



F&F

| Bloomberg Code (383220 KS) | Reuters Code (383220.KS)

2024년 2월 8일

[첨유/의복]

박현진 연구위원

☎ 02-3772-1563

✉ hpark@shinhan.com

주지은 연구원

☎ 02-3772-1575

✉ jieun.ju@shinhan.com

우려가 현실이 되었다



매수
(유지)



현재주가 (2월 7일)

74,600 원



목표주가

95,000 원 (하향)



상승여력

27.3%

- ◆ 4Q23 국내 실적 부진(순수 내수&파이공), 중국은 예상외 선방
- ◆ 올해 MLB 중국 출점 목표 기대보다 낮아, 국내 실적 부진 지속
- ◆ 악재 반영한 주가, 다만 주가 추세 반전까지 기다림 필요할 듯



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

 **신한투자증권** 기업분석부

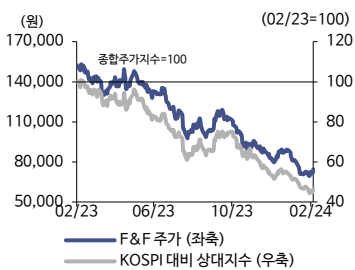
시가총액	2,857.7십억원
발행주식수	38.3백만주
유동주식수	15.0백만주(39.1%)
52 주 최고가/최저가	153,000 원/69,400 원
일평균 거래량 (60 일)	111,548 주
일평균 거래액 (60 일)	9,074 백만원
외국인 지분율	14.23%

주요주주	
F&F홀딩스 외 9 인	60.51%
국민연금공단	7.33%

절대수익률	
3개월	-21.7%
6개월	-30.1%
12개월	-50.3%

KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	-26.7%
6개월	-30.9%
12개월	-53.3%

주가



한국 부진, 중국은 기대 이상

4Q23 연결매출 5,832억원(+4% YoY), 영업이익 1,440억원(-8% YoY)으로 당사 추정치와 컨센서스를 하회했다. 실적 부진의 주요인은 국내다. 내수가 3개 분기 연속 역성장을 보이면서 이익 부진폭을 키웠다. 과시존 제품 판매 비중이 증가하면서 원가 부담을 높이고 있다.

오히려 중국법인 매출은 2,047억원으로 69% YoY 증가해 당사 추정치를 상회했다. 브랜드별로는 디스커버리 매출이 5% YoY 감소했고, MLB가 6% YoY 성장(순수 내수 -13% YoY, 면세 -28% YoY), MLB 키즈는 전년동기대비 유사한 매출을 달성했다. 이밖에 듀베티카와 수프라가 각각 57억원, 30억원 매출 달성했고, 세르지오타키니는 순수 국내 매출이 8억원이다. 중국 내 MLB 매장수는 1,100개 수준으로 마무리해 점포 평균 월매출은 1억원 초중반 수준을 유지하는 것으로 파악된다. 중국은 기존 출점 목표를 지켜내면서 중국 내수 소비 부진에도 기존 홀세일 매출 목표치 달성에 성공했으나 국내는 면세와 비면세 쪽에서의 파이공 매출 하락이 부정적 영향을 키우는 상황이다.

이밖에 테일러메이드의 지분 가치가 2022년 800억원 인식했던 것에 비해 2023년 (-)로 반영되면서 순이익이 더 부진했다.

중국 MLB 매장 출점 둔화, 한국 실적 부진 지속

중국 내 MLB 매장 2024년 출점 목표가 1,200개로 예상치(1,300개 이상)를 하회하는 가이던스를 제시했고, 듀베티카와 수프라의 중국 점포도 각각 14개, 15개로 기존 목표(기존 목표는 2024년 2월까지 듀베티카 23개, 수프라 2024년 200개) 수준에 못 미치는 듯 하다. 그러다 보니 듀베티카의 23 F/W & 24 S/S 오더 400억원, 수프라의 24 S/S 오더 300억원을 단기 내 인식하기가 버거운 것으로 파악된다. 중국법인 2024년 매출 성장은 24% YoY를 전망해 기존 추정치의 하향이 불가피하며, 한국도 면세와 파이공 비면세 거래에 대한 매출을 보수적으로 가정할 필요가 생겨 전반적인 실적 눈높이 조정이 필요하다.

