

# F&F (383220/KS)

## 외형 성장 한 템포 쉬어가기

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 101,000 원(하향)

현재주가: 74,600 원

상승여력: 35.4%



Analyst  
형권훈

kh.hyung@sks.co.kr  
3773-9997

#### Company Data

발행주식수	3,831 만주
시가총액	2,858 십억원
주요주주	
F&F홀딩스(외9)	60.51%
국민연금공단	7.33%

#### Stock Data

주가(24/02/07)	74,600 원
KOSPI	2,609.58 pt
52주 최고가	153,000 원
52주 최저가	69,400 원
60일 평균 거래대금	9 십억원

#### 주가 및 상대수익률



### 4Q23 Review: 예정된 실적 부진

F&F 4 분기 실적은 매출액 5,832 억 원(+4.4% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 1,440 억 원(-7.1%, OPM 24.7%) 기록해 매출액과 영업이익 모두 시장 컨센서스를 하회했다. 부문별 매출은 MLB 중국이 2,047 억 원(+69.2%)로 4Q22 의 낮은 실적 기저로 고성장 했으나, MLB 국내가 전년 동기 대비 20%, 디스커버리가 5% 역성장 하며 부진했다. 전사 영업이익률은 24.7%로 전년 동기 대비 3%p 하락했는데, ① 국내 부문 매출 부진에 따른 고정비 부담 증가와, ② 위안화 환율 하락의 영향을 받았다.

### '24 년은 질적 성장에 집중

동사는 올해 중국 사업을 '질적 성장'에 방점을 두고 전개해 나갈 계획이다. 그간 동사의 중국 부문 실적 성장성은 오프라인 매장의 빠른 증가세가 담보해왔으나, 올해에는 매장을 공격적으로 늘리는 대신 ① 기존 매장의 규모 확장 및 인테리어 업그레이드와, ② 저 수익성 매장 정리를 통해 점포당 매출을 끌어올리고, ③ 듀베티카와 수프라의 브랜드 인큐베이팅에 집중할 전망이다. 이에 따라 올해 MLB 중국 신규 출점 수는 100 여 개 가량으로 작년 신규 출점 수인 약 240 개 대비 감소할 전망이다. 내수 부문은 올해 1 분기까지 실적 기저가 높으나, 2 분기를 시작으로 하반기부터 기저가 대폭 낮아지므로, 하반기부터는 안정적인 실적 성장 구간에 진입할 것으로 전망한다. 다만 연간 기준으로 올해 실적 성장성은 작년 수준의 약세가 지속될 것으로 전망한다.

### 트레이딩 관점에서의 접근 유효

동사가 올해 중국 사업과 관련해 질적 성장 전략을 추구함에 따라 실적 성장성에 대한 눈높이는 낮게 가져가되, 12MF PER 기준 밸류에이션 멀티플이 역사적 저점에 근접해 있는 만큼 ① 신규 브랜드의 성장, ② 내수 소비 업황 턴어라운드, ③ 중국 경기부양책 등 모멘텀 중심의 트레이딩 관점은 유효하다고 판단한다. F&F 투자 의견 '매수' 관점을 유지하며 목표주가는 '24 년 실적 추정치를 하향 조정하며 101,000 원으로 하향한다.

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	0	1,089	1,809	1,979	2,138	2,321
영업이익	십억원	0	323	525	552	574	635
순이익(지배주주)	십억원	0	226	442	426	446	509
EPS	원	0	5,893	11,532	11,133	11,630	13,283
PER	배	0.0	32.1	12.5	8.0	6.4	5.6
PBR	배	0.0	13.3	5.9	2.6	1.7	1.3
EV/EBITDA	배	0.0	21.3	9.4	5.2	5.3	4.3
ROE	%	0.0	41.7	60.4	38.5	30.1	26.9

