 | 149,400 원 |
| 52주 최저가 | 62,100 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 12 십억원 |

주가 및 상대수익률



1Q24 Preview: 지속된 업황 부진

1 분기 매출액 5,018 억 원(+1.0% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 1,342 억 원(-9.8%, OPM 26.7%)으로 추정한다.

[MLB] 국내 매출은 면세채널과 비면세 채널 모두 부진해 1,206 억 원(-20.4%) 기록했을 것으로 추정한다. 면세 채널 매출은 다이공 비중 축소 흐름이 지난 분기에 이어 지속돼 전년 동기 대비 21.2% 감소했을 것으로 본다. 비면세 채널 매출은 ① 내수 소비 부진, ② 1Q23 에 있었던 실내마스크 해제 효과로 높아진 기저, ③ 비면세 채널에 포함되어 있던 일부 다이공 매출 감소, ④ 브랜드 성장성 저하의 영향으로 22.4% 감소했을 것으로 추정한다. 중국 매출은 오프라인 매장 신규 출점 속도가 둔화한 영향과 중국 내수 소비 부진으로 전년 동기 대비 8.0% 성장한 2,245 억 원으로 추정한다.

[Discovery] ① 전년 동기에 높았던 내수 소비의 기저와, ② 4Q23 에 이어 1Q23 에도 부진한 내수 의류 소비와, ③ 브랜드 성장성 저하가 매출액에 부정적 영향을 미쳤으나, 아웃도어가 국내 의류 산업에서 상대적으로 아웃퍼폼하고 있어 MLB 에 비해 상황이 낫다. 매출액 전년 동기 대비 5.0% 감소한 1,058 억 원으로 추정한다.

중국 경기 모멘텀과 내수 소비 회복 관점에서의 트레이딩 접근 유효

동사는 ① 내수 소비의 부진, ② 라이선스 브랜드의 국내 의류 산업 내 경쟁력 약화, ③ MLB 중국 사업의 전략적 방향성 전환(출점 수 증가에 기반한 Sell-In 매출 성장 전략 → 기존점 매출 성장에 기반한 질적 성장 전략)의 영향으로 전사 실적의 성장률이 둔화되는 국면에 있다. 당장 가시성이 높은 실적 모멘텀은 하반기 내수 소비 턴어라운드와 중국의 경기 회복 정도이다. 신규 브랜드인 듀베티카와 수프라는 현재 광고비를 투입해 중국 현지 내 브랜드 인큐베이팅 작업이 한창 진행 중이며, 매출이 본격적으로 발생하기까지는 시간이 필요해 보인다. 다만 그 간 중국 경기 부진의 영향으로 동사의 밸류에이션 멀티플은 역사적 하단에 위치해 있다. 중국 경기회복 모멘텀 등 사소한 호재에도 민감하게 반응할 만한 주가 레벨이며, 트레이딩 관점에서의 매수 접근 유효하다고 판단한다. F&F 투자 의견 '매수', 목표주가 101,000 원을 유지한다.

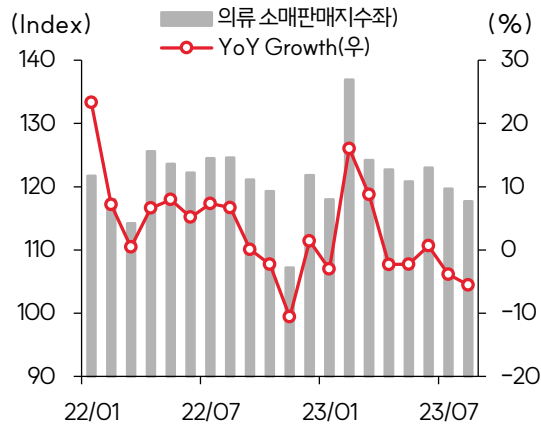
영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-----|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 십억원 | 1,089 | 1,809 | 1,978 | 2,099 | 2,273 | 2,486 |
| 영업이익 | 십억원 | 323 | 525 | 552 | 592 | 652 | 713 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 226 | 442 | 425 | 465 | 524 | 572 |
| EPS | 원 | 5,893 | 11,532 | 11,096 | 12,141 | 13,688 | 14,934 |
| PER | 배 | 32.1 | 12.5 | 8.0 | 5.4 | 4.8 | 4.4 |
| PBR | 배 | 13.3 | 5.9 | 2.6 | 1.5 | 1.2 | 0.9 |
| EV/EBITDA | 배 | 21.3 | 9.4 | 5.5 | 3.2 | 3.2 | 2.4 |
| ROE | % | 41.7 | 60.4 | 38.4 | 31.2 | 27.3 | 23.8 |