주가의 추세 반전까지 기다림 필요

한국 실적이 부진하고, 중국 성장률이 둔화되다보니 주가도 연일 저점을 확인 중이다. 실적 하향으로 목표주가도 95,000원으로 하향 제시한다. 주가는 악재를 상당히 반영하고 있는 듯 하여 투자의견은 유지하지만, 의미있는 주가 추세 반등까지는 시간이 걸릴 것으로 판단된다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2021	1,089.2	322.7	225.8	8,852	14,129	21.4	21.3	13.4	41.7	46.1
2022	1,808.9	524.9	441.8	11,532	24,055	12.5	9.4	6.0	60.4	14.5
2023F	1,978.9	551.5	426.4	11,131	33,003	8.0	5.3	2.7	39.0	(16.3)
2024F	2,084.4	541.9	432.8	11,299	42,100	6.6	3.8	1.8	30.1	(30.0)
2025F	2,230.8	591.2	475.1	12,404	51,493	6.0	3.1	1.4	26.5	(39.2)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

F&F 4Q23 실적 Review

(억원, %)	4Q23	4Q22	% YoY	3Q23	% QoQ	신한 추정치	% 차이	컨센서스	% 차이
연결매출	5,832	5,587	4.4	4,928	18.3	6,719	(13.2)	6,130	(4.9)
영업이익	1,440	1,569	(8.2)	1,485	(3.0)	1,899	(24.2)	1,659	(13.2)
지배주주순이익	1,034	1,658	(37.6)	1,191	(13.2)	1,340	(22.8)	1,184	(12.7)

자료: 신한투자증권

F&F 분기, 연간 실적 전망

(억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
연결매출	4,974	4,055	4,928	5,832	5,263	4,200	5,369	6,013	18,089	19,789	20,844
% YoY	13.8	9.2	11.6	4.4	5.8	3.6	8.9	3.1	22.1	9.4	5.3
(브랜드별)											
Discovery	1,115	880	702	1,948	1,093	867	716	1,967	4,934	4,645	4,643
MLB	2,550	2,020	3,599	2,536	2,703	2,165	3,905	2,714	9,840	10,705	11,487
MLB kids	294	232	152	323	303	235	169	340	1,104	1,001	1,048
(해외법인)											
중국법인	2,079	1,401	2,606	2,047	2,746	1,757	3,114	2,487	5,802	8,133	10,104
홍콩법인	193	190	175	213	242	234	214	252	509	771	942
동남아법인	-	-	-	76	95	105	121	139	-	76	460
(% YoY 브랜드별)											
Discovery	(1.4)	(8.3)	(11.5)	(5.0)	(2.0)	(1.5)	2.0	1.0	12.2	(5.9)	(0.0)
MLB	(3.0)	18.1	16.1	5.7	6.0	7.2	8.5	7.0	11.5	8.8	7.3
MLB키즈	(1.7)	10.5	(44.7)	0.9	3.2	1.5	11.1	5.3	17.0	(9.3)	4.7
(% YoY 해외법인)											
중국법인	38.6	30.7	29.0	69.2	32.1	25.4	19.5	21.5	51.2	40.2	24.2
홍콩법인	81.9	63.8	53.5	23.1	25.5	23.2	22.0	18.5	16.3	51.4	22.2
동남아법인	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	504.8
영업이익	1,488	1,101	1,485	1,440	1,395	1,050	1,471	1,504	5,249	5,517	5,419
% of sales	29.9	27.1	30.1	24.7	26.5	25.0	27.4	25.0	29.0	27.9	26.0
% YoY	10.6	15.9	7.3	(8.3)	(6.3)	(4.6)	(1.0)	4.4	23.6	5.1	(1.8)

