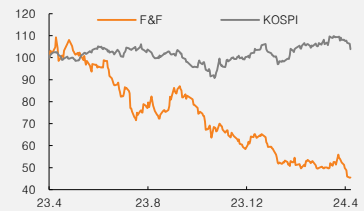


투자의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 95,000원
현재주가(24/4/16)	62,200원
상승여력	52.7%

영업이익(24F,십억원)	526
Consensus 영업이익(24F,십억원)	560
EPS 성장률(24F,%)	-2.9
MKT EPS 성장률(24F,%)	67.3
P/E(24F,x)	5.8
MKT P/E(24F,x)	11.4
KOSPI	2,609.63
시가총액(십억원)	2,383
발행주식수(백만주)	38
유동주식비율(%)	37.9
외국인 보유비중(%)	13.0
벤테(12M) 일간수익률	1.09
52주 최저가(원)	62,100
52주 최고가(원)	149,400

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-9.2	-39.0	-55.7
상대주가	-7.2	-43.1	-56.3



[화장품/유통/의류]

배송이
songyi.bae@miraeasset.com

예상만큼 부진

1Q24 Preview: 내수 부진 vs 해외 선방

F&F의 1Q24 실적은 매출액 5,152억원(YoY +4%), 영업이익 1,342억원(YoY -10%)으로 낮아진 시장 기대치에 부합할 전망이다. 해외 매출 성장에도 불구하고, 내수 매출 하락과 마케팅 비용 확대로 인해 수익성 하락 예상된다.

내수는 MLB 내수 YoY -13%/면세 YoY -20%/키즈 YoY -6%, 디스커버리 YoY -3% 하락해 전반적으로 부진할 전망이다. 복종간 경쟁과 복종 내 경쟁이 동시에 심화되고 있다.

해외는 중국 YoY +8%, 홍콩(동남아 등 포함) YoY +30% 예상한다. 특히 우려가 컸던 중국이 사측 목표에 부합할 전망이다. 리테일 매출 기준으로는 두 자릿수 신장한 것으로 파악되어, 매장 효율 개선 효과가 가시화될 하반기로 갈수록 법인 매출도 성장률이 확대될 가능성이 높다.

추가적인 주가 하락 가능성은 제한적

실적은 예상대로 부진하고, 내수에서 브랜드 경쟁력에 대한 의구심도 타당하다. 실적 추정치와 Target Multiple을 모두 하향하여 목표주가를 12만원에서 9.5만원으로 하향한다.

다만 주가 측면 추가적인 하락 가능성은 제한적으로 판단한다. 1)실적 추정치가 충분히 하향조정 되었다. 2024F 내수 매출은 MLB 내수 YoY -13%/면세 YoY -20%, 디스커버리 Flat로 추정하였다. 현재 추세에서 개선되지 않을 것으로 가정한 수준이다. 전사 영업이익률도 25%로 중국 수출 확대 이래 최저 수준으로 예상한다. 2)해외 실적은 양호하다. 중국이 우려 대비 나쁘지 않다. 3)밸류에이션 디레이팅도 일단 략되었다. 현재 주가는 12MF PER 5배로 역대 최저인 동시에 섬유·의복 평균까지 하락한 수준이다.

해외 확장, 테일러메이드 연결 인식 등 중장기 모멘텀이 여전히 유효한 바, 저평가 매력에 비롯해 매수 유효한 구간으로 판단한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	1,809	1,978	2,085	2,243	2,348
영업이익 (십억원)	525	552	526	573	601
영업이익률 (%)	29.0	27.9	25.2	25.5	25.6
순이익 (십억원)	442	425	413	449	472
EPS (원)	11,532	11,096	10,778	11,730	12,318
ROE (%)	60.4	38.9	28.7	25.0	21.5
P/E (배)	12.5	8.0	5.8	5.3	5.0
P/B (배)	5.9	2.7	1.5	1.2	1.0
배당수익률 (%)	1.1	1.9	2.7	2.7	2.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: F&F, 미래에셋증권 리서치센터

1Q24 Preview

F&F의 1Q24 실적은 매출액 5,152억원(YoY +4%), 영업이익 1,342억원(YoY -10%)으로 낮아진 시장 기대치에 부합할 전망이다. 해외 매출 성장에도 불구하고(중국 YoY +8%, 홍콩 YoY +30%), 내수 매출 하락(MLB 내수 YoY -13%/면세 YoY -20%, 디스커버리 YoY -3%)과 마케팅 비용 확대로 인해 수익성 하락하겠다.