| F&F 부문별 실적추정치 | | | | | | | | | (단위: 십억 원, %) | | | |
|---------------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|---------------|-------|-------|-------|
| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 22 | 23 | 24E | 25E |
| 매출액 | 497 | 405 | 491 | 583 | 502 | 407 | 552 | 638 | 1,809 | 1,977 | 2,099 | 2,273 |
| YoY (%) | 13.7 | 9.2 | 11.2 | 4.4 | 1.0 | 0.3 | 12.4 | 9.4 | 22.1 | 9.3 | 6.2 | 8.3 |
| QoQ (%) | -11.1 | -18.4 | 21.1 | 18.8 | -14.0 | -18.9 | 35.7 | 15.6 | - | - | - | - |
| MLB 한국 | 152 | 132 | 118 | 136 | 121 | 118 | 113 | 140 | 603 | 538 | 491 | 505 |
| 성인 | 122 | 109 | 87 | 111 | 95 | 96 | 81 | 113 | 515 | 428 | 385 | 397 |
| 성인 면세 | 42 | 39 | 31 | 45 | 33 | 34 | 28 | 47 | 238 | 157 | 142 | 149 |
| 성인 비면세 | 80 | 70 | 56 | 66 | 62 | 62 | 53 | 66 | 276 | 272 | 243 | 248 |
| 아동 | 30 | 23 | 31 | 25 | 25 | 22 | 32 | 27 | 88 | 109 | 105 | 108 |
| MLB 중국 | 208 | 140 | 261 | 205 | 224 | 152 | 306 | 232 | 581 | 813 | 915 | 1,034 |
| MLB 홍콩 | 19 | 19 | 18 | 21 | 22 | 21 | 20 | 23 | 51 | 77 | 86 | 94 |
| 디스커버리 | 111 | 88 | 70 | 195 | 106 | 87 | 76 | 215 | 492 | 465 | 483 | 492 |
| 기타 | 7 | 26 | 25 | 26 | 29 | 29 | 38 | 29 | 76 | 84 | 125 | 147 |
| 부문별 매출액 YoY% | | | | | | | | | | | | |
| MLB 한국 | -6 | -10 | -6 | -20 | -20 | -11 | -5 | 3 | 1 | -11 | -9 | 3 |
| 성인 | -12 | -13 | -23 | -20 | -22 | -12 | -7 | 2 | -1 | -17 | -10 | 3 |
| 성인 면세 | -37 | -33 | -39 | -27 | -21 | -13 | -10 | 6 | 9 | -34 | -9 | 5 |
| 성인 비면세 | 14 | 3 | -10 | -13 | -22 | -12 | -5 | 0 | -8 | -2 | -11 | 2 |
| 아동 | 29 | 14 | 135 | -21 | -15 | -5 | 2 | 5 | 15 | 23 | -3 | 2 |
| MLB 중국 | 38 | 31 | 29 | 69 | 8 | 9 | 18 | 13 | 52 | 40 | 13 | 13 |
| MLB 홍콩 | 86 | 62 | 54 | 23 | 15 | 9 | 12 | 10 | 20 | 52 | 11 | 10 |
| 디스커버리 | 0 | -9 | -11 | -5 | -5 | -2 | 8 | 10 | 11 | -6 | 4 | 2 |
| 기타 | 200 | 220 | 16 | -40 | 316 | 12 | 51 | 9 | 489 | 11 | 47 | 18 |
| 매출총이익 | 358 | 284 | 330 | 388 | 329 | 275 | 368 | 447 | 1,276 | 1,361 | 1,419 | 1,548 |
| GPM (%) | 72.0 | 70.1 | 67.2 | 66.6 | 65.6 | 67.6 | 66.6 | 70.1 | 70.6 | 68.8 | 67.6 | 68.1 |
| 영업이익 | 149 | 110 | 149 | 144 | 134 | 94 | 177 | 186 | 525 | 551 | 592 | 652 |
| OPM (%) | 29.9 | 27.1 | 30.2 | 24.7 | 26.7 | 23.1 | 32.1 | 29.2 | 29.0 | 27.9 | 28.2 | 28.7 |
| YoY (%) | 9.0 | 15.9 | 7.4 | -7.1 | -9.8 | -14.6 | 19.3 | 29.4 | 62.7 | 5.1 | 7.3 | 10.2 |
| QoQ (%) | -4.0 | -26.0 | 34.9 | -3.0 | -6.8 | -29.9 | 88.6 | 5.2 | - | - | - | - |