자료: 신한투자증권

F&F 실적 추정치 변경

(억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		Consensus	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
연결매출	19,789	20,844	20,667	24,473	(4.2)	(14.8)	20,084	22,705
영업이익	5,517	5,419	5,973	7,171	(7.7)	(24.4)	5,733	6,426
지배주주순이익	4,264	4,328	4,945	5,904	(13.8)	(26.7)	4,399	4,969

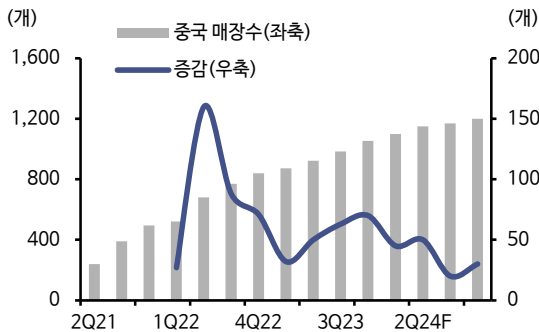
자료: 신한투자증권

F&F 목표주가 산정

구분		비고
FW12개월 추정 EPS (원)	11,342	
Target P/E (배)	8	섬유/의복 업종 브랜드사 평균
목표주가 (원)	95,000	

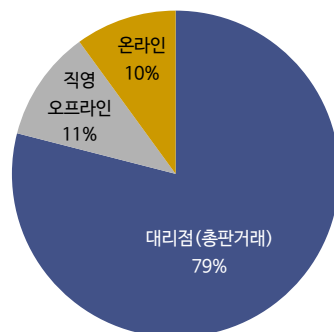
자료: 신한투자증권

MLB 브랜드 중국 점포수 추이



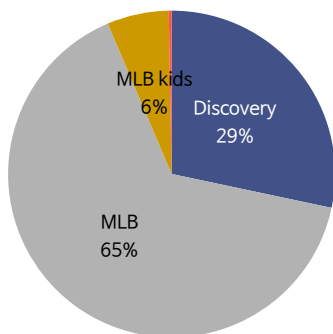
자료: 회사 자료, 신한투자증권

중국 유통채널별 매출 비중



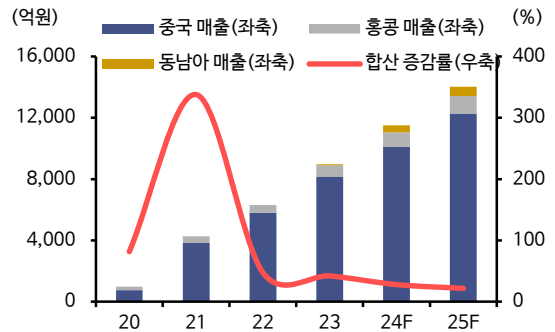
자료: 회사 자료, 신한투자증권

F&F 브랜드별 매출 비중



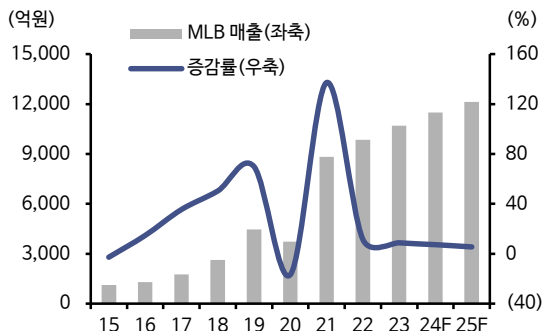
자료: 회사 자료, 신한투자증권

F&F 해외법인 매출 추이



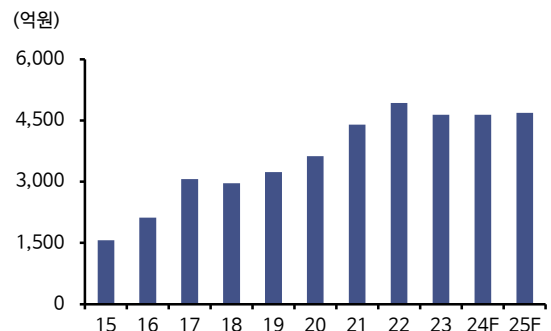