F&F 부문별 실적추정치

	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	497	405	491	583	500	410	568	660	1,809	1,977	2,137	2,321
YoY (%)	13.7	9.2	11.2	4.4	0.5	1.1	15.6	13.2	22.1	9.3	8.1	8.6
QoQ (%)	-11.1	-18.4	21.1	18.8	-14.3	-18.0	38.5	16.3	-	-	-	-
MLB 한국	152	132	118	136	120	114	112	137	603	538	483	497
성인	122	109	87	111	98	94	83	110	515	428	386	398
성인 면세	42	39	31	45	38	35	29	42	238	157	145	152
성인 비면세	80	70	56	66	60	59	53	68	276	272	241	245
아동	30	23	31	25	22	20	29	26	88	109	97	99
MLB 중국	208	140	261	205	227	159	308	235	581	813	929	1,050
MLB 홍콩	19	19	18	21	22	21	20	23	51	77	86	94
디스커버리	111	88	70	195	101	87	76	215	492	465	478	488
기타	7	26	25	26	29	29	53	50	76	84	161	192
매출총이익	358	284	330	388	325	275	392	453	1,276	1,361	1,445	1,580
GPM (%)	72.0	70.1	67.2	66.6	65.1	67.1	69.0	68.6	70.6	68.8	67.6	68.1
영업이익	149	110	149	144	114	95	182	183	525	551	574	635
OPM (%)	29.9	27.1	30.2	24.7	22.9	23.1	32.0	27.7	29.0	27.9	26.8	27.3
YoY (%)	9.0	15.9	7.4	-7.1	-23.3	-13.9	22.5	27.0	62.7	5.1	4.0	10.6
QoQ (%)	-4.0	-26.0	34.9	-3.0	-20.7	-17.0	91.9	0.5	-	-	-	-

자료: F&F, SK 증권 추정

F&F 연간 실적추정치 변동

(십억원, %)	2024E	2023	YoY	컨센서스	vs. 컨센서스	직전 추정치	vs. 직전 추정치
매출액	2,137.4	1,976.7	8.1	2,270.5	-5.9	2,316.0	-7.7
영업이익	573.7	551.4	4.0	642.6	-10.7	665.0	-13.7
영업이익률	26.8	27.9		28.3		28.7	

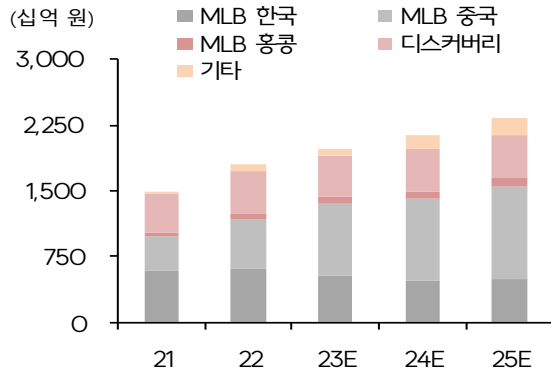
자료: SK 증권

F&F 목표주가 산정

항목	단위	구분	내용	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	445.6	
상장주식 수	주	(B)	38,307,075	
12MF EPS	원	(C)	11,632	(A)/(B)
Peer 12MF PER	배	(D)	12.4	Anta, Li Ning 평균
멀티플 할인율	%	(E)	30	
Target PER	배	(F)	8.7	
목표주가	원	(G)	101,000	(C)*(D)
현재 주가	원	(H)	74,600	
주가 업사이드	%	(I)	35.4	(G)/(H)-1