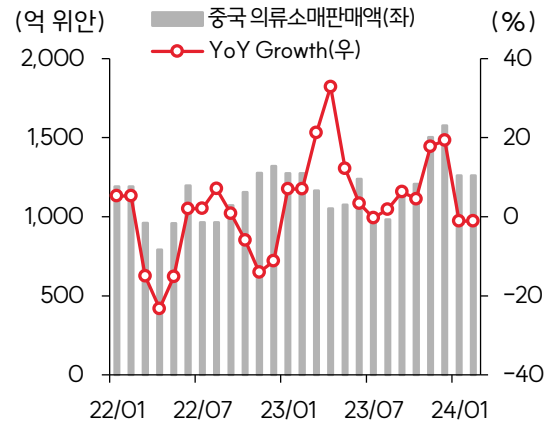
자료: F&F, SK 증권 추정

국내 월별 의류 소매판매액지수



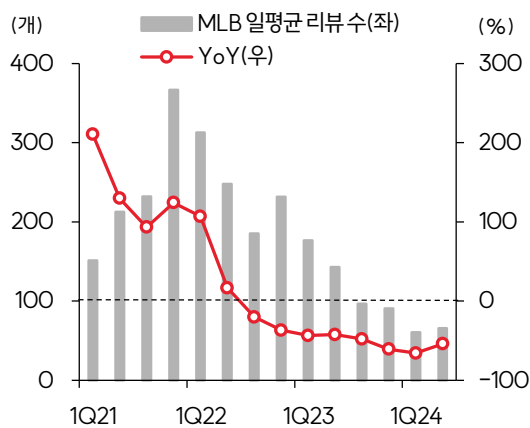
자료: KOSIS, SK 증권

중국 월별 의류 소매판매액



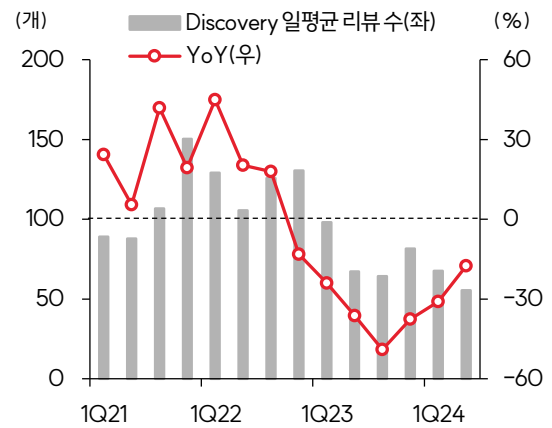
자료: 국가통계국, SK 증권

MLB 무신사 분기별 일평균 리뷰 수



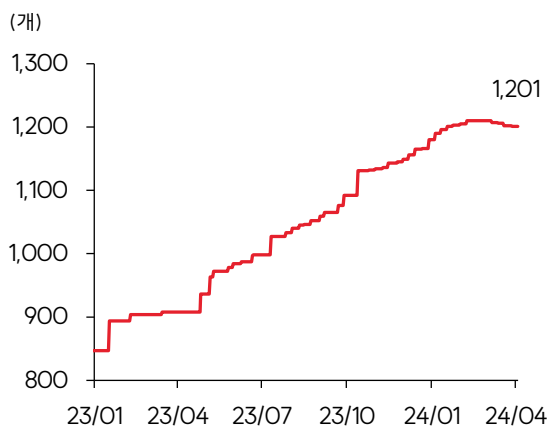
자료: SK 증권

Discovery 무신사 분기별 일평균 리뷰 수



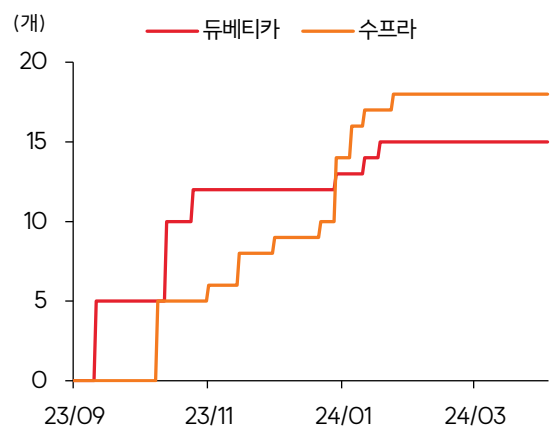
자료: SK 증권

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 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 601 | 746 | 1,119 | 962 | 1,431 |
| 현금및현금성자산 | 102 | 220 | 531 | 276 | 681 |
| 매출채권 및 기타채권 | 161 | 148 | 158 | 186 | 203 |
| 재고자산 | 297 | 341 | 362 | 399 | 436 |
| 비유동자산 | 969 | 1,259 | 1,306 | 1,841 | 1,914 |
| 장기금융자산 | 9 | 20 | 20 | 81 | 81 |
| 유형자산 | 77 | 135 | 136 | 474 | 470 |
| 무형자산 | 133 | 178 | 185 | 187 | 188 |
| 자산총계 | 1,570 | 2,005 | 2,425 | 2,803 | 3,345 |
| 유동부채 | 576 | 487 | 511 | 431 | 463 |
| 단기금융부채 | 234 | 86 | 92 | 78 | 85 |
| 매입채무 및 기타채무 | 150 | 199 | 211 | 208 | 228 |
| 단기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 비유동부채 | 51 | 201 | 196 | 195 | 197 |
| 장기금융부채 | 27 | 173 | 173 | 170 | 170 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 4 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 장기충당부채 | 1 | 3 | 3 | 4 | 4 |
| 부채총계 | 627 | 687 | 707 | 626 | 660 |