자료: 회사 자료, 신한투자증권

F&F MLB 매출 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

F&F 디스커버리 익스페디션 매출 추이



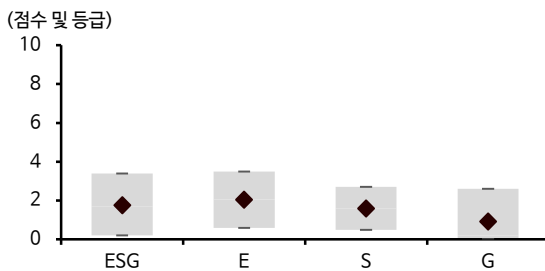
자료: 회사 자료, 신한투자증권

ESG Insight

Analyst Comment

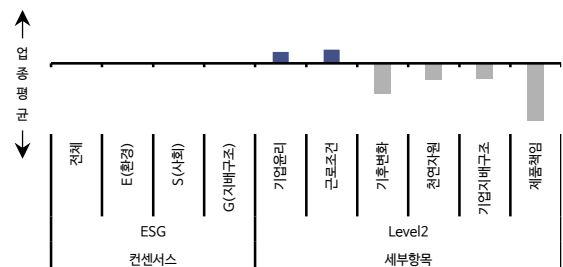
- ◆ 친환경 패션 트렌드를 창조하는 기업으로서 2040년까지 2020년 온실가스 배출량 대비 50% 감축 목표
- ◆ 고객 권익 보호를 위해 고객 만족도 조사에서 '만족' 응답 고객 비율이 2030년까지 90% 이상 유지되는 것을 목표
- ◆ 2023년 ESG협의회 발족해 ESG 전략과제 설정. ESG 경영의 내재화를 위해 ESG분과위원회 신설하여 운영

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

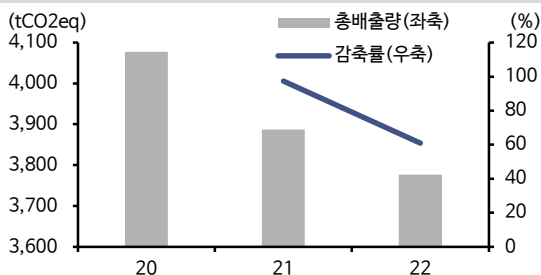
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

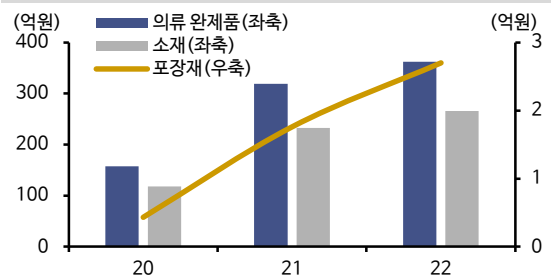
Key Chart

온실가스 배출량 및 감축률 추이



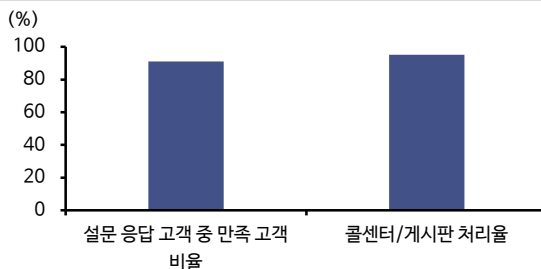
자료: F&F, 신한투자증권

친환경 원부자재 활용을 위한 친환경 구매액 추이



자료: F&F, 신한투자증권

고객 만족도 조사(2022년 기준)