[내수]

MLB 내수 YoY -13%/면세 YoY -20%/키즈 YoY -6%, 디스커버리 YoY -3% 하락해 전반적으로 부진할 전망이다. 영패션, 고프코어 등으로 트렌드가 이동하고 있는 가운데 아웃도어 브랜드 간 경쟁도 심화되고 있다. 면세는 중국 현지에 집중하기 위해 전략적으로 축소해나가는 중이다.

[해외]

중국 YoY +8%, 홍콩(동남아 등 포함) YoY +30% 추정한다. 중국 리테일 매출은 두 자릿수 신장한 것으로 파악되어 우려 대비 양호한 수준으로 판단된다. 다만 대리상 물량 조정과 출점 둔화로 인해 법인 매출 성장률은 이에 미치지 못하겠다. 연중 비효율 매장 정리 및 매출 상위 매장에 대한 리뉴얼이 진행되고 있다. 하반기로 갈수록 대리상 물량 정상화와 점당 매출 개선이 가능할 전망이다.

투자 판단

예상대로 실적은 부진하다. 내수가 시장 대비 하회하고 있어(1Q24 내수 패션 소품 성장 추정) 브랜드 경쟁력에 대한 우려도 제기될 수 있다. 실적 추정치와 Target Multiple을 모두 하향하여 목표주가를 조정한다.

다만 주가 측면에서 추가적으로 하락할 가능성은 제한적으로 판단한다. 1)실적 추정치가 충분히 하향조정 되었다. 2024F 내수 매출은 MLB 내수 YoY -13%/면세 YoY -20%, 디스커버리 Flat, 전사 영업이익률도 25%로 중국 수출 확대 이래 최저 수준으로 예상한다. 2) 해외 실적은 양호하다. 중국은 우려가 컸으나 금번 분기 사측 목표에 부합할 전망이며, 동남아를 중심으로 기타 지역 성장이 가파르다. 3)밸류에이션 디레이팅도 일단락되었다. 현재 주가는 12MF PER 5배로 역대 최저인 동시에 섬유업의 평균까지 하락한 수준이다.

해외 확장, 테일러메이드 연결 인식 등 중장기 모멘텀은 여전히 유효하다. 저평가 매력에 비롯해 매수 유효한 구간으로 판단한다.

표 1. F&F 연간 실적 전망

(십억원)

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,490	1,809	1,978	2,085	2,243	2,348
국내	1,417	1,616	1,715	1,727	1,815	1,873
MLB	884	992	1,071	1,063	1,141	1,190
MLB Kids	88	110	115	113	111	109
Discovery	438	491	465	466	467	467
기타	6	19	40	48	56	63
해외	426	632	893	1,014	1,138	1,221
홍콩	42	51	77	98	117	134
상해	383	581	815	916	1,021	1,086
영업이익	425	525	552	526	573	601
세전이익	429	605	555	543	591	621
순이익	313	443	425	413	449	472
영업이익률(%)	28.5	29.0	27.9	25.2	25.5	25.6
매출액 (YoY %)	77.9	21.4	9.4	5.4	7.6	4.7
국내	76.7	14.1	6.1	0.7	5.1	3.2
MLB	135.1	12.2	7.9	(0.7)	7.3	4.3
MLB Kids	39.0	24.8	4.9	(2.0)	(1.8)	(1.6)
Discovery	22.8	12.0	(5.4)	0.2	0.2	0.2
기타						
해외	302.2	48.2	41.3	13.6	12.2	7.3
홍콩	82.5	20.4	52.0	27.1	19.0	15.2
상해	414.4	51.6	40.3	12.3	11.5	6.4
영업이익 (YoY %)	246.6	23.5	5.1	(4.6)	8.8	4.9
순이익 (YoY %)	266.4	41.5	(4.0)	(2.9)	8.9	5.0