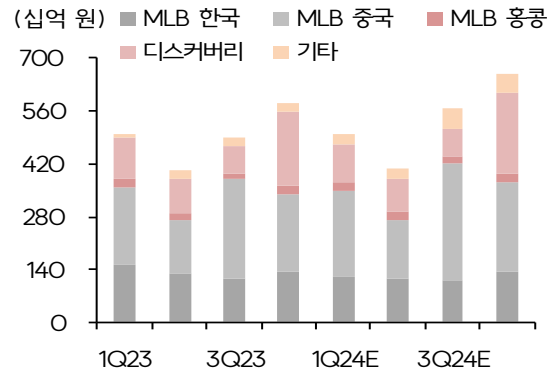
자료: SK 증권

F&F 부문별 연간 실적 추정치 추이



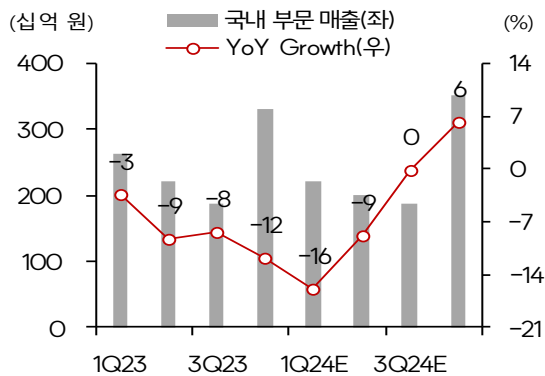
자료: F&F, SK 증권 추정

F&F 부문별 분기 실적 추정치 추이



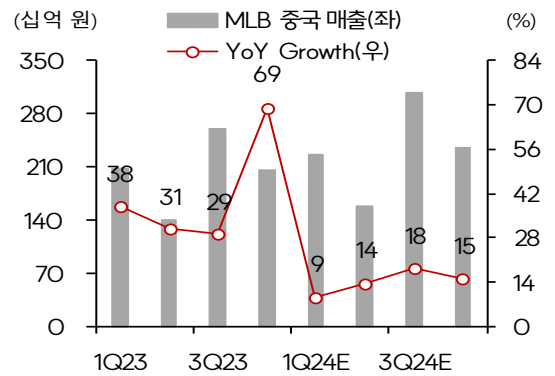
자료: F&F, SK 증권 추정

F&F 국내 부문 매출 추정치 추이



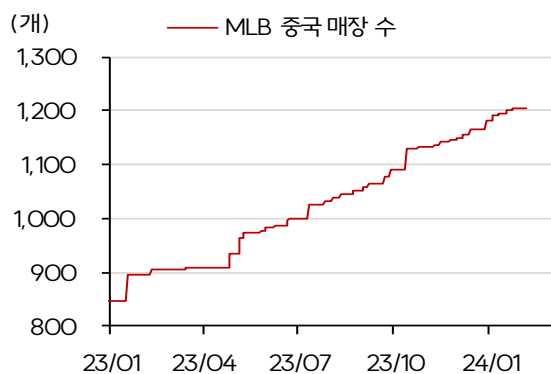
자료: F&F, SK 증권 추정

F&F MLB 중국 부문 매출 추정치 추이



자료: F&F, SK 증권 추정

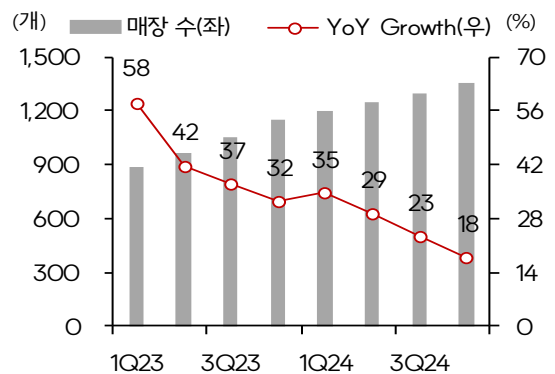
MLB 중국 매장 수 추이



자료: F&F China, SK 증권

주: 출점 예정 매장 및 MLB 키즈 매장 포함

MLB 중국 매장 수 추정치 추이



자료: F&F China, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	388	601	822	824	1,074
현금및현금성자산	15	102	289	220	314
매출채권 및 기타채권	118	161	168	190	224
재고자산	242	297	311	352	389
<b>비유동자산</b>	752	969	1,103	1,544	1,684
장기금융자산	19	9	15	15	81
유형자산	72	77	82	411	340
무형자산	17	133	183	208	204
<b>자산총계</b>	1,140	1,570	1,925	2,368	2,758
<b>유동부채</b>	564	576	536	596	549
단기금융부채	241	234	245	278	236
매입채무 및 기타채무	156	150	150	170	174
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	35	51	65	67	61
장기금융부채	30	27	38	38	35
장기매입채무 및 기타채무	5	4	6	6	6
장기충당부채	0	1	1	1	1
<b>부채총계</b>	599	627	601	663	609
<b>지배주주지분</b>	541	921	1,292	1,673	2,117
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	314	314	317	317	317
기타자본구성요소	-4	-19	-19	-19	-19
자기주식	-4	-19	-19	-19	-19
이익잉여금	226	625	990	1,371	1,814
비지배주주지분	0	22	32	32	32
<b>자본총계</b>	541	943	1,324	1,705	2,149
<b>부채외자본총계</b>	1,140	1,570	1,925	2,368	2,758