자료: F&F, 신한투자증권

주주 권리 강화: 주주권 보호

		2021	2022
주주권 보호	집중투표제 도입	-	-
	배당정책 공개	O	O
	주총 전 안건 공지	O	O

자료: F&F, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	1,140.3	1,570.2	1,973.8	2,354.0	2,771.0
유동자산	388.5	601.2	982.2	1,319.5	1,686.9
현금및현금성자산	14.6	102.0	434.3	721.9	1,035.0
매출채권	100.1	129.4	141.5	154.3	177.4
재고자산	242.3	297.5	327.2	359.9	385.2
비유동자산	751.9	969.0	991.5	1,034.5	1,082.5
유형자산	71.5	77.2	62.4	67.4	63.3
무형자산	17.0	132.9	110.3	111.3	111.9
투자자산	563.0	644.7	704.5	741.6	793.1
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	1.6
부채총계	599.1	627.0	686.2	716.3	771.7
유동부채	563.7	575.9	632.8	660.9	714.4
단기차입금	210.6	195.0	180.0	185.0	205.0
매입채무	105.2	99.7	109.1	114.9	123.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	35.4	51.1	53.3	54.8	56.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	29.6	27.0	27.0	27.0	27.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.6	0.6
자본총계	541.3	943.2	1,287.6	1,637.7	1,999.3
자본금	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	313.9	313.9	313.9	313.9	313.9
기타자본	(3.6)	(19.1)	(26.5)	(30.5)	(31.4)
기타포괄이익누계액	1.2	(2.5)	(2.5)	12.5	12.5
이익잉여금	226.0	625.4	975.5	1,313.0	1,673.7
지배주주지분	541.3	921.5	1,264.3	1,612.7	1,972.5
비지배주주지분	0.0	21.7	23.3	25.0	26.8
*총차입금	270.9	260.7	247.7	254.8	277.8
*순차입금(순현금)	249.4	137.2	(210.3)	(491.9)	(783.7)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	291.5	344.1	588.9	541.5	508.8
당기순이익	225.8	442.7	428.0	434.5	477.0
유형자산상각비	27.4	48.5	35.3	40.2	36.1
무형자산상각비	0.9	31.8	22.5	39.0	49.4
회계환산손실(이익)	(2.3)	2.5	1.4	0.2	0.7
자산신분손실(이익)	0.3	1.4	1.4	1.4	1.4
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	9.4	(88.9)	(8.0)	(11.0)	(12.0)
운전자본변동	(39.0)	(139.1)	10.0	(45.4)	(39.6)
(법인세납부)	(28.7)	(132.0)	(32.5)	(36.5)	(150.6)
기타	97.7	177.2	130.8	119.1	146.4
투자활동으로인한현금흐름	(567.5)	(145.8)	(93.7)	(126.8)	(124.9)
유형자산의증가(CAPEX)	(12.0)	(17.9)	(20.5)	(30.1)	(32.0)
유형자산의감소	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(5.3)	(11.2)	0.0	(40.0)	(50.0)
투자자산의감소(증가)	(539.5)	3.3	(51.8)	(26.1)	(39.5)
기타	(10.9)	(120.0)	(21.4)	(30.6)	(3.4)
FCF	N/A	355.2	482.4	438.9	480.6
재무활동으로인한현금흐름	158.4	(108.9)	(110.4)	(96.8)	(79.7)
차입금의 증가(감소)	185.0	(14.9)	(13.1)	7.2	23.0
자기주식의처분(취득)	3.6	15.5	(7.3)	(4.0)	(0.9)
배당금	0.0	(42.1)	(65.0)	(85.0)	(95.4)
기타	(30.2)	(67.4)	(25.0)	(15.0)	(6.4)
기타현금흐름	0.0	0.0	(52.5)	(30.3)	8.9
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	3.1	(1.9)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(114.5)	87.4	332.3	287.6	313.1
기초현금	129.1	14.6	102.0	434.3	721.9
기말현금	14.6	102.0	434.3	721.9	1,035.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