자료: F&F, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. F&F 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023년	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024년
매출액	497	405	493	583	1,978	515	418	524	628	2,085
국내	408	326	480	501	1,715	406	318	497	506	1,727
MLB	255	202	360	254	1,071	246	189	377	251	1,063
MLB Kids	29	23	31	32	115	27	22	30	34	113
Discovery	111	88	70	196	465	108	85	72	201	466
기타	13	13	19	20	64	25	22	18	20	85
해외	227	159	279	228	893	249	177	318	270	1,014
홍콩	19	19	18	21	77	25	23	22	28	98
상해	208	140	261	206	815	224	154	296	242	916
영업이익	149	110	149	144	552	134	103	141	148	526
세전이익	152	107	161	135	555	135	104	155	149	543
순이익	119	87	119	100	425	103	79	118	113	413
영업이익률(%)	29.9	27.2	30.1	24.7	27.9	26.0	24.6	26.8	23.6	25.2
매출액 (YoY %)	13.8	9.2	11.6	4.3	9.4	3.6	3.1	6.4	7.7	5.4
국내	0.5	11.7	12.7	1.6	6.1	(0.4)	(2.3)	3.5	0.9	0.7
MLB	(3.0)	18.1	15.0	3.5	7.9	(3.6)	(6.3)	4.8	(1.0)	(0.7)
MLB Kids	(1.7)	9.9	12.7	0.9	4.9	(6.0)	(5.0)	(2.0)	3.7	(2.0)
Discovery	0.9	(9.1)	(11.7)	(4.5)	(5.4)	(3.0)	(3.0)	2.5	2.6	0.2
기타										
해외	40.7	33.7	30.8	64.6	41.3	9.7	11.4	13.9	18.7	13.6
홍콩	82.5	62.6	58.3	22.5	52.0	30.0	22.0	22.0	33.4	27.1
상해	37.9	30.6	29.2	70.6	40.3	7.9	9.9	13.4	17.2	12.3
영업이익 (YoY %)	10.6	16.3	7.3	(8.2)	5.1	(9.8)	(6.8)	(5.2)	3.0	(4.6)
순이익 (YoY %)	23.3	26.2	8.8	(40.5)	(4.0)	(13.5)	(9.6)	(1.3)	13.8	(2.9)

자료: F&F, 미래에셋증권 리서치센터

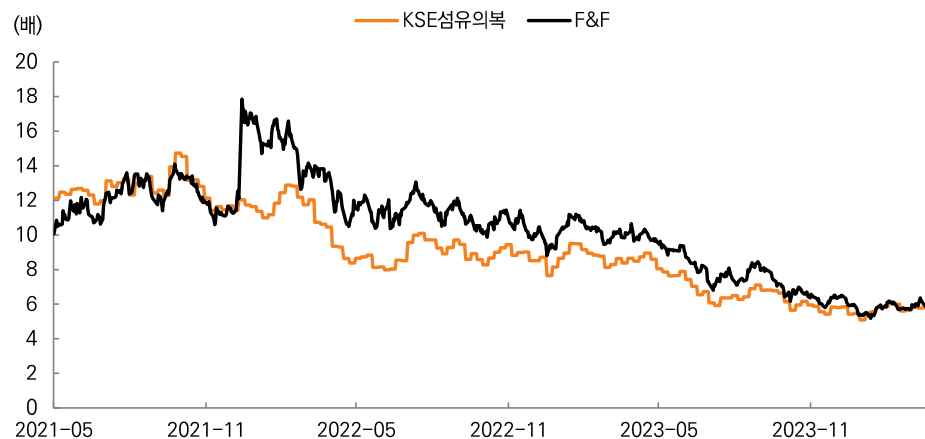
표 3. F&F Valuation Table

(원)

구분	내용	비고
12MF EPS	11,094	
Target PER(배)	9	
적정 주가	94,301	
목표 주가	95,000	
현재 주가	62,200	
상승 여력(%)	52.7	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. F&F, 섬유·의복업종 12MF PER 추이



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

F&F (383220)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,978	2,085	2,243	2,348
매출원가	632	693	745	779
매출총이익	1,346	1,392	1,498	1,569
판매비와관리비	794	866	926	969
조정영업이익	552	526	573	601
영업이익	552	526	573	601
비영업손익	3	17	18	20
금융손익	-4	2	7	22
관계기업등 투자손익	8	9	9	10
세전계속사업손익	555	543	591	621
계속사업법인세비용	130	130	142	149
계속사업이익	425	413	449	472
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	425	413	449	472
지배주주	425	413	449	472
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	425	413	449	472
지배주주	420	408	444	467
비지배주주	5	5	5	5
EBITDA	665	655	689	704
FCF	357	129	414	478
EBITDA 마진율 (%)	33.6	31.4	30.7	30.0
영업이익률 (%)	27.9	25.2	25.5	25.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	21.5	19.8	20.0	20.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	902	882	1,210	1,607
현금 및 현금성자산	275	200	456	791
매출채권 및 기타채권	157	169	192	201
재고자산	416	455	501	551
기타유동자산	54	58	61	64
비유동자산	998	1,358	1,392	1,402
관계기업투자등	663	715	769	805
유형자산	69	318	287	250
무형자산	108	120	119	119
자산총계	1,900	2,240	2,602	3,010
유동부채	562	554	535	540
매입채무 및 기타채무	154	160	168	174
단기금융부채	235	239	242	244
기타유동부채	173	155	125	122
비유동부채	52	53	55	57
장기금융부채	27	27	27	27
기타비유동부채	25	26	28	30
부채총계	614	608	590	596
지배주주지분	1,264	1,610	1,990	2,392
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	314	314	314	314
이익잉여금	989	1,337	1,722	2,129
비지배주주지분	22	22	22	21
자본총계	1,286	1,632	2,012	2,413