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	296	342	389	455	508
당기순이익(손실)	226	443	428	446	509
비현금성항목등	137	171	161	173	216
유형자산감가상각비	27	49	65	68	76
무형자산상각비	1	32	-1	-25	15
기타	109	90	97	130	126
운전자본감소(증가)	-39	-139	-53	-33	-94
매출채권및기타채권의감소(증가)	-40	-23	2	-22	-35
재고자산의감소(증가)	-98	-57	14	-41	-37
매입채무및기타채무의증가(감소)	74	-20	-63	20	4
기타	24	-39	-5	10	-26
법인세납부	-29	-132	-147	-131	-148
<b>투자활동현금흐름</b>	-567	-133	-90	-487	-309
금융자산의감소(증가)	21	-10	0	-3	-76
유형자산의감소(증가)	-12	-18	-33	-396	-5
무형자산의감소(증가)	-5	-11	-50	0	-10
기타	-571	-95	-7	-88	-218
<b>재무활동현금흐름</b>	157	-104	-114	-32	-110
단기금융부채의증가(감소)	185	-15	9	32	-42
장기금융부채의증가(감소)	-23	-36	-54	0	-3
자본의증가(감소)	318	0	3	0	0
배당금지급	0	-42	-61	-65	-65
기타	-322	-10	-12	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	-115	87	187	-68	94
기초현금	129	15	102	289	220
기말현금	15	102	289	220	314
FCF	284	324	356	59	503

자료 : F&F, SK증권 추정

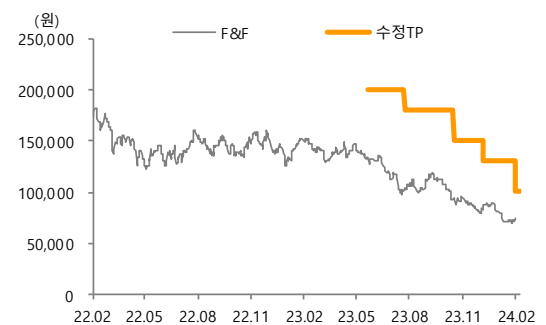
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	1,089	1,809	1,979	2,138	2,321
<b>매출원가</b>	293	533	632	693	741
<b>매출총이익</b>	796	1,276	1,347	1,445	1,580
매출총이익률(%)	73.1	70.6	68.1	67.6	68.1
<b>판매비와 관리비</b>	474	751	795	871	946
<b>영업이익</b>	323	525	552	574	635
영업이익률(%)	29.6	29.0	27.9	26.8	27.3
<b>비영업손익</b>	-8	80	4	2	22
순금융손익	-3	-8	-6	0	25
외환관련손익	4	-3	6	2	4
관계기업등 투자손익	-9	89	3	0	-6
<b>세전계속사업이익</b>	314	605	556	576	657
세전계속사업이익률(%)	28.9	33.5	28.1	27.0	28.3
<b>계속사업법인세</b>	89	163	128	131	148
<b>계속사업이익</b>	226	443	428	446	509
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	226	443	428	446	509
순이익률(%)	20.7	24.5	21.6	20.8	21.9
<b>지배주주</b>	226	442	426	446	509
지배주주귀속 순이익률(%)	20.7	24.4	21.6	20.8	21.9
<b>비지배주주</b>	0	1	2	0	0
<b>총포괄이익</b>	227	439	431	446	509
<b>지배주주</b>	227	438	428	446	509
<b>비지배주주</b>	0	1	2	-0	-0
<b>EBITDA</b>	351	605	616	617	725

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-	66.1	9.4	8.0	8.6
영업이익	N/A	62.7	5.1	4.0	10.6
세전계속사업이익	N/A	92.5	-8.1	3.6	14.0
EBITDA	N/A	72.4	1.8	0.1	17.6
EPS	N/A	95.7	-3.5	4.5	14.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	19.8	32.7	24.5	20.8	19.9
ROE	41.7	60.4	38.5	30.1	26.9
EBITDA마진	32.2	33.5	31.1	28.8	31.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	68.9	104.4	153.3	138.3	195.7
부채비율	110.7	66.5	45.4	38.9	28.4
순차입금/자기자본	46.1	14.5	-2.1	4.1	-3.6
EBITDA/이자비용(배)	74.1	57.8	52.1	52.3	70.6
배당성향	18.6	13.8	15.2	14.6	12.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	5,893	11,532	11,133	11,630	13,283
BPS	14,224	24,554	34,225	44,162	55,752
CFPS	6,633	13,629	12,810	12,750	15,648
주당 현금배당금	1,100	1,600	1,700	1,700	1,700
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	32.1	12.5	8.0	6.4	5.6
PBR	13.3	5.9	2.6	1.7	1.3
PCR	28.5	10.6	7.0	5.9	4.8
EV/EBITDA	21.3	9.4	5.2	5.3	4.3
배당수익률	0.6	1.1	2.0	2.0	2.0

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 02월 08일 기준)

매수	94.83%	중립	5.17%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------