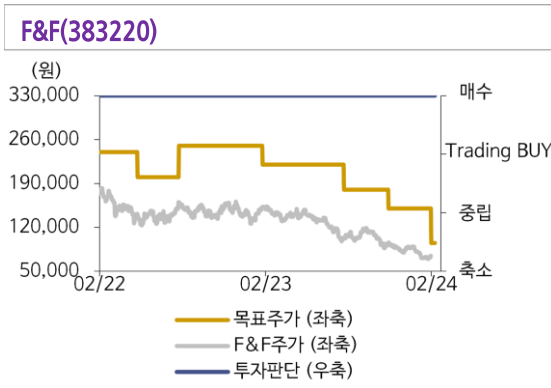
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,089.2	1,808.9	1,978.9	2,084.4	2,230.8
증감률 (%)	N/A	66.1	9.4	5.3	7.0
매출원가	292.8	532.7	631.3	667.0	702.7
매출총이익	796.4	1,276.2	1,347.6	1,417.4	1,528.1
매출총이익률 (%)	73.1	70.6	68.1	68.0	68.5
판매관리비	473.7	751.3	796.2	875.4	936.9
영업이익	322.7	524.9	551.5	541.9	591.2
증감률 (%)	N/A	62.7	5.1	(1.7)	9.1
영업이익률 (%)	29.6	29.0	27.9	26.0	26.5
영업외손익	(8.4)	80.3	8.1	22.3	36.4
금융손익	0.3	(9.6)	(1.1)	10.1	18.1
기타영업외손익	0.8	1.0	1.1	1.2	1.3
종속 및 관계기업관련손익	(9.4)	88.9	8.0	11.0	17.0
세전계속사업이익	314.3	605.2	559.5	564.2	627.6
법인세비용	88.6	162.5	131.5	129.8	150.6
계속사업이익	225.8	442.7	428.0	434.5	477.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	225.8	442.7	428.0	434.5	477.0
증감률 (%)	N/A	96.1	(3.3)	1.5	9.8
순이익률 (%)	20.7	24.5	21.6	20.8	21.4
(지배주주)당기순이익	225.8	441.8	426.4	432.8	475.1
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.9	1.6	1.7	1.8
총포괄이익	227.1	438.6	428.0	449.5	477.0
(지배주주)총포괄이익	227.1	437.7	427.2	448.5	476.0
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.9	0.9	0.9	1.0
EBITDA	351.0	605.2	609.3	621.2	676.6
증감률 (%)	N/A	72.4	0.7	2.0	8.9
EBITDA 이익률 (%)	32.2	33.5	30.8	29.8	30.3

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	8,852	11,556	11,174	11,342	12,451
EPS (지배순이익, 원)	8,852	11,532	11,131	11,299	12,404
BPS (자본총계, 원)	14,129	24,621	33,612	42,752	52,192
BPS (지배지분, 원)	14,129	24,055	33,003	42,100	51,493
DPS (원)	1,100	1,600	2,000	2,500	3,000
PER (당기순이익, 배)	21.4	12.5	8.0	6.6	6.0
PER (지배순이익, 배)	21.4	12.5	8.0	6.6	6.0
PBR (자본총계, 배)	13.4	5.9	2.7	1.7	1.4
PBR (지배지분, 배)	13.4	6.0	2.7	1.8	1.4
EV/EBITDA (배)	21.3	9.4	5.3	3.8	3.1
배당성향 (%)	18.6	13.8	17.9	22.0	24.1
배당수익률 (%)	0.6	1.1	2.2	3.4	4.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	32.2	33.5	30.8	29.8	30.3
영업이익률 (%)	29.6	29.0	27.9	26.0	26.5
순이익률 (%)	20.7	24.5	21.6	20.8	21.4
ROA (%)	19.8	32.7	24.2	20.1	18.6
ROE (지배순이익, %)	41.7	60.4	39.0	30.1	26.5
ROIC (%)	N/A	167.7	134.3	138.6	137.5
안정성					
부채비율 (%)	110.7	66.5	53.3	43.7	38.6
순차입금비율 (%)	46.1	14.5	(16.3)	(30.0)	(39.2)
현금비율 (%)	2.6	17.7	68.6	109.2	144.9
이자보상배율 (배)	68.1	50.1	55.1	54.7	56.3
활동성					
순운전자본회전율 (회)	24.4	20.1	15.9	16.5	14.8
재고자산회수기간 (일)	81.2	54.5	57.6	60.2	61.0
매출채권회수기간 (일)	33.5	23.1	25.0	25.9	27.1

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 02월 06일 기준)

매수 (매수)	92.28%	Trading BUY (중립)	5.69%	중립 (중립)	2.03%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------