| 지배주주지분 | 921 | 1,291 | 1,691 | 2,150 | 2,658 |
| 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 | 1,388 | 1,848 | 2,355 |
| 비지배주주지분 | 22 | 27 | 27 | 27 | 27 |
| 자본총계 | 943 | 1,318 | 1,718 | 2,178 | 2,685 |
| 부채와자본총계 | 1,570 | 2,005 | 2,425 | 2,803 | 3,345 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 369 | 477 | 529 | 491 | 630 |
| 당기순이익(손실) | 443 | 425 | 465 | 524 | 572 |
| 비현금성항목등 | 171 | 205 | 191 | 206 | 220 |
| 유형자산감가상각비 | 49 | 67 | 67 | 75 | 75 |
| 무형자산상각비 | 32 | 7 | 8 | 13 | 13 |
| 기타 | 90 | 132 | 117 | 118 | 132 |
| 운전자본감소(증가) | -114 | -13 | -10 | -138 | -30 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | -23 | 14 | -9 | -28 | -17 |
| 재고자산의감소(증가) | -57 | -19 | -21 | -37 | -37 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | -20 | -22 | 12 | -3 | 20 |
| 기타 | -262 | -284 | -282 | -255 | -325 |
| 법인세납부 | -132 | -144 | -165 | -153 | -193 |
| 투자활동현금흐름 | -171 | -100 | -122 | -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 | -39 | -212 | -76 |
| 재무활동현금흐름 | -109 | -261 | -60 | -81 | -57 |
| 단기금융부채의증가(감소) | -15 | -165 | 5 | -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 |
| 현금의 증가(감소) | 87 | 118 | 311 | -255 | 405 |
| 기초현금 | 15 | 102 | 220 | 531 | 276 |
| 기말현금 | 102 | 220 | 531 | 276 | 681 |
| FCF | 351 | 454 | 462 | 78 | 560 |