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	397	479	474	518
당기순이익	425	413	449	472
비현금수익비용가감	247	257	251	230
유형자산감가상각비	48	101	91	77
무형자산상각비	65	27	26	25
기타	134	129	134	128
영업활동으로인한자산및부채의변동	-142	-62	-92	-57
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-6	-10	-22	-8
재고자산 감소(증가)	-119	-39	-46	-50
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	4	4	3
법인세납부	-130	-130	-142	-149
투자활동으로 인한 현금흐름	-116	-438	-99	-79
유형자산처분(취득)	-40	-350	-60	-40
무형자산감소(증가)	-40	-40	-25	-25
장단기금융자산의 감소(증가)	-1	-2	-2	-1
기타투자활동	-35	-46	-12	-13
재무활동으로 인한 현금흐름	-80	-64	-66	-68
장단기금융부채의 증가(감소)	2	3	3	2
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-61	-65	-65	-65
기타재무활동	-21	-2	-4	-5
현금의 증가	173	-74	255	335
기초현금	102	275	200	456
기말현금	275	200	456	791

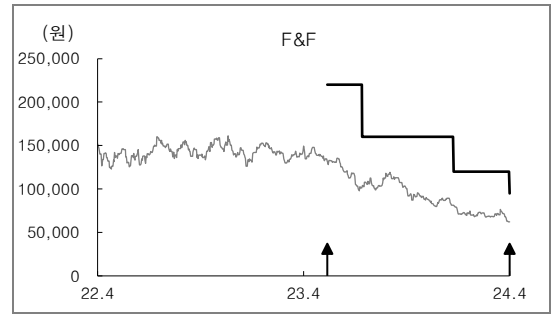
자료: F&F, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	8.0	5.8	5.3	5.0
P/CF (x)	5.1	3.6	3.4	3.4
P/B (x)	2.7	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA (x)	5.1	3.7	3.2	2.6
EPS (원)	11,096	10,778	11,730	12,318
CFPS (원)	17,543	17,477	18,295	18,311
BPS (원)	33,509	42,539	52,459	62,941
DPS (원)	1,700	1,700	1,700	1,700
배당성향 (%)	15.3	15.7	14.4	13.7
배당수익률 (%)	1.9	2.7	2.7	2.7
매출액증가율 (%)	9.4	5.4	7.6	4.7
EBITDA증가율 (%)	10.0	-1.6	5.3	2.1
조정영업이익증가율 (%)	5.1	-4.6	8.8	4.9
EPS증가율 (%)	-3.8	-2.9	8.8	5.0
매출채권 회전율 (회)	15.0	14.9	14.4	13.7
재고자산 회전율 (회)	5.5	4.8	4.7	4.5
매입채무 회전율 (회)	6.3	6.7	6.9	7.0
ROA (%)	24.5	19.9	18.6	16.8
ROE (%)	38.9	28.7	25.0	21.5
ROIC (%)	83.2	52.2	45.2	45.0
부채비율 (%)	47.7	37.2	29.3	24.7
유동비율 (%)	160.4	159.2	226.3	297.9
순차입금/자기자본 (%)	-2.7	2.5	-10.6	-22.7
조정영업이익/금융비용 (x)	48.7	46.1	49.6	51.5

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
F&F (383220)				
2024.04.17	매수	95,000	-	-
2024.01.09	매수	120,000	-41.03	-33.08
2023.07.31	매수	160,000	-39.07	-25.63
2023.05.30	매수	220,000	-45.38	-38.55



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

* 2024년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.