자료 : F&F, SK증권 추정

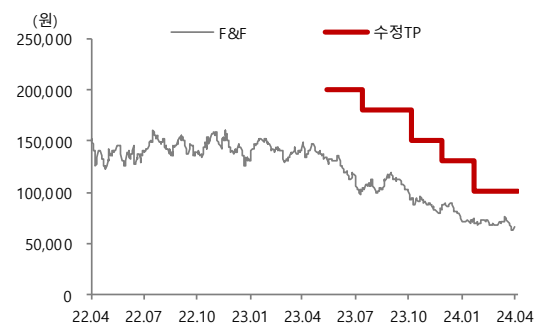
포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,809 | 1,978 | 2,099 | 2,273 | 2,486 |
| 매출원가 | 533 | 632 | 680 | 725 | 793 |
| 매출총이익 | 1,276 | 1,346 | 1,419 | 1,548 | 1,693 |
| 매출총이익률(%) | 70.6 | 68.0 | 67.6 | 68.1 | 68.1 |
| 판매비와 관리비 | 751 | 794 | 828 | 896 | 980 |
| 영업이익 | 525 | 552 | 592 | 652 | 713 |
| 영업이익률(%) | 29.0 | 27.9 | 28.2 | 28.7 | 28.7 |
| 비영업손익 | 80 | 3 | 38 | 25 | 52 |
| 순금융손익 | -8 | -6 | 38 | 42 | 52 |
| 외환관련손익 | -3 | 4 | 0 | -11 | 0 |
| 관계기업등 투자손익 | 89 | 8 | 0 | -6 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 605 | 555 | 630 | 677 | 765 |
| 세전계속사업이익률(%) | 33.5 | 28.0 | 30.0 | 29.8 | 30.8 |
| 계속사업법인세 | 163 | 130 | 165 | 153 | 193 |
| 계속사업이익 | 443 | 425 | 465 | 524 | 572 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 443 | 425 | 465 | 524 | 572 |
| 순이익률(%) | 24.5 | 21.5 | 22.2 | 23.1 | 23.0 |
| 지배주주 | 442 | 425 | 465 | 524 | 572 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 24.4 | 21.5 | 22.2 | 23.1 | 23.0 |
| 비지배주주 | 1 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 총포괄이익 | 439 | 424 | 465 | 524 | 572 |
| 지배주주 | 438 | 426 | 467 | 527 | 575 |
| 비지배주주 | 1 | -2 | -2 | -3 | -3 |
| EBITDA | 605 | 626 | 666 | 740 | 802 |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 66.1 | 9.4 | 6.1 | 8.3 | 9.4 |
| 영업이익 | 62.7 | 5.1 | 7.2 | 10.2 | 9.4 |
| 세전계속사업이익 | 92.5 | -8.3 | 13.5 | 7.6 | 12.9 |
| EBITDA | 72.4 | 3.4 | 6.4 | 11.2 | 8.3 |
| EPS | 95.7 | -3.8 | 9.4 | 12.7 | 9.1 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROA | 32.7 | 23.8 | 21.0 | 20.1 | 18.6 |
| ROE | 60.4 | 38.4 | 31.2 | 27.3 | 23.8 |
| EBITDA마진 | 33.5 | 31.6 | 31.7 | 32.6 | 32.2 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 104.4 | 153.2 | 219.0 | 223.4 | 309.4 |
| 부채비율 | 66.5 | 52.2 | 41.2 | 28.7 | 24.6 |
| 순차입금/자기자본 | 14.5 | 1.3 | -16.9 | -2.8 | -17.2 |
| EBITDA/이자비용(배) | 57.8 | 54.2 | 72.7 | 82.6 | 91.2 |
| 배당성향 | 13.8 | 15.3 | 13.9 | 12.3 | 11.3 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 11,532 | 11,096 | 12,141 | 13,688 | 14,934 |
| BPS | 24,554 | 34,188 | 44,636 | 56,637 | 69,884 |
| CFPS | 13,629 | 13,024 | 14,077 | 15,990 | 17,239 |
| 주당 현금배당금 | 1,600 | 1,700 | 1,700 | 1,700 | 1,700 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER | 12.5 | 8.0 | 5.4 | 4.8 | 4.4 |
| PBR | 5.9 | 2.6 | 1.5 | 1.2 | 0.9 |
| PCR | 10.6 | 6.8 | 4.7 | 4.1 | 3.8 |
| EV/EBITDA | 9.4 | 5.5 | 3.2 | 3.2 | 2.4 |
| 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 04월 18일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 96.57% | 중립 | 3.43